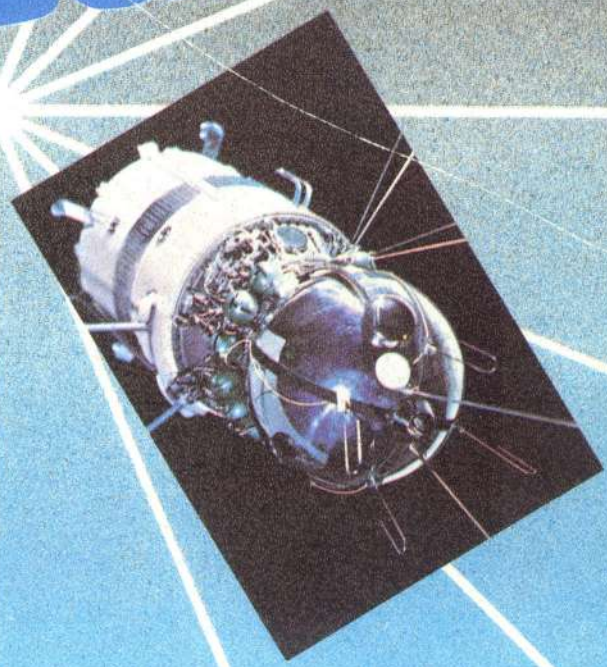
PAPELES
DE ECONOMIA ESPAÑOLA
FUNDACION FONDO PARA LA INVESTIGACION ECONOMICA Y SOCIAL

CAPITAL RIESGO



SUPLEMENTOS SOBRE EL SISTEMA FINANCIERO

OBRA SOCIAL DE LA CONFEDERACION ESPAÑOLA DE CAJAS DE AHORROS

El sistema financiero español vive hoy una situación de cambio. Su proceso de modernización y reforma ha dado origen a nuevas instituciones y a la alteración en su funcionamiento de muchas de las ya existentes.

Facilitar un conocimiento mejor del sistema financiero español en la actualidad constituye el propósito de los SUPLEMENTOS SOBRE EL SISTEMA FINANCIERO de PAPELES DE ECONOMIA ESPAÑOLA.

Con tal finalidad, los SUPLEMENTOS SOBRE EL SISTEMA FINANCIERO de PAPELES DE ECONOMIA ESPAÑOLA tratan de facilitar a sus lectores una contemplación de nuestra actual realidad financiera, analizando las principales instituciones que la integran, así como su operativa y funcionamiento. Ese estudio de las instituciones del sistema financiero español se complementará con la valoración de sus principales problemas, que trataremos de obtener de quienes conocen o dirigen diariamente sus actividades.

Aspiramos a que estas tareas se realicen en el marco de los principios que presiden la actuación de la Fundación Fondo para la Investigación Económica y Social de la Confederación Española de Cajas de Ahorros.

- Plena libertad intelectual de nuestros colaboradores.
- La responsabilidad de las opiniones emitidas y el respaldo riguroso de las afirmaciones realizadas para avalar adecuadamente tanto los planteamientos como las soluciones a los problemas estudiados.
- El compromiso de las opiniones con los problemas planteados por el sistema financiero español.
- La búsqueda y la defensa de los intereses generales en los temas objeto de tratamiento.
- La colaboración y sugerencias críticas de los lectores para que nuestros SUPLEMENTOS logren el propósito que con ellos pretendemos.

* * *

P.V.P.: 1.650 ptas. IVA incluido.

Pedidos e información:
Fundación Fondo para la Investigación Económica y Social.
Obra Social de la Confederación Española de Cajas de Ahorros.
Juan Hurtado de Mendoza, 14. 28036 Madrid.
Teléfonos: 250 44 00/02

PAPELES
DE ECONOMIA ESPAÑOLA

Suplementos sobre el Sistema Financiero

20

1987

FUNDACION FONDO PARA LA INVESTIGACION ECONOMICA Y SOCIAL

PATRONATO

ALVARO VILLAGRAN Y DE VILLOTA *(Presidente)*
JOSE JOAQUIN SANCHO DRONDA *(Presidente de Honor de la CECA)*
MARIANO NAVARRO RUBIO *(Presidente de Honor de la Fundación FIES)*
MIGUEL ALLUE ESCUDERO
JOSE ANTONIO BONTIGUI ZUBIAURRE
MIGUEL CASTILLEJO GORRAIZ
LUIS CORONEL DE PALMA
FRANCISCO COSTABELLA PAPIOL
JULIO FERNANDEZ GAYOSO
FRANCISCO FERNANDEZ JARDON
JOSE EMILIO NIETO DIEGO
MANUEL OCEN GONZALEZ
MATEO RUIZ ORIOL
CARLOS SISTIAGA COARASA
MIGUEL DE UNAMUNO PEREZ
JOSE MARIA VARGAS-ZUÑIGA Y LEDESMA
AVELINO VILA OTERO

CONSEJO DE REDACCION DE SUPLEMENTOS SOBRE EL SISTEMA FINANCIERO

ENRIQUE FUENTES QUINTANA *(Director)*
XABIER ALKORTA ANDONEGI
JOSE ANTONIO ANTON PEREZ
JOSE CARPIO MARTIN
JOSE MARIA CASADO RAIGON
JOSE LUIS DE ECHARRI GONZALO
CARLOS EGEA KRAUEL
JULIO FERNANDEZ GAYOSO
JOSE GARCIA LOPEZ
FERNANDO GONZALEZ OLIVARES *(Redactor-Jefe)*
JUAN JOSE GRAVALOS LAZARO
JOSE LUIS MENDEZ LOPEZ
JOSE EMILIO NIETO DIEGO
EUGENIO PELLICER PEREZ
VICTOR PEREZ DIAZ
JUAN RAVINA MENDEZ
JAIME REQUEIJO GONZALEZ
MATEO RUIZ ORIOL
JOAN TORRES PICAMAL
JUAN LUIS URANGA SANTESTEBAN
VICTORIO VALLE SANCHEZ
JOSE MARIA VARGAS-ZUÑIGA Y LEDESMA
JOSE VILARASAU SALAT
MERCEDES VILLACIAN PEÑALOSA
ALVARO VILLAGRAN Y DE VILLOTA

Coordinación gráfica
María Elena Leguina Vicens

Portada y diagramación
Línea Punto 3
Dibujos de Antonio Cruz Tordesillas

Edita
Fundación Fondo para la Investigación Económica y Social
Obra Social de la Confederación Española de Cajas de Ahorros
Padre Damián, 48. 28036 Madrid

Imprime
Artes Gráficas Benzal, S. A.
Virtudes, 7. 28010 Madrid
Depósito legal: M. 402.—1980
ISSN: 02 12-5994

CAPITAL RIESGO

SUMARIO

Introducción. **5**

Presentación. **6**

Problemática actual del capital riesgo: enfoque financiero, *Fermín Zancada Peinado.* **10**

Significado y evolución de los instrumentos de promoción industrial: el capital riesgo, *Manuel García-Pozuelo Bonales.* **21**

Innovación, capital riesgo y fiscalidad, *Dionisio Usano Crespo.* **45**

El capital riesgo en Estados Unidos y Europa, *Cristóbal Marmolejo Oña.* **63**

Valoración de la nueva normativa sobre capital riesgo, *Santiago Bergareche Busquet.* **101.**

Apéndice gráfico y bibliográfico sobre los mercados de capital riesgo, *José Martí Pellón.* **106**

APENDICE LEGISLATIVO

Real Decreto-Ley 1/1986, de 14 de marzo, de medidas urgentes administrativas, financieras, fiscales y laborales. **133**

Real Decreto 710/1986, de 4 de abril, por el que se crea un segundo mercado de valores en las Bolsas Oficiales de Comercio y se modifican las condiciones de puesta en circulación de títulos de renta fija. **135**

Orden de 26 de septiembre de 1986, sobre desarrollo del Real Decreto 710/1986, de 4 de abril, por el que se crea un segundo mercado de valores en las Bolsas Oficiales de Comercio y se modifican las condiciones de puesta en circulación de títulos de renta fija. **137**

Orden de 26 de septiembre de 1986, por la que se regula el acceso al Registro Administrativo de Sociedades y Fondos de Capital Riesgo. **140**

OPINIONES

El capital riesgo busca su oportunidad, *Manuel Navarro,* Jefe de la Sección de Economía y Trabajo de *El País.* **145**

Miguel Angel Feito Hernández, Subsecretario del Ministerio de Industria y Energía. **150**

Emilio José Mata Galán, Director general de Incentivos Económicos Regionales del Ministerio de Economía y Hacienda. **154**

José Miracle Gómez, Asesor del Secretario de Estado de Economía en materia de Planes y Fondos de Pensiones. **158**

José Claudio Aranzadi Martínez, Presidente del INI. **162**

Angel Panero Flórez, Presidente de CEPYME. **164**

Xabier Alkorta Andonegi, Director general de la Caja de Ahorros Municipal de San Sebastián. **168**

Juan Torres Picamal, Director general de la Caja de Barcelona. **170**

Ignacio Bañares Sanz, Agente de Cambio y Bolsa de Barcelona. **173**

Jaime Ruiz Cabrero, Agente de Cambio y Bolsa de Barcelona. **177**

Victoriano López-Pinto Ruiz, Presidente de ASCRI y Director general de SEFINNOVA, S. A. **180**

León Benelbas, Consejero y Director general de la Sociedad Gestora de Fomento Empresarial, S. A. **185**

Santiago Bergareche Busquet, Director general de la Sociedad BANCAYA de Promoción Empresarial. **189**

José María Loizaga Viguri, Presidente de Mercapital, S. A. **193**

INTRODUCCION

Al contemplar la base financiera sobre la que se ha venido desarrollando la actividad de la empresa española durante los últimos años, se perciben cuatro fenómenos simultáneos, estrechamente interrelacionados, que, sin duda, han favorecido el proceso de descapitalización empresarial. En primer lugar, la cuota de financiación propia (capital más reservas) es baja en la empresa española, en torno al 20 por 100 de la financiación total, y con tendencia a disminuir. Esta característica se relaciona con el segundo fenómeno detectado: la fuerte caída de la rentabilidad de los capitales propios. El tercero y cuarto fenómenos se relacionan también con los anteriores. El creciente endeudamiento de las administraciones públicas ha producido una fuerte demanda de ahorro privado, atraído hacia las emisiones de deuda por los altos intereses del mercado monetario. Esta última circunstancia y la baja rentabilidad de los recursos propios en la empresa ha supuesto la caída de la prima de riesgo en porcentajes negativos y la dificultad de colocar entre los particulares otros activos para financiar al sector privado. Elevada dependencia del crédito, baja rentabilidad de los recursos propios, prima de riesgo negativa y costosa financiación exterior constituyen un marco financiero poco favorable para pagar el alto coste de los cambios que la empresa española deberá introducir necesariamente para competir en los mercados internacionales.

En este entorno, los riesgos que se afrontan al invertir en los nuevos productos y tecnologías son demasiado altos para los patrones ortodoxos del sistema financiero tradicional, y aparece la necesidad de articular medidas de apoyo para facilitar la renovación del tejido productivo y el nacimiento de empresas orientadas por un elevado espíritu innovador. El Real Decreto-Ley 1/1986, de 14 de marzo, sobre sociedades y fondos de capital riesgo, y el Real Decreto 710/1986, de 4 de abril, sobre la regulación del segundo mercado de valores, han demostrado la sensibilidad del gobierno por estos temas. Siguiendo de cerca la experiencia de los países más desarrollados, la normativa señalada ha intentado adaptar las fórmulas empleadas con éxito en otros países a las características del mercado español, a las necesidades de nuestras PYMES y a las limitaciones de desgravación fiscal impuestas por la política tributaria. Sin embargo, el desarrollo de las inversiones en riesgo depende del acierto de la regulación del capital riesgo en un triple ámbito: financiero, fiscal y bursátil. Las medidas fiscales de apoyo a las sociedades de capital riesgo (SCR); el estímulo al inversor en las mismas; un buen nivel de capacitación científica y técnica en las empresas, y un adecuado desarrollo del segundo mercado para que los valores de las empresas participadas por las SCR coticen en él son los principales puntos de referencia del análisis sobre las posibilidades del desarrollo de la inversión en capital riesgo en un país. El presente número de *Suplementos Financieros* de PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA recoge un ordenado análisis de los temas señalados. De su lectura se podrá obtener una opinión fundada de cómo y hasta qué nivel la normativa española apoyará el desarrollo de estas sociedades y, en definitiva, cuál será la contribución de la Administración al nacimiento de nuevas empresas innovadoras.

PRESENTACION

En tanto que uno de los instrumentos más adecuados para impulsar la dinamización de la economía, el capital riesgo es objeto de tratamiento con especial énfasis en la actualidad. La doctrina, el derecho comparado, los antecedentes y el propio legislador abordan esta nueva modalidad de financiación en cuanto especialmente apta para propiciar la innovación y la pequeña y mediana empresa, lo que, a su vez, puede producir los más beneficiosos efectos en la modernización del aparato productivo y paralelamente en la creación de empleo.

Dado que éste, relativamente nuevo fenómeno del capital riesgo puede ser objeto de estudio desde muy variados puntos de vista, se ha considerado que un examen lo más completo posible, dentro del campo financiero, debería de abarcar los siguientes aspectos: el examen del capital riesgo dentro del contexto de los instrumentos para fomentar la inversión empresarial; la visión de la situación en otros países, principalmente en aquellos en los que tuvo lugar su nacimiento y expansión; el análisis global de la reciente normativa española; el estudio del aspecto puramente financiero de la canalización de esta modalidad de ahorro hacia la inversión productiva, y el importante análisis del régimen fiscal de los flujos de renta afectos a todo el proceso, también dentro de la política fiscal de incentivos a la inversión empresarial.

El objetivo es dar respuesta, ante todo, a la cuestión de si estamos en presencia de un fenómeno realmente nuevo o más bien se trata de un mecanismo financiero que ya ha venido siendo utilizado, si bien presentado de otra forma. Y, aun siendo éste el caso, si esta distinta forma puede hacerlo más eficaz. Lo que sí es un hecho incontrovertido es la especial atención que atrae en la actualidad el denominado capital riesgo. Evidentemente, es un tema de moda. El clima le es totalmente propicio.

En la caracterización, cada vez más profusa, que se viene haciendo del capital riesgo se ha llegado a decir que sus antecedentes se encuentran en el «capital aventura» que movilizaron los griegos y fenicios, que el nacimiento de la sociedad comanditaria y la anónima tienen su base en la misma idea (aportación de capital a gestores arriesgados) y que la aventura de Colón es el exponente de la inversión de capital más arriesgada por la Corona de Castilla. Posteriormente, la inversión en el capital de una empresa (acciones u otra forma de renta variable) era a riesgo y ventura de beneficio o pérdida, en función del éxito de la misma.

Al asumir el Estado las actividades de fomento y servicio público (junto a la clásica de policía), se plantea la disyuntiva, aún hoy no resuelta, de si los poderes públicos deben adoptar una actitud completamente neutral ante las inversiones arriesgadas e innovadoras asumidas por la actividad privada dentro del general marco económico y legal, o bien deben fomentarlas con distintos incentivos, o, en un paso más, deben proceder activamente, siendo el sector público el inversor por excelencia en capital riesgo.

Lo que está claro es que el origen de este nuevo capital riesgo en Estados Unidos, país en que se creó, se debe exclusivamente a la iniciativa privada y sin ningún tipo de cobertura especial. Al trasladarse a Europa es cuando al Estado se le demanda una actitud beligerante, de manera directa o indirecta. Se llega incluso a reclamar, no ya el establecimiento de unas reglas del juego especiales, sino incluso unos beneficios superiores respecto al resto de la actividad financiera como exigencia imprescindible de operatividad de esta particular modalidad de financiación.

Ahora bien, las dos condiciones imprescindibles para el éxito del capital riesgo son, según

repetidamente se dice por los expertos, por una parte, un empresario con inventiva, espíritu emprendedor y capacidad de gestión, que ofrezca proyectos de inversión arriesgados, pero no fundados, y, por otra parte, capitalistas o ahorradores agresivos que busquen una alta rentabilidad vía la plusvalía que se produzca ante el éxito de la inversión, sin demandar hasta entonces rentabilidad significativa a su capital («dinero paciente y valiente»). Evidentemente, el sector privado y sus agentes sociales son el ámbito «natural» para el cumplimiento de estas dos condiciones. La segunda puede ser sustituida por una equivalente en la órbita estatal, si bien con los matices propios del sector público en cuanto no guiado exclusiva o principalmente por el criterio de maximización del beneficio.

Si corresponde al Estado configurar el marco normativo en el que esa actividad privada pueda desenvolverse, ¿han de arbitrarse beneficios excepcionales (típicamente de carácter fiscal) respecto del resto de la financiación de la inversión productiva? Parece que la contestación debería ser la siguiente: si las condiciones generales establecidas por la política económica permiten el desarrollo de la inversión productiva que pudiéramos calificar como normal, para la realización de aquélla cuyo desarrollo se basa en empresarios y capitalistas excepcionales debería ser suficiente la existencia de estos dos requisitos *de facto*.

En un marco en donde la relación ahorro/inversión se produce, con más motivo ha de ser posible la relación ahorro excepcional/inversión excepcional, a no ser que no se den los ahorradores ni los inversores excepcionales. Y si para que el capital riesgo pueda desarrollarse necesita de soportes especiales, la actividad inversora deja de ser especialmente arriesgada, al estar actuando con una especial red de salvaguardia.

Para apurar el razonamiento anterior, convendría añadir que, establecida la necesidad económica de la inversión especialmente arriesgada, y no dándose ésta sino con especial ayuda de los poderes públicos, parece más lógico y transparente que sean éstos los que asuman directamente esa función, pues es un principio generalmente admitido que el Estado debe llegar allá adonde no alcance la actividad privada (la fiebre reprivatizadora de nuestros días no se entiende sino como consecuencia de un «exceso» previo del Estado en la asunción de esta función de subsidiariedad).

Por otra parte, conviene recordar que no siempre la concesión de incentivos excepcionales (normalmente de tipo fiscal) ha dado los resultados que se esperaban de los agentes sociales.

En el caso español, así lo demuestra el balance final que arroja la panoplia de tales incentivos, configurando un conjunto de asistencias indiscriminadas, sin límites efectivos de vigencia que suponen una pérdida recaudatoria muy importante. La correspondencia entre tal coste y el perfeccionamiento del sistema económico es poco clara.

Lo dicho es válido para la concesión de beneficios exorbitantes, pero no para la configuración de las instituciones e instrumentos que se adecúen mejor al particular flujo del capital riesgo. Así, la consagración normativa de las denominadas sociedades y fondos de capital riesgo y de un segundo mercado no harán sino facilitar las decisiones de inversión de más alto riesgo. Unos intermediarios financieros especializados y un mercado bursátil menos exigente permitirán al ahorrador que invierte sus recursos excedentarios acudir a profesionales del mayor riesgo, así como hacer líquida su inversión sin necesidad de esperar a la maduración de la misma.

La concepción de este marco institucional adaptado al capital riesgo ha de efectuarse con criterios de flexibilidad. No sólo porque la rigidez, por principio, está reñida con el campo financiero, sino porque debe tener la virtud de poder adaptarse, en cualquier momento, a la realidad, siempre cambiante, del mercado.

La oferta y demanda de capital riesgo deben encontrar, en todo momento, los cauces adecuados para una confrontación que pueda crear «mercado de capital riesgo». De ahí que la crítica fundamental que se ha de formular a la regulación española es el rango legal de la norma, lo que obliga a otra del mismo nivel para cualquier modificación o adaptación, máxime cuando tal norma llega hasta concretar detalles como el número mínimo de socios, su participación máxima, participación mínima y máxima en la sociedad objeto de promoción o fomento, etcétera.

En cuanto a la fiscalidad, siendo consecuentes con lo ya dicho, no debe de suponer un obstáculo mayor que para la inversión con riesgo normal. En este sentido, hay que observar una demanda constante de los contribuyentes de más de un sector alegando razones propias para una tributación diferenciada.

La observación de lo que sucede en los países más avanzados en capital riesgo no aboga por un régimen fiscal excepcional. Otra cosa es que

el sistema impositivo sea más o menos beligerante ante la inversión empresarial en general, según como esté regulada la tributación de las rentas del capital, el procedimiento para evitar la doble imposición de los beneficios de las sociedades o el gravamen de las plusvalías.

Naturalmente, las anteriores consideraciones son aplicables al caso español. Los beneficios fiscales especiales para las sociedades y fondos de capital riesgo, junto con los restantes posibles a la inversión, se encuadran dentro de una política fiscal determinada, a la que deben también someterse los contribuyentes que intervengan en el circuito del capital riesgo. La variable fiscal es un condicionante más, que, junto con otros de mayor peso, asumirá sólo su cuota-parte de responsabilidad en el mayor o menor éxito del capital riesgo en nuestro país.

Manuel García Pozuelo realiza un estudio sobre los instrumentos de promoción industrial, en donde expone cómo la incentivación de las inversiones de alto riesgo se encuentra canalizada a través de varios instrumentos, entre los cuales recientemente han aparecido las instituciones de capital riesgo como algo nuevo para encuadrar esas inversiones, que tienen unas determinadas características.

De esta manera analiza: *a)* las sociedades de desarrollo industrial regional, que inician su andadura en 1972, con participación mayoritaria del Instituto Nacional de Industria, y cuyo objetivo es la promoción de proyectos de interés regional relacionados con actividades creadoras, intensivas en capital humano e iniciativa individual; *b)* la política de incentivos regionales, cuya primera manifestación la constituyen los polos de promoción y desarrollo y polígonos de preferente localización industrial de los primeros planes de desarrollo, zonas de preferente localización industrial y agraria, etc., con importantes incentivos financieros y fiscales, y *c)* los recientes instrumentos impulsores de la inversión de las comunidades autónomas.

También, dentro del marco de instituciones pensadas para incentivar la iniciativa empresarial, con el consiguiente riesgo especial de la inversión, se hace referencia a los bancos industriales y de negocios, Centro para el Desarrollo Tecnológico Industrial, Instituto de la Pequeña y Mediana Empresa y sociedades de promoción de empresas, como antecedente inmediato de las sociedades y fondos de capital riesgo. A la vista de todo lo cual, lógicamente concluye el autor que la financiación por vía de capital riesgo no es una idea nueva en nuestro país.

La exposición de la situación y normativa del capital riesgo en otros países la efectúa detenidamente **Cristóbal Marmolejo Oña**. Lógicamente, comienza centrando el ámbito en una serie de elementos del concepto, que surge después de la segunda guerra mundial, y que tiene su principal exponente en Estados Unidos. Las características de la oferta y la demanda de capital riesgo y las específicas instituciones para conjugarlas constituyen la natural consecuencia de esta forma de inversión. Y puesto que su elaboración doctrinal y realización práctica tienen su principal exponente en el mundo anglosajón, el análisis del ciclo del capital riesgo se halla imbuido de una sistemática claramente inmersa en el contexto financiero de los países de esa área. Análogamente a como sucede con los denominados segundos mercados de valores, ya que una de las motivaciones principales de su nacimiento ha sido la canalización del capital riesgo.

La diferente aproximación al problema de aquellos países resalta cuando se estudia la participación del sector público. Mientras en Estados Unidos la óptica es claramente privada, en los demás países es el Estado quien ha de fomentar este tipo de inversión. Ya el propio informe de la Comisión de la Comunidad Económica Europea está demandando medidas fiscales especiales y otras que implican una participación activa del sector público. El artículo termina con una enumeración de dichas medidas, con referencias estadísticas altamente ilustrativas.

Santiago Bergareche comienza analizando los efectos económicos beneficiosos que se pueden conseguir con las instituciones de capital riesgo, para a continuación indicar el modelo ideal de funcionamiento de las sociedades y fondos de capital riesgo, proponiendo las medidas legales, fiscales y financieras para ello.

A continuación expone el marco implantado por el Real Decreto-Ley 1/1986, de 14 de marzo, por el que se introduce una normativa específica en España para las instituciones de capital riesgo, deteniéndose fundamentalmente en el aspecto fiscal y en el aspecto de las condiciones operativas que en la misma se contemplan. De dicho análisis deduce una serie de rigideces y defectos, resaltando la insuficiencia de beneficios fiscales y la falta de flexibilidad en las condiciones operativas.

Termina proponiendo una revisión de dicha normativa, en la que se contemple la vinculación de las instituciones de capital riesgo, los fondos de pensiones y el segundo mercado bursátil.

Fermín Zancada Peinado enfoca el aspecto financiero de este nuevo modelo, que se ha dado en llamar subsistema financiero para la innovación y que se asienta fundamentalmente en la canalización de financiación o recursos propios. Partiendo de la base de que es en el contexto del mercado en donde debería efectuarse dicha canalización de recursos, indica las características diferenciadoras de los distintos agentes e instituciones que podrían configurar una instrumentalización adecuada al capital riesgo.

La conveniencia de un mercado apropiado y de unos intermediarios financieros especializados, así como los posibles matices propios del inversor inicial en riesgo, configuran dicho subsistema. A continuación se entra en el análisis de dicho marco institucional en España, enjuiciando su aptitud teórica, no suficientemente experimentada aún dado lo reciente de su creación.

Así, expone la regulación de las sociedades y fondos de capital riesgo, inspiradas en el modelo de las instituciones de inversión colectiva, y la institución del segundo mercado, analizando su regulación desde la óptica de su virtud para encauzar fondos de capital riesgo. En el capítulo de conclusiones indica cómo, si bien pueden ser necesarios determinados ajustes, los instrumentos para la operatividad en España del capital riesgo están creados, correspondiendo a los agentes sociales su mayor o menor utilización.

Dionisio Usano Crespo comienza su exposición resaltando cómo la crisis económica ha desviado la premisa de una demanda cuantitativa a otra cualitativa, en donde la innovación constituye la idea central, enfocando el tema en la función incentivadora de la política fiscal a la misma. Previamente analiza el concepto y los sujetos de la innovación, y obligadamente, el capital riesgo como actividad financiera, resaltando cómo la intermediación propia del capital riesgo basa sus garantías en el proyecto de inversión y en la calidad del sujeto que lo llevará a cabo. La óptica fiscal se expone en relación con la empresa innovadora, la intermediación financiera de la innovación y el inversor individual del capital riesgo.

En una visión globalizadora, se van estudiando los diferentes incentivos a la inversión empresarial en el sistema fiscal español, fundamentalmente a efectos de la imposición sobre la renta de las sociedades y de las personas físicas.

A continuación, se exponen los correspondientes beneficios fiscales de las sociedades de promoción de empresas y de las sociedades y fondos de capital riesgo, para terminar con la tributación efectiva del accionista persona física por la obtención de incrementos patrimoniales, concluyendo con unas reflexiones sobre esta partida de la base imponible, la más significativa en las inversiones de capital riesgo.

Finalmente, en este trabajo se recogen las últimas modificaciones que se establecen en el Proyecto de Ley de Presupuestos Generales del Estado para 1988, las cuales es de prever que no sufran alteración en la tramitación parlamentaria y que flexibilicen la actual regulación de carácter financiero de las sociedades y fondos de capital riesgo.

Así pues, este número de *Suplementos sobre el Sistema Financiero* puede constituir una aportación significativa para una conveniente precisión doctrinal básica, para una apropiada instrumentalización legal y operativa y para la consecución del objetivo de eficacia económica, en relación con la implantación del capital riesgo en nuestro país. Otros aspectos (como el sociológico, el tecnológico, los límites deseables del campo de actuación) quedan fuera por no corresponder aquí su estudio y elaboración.

Si se acierta en esa implantación, y el juego del capital riesgo da de sí sus posibilidades teóricas, ello puede suponer una importante pieza que encaje en las necesidades y principios de nuestro entorno. Y así lo demuestra la dedicación que recibe, como decíamos al principio, tanto a nivel nacional como de los distintos organismos internacionales.

Las nuevas actividades, asumidas por las pequeñas y medianas empresas, constituyen un deseo común y compartido.

La internacionalización de los mercados financieros puede dar lugar a un importante movimiento de recursos que influya en este submercado específico.

La liberalización y desregulación de los intermediarios financieros permite que se tomen en cuenta todas las posibilidades de actuación, entre las cuales el capital riesgo pueda ser una singularmente llamativa.

Y, en fin, la diversificación de los productos financieros puede constituir un antecedente que influya de manera especial en la canalización de flujos de capital riesgo.

PROBLEMATICA ACTUAL DEL CAPITAL RIESGO: ENFOQUE FINANCIERO

Fermín ZANCADA PEINADO

I. INTRODUCCION

La capacidad creadora que el mundo anglosajón, y particularmente Estados Unidos, viene demostrando en el campo financiero se ha puesto de manifiesto, una vez más, con el lanzamiento de un nuevo producto que universalmente se conoce ya como *venture capital* o capital riesgo. Esta modalidad financiera se presenta, además, avalada por la eficacia demostrada en aquellos países como un instrumento muy importante para hacer frente a la crisis económica que se inició en los años setenta.

Mediante ella el protagonismo del relanzamiento económico pasa a ser asumido por la pequeña y mediana empresa, segmento empresarial relegado tradicionalmente a un segundo plano. A la vez, se propugna la aparición de unos nuevos intermediarios financieros, especializados en capital riesgo, y se indica la conveniencia de adaptar las normas de los mercados bursátiles a este circuito particular de flujos de recursos, creándose también un mercado, si no puramente especializado en capital riesgo, sí con unas determinadas condiciones que le sean propicias.

El concepto de capital riesgo adquiere así unas connotaciones distintas del tradicionalmente concebido como inversión en acciones o títulos de renta variable con rendimiento a riesgo y ventura de la consecución empresarial de beneficios o pérdidas, y se propugnan, para su debido engranaje, unos diferentes protagonistas y unas nuevas instituciones.

El nuevo instrumento es consagrado además como especialmente apto para los calificados como sectores de futuro o de tecnología punta, según la práctica americana de los últimos años demuestra.

Este nuevo modelo —o subsistema financiero para la innovación, según se le ha llamado— es susceptible de estudiarse desde diferentes ópticas. Intentaremos hacerlo aquí desde la puramente financiera.

Para ello, procuraremos primero diseñar el modelo desde un plano más bien teórico, para descender luego a la situación normativa que actualmente tenemos en España.

II. LA FINANCIACION DE LA INVERSION RIESGO

1. Los canales de financiación

Evidentemente, la obtención de recursos para proceder a una inversión que pueda comportar un riesgo superior al que se considere normal puede venir por los tres canales clásicos de ayudas o subvenciones, normalmente de carácter público, de financiación ajena y de financiación propia o recursos propios. El primero lo descartamos por caer claramente fuera del ámbito de nuestro objeto en este trabajo.

Tampoco es el segundo el que aquí se debe abordar en profundidad, aunque condicione e influya en la obtención de los fondos propios. Efectivamente, el papel que las entidades financieras cumplen en relación con la aportación de recursos a sus clientes mediante cualquier modalidad de préstamo viene condicionado por la flexibilización general del sistema financiero, la liberalización y la ampliación de la concurrencia que permitan una actitud menos reservada a la hora de entregar fondos a empresas con inversión arriesgada. Ello forma parte de un clima económico general que no esté marcado por un ambiente de crisis en donde la preocupación, polo opuesto a la inversión en riesgo, sea la lógica actitud de bancos, cajas de ahorros u

otras entidades financieras. Pero además, aunque todos los condicionantes de este tipo fueran favorables, no debería ser mediante el endeudamiento como las empresas obtuviesen la principal financiación de sus inversiones arriesgadas.

El tercer canal antes indicado, es decir, los fondos propios, es el que fundamentalmente nos interesa. Es el capital riesgo en su estricto sentido. Es la aportación de fondos con vocación de permanencia para la inversión a riesgo superior al normal.

2. El mercado. Oferta y demanda

La conjunción de la oferta y la demanda de capital riesgo será la que marque el punto de equilibrio, en un momento determinado, de la financiación adecuada a la inversión en riesgo. Si la oferta es superior a la demanda, estaremos ante el caso de instrumentos de financiación adecuados que no encuentran proyectos de inversión en riesgo suficientes, lo que sería indicativo de la ausencia de proyectos innovadores, entre otras posibles razones, por falta de agresividad empresarial. En el caso contrario, sería la insuficiencia de medios financieros la que impediría que las inversiones innovadoras proyectadas por los empresarios pudieran ser llevadas a cabo.

Es, pues, en el contexto del mercado en donde se ha de encontrar la solución a la financiación necesaria y suficiente para las inversiones de riesgo que demande la iniciativa empresarial. Un mercado de capital riesgo, si se quiere, estimulado e incentivado por el Estado, e incluso con reglas en cierto modo particulares; pero, en cualquier caso, abierto, flexible y en el que la libre concurrencia pueda desarrollar sus máximas posibilidades, aunque sin olvidar las elementales normas de control estatal encaminadas, precisamente, a garantizar la confianza de los que a él acuden en esa igualdad de oportunidades, sin distorsiones y con una transparente información.

3. La descentralización

Hay que decir que, en este sentido, la descentralización juega un papel estimulante del buen funcionamiento de este tipo de mercado. Tal como se pone de relieve en otro lugar, los inversores en capital riesgo y del capital riesgo han de estar lo más próximos posible. El inversor en capital riesgo no se limita a la aportación de fondos, sino que, por sí o a través de otro, pretende conocer el tipo de inversión a la que va destinado su ahorro y participar en servicios complementarios de programación de esa inversión material y de seguimiento de su ejecución. Es un inversor que quiere ser consciente del mayor riesgo particular que asume, por contraposición a aquel que se basa en garantías objetivas y definidas por parámetros de carácter general que ofrecen poco riesgo. De ahí que para que un mercado de capital riesgo sea propiamente transparente haya de estar constituido por lo que se pudiera denominar varios submercados: su ámbito puede ser tanto sectorial como territorial, pero, en cualquier caso, descentralizado a las necesidades de cada oferta y demanda de capital riesgo.

La consecuencia o causa, según se mire, de lo anterior es que el natural eje del capital riesgo es la pequeña y mediana empresa. Aquí es, como ya se ha indicado, donde la inversión en riesgo tiene las mayores posibilidades de desarrollarse. Incluso cuando una gran corporación decide acometer un proyecto de alto riesgo reduce expresamente el tamaño del ámbito en que va a desarrollarse mediante la creación de una empresa de reducido tamaño, vía la segregación de una parte de ella misma. La pequeña empresa ofrece casi todas las posibilidades de control del riesgo que motivan a efectuar la inversión al titular del capital riesgo.

También la diversificación ha de acompañar, en buena lógica, a las anteriores notas de un mercado operativo de capital riesgo. Diversificación que, en paralelo con la descentralización, podrá ser tanto sectorial como territorial. La inversión será más decidida y los mercados más fluidos si el riesgo puede situarse a distintos niveles y en distintos sitios. Ello provocará una disminución del riesgo conjunto o total, lo que indiscutiblemente animará a esta clase de inversores.

4. Los elementos personales

Sin embargo, en este mercado o mercados habría que preguntarse si lo primero que ha de darse es la oferta o la demanda. Si no hay mercado de capital riesgo porque no se ofrecen suficientes proyectos de inversión arriesgada o porque no se ofertan suficientes y adecuados medios o instrumentos financieros. Aunque es claro que ambos aspectos se relacionan entre sí, la pregunta no la consideramos superflua. En otros lugares de este número de *Suplementos sobre el Sistema Financiero* se pone de manifiesto cómo no es una idea nueva la promoción de la inversión innovadora y arriesgada. Si bien es verdad que el protagonismo, tanto en nuestro país como en otros, ha sido llevado por el Esta-

do, mientras que lo que ahora se pretende es incentivar un posible nuevo mecanismo que cargue las tintas fundamentales sobre la iniciativa privada, aunque no olvidando los incentivos de carácter público, como los fiscales, que se consideran primordiales.

Tampoco es aquí donde procede estudiar las razones de la posible falta de proyectos empresariales innovadores, que pueden ir desde una determinada manera de planificar la enseñanza hasta consideraciones del tipo de una determinada mentalidad empresarial.

5. Los elementos reales

En cambio, sí hay que abordar si el riesgo exige una financiación adecuada y las condiciones necesarias para que ésta se dé. Generalmente, el mayor riesgo de la inversión proviene del dato peculiar de que ésta se realiza en proyectos nuevos o innovadores, cuya financiación no se adapta a los canales normales establecidos por el sistema financiero.

Efectivamente, la inversión innovadora, que no tiene que ser forzosamente en todos los casos de carácter técnico, comporta varias fases, que se suelen clasificar en cuatro: exploratoria (elaboración de prototipos, estudio de mercado, etc.), de transición (instalaciones piloto, adaptación de la producción), de lanzamiento del producto y, la última, de penetración en el mercado. Es evidente que las dos primeras son las que necesitarían de una financiación específica, ya que las otras dos se acomodan más a la actividad normal de la empresa y, por lo tanto, su financiación puede obtenerse por medios normales.

6. Los elementos formales e institucionales

Como ya hemos dicho, los poderes públicos han instrumentado históricamente una serie de vías para suplir esa ausencia de financiación en algunas fases: las subvenciones, en sus variadas formas de préstamos privilegiados por organismos oficiales, exenciones, reducciones y bonificaciones fiscales. Los inconvenientes que hoy presentan estos mecanismos hace que se haya intentado su sustitución por otras fórmulas. Así, la política de rigor presupuestario, la necesidad de simplificar los procedimientos burocráticos, el objetivo de estimular la concurrencia de los agentes económicos, la conveniencia de suprimir los circuitos privilegiados de financiación.

En la actualidad se pretende superar dichos mecanismos, tanto desde un punto de vista cuantitativo, por considerarse que están agotando su virtualidad operativa, como desde un ángulo cualitativo, ya que se entiende más propia la utilización de instrumentos de carácter privado, si bien incentivados por el Estado. Estos instrumentos son la creación de entidades especializadas (sociedades y fondos de capital riesgo) que, a modo de intermediarios financieros, canalizarán estos fondos específicos a inversiones de alto riesgo. De esta forma se intenta articular esa necesaria financiación atípica que requiere la innovación.

A su vez, esta financiación especializada demanda propiamente un mercado también diferenciado o, cuando menos, en donde pueda desarrollarse sin las rigideces normales. Con ello se cerraría el círculo del circuito financiero en donde los flujos del capital riesgo pudieran cumplir la finalidad deseada. Todo ello al margen, y en paralelo, de los circuitos de carácter público, y en concordancia con los principios de desregulación, universalidad y modernización del sistema financiero que hoy presiden la reforma de éste.

III. UN MERCADO APROPIADO

1. La situación de la pequeña y mediana empresa

La situación de la pequeña y mediana empresa, en donde hemos visto que el capital riesgo puede desarrollar toda su virtualidad creadora, exige un replanteamiento de su estrategia financiera. El excesivo endeudamiento, la insuficiencia de capitales propios, los defectos de gestión, por la frecuente confusión del papel de los gerentes y accionistas, y, consecuentemente, la poca capacidad inversora, tanto de carácter innovador como de mera reposición, están requiriendo ese replanteamiento.

Efectivamente, la crisis económica que se arrastra desde mediados de la década de los setenta no está aún superada. La pequeña y mediana empresa, que la sufre con particular intensidad, ofrece un bajo rendimiento del capital invertido, con unos resultados que no permiten la autofinanciación y, consecuentemente, con una débil inversión. El recurso al endeudamiento y la restricción de la inversión muestran la fragilidad de las empresas de este tamaño.

En este marco empresarial se pone de manifiesto la necesidad de promover las condiciones

necesarias para cambiar la estructura financiera, abriendo cauces para reforzar los fondos propios y, dando un paso más, movilizar el capital riesgo para romper la atonía de la inversión.

2. La conveniencia de un mercado apropiado

Independientemente de consideraciones de otro tipo (estechez del mercado bursátil, etc.), desde la óptica que aquí estamos tratando la creación de lo que se ha denominado segundo mercado podría ayudar en buena medida a solucionar o paliar esos problemas, ya que las notas que han de configurar este mercado en las Bolsas de Comercio se adaptan claramente a las necesidades de la pequeña y mediana empresa y, en particular, a la canalización de las inversiones de capital riesgo. La emisión de acciones, en lugar de obligaciones, que puedan ser transmisibles con fluidez en un mercado, permitirá un reforzamiento de los fondos propios.

Mediante este mercado financiero se puede articular el canal entre los inversores con necesidad de recursos a largo plazo y los ahorradores que buscan seguridad y liquidez, sin los costes de intermediación propios de las entidades financieras clásicas (bancos, cajas de ahorros). Un mercado de valores apropiado para las pequeñas y medianas empresas que capte ahorro al menor coste de intermediación para transformarlo en inversión, y en donde, más concretamente, dicho ahorro e inversión puedan tener el calificativo de alto riesgo sin desviaciones traumáticas.

Con ello, este mercado de valores, que podría asimismo ser calificado de pequeño o mediano, traslada el protagonismo de la inversión en este campo del Estado a las empresas emisoras de los títulos que habrán de cotizarse en él. La confrontación en él de la oferta y la demanda de capital permitirá dar solución a los problemas que estas empresas tienen en las diferentes fases de su inversión, inclusive en aquellas de mayor grado de riesgo, permitiendo un mejor equilibrio entre el endeudamiento y los fondos propios.

La descentralización ha de ser otra de las notas que configuren este segundo mercado. La proximidad de los oferentes y demandantes, que permite un más particular conocimiento mutuo, facilitará la fluidez y amplitud del mercado en este segmento. Mediante una red de intermediarios especializados, podría realizarse la interconexión de estos mercados regionales, al modo que sucede en Estados Unidos con la *National Association of Securities Dealers Automated Quotation* (NASDAQ).

3. Financiación en momentos de alto riesgo

En el período de iniciación y crecimiento empresarial, el segundo mercado puede ser especialmente apto para la obtención de nuevos recursos propios mediante los aumentos de capital, con lo que esas nuevas inversiones que se planifican en dichas etapas de la vida de una empresa pueden ser financiadas con una diversificación apropiada. Son los momentos en que la esperada progresión de futuras rentabilidades permite a los ahorradores invertir con futuras esperanzas de fuertes plusvalías de los títulos que suscriban. Las inversiones innovadoras y arriesgadas son las propias de estas etapas. El mercado permitirá la liquidez de los títulos suscritos en caso de una decisión de desinversión antes de la obtención de toda o parte de la plusvalía final.

Como efectos secundarios, la ampliación de los partícipes en el capital de la empresa que estas nuevas suscripciones implican obligará a una gestión empresarial más racional y transparente, lo que a su vez redundará en una imagen más positiva y abierta de la empresa en cuestión, y el propio mercado dará a la empresa una buena publicidad, actuando a modo de caja de resonancia de aquellas pequeñas y medianas empresas de reducido ámbito sectorial o territorial.

IV. LOS INTERMEDIARIOS ESPECIALIZADOS EN CAPITAL RIESGO

1. Su necesidad

La respuesta afirmativa a la hipotética pregunta de si es necesaria una figura típica de intermediario financiero para la canalización del ahorro destinado a inversiones que, por su índice de riesgo, no puede acudir a fuentes convencionales de financiación, viene determinada por varias razones. Baste apuntar aquella que se desprende del trabajo que, en otro lugar de esta publicación, examina las figuras afines a las sociedades y fondos de capital riesgo. Naturalmente, la inversión en riesgo, como cualquier otro tipo de inversión, puede siempre realizarse directamente, sin intermediación alguna, y ya hemos visto cómo un segundo mercado sería apto para confrontar estas ofertas y demandas. Sin embargo, unos intermediarios especializados vienen requeridos por las características peculiares del capital riesgo.

2. Características

Estas características vienen dadas por su finalidad, temporalidad y destinatario. El fin que se persigue no es una toma de posición de control de la empresa, sino más bien participar minoritariamente en los recursos propios de ésta, sea en el mismo capital social o en otra figura que así pueda ser calificada. La segunda característica es que el capital riesgo no tiene vocación de permanencia, sino que, una vez madurada la inversión material en la que ha sido empleado, el titular pretende recuperar su capital con la correspondiente plusvalía. Por último, como ya hemos repetido, los destinatarios del capital riesgo suelen ser empresas de pequeño o mediano tamaño, en donde puede ser pleno el desarrollo de la inversión innovadora o arriesgada.

3. La inversión colectiva

Es evidente que los intermediarios financieros convencionales no encajan normalmente con las características de esta inversión. Ni siquiera aquellos que pudieran considerarse el género respecto de la especie de las denominadas sociedades y fondos de capital riesgo, esto es, las figuras acuñadas en las instituciones de inversión colectiva. Por la distinta operatividad y la regulación específica de las sociedades y fondos de inversión mobiliaria, estas instituciones no son aptas para que los valores mobiliarios u otros activos financieros que compongan su activo puedan ser calificados como aquellos que por sus características, antes expuestas, constituyan capital riesgo. El coeficiente mínimo que han de cumplir en inversiones de valores mobiliarios con cotización bursátil se compagina mal con esa función, ya que la inversión justamente habrá de dirigirse a entidades que no coticen en Bolsa. En definitiva, las sociedades y fondos de capital riesgo son sociedades y fondos de inversión que, por sus peculiares características, exigen un tratamiento distinto.

Pero, además de la tipicidad de la inversión, este intermediario financiero especializado cumple, normalmente, otras funciones, que pudieran denominarse accesorias, respecto al objeto principal de la propia inversión, las cuales no son menos importantes y también sirven para distinguirle de los demás. La sociedad o fondo de capital riesgo aporta con frecuencia asesoramiento y control al proyecto de inversión en riesgo. No sustituye a la gestión propia de la entidad participada, pero le da la orientación y cobertura técnica que a ésta, por sí misma, le es más difícil y costoso obtener.

La inversión en capital riesgo a través de intermediarios especializados permite una mayor diversificación del riesgo asumido, pudiendo reproducirse aquí el texto que caracteriza a las sociedades y fondos de inversión mobiliaria en el sentido de compensar, por una adecuada composición de sus activos, los riesgos y los tipos de rendimiento, sin participación mayoritaria, económica o política, en otras sociedades. Se dan, pues, las características de toda inversión colectiva. Al invertir, colectivamente, en varios proyectos de riesgo, aquellos que consigan sus objetivos servirán para compensar la falta de rentabilidad de aquellos que fracasen, diluyéndose así el mayor riesgo.

4. Temporalidad mínima y máxima de la inversión

Sin embargo, habría que añadir el matiz propio de la inversión del capital riesgo, esto es, que la inversión ha de mantenerse durante un cierto tiempo, pasado el cual se realizará la desinversión, de donde se puede deducir una determinada naturaleza mixta de entidad financiera y de *holding*. El capital riesgo, por definición, implica un determinado ciclo de maduración, ya se trate de un proyecto concreto o del lanzamiento de una empresa. Decidido el proyecto o la creación de la empresa, cuyos estudios preliminares ya hemos visto que han de financiarse con capital riesgo, hasta que la realización de ambos conceptos están lanzados al mercado, habiendo madurado la inversión y desaparecido ese mayor índice de riesgo de toda innovación, transcurre un espacio de tiempo durante el cual el capital riesgo cumple la función que le es propia, y durante el cual tiene sentido esa actividad complementaria de asesoramiento.

Esta obligación del mantenimiento de la inversión durante un cierto tiempo, que obviamente no se da en las sociedades y fondos de inversión comunes, justifica que los beneficios fiscales se gradúen según una escala que depende de la mayor o menor diferencia temporal entre el momento de la adquisición de la inversión y el momento de su enajenación.

Sin embargo, esta inversión siempre es temporal. Habrá de mantenerse mayor o menor tiempo, pero su vocación clara es la desinversión, con la realización de la correspondiente plusvalía.

Asimismo, esa que se pudiera calificar como mayor fragilidad de la inversión del capital riesgo, por los momentos o fases de la inversión especialmente delicados en los que interviene,

es lo que explica que se requieran una serie de condiciones o marco de entorno apropiados para que pueda desarrollarse, y que se justifican por la gran potencialidad de desarrollo económico que lleva implícito el capital riesgo.

5. El indicador de la inversión en riesgo

Precisamente la mayor o menor aversión al riesgo en la inversión de una economía puede ser utilizada como un índice de la vitalidad creadora de la misma, así como del momento de crisis que esté viviendo. Se podría afirmar que la inversión en títulos con nulo riesgo, como los emitidos por el Estado, es el oponente de la inversión en alto riesgo en intermediarios especializados, sociedades y fondos de capital riesgo, y que cuando aquéllos absorben la mayoría de los recursos de los ahorradores, individuales o institucionales, la salud económica de una economía deja mucho que desear. La situación inversa sería exponente de una gran vitalidad económica y de un momento de relanzamiento económico general, al estar promocionándose empresas nuevas y también nuevas inversiones, con los consabidos efectos beneficiosos que ello conlleva.

Las sociedades y fondos de capital riesgo son unos intermediarios financieros que canalizan recursos hacia inversiones con un potencial altamente productivo, inversiones que, por la nula o menor solvencia —principalmente a causa del desconocimiento que implica la innovación— de las empresas que las reciben nadie estaría dispuesto a realizar si no son estos intermediarios.

6. Inversión con un máximo de participación

El otro elemento del capital riesgo y de las sociedades y fondos de capital riesgo es común a sus homólogos en valores mobiliarios. La inversión en la empresa ha de ser minoritaria, en el sentido de que no busca el control ni suplantar la gestión de la propia empresa. De ahí las limitaciones que las reglamentaciones de ambas formas de entidades de inversión suelen tener establecidas.

Se puede ya concluir diciendo que la necesidad de estos intermediarios financieros especializados viene constituida por la misma conveniencia de canalizar un ahorro determinado a unas unidades productivas determinadas, con carácter minoritario y temporal, y a cuya actividad inversora especial se acompaña la prestación de una serie de servicios de asistencia profesionalizada. Su función es la de entrar en las empresas como socio minoritario que aporte un determinado capital a largo plazo, no presionando para la obtención de dividendos a corto plazo, ya que busca la plusvalía en el momento de la desinversión a la vez que le ofrece sus servicios. Como se ha dicho, la sociedad o fondo de capital riesgo viene a constituir «un monitor a distancia» de las empresas en las que participa.

V. EL INVERSOR INICIAL EN CAPITAL RIESGO

1. Matices diferenciadores

El ahorrador o inversor inicial en capital riesgo puede ser individual o institucional. A su vez, la inversión puede efectuarla directamente o vía un intermediario financiero especializado, sociedad o fondo de capital riesgo. Lógicamente, buena parte de los rasgos que acabamos de exponer de la inversión de los intermediarios son comunes a la que realiza el inversor inicial. Sin embargo, se pueden aquí resaltar algunas diferencias o matices propios.

2. La liquidez

Así, podría comenzarse diciendo que, desde el punto de vista del ahorrador individual, el buen funcionamiento de un mercado bursátil adaptado al capital riesgo es más trascendente que desde la óptica del intermediario. Esto se evidencia al ver que el objetivo primordial de todo mercado bursátil es canalizar la financiación desde los ahorradores últimos a las unidades productivas. Las posibilidades que un mercado organizado ofrece, principalmente la de hacer líquida la inversión inicial en cualquier momento, animará la decisión de los ahorradores para colocar sus fondos en capital riesgo.

Además, las sociedades y fondos de capital riesgo, mediante su asistencia profesional, pueden animar a las empresas en que participan a introducirse en el segundo mercado. No es, por tanto, incompatible, sino más bien al contrario, la existencia de las dos vías que puede tener el ahorrador para invertir en capital riesgo: un mercado especializado y unos intermediarios especializados. Ese abanico de posibilidades del inversor en capital riesgo que le ofrecen ambas instituciones, que a su vez se complementan, animará al ahorrador inicial.

3. El rendimiento esperado

También el objetivo de este inversor es la obtención, al cabo de un cierto tiempo, de un rendimiento vía plusvalía. Lo que vendrá facilitado por el segundo mercado, en donde la posibilidad de rotación de fondos permitirá el acceso de una masa de ahorradores que puedan estar, sucesivamente, entrando y saliendo del mercado.

4. Una cierta seguridad ante el riesgo

La lógica seguridad mínima que el pequeño inversor demanda puede ser perfectamente ofrecida por las reglas del segundo mercado, pues esa seguridad a la inversión del intermediario le viene dada por el asesoramiento y control que su equipo profesionalizado le va a hacer de la empresa participada. Efectivamente, el pequeño inversor no puede tener, *a priori,* la misma confianza en la buena gestión de las pequeñas y medianas empresas que tiene en la de las grandes. Por eso, las reglas del segundo mercado, y en particular aquellas referidas a la información de las empresas que cotizan en él, pueden hacer desaparecer esa lógica prevención inicial del pequeño ahorrador a invertir directamente en capital riesgo. Por otra parte, el enfrentamiento diario de la oferta y la demanda en el mercado y la institución de la contrapartida están dando a este tipo de inversor la mejor información sobre la marcha de las empresas que se están cotizando.

Finalmente, aunque la necesidad de diversificación de instrumentos financieros puede predicarse con carácter general, se puede entender que es más importante desde la óptica del pequeño inversor individual. Su decisión se facilitaría más si, junto a las acciones ordinarias, dicho inversor pudiera optar por otro tipo de instrumentos tales como obligaciones convertibles, acciones privilegiadas (como, por ejemplo, el privilegio de prelación en caso de liquidación de la entidad) e incluso fórmulas de préstamos participativos.

En cuanto al inversor institucional, entendemos que, salvo que el mercado de capital riesgo permita unas buenas expectativas por sí mismo, no se decidirá por este tipo de inversión, salvo que se le obligue, vía coeficiente obligatorio, o se le incentive especialmente con cualquier mecanismo fiscal o de otro tipo. La seguridad que debe de presidir la inversión de los fondos de pensiones, compañías de seguros, etc., así lo indica.

VI. ETAPAS DEL CICLO DEL CAPITAL RIESGO

Examinados los principales protagonistas desde el punto de vista financiero, veamos cómo se engarzan las distintas fases. La empresa demandante de financiación para una inversión de alto índice de riesgo puede obtenerla:

a) Directamente del ahorrador.

b) Directamente de una sociedad de capital riesgo o de un fondo de capital riesgo.

c) A través del mercado bursátil, en el segundo mercado, si acude a él a cotizar sus títulos, sean acciones u obligaciones.

La sociedad o fondo de capital riesgo puede captar los fondos colocando sus acciones en los ahorradores finales o en los inversores institucionales, bien directamente, bien a través del segundo mercado, si acude a él a cotizar sus títulos. Los fondos así obtenidos puede invertirlos en las empresas, bien directamente, bien a través del segundo mercado, mediante la adquisición de los títulos en él cotizados de las empresas que realizarán inversiones con alto índice de riesgo.

Los ahorradores pueden: *a)* suscribir acciones o participaciones de sociedades o fondos de capital riesgo, bien directamente, bien, en su caso, operando en el segundo mercado; *b)* suscribir títulos de empresas para inversiones arriesgadas, bien directamente, bien adquiriendo en el segundo mercado los títulos en él ofertados por estas empresas.

La desinversión cerrará el ciclo del capital riesgo. Esta podrá realizarse bien mediante la recompra de la participación por la propia empresa, bien vendiéndola a otros ahorradores o intermediarios, directamente o a través del segundo mercado.

Para que este teórico ciclo de flujos funcione es necesario que:

a) Los empresarios demanden financiación para inversiones de riesgo.

b) Los ahorradores entiendan que se dan las condiciones económicas para colocar sus fondos en capital riesgo.

c) Existan intermediarios financieros especializados.

d) Exista un mercado bursátil adaptado a las pequeñas y medianas empresas, principales demandantes de inversiones en riesgo.

Con este modelo, el empresario obtiene fondos para efectuar unas inversiones que sólo da-

rán rentabilidad al cabo de un cierto tiempo y el ahorrador obtiene la plusvalía final en ciertas condiciones de seguridad y, en su caso, liquidez. Todo ello lubricado por unos intermediarios financieros y un mercado de títulos apropiados.

VII. EL MARCO INSTITUCIONAL Y NORMATIVO EN ESPAÑA

La aplicación en España del modelo especializado que hemos expuesto es muy reciente. Este modelo, que hoy nos ofrece la doctrina y el derecho comparado con visos de novedad, pero que, como en otro lugar se comprueba, contempla en el fondo ideas que ya se estaban aplicando, aunque con mayor o menor fortuna, se intenta desarrollar en España con la regulación de las sociedades y fondos de capital riesgo y el segundo mercado. Instituciones ambas que nacieron y se desarrollaron, por primera vez, en Estados Unidos, y que en Europa han sido recibidas más tardíamente, aunque, como el caso del segundo mercado en Francia y Gran Bretaña, experimentan en la actualidad un inusitado desarrollo.

El Real Decreto-Ley 1/1986, de 14 de marzo, de medidas urgentes administrativas, financieras, fiscales y laborales, expone entre sus motivos la necesidad de una mayor liberalización, ampliación de mercados y creación del entorno institucional adecuado a efectos de preparar la economía española ante la reciente adhesión a la CEE.

Así, regula por primera vez las sociedades y fondos de capital riesgo, justificándola en los efectos positivos de relanzamiento e innovación, con las lógicas consecuencias en la inversión productiva que han significado en otros sistemas financieros. Les asigna la naturaleza mixta de entidad financiera y *holding,* y la finalidad de mejorar la estructura financiera de las empresas comprometidas en los sectores productivos de mayor futuro mediante una mejor asignación de los recursos. Y, con los mismos objetivos y motivaciones, inicia la regulación de un segundo mercado en las Bolsas españolas.

VIII. LAS SOCIEDADES Y FONDOS DE CAPITAL RIESGO

La regulación de estas instituciones de inversión colectiva especializada se contiene en el citado Real Decreto-Ley y en la Orden Ministerial de 26 de septiembre de 1986, por la que se establecen las normas de acceso al Registro Administrativo Especial. Antes de entrar en el análisis de esta normativa, quisiéramos advertir que nos venimos limitando a la óptica financiera y que entendemos conveniente recoger las críticas más significativas que ya ha recibido esta recién nacida regulación.

1. El rango normativo

La primera que puede sostenerse es aquella que va dirigida a la propia elaboración y naturaleza de la norma. Se ha dicho que:

a) La urgencia de un Decreto-Ley se compagina poco con la reflexión más detenida que debiera de requerir la implantación de unas instituciones de esta naturaleza.

b) El rango de Ley obliga a otra del mismo tenor para modificar aquellos aspectos que pueden requerir una mayor flexibilización de adaptación a la coyuntura.

En cualquier caso, lo que sí es notorio es el esfuerzo del legislador para intentar dar solución a los problemas que se confiesan en la exposición de motivos, y respecto a los que todo el mundo está de acuerdo en que hay que resolverlos.

2. El objeto

El significado literal que se deduce de la redacción del objeto social, en el artículo 12, también puede ser discutible. El objeto debe ser exclusivamente la toma de participaciones con carácter temporal en el capital de las sociedades participadas. Sin embargo, como hemos visto, la asistencia profesional o técnica de la sociedad o fondo de capital riesgo es una actividad complementaria, pero necesaria para el seguimiento del desarrollo de la inversión en riesgo. Tampoco el calificativo de riesgo figura en lugar alguno, salvo en el nombre de estos intermediarios financieros, con lo que la promoción o fomento de una sociedad puede no ser necesariamente una inversión arriesgada y, sin embargo, se está beneficiando de un estatuto jurídico especial.

3. Instituciones de inversión colectiva

Como no podía ser menos, la estructura jurídica básica de las sociedades y fondos de capital riesgo está tomada de las sociedades y fondos de inversión mobiliaria. Y así se establecen unos patrimonios mínimos, la necesidad de gestoras y depositarios para los fondos, remitiéndose expresamente en este supuesto a la Ley 46/1984, y, en general, podría entenderse que esta regu-

lación podría actuar como supletoria de la especial establecida para las sociedades y fondos de capital riesgo. No obstante, de ello se aparta la necesidad de un número mínimo de accionistas con un límite máximo de participación, lo que es extraño a las restantes instituciones de inversión colectiva y, en general, a la regulación de los intermediarios financieros.

4. Los coeficientes de inversión

Al objeto de garantizar el cumplimiento del fin que les es propio, se establece un coeficiente mínimo del activo de las sociedades y fondos de capital riesgo que deberá de ser invertido en capital riesgo. Para ello se utilizan como parámetros los títulos, acciones o participaciones y el que no sean empresas que se coticen en el primer mercado o cotización oficial de las Bolsas de Comercio españolas. Independientemente del juicio que puede merecer el porcentaje del coeficiente mínimo, sí parece que, por una parte, la limitación a esos títulos choca con la flexibilidad que el modelo teórico exige de diversificación de instrumentos para inversión en riesgo, y, por otra, como ya hemos apuntado, que no necesariamente ha de ser inversión con alto índice de riesgo la toma de participaciones en empresas no cotizadas o cotizadas en el segundo mercado.

También, para cumplir el requisito de que la inversión no lo sea con vocación de control de la gestión en la entidad participada, se establece un límite máximo de esa participación en el capital. No se justifica tanto, en base a los principios generales del modelo teórico, el que haya también que tomar una participación mínima en dicho capital, pues evidentemente ello puede redundar en contra de la flexibilidad para poder diversificar el riesgo, que constituye un principio admitido en toda inversión colectiva.

La temporalidad de la inversión, tanto en mínimo como en máximo, se pretende conseguir indirectamente con la escala de coeficientes para calcular la plusvalía a efectos fiscales, y en lo que no podemos entrar aquí.

Por último, la norma, innecesariamente, declara la posibilidad de las sociedades y fondos de capital riesgo de cotizarse en el segundo mercado cuando estén inscritas en el Registro Especial. Es claro que, limitándose a esta declaración, las sociedades y fondos de capital riesgo, inscritos o no, como cualquier otra entidad, podrán cotizarse en el segundo mercado si cumplen las condiciones que se establezcan para su acceso a él.

IX. EL SEGUNDO MERCADO

La otra institución, creada recientemente, que aquí nos corresponde examinar es el segundo mercado de las Bolsas Oficiales de Comercio. Su regulación se inicia con el Real Decreto-Ley citado y está contenida en el Real Decreto 710/1986, de 4 de abril, y en la Orden Ministerial de 26 de septiembre de 1986, apareciendo entre sus motivaciones expresas aquellas que se relacionan con el capital riesgo, junto con otras principalmente bursátiles y del propio mercado de valores, ya que, como hemos visto, la relación de éste con la situación financiera de las pequeñas y medianas empresas y de éstas, a su vez, con el circuito de capital riesgo es evidente.

Efectivamente, la exposición de motivos del Real Decreto indica cómo la creación del segundo mercado permitirá ampliar las posibilidades de acceso a los mercados de capitales de aquellas pequeñas y medianas empresas que, por su dinamismo e iniciativa, necesiten la captación de recursos a medio y largo plazo, al adecuar a éstas las obligaciones formales y las condiciones de permanencia en el mercado bursátil.

Los aspectos que aquí interesa destacar de la regulación del segundo mercado son los siguientes:

A) Deja un amplio margen a las juntas sindicales para la ordenación del mercado. El Real Decreto y la Orden Ministerial conceden a las juntas la facultad de ampliar información, tramitar el expediente y resolver en función del juicio que se formen sobre el cumplimiento de las condiciones de admisión.

B) Se establecen unos requisitos mínimos, probablemente demasiado bajos, para la admisión a cotización de las acciones. A ello condujo la idea de poner las menos trabas posibles para los títulos-acciones y la de posibilitar que accedan a él nuevas empresas, no exigiéndose un mínimo de tiempo de actividad, lo que, lógicamente, facilita la promoción de nuevas empresas en consonancia con una de las principales facetas que puede tener la inversión en capital riesgo.

Sin embargo, en los títulos-obligaciones se toman ciertas precauciones, por entender, entre otras razones, que las acciones son los títulos que se consideran más deseables para la filosofía y finalidad que se pretende con el segundo mercado, principalmente la captación de recursos propios por las empresas y la reordenación de su estructura financiera.

C) Se descargan en lo posible, respecto de lo establecido para el primer mercado, las obligaciones formales, tales como presentación de documentos, información, etc., si bien se toman, asimismo, ciertas precauciones en cuanto al contraste de los datos contables que presentan las empresas (auditorías) y a que la información sea suficiente y con la periodicidad necesaria para poder formar un correcto juicio de las entidades que accedan a este mercado. Característica también en línea con la filosofía del capital riesgo.

D) Se pretende asegurar la liquidez mediante el mecanismo de la contrapartida. Sin perjuicio de posibles reproches a la articulación concreta de estos *market makers,* respecto a los que la práctica dará las pautas para una futura reforma, la garantía de la liquidez proporciona el requisito indispensable de que hemos hablado para la fluidez y movilización del capital riesgo.

E) Se reducen los costes de admisión y liquidación, aplicándose los derechos de arancel en un 50 por 100.

F) Por último, el segundo mercado se configura como un mercado permanente y paralelo al primero, al no tener consecuencias directamente la cotización en aquél para su admisión en éste, ni establecerse un techo o plazo máximo para mantenerse en el segundo mercado, aunque lógicamente el rodaje que éste supone facilitará de hecho la entrada en la cotización oficial. No es, propiamente hablando, un mercado de aclimatación por el que tengan que pasar previa y forzosamente las empresas que vayan a cotizar al primer mercado. Más aún, al no establecerse un techo o límite de cualquier tipo a las empresas que puedan acudir a él, podrán cotizar en el mismo aquellas que también puedan hacerlo en el primer mercado. Así, el capital riesgo podrá canalizarse en el segundo mercado sin rigideces y con flexibilidad.

Conviene hacer una referencia al porqué de la disposición que, por primera vez, contiene en nuestra normativa la referencia al segundo mercado. El texto del artículo 21 del Real Decreto-Ley 1/1986 contempla solamente la posibilidad de que los valores cotizados en el segundo mercado de las Bolsas Oficiales de Comercio sean aptos para dar derecho a los beneficios fiscales atribuidos a los valores con cotización en Bolsa, así como que servirán como activos para el cumplimiento de las obligaciones de inversión de los intermediarios financieros. Para poder conceder los beneficios fiscales, esto es, la vigente posibilidad de acogerse a la desgravación por inversiones que se contiene en la Ley del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas, se consideró pertinente que así se autorizara por una norma de rango legal, para evitar cualquier duda de aplicación de estos beneficios, si bien en la redacción dada por la Ley de Presupuestos para 1985 al artículo 53, apartado *g),* de la Ley del Impuesto, se dispone que se deducirá de la cuota el porcentaje correspondiente de lo invertido en la suscripción de títulos «con cotización en Bolsa», sin más especificación de cotización oficial, calificada o de otro tipo, como podría considerarse la del segundo mercado.

De esta forma se aseguró este importante incentivo para el desarrollo del segundo mercado, equiparándolo a efectos fiscales al primero, con lo que se intenta dar las máximas ventajas que permitía la legislación vigente a este cauce de canalización del ahorro en capital riesgo a través de los mercados financieros.

En definitiva, el segundo mercado podrá ser el marco para que tanto las sociedades y fondos de capital riesgo como las pequeñas y medianas empresas puedan acudir a una fuente de financiación tradicional, cual es los recursos propios, vía ampliaciones de capital o emisión de obligaciones convertibles, sin tener que acudir forzosamente al endeudamiento. Los inversores iniciales o los intermediarios especializados, sociedades y fondos de capital riesgo podrán desinvertir sus participaciones, con lo que se cierra la última etapa del ciclo de financiación del capital riesgo.

X. CONCLUSIONES

Hay una expresión anglosajona que dice: «Deme un empresario de primera con un proyecto de segunda. Nunca al revés.» Por las razones que sean, la vitalidad empresarial en Estados Unidos se puede decir que es tradicional y se remonta a los tiempos de su nacimiento.

En el marco americano se daba el caldo de cultivo para que se desarrollase el riesgo de la innovación y se financiase también arriesgadamente, sirviendo de motor para un relanzamiento económico.

La más tardía recepción en el continente europeo de este remozado concepto de capital riesgo obedece a razones más profundas que a la simple causa de no haber descubierto a tiempo este instrumento de financiación. Más acorde con su estructura socioeconómica, la inversión en riesgo ha venido adoptando en esta parte del mundo otras formas, como se expone en otro lugar referido al caso español.

Hoy, la internacionalización de los mercados rompe las barreras nacionales y, desde luego, no se sostiene la afirmación de que, en términos generales, las características empresariales de un país son radicalmente distintas de las de otro en aquellos del mismo entorno económico.

La recepción de esta nueva idea del capital riesgo debe de hacerse, naturalmente, dentro de un marco institucional apropiado, y sus necesarias especialidades financieras, fiscales, tecnológicas, empresariales, etc., han de ser tenidas en cuenta por los agentes económicos, el principal de los cuales es el Estado. Pero éstas deben de ser aquellas que permitan un juego libre al capital riesgo. No menos, pero tampoco más. Y aquí convendría, en nuestra opinión, hacer la advertencia de que una cierta pereza a la inversión arriesgada, que sube de punto a medida que se da más esta característica, es nota bastante común en buena parte de los países del Viejo Continente; quizá, en la actualidad, como inercia de anteriores épocas. Ello induce a mirar siempre al Estado como cobertura y asegurador en última instancia, demandando beneficios públicos especiales para cualquier paso adelante.

Ello se compagina mal con la propia filosofía que subyace en el capital riesgo, mediante la cual el sector privado es el que ha de sustituir al sector público en la inversión en innovación, tecnología punta, etc., vistos los buenos frutos que ha dado en otros países y los escasos que ha producido en este terreno la actividad pública, amén de consideraciones de otro tipo. El mayor rendimiento esperado con la maduración de la inversión más arriesgada ha de ser lo que sirva, fundamentalmente, para movilizar el capital riesgo.

La creación del marco propicio, que corresponde, desde luego, en buena parte al Estado, vía la correspondiente producción normativa, es un camino nuevo en estos países, cuyo sentido puede que haya de cambiarse en sus comienzos hasta que pueda encontrarse la dirección adecuada a cada situación económica.

Se puede afirmar que el modelo teórico que necesita el capital riesgo está bastante elaborado por la doctrina y la experiencia de los países más avanzados en este terreno, y es lo que se ha intentado exponer en la primera parte del presente trabajo. En él aparecen unos nuevos o diferenciados inversores, intermediarios financieros, mercados de contratación de títulos y, casi también, se podría decir, unos nuevos empresarios con unos nuevos proyectos de inversión. En definitiva, todo un circuito propio de canalización de los flujos financieros del capital riesgo.

La reciente andadura en este preciso campo, desde el punto de vista financiero, de la normativa española constituye la segunda parte. En ella no se ha pretendido reproducir una serie de artículos, sino más bien tratar de su contenido, sin obviar las críticas que consideramos pudieran tener algún sentido.

Los instrumentos financieros básicos están ya creados. Ahora está por ver si las regulaciones de las sociedades y fondos de capital riesgo y del segundo mercado cumplen los objetivos que se les han asignado, y si la vitalidad del sistema es capaz de suplir los posibles defectos de esta normativa inicial. Normativa que debería ser considerada como «derecho vivo», según la expresión acuñada para clasificar aquella que debería de nacer con vocación de flexibilidad para poder ser adaptada sin rigideces a las necesidades socio-económicas para las que fue elaborada; debiéndose ahora recordar que, en nuestra opinión, sí parece necesaria la deslegalización de algunos aspectos relativos a las sociedades y fondos de capital riesgo que se regulan en el Real Decreto-Ley 1/1986, por el obstáculo para cualquier adaptación que implica la elaboración de una norma con rango legal, aunque sea la propia Ley de Presupuestos anual.

Por último, aunque no lo menos importante, hay que indicar que el desarrollo en España de un circuito de flujos de capital riesgo fluido y eficaz dependerá no solamente de estos nuevos instrumentos, sino también, y probablemente en mayor medida, de los demás protagonistas del sistema. La actitud del inversor inicial, la formación y mentalización empresarial, la promoción investigadora en la enseñanza, la divulgación de los sectores de futuro y, desde luego, los condicionamientos económicos generales, son algunos de éstos.

SIGNIFICADO Y EVOLUCION DE LOS INSTRUMENTOS DE PROMOCION INDUSTRIAL: EL CAPITAL RIESGO

Manuel GARCIA-POZUELO BONALES

I. INTRODUCCION

La denominación de capital riesgo no presupone un contenido concreto, sino que bajo esta fórmula se pretende poner de manifiesto las características de una determinada inversión. El alto riesgo define a la inversión, que puede consistir en la adquisición de participaciones minoritarias, bien en forma de deuda (préstamos) que se tratará de rentabilizar a medio y largo plazo mediante las correspondientes plusvalías, o bien, en el segundo caso, participando en los futuros éxitos.

Con este nuevo instrumento se pretende, en última instancia, incentivar la inversión empresarial que redunde en la creación de empleo y riqueza, y para ello canaliza el ahorro generado hacia unidades productivas que la propia sociedad de capital riesgo considera con un alto potencial de crecimiento. Los destinatarios de este ahorro normalmente van a ser las pequeñas y medianas empresas, ya que son éstas las que pueden generar, proporcionalmente, más tecnología para una determinada inversión y las que adaptan más rápidamente su forma de actuar a la situación cambiante, tanto económica como tecnológica.

Las sociedades de capital riesgo constituyen el instrumento más novedoso para dinamizar la inversión empresarial, pero no es el único existente, ni lo es tampoco la fórmula utilizada en su funcionamiento. No es el único existente porque la canalización de recursos financieros hacia las empresas susceptibles de generar riqueza se puede lograr a través de una política de incentivos materializada en subvenciones, acceso al crédito oficial, etc. Tampoco lo es la fórmula utilizada porque las sociedades de capital riesgo, aunque no con esta denominación, ya existían tanto con un carácter privado, cual era el caso de las sociedades de promoción de empresas, como público. Dentro de esta última modalidad, las experiencias que se pueden observar son diversas, desde la actuación de las SODI, con participación mayoritaria del INI, hasta la creación de sociedades de la misma naturaleza que las SODI dependientes de los respectivos gobiernos regionales, pasando por la actuación de otros organismos públicos (IMPI, CDTI), etcétera.

La finalidad que se persigue en este análisis es la de estudiar las figuras que en la actualidad podrían conceptuarse como de capital riesgo, en cuanto que los objetivos que persiguen y las razones que las sustentan son similares, sin perjuicio de poner de manifiesto los distintos matices que las separan, que no son sino exponente de la época en que nacieron y de los intereses prioritarios del momento. Para ello se hace especial hincapié en las SODI, que suponen la primera experiencia de capital riesgo existente en España, experiencia que, aunque tardía, supuso una innovación importante, ya que la única alternativa de fomento a la inversión la constituía la política de incentivos fijada en los distintos planes de desarrollo. La política de incentivos también es objeto de estudio de forma colateral, en cuanto es un instrumento complementario de cualquier otro para lograr incentivar la inversión, que ha de someterse a un fuerte proceso de racionalización para adecuarse a los mismos parámetros que rigen en la Comunidad Económica Europea y cumplir los objetivos para los que inicialmente nació, ya que en la actualidad, y por las razones que expondremos, se encuentran desvirtuados. De ahí que, genéricamente, se encabece este trabajo con la denominación de instrumentos de «promoción», término indicativo de algo más que el puro incentivo económico, en cuanto persigue la búsqueda de nuevos productos, entre los que destacan todas las modalidades existentes de capital riesgo, las cua-

les, de forma comparativa, se pretenden estudiar en la segunda parte de este análisis.

II. LOS AGENTES FAVORECEDORES DEL DESARROLLO INDUSTRIAL REGIONAL

1. Las sociedades de desarrollo industrial regional

El origen de este tipo de entidades tuvo lugar en Francia, en 1955, promovidas por las propias circunstancias regionales y con la participación de un conjunto de instituciones y organismos de carácter privado. El modelo francés se expandió rápidamente al resto de los países industrializados dando lugar a una diversidad de sociedades, todas ellas con idéntica finalidad, consistente en la promoción de empresas así como en la prestación de ayuda financiera, técnica y administrativa a dichas unidades productivas. Las sociedades financieras de desarrollo regional pueden tener un carácter público o privado. Integran el primer grupo las sociedades belgas, italianas y holandesas, y el segundo las francesas, japonesas y norteamericanas.

La aparición en España de este tipo de entidades tuvo lugar de forma tardía, en el marco del tercer plan de desarrollo, como instrumento de apoyo a la Gran Area de Expansión Industrial de Galicia, aunque la necesidad de este tipo de sociedades se había planteado en los planes de desarrollo anteriores. Esta primera concepción de las sociedades de desarrollo industrial, que tiene lugar en 1972 mediante la creación de SODIGA, varió con posterioridad al aprobarse nuevas sociedades. La evolución seguida por los estatutos de las SODI (1) tiene tres etapas perfectamente diferenciadas.

La primera etapa corresponde a la creación de SODIGA, en 1972. Se configuraba como una sociedad de participaciones, sin ninguna capacidad de mediación financiera. Los gastos se acomodaban a la única fuente de ingresos existente, constituida por los intereses de las cuentas financieras de activo.

En la segunda etapa se aprueba SODIAN y SODICAN, y se altera sustancialmente la situación estatutaria de SODIGA, ya que se conciben las nuevas SODI como «sociedades mercantiles de promoción industrial por la vía de la participación accionaria, minoritaria y temporal, la mediación financiera a medio y largo plazo y la prestación de servicios». La auténtica innovación viene constituida por configurarse estas sociedades como intermediarios financieros. El artículo 5.º de los reales decretos de 1976 señala que: «SODI... podrá otorgar créditos a medio y largo plazo y avales a las empresas en que participa».

En palabras de Julio García Fernández, el criterio del INI apuntaba a levantar los resultados de las SODI por la mediación financiera, dada la imposibilidad de hacerlo por la vía del dividendo en plena crisis industrial. No obstante, el ejercicio de la mediación financiera presentaba dificultades, ya que sólo se podían conceder préstamos a las empresas participadas, y en un principio el número de éstas era pequeño, luego se concedían pocos préstamos, con lo cual no era necesario captar pasivo y, por consiguiente, se eliminaba una posible fuente de ingresos. Tampoco era posible obtenerlos vía dividendo, debido a la crisis industrial, lo que conducía a una situación en la que era difícil mantener el equilibrio financiero. Para obviar temporalmente esta situación, las SODI concedían préstamos con cargo a sus recursos propios.

La tercera etapa viene constituida por los reales decretos de creación de nuevas SODI para 1982, en los que se perfilan definitivamente como auténticas instituciones financieras, al poder captar pasivo mediante la emisión de obligaciones, a cuyo efecto se considera explícitamente la aptitud de las obligaciones emitidas por las SODI para la cobertura de los coeficientes de emisión obligatoria de la banca privada. También se preveía la incorporación al accionariado de los entes autonómicos.

La filosofía global de las SODI aparece reflejada en un informe de la Dirección de Desarrollo del INI (2) en los siguientes términos:

- Tradicionalmente, los objetivos que han predominado en la empresa pública han sido sectoriales, pero dada la correlación existente entre desequilibrio regional y desequilibrio sectorial en la economía española, era necesario configurar un instrumento que complementara el objetivo sectorial con el desarrollo industrial de las regiones atrasadas, basado en la promoción de la pequeña y mediana empresa privada.

- El INI parte de la idea de que debe de establecerse una distinción entre la financiación de los sectores básicos de la economía del Estado y la financiación de su política industrial regional, produciéndose la paradójica situación de que una elevada proporción de los recursos ajenos del INI son obligaciones aptas para cubrir el coeficiente de inversión en fondos públicos de las cajas de ahorros. De este modo, la financiación de sectores básicos de la economía del

Estado tendrá lugar, en buena parte, a través de unos entes financieros de probada vocación social, pública y regional.

El INI comparte el enfoque regional de las cajas a través de las SODI, de las que ambos son accionistas. Para ello, las SODI deben acentuar su función de promotor industrial y de mediación financiera en coordinación con las cajas de ahorros.

- La participación mayoritaria del INI en las SODI responde a:

1. El INI es el único instrumento del sector público con experiencia industrial y dimensión suficiente para impulsar las SODI.

2. La búsqueda de socios entre las cajas de ahorros y otros entes regionales responde a la necesidad de descentralizar la gestión de estas sociedades, aproximándose a los problemas de la pequeña y mediana empresa de las regiones atrasadas.

- La filosofía política que subyace en las sociedades de desarrollo industrial puede resumirse así:

— No estatalización del sistema productivo (participaciones minoritarias y por plazo inferior a diez años).

— Complementariedad con el sector privado, desarrollando las funciones de promoción industrial y mediación financiera conforme a los reales decretos de creación.

— Aceptación de los entes locales, regionales y estatales, sin predominio del INI sobre los demás entes históricos.

— Aceptación de la definición de funciones de la Administración del Estado y otros entes tradicionales de la organización social, conforme a la forma jurídico-constitucional que adopte el Estado.

- Como empresas nacionales de ámbito regional, las SODI deben procurar complementar sus objetivos prioritarios con la consideración de los intereses de la economía nacional.

- Como empresas públicas de ámbito regional, las SODI deben diferenciar su filosofía tanto del principio de rentabilidad comercial que gobierna a la empresa privada como del obsoleto principio de subsidiariedad atribuido en el pasado a la empresa pública.

Las SODI deben seleccionar los proyectos de modo que su tasa interna de rendimiento cubra, al menos, el coste medio de obtención de los recursos ajenos incorporados a los mismos. Las SODI deben procurar mantener su equilibrio financiero, recurriendo sólo por motivos extraordinarios a la subvención estatal, contemplada en el punto 4.º del artículo 6.º de los reales decretos de creación.

Las SODI han de informar cuantificadamente de esos «motivos extraordinarios» en su balance social, de modo que pueda someterse el uso de los recursos estatales al control parlamentario.

Las SODI deben buscar un eclecticismo entre los dos extremos de la rentabilidad comercial y la mera subsidiariedad.

Las SODI orientan su actuación en un enfoque complementario con la pequeña y mediana empresa privada. Conviene concretar el significado de esta complementariedad. No son sociedades de cartera ni meros interlocutores públicos para la pequeña empresa, sino sociedades que a través de una inversión financiera entran en la gestión moderna de todo un cúmulo de actividades de las empresas participadas.

Las SODI deben buscar aquella participación en el capital social de las empresas que les permita en cada caso un acceso completo a la información y el control efectivo de su dirección económica y administrativa. Deben condicionar su entrada a la posibilidad de modernizar la gestión de la empresa, bien a través de contratos de asesoramiento o bien asegurándose de que la dirección de la empresa la toman profesionales experimentados y solventes. Se trata, en suma, de complementar la iniciativa individual o cooperativa privada con la capacidad empresarial y financiera del INI a través de las SODI.

La capacidad operativa de las SODI frente al mundo empresarial de las regiones depende principalmente del éxito de su gestión como intermediarios financieros al servicio de la promoción de nuevas industrias y de modernización de las que lo requieran.

Las SODI nacen en momentos particularmente difíciles para la economía española, lo que comporta el riesgo evidente de que la gravedad y urgencia de los problemas desvirtúen la óptica temporal de toda política regional, que debe ser siempre una política de hoy con objetivos definidos a largo plazo. Es decir, las SODI no han sido concebidas como instrumento específico de lucha contra el paro. La función de las SODI es la de consolidar un sector industrial basado en una estructura sana de pequeña y mediana empresa.

Analizada la evolución histórica de las SODI y

sus directrices básicas de actuación de donde se pone de manifiesto su filosofía subyacente, y antes de estudiar sus objetivos, lo que se hará de forma comparativa con el resto de instituciones relacionadas con el capital riesgo, una de las cuestiones que conviene matizar la constituye la participación mayoritaria del INI en el capital de las SODI. *A priori* podría pensarse que el nuevo instrumento creado no variaría en su modo de actuación de la del ente que participaba mayoritariamente, cuando la práctica ha demostrado que su trayectoria responde a las bases que en un principio fijaron su actuación.

El ámbito de actuación del INI no se circunscribe sólo a la región, como ocurre con las SODI, sino que se extiende a todo el territorio nacional.

El INI, configurado esencialmente como un instrumento de política sectorial, centra su actuación en empresas de grandes dimensiones relacionadas con servicios públicos de carácter nacional y sectorial de base, es decir, en sectores cabecera intensivos en capital. Las SODI, por el contrario, constituyen un nuevo instrumento para complementar los objetivos sectoriales anteriormente mencionados, pero con el propósito del desarrollo industrial de las regiones atrasadas, de ahí que sólo se hayan constituido sociedades de desarrollo industrial en las regiones con una renta *per capita* inferior a la media nacional, con la finalidad de aumentar la inversión pública y privada en tales regiones. Para ello centran su actuación en la promoción de la pequeña y mediana empresa y no en las grandes explotaciones.

La forma de participación del INI en las grandes empresas ubicadas en los sectores anteriormente citados es mayoritaria, mientras que su participación a través de las SODI es minoritaria y temporal. Esta característica distancia definitivamente ambas formas de actuar, y justifica la propia razón de ser de cada una de ellas, ya que el INI pretende defender el interés público en sectores estratégicos; por el contrario, las SODI lo que pretenden es promover la iniciativa empresarial en regiones que adolecen de la misma; con este fin, participan en las empresas en una de sus primeras fases, y cuando éstas adquieren un cierto grado de consolidación se procede a la venta de dicha participación, ya que ésta tiene un tope máximo de duración de diez años.

El INI, en cuanto persigue la defensa de los intereses públicos en determinados sectores considerados clave para la economía nacional, atiende al desarrollo industrial, bajo unos criterios de rentabilidad social, en sectores de dudosa rentabilidad comercial. Por el contrario, las SODI tienen como objetivo la promoción de proyectos de interés regional relacionados con actividades creadoras, intensivas en capital humano y de iniciativa individual.

Tanto el INI como las SODI persiguen la eficacia empresarial, porque la política social debe apoyarse en el sistema fiscal, según los criterios de actuación del INI compartidos por las SODI, pero haciendo hincapié estas últimas en los criterios de equidad tanto interpersonal como interregional.

Los recursos propios del INI están constituidos por aportaciones patrimoniales del Estado, adecuadas al interés público y a la rentabilidad social de sus empresas, y los recursos ajenos pueden provenir de todo el sistema financiero. Los recursos propios de las SODI están integrados por las aportaciones patrimoniales de las cajas, del INI y de otras entidades que operan en la región, mientras que los recursos ajenos provienen de entidades financieras que operan en la región y, primordialmente, de las cajas de ahorros.

2. La política de incentivos regionales en España

Para explicar la situación actual, es necesario repasar la evolución de la política seguida en esta materia, no sólo por su valor histórico, sino porque, en gran medida, sigue aún vigente, aun cuando las circunstancias que la motivaron hayan variado.

El primer antecedente hay que situarlo en los años cincuenta, con los planes de Badajoz y Jaén. Posteriormente, la Ley 152/1963, de 2 de diciembre, faculta a los ministerios de Industria y Energía y de Agricultura, Pesca y Alimentación para proponer al gobierno la creación de incentivos en las denominadas zonas de preferente localización industrial; sólo para los proyectos referidos a actividades industriales o proyectos relativos a industrias agropecuarias.

Con la aprobación de los respectivos planes de desarrollo, se delimitaron determinadas zonas geográficas destinatarias de incentivos, tal es el caso de los polos de promoción, los polos de desarrollo, los polígonos de preferente localización industrial y las grandes áreas de expansión industrial. Los polos de promoción se utilizaron para potenciar el crecimiento en áreas urbanas no industrializadas, pero ricas en recursos humanos y naturales para convertirse en importantes núcleos una vez vencida la inercia inicial. Los proyectos a los que se concedían incentivos

debían corresponder a actividades que contribuyeran al desarrollo económico y social. Los polos de desarrollo eran núcleos de crecimiento industrial en áreas de baja renta *per capita,* con excesiva dependencia de la agricultura y fuerte emigración, pero que tenían una actividad industrial apreciable. Sólo se incentivaban proyectos industriales. En los polígonos de preferente localización industrial sólo pueden concederse incentivos a los proyectos referidos al sector industrial, y se definen sobre una base municipal. Las grandes áreas de expansión industrial aparecen en el III Plan de Desarrollo; en ellas se pueden conceder incentivos regionales a proyectos correspondientes a los sectores primario, secundario y terciario, y a diferencia de los polos, que tienen un carácter puntual y una extensión geográfica reducida, se definen unas áreas geográficas más extensas en las que se aplican los incentivos mediante un sistema de mallas.

La Ley de Minas de 21 de julio de 1973 faculta para la creación de zonas de preferente localización industrial minera. No existe en la actualidad declarada ninguna zona con este carácter.

Este breve resumen ha de completarse con las denominadas zonas de urgente reindustrialización (ZUR). Con esta figura se pretende «instrumentar una serie de medidas de carácter urgente y temporal que incentiven la inversión necesaria para recolocar los excedentes de empleo originados por la reconversión industrial, concentrados en áreas que han sido particularmente afectadas por la crisis».

Esta complejidad de normas ha supuesto que se encuentren vigentes en la actualidad cinco grandes áreas de expansión industrial, que comprenden el 67 por 100 del territorio nacional, un polo de desarrollo, veintiún polígonos de preferente localización industrial, tres zonas de preferente localización industrial, cuatro zonas de preferente localización industrial agraria y seis zonas de urgente reindustrialización declaradas por el gobierno. Los incentivos que se conceden aparecen brevemente en los cuadros números 1 y 2.

La situación que brevemente hemos expuesto ha creado un panorama confuso; los incentivos han dejado de cumplir la finalidad a ellos inherente, cual es la de discriminar en favor de determinadas zonas, ya que son tan amplios que se extienden prácticamente a todo el territorio nacional, creándose la paradójica situación de que si la creación de una gran área de expansión industrial conlleva la desaparición de las zonas y polígonos de preferente localización industrial, éstos se han creado fuera de las grandes áreas, hasta cubrir, prácticamente, como señalábamos antes, todo el territorio; con lo cual los incentivos dejan de ser selectivos, dando al traste con toda política coherente en este sentido.

La descoordinación entre los distintos organismos facultados aisladamente para declarar determinadas zonas destinatarias de incentivos provoca que su superposición sea un hecho frecuente, en cuanto que las administraciones concedentes pueden ser varias y la cifra global de

CUADRO NUM. 1
INCENTIVOS APLICABLES

Incentivos	*GAEI*	*PD*	*ZPLI*	*PPLI*	*ZPLIA*	*ZUR*
Subvención a fondo perdido...	hasta 30 %	hasta 15 %	hasta 30 %	hasta 30 %	hasta 20 %	hasta 30 %
Preferencia en la obtención de crédito oficial	hasta 70 %	hasta 70 %	hasta 70 %	hasta 70 %	hasta 70 %	hasta 70 %
Indemnización por gastos de traslado (desmontaje, traslado, montaje)	hasta 100 %	hasta 100 %	hasta 100 %	hasta 100 %	NO	—
Bonificaciones fiscales de hasta el 95 por 100 de los siguientes impuestos:						
4.1. Licencia fiscal durante el período de instalación.	SI	SI	SI	SI	SI	—
4.2. Derechos arancelarios e imp. com. grav. interiores	SI	SI	SI	SI	SI	SI (*)
4.3. IGTE sobre importaciones bienes equipo y utillaje	SI	SI	SI	SI	SI	SI (*)
4.4. Arbitrios tasas de corp. locales	SI	SI	SI	SI	SI	Si (*)

GAEI = Gran Area de Expansión Industrial; PD = Polos de Desarrollo; ZPLI = Zonas de Prelocalización Industrial; PPLI = Polígonos de Preferente Localización Industrial; ZPLIA = Zonas de Preferente Localización Industrial Agraria; ZUR = Zonas de Urgente Reindustrialización.
(*) Hasta el 99 por 100.

CUADRO NUM. 2

AREAS GEOGRAFICAS DONDE SE APLICAN LOS INCENTIVOS

GAEI	Galicia, Andalucía, Castilla-León, Rioja, Cantabria, Extremadura y Castilla-La Mancha.
PD	Oviedo.
ZPLI	Sagunto, Valle del Cinca (Huesca), Islas Canarias.
PPLI	*Alicante:* Elda y Orihuela; *Baleares:* Can Rubial, Can Carbonell de Marratxi, Ciudadela y la Trotxa. *Huesca:* Sabiñánigo e Industrial de Huesca. *Melilla:* Melilla. *Murcia:* Oeste, Lorca, Caravaca y Cartagena. *Teruel:* Las Horcas y la Paz. *Valencia:* Requena-Utiel. *Zaragoza:* Malpica, La Charlura, Valdeferrin, Tarazona, Zuera y Fuentes del Ebro.
ZPLIA	Islas Canarias (pendiente de prórroga), Islas Baleares, Sagunto (pendiente de prórroga), Aragón, Castilla, Almadén y Murcia.
ZUR	Asturias, Bahía de Cádiz, Madrid, Nervión-Bilbao, El Ferrol, Vigo y Barcelona.

incentivos concedidos puede dispararse de cualquier previsión.

El ingreso en la Comunidad Económica Europea obliga a fijar una cierta disciplina en la concesión de incentivos. Estas directrices se refieren a los topes máximos permitidos, los criterios geográficos y de especificidad regional, los métodos de evaluación de las ayudas, los sistemas de vigilancia, etc. En este sentido, cabe destacar la publicación de la Ley 50/1985, de 23 de diciembre, en cuya exposición de motivos se refleja la nueva orientación en esta materia, al afirmar que «la diversidad de disposiciones legales que actualmente regulan los incentivos regionales constituye un conglomerado de figuras yuxtapuestas que dificultan la consecución de los fines que tienen asignados, circunstancia esta que reclamaba por sí sola la realización de un esfuerzo de simplificación y racionalización que condujera a una sistematización plena y de nuevo cuño de los incentivos regionales».

Esta ley constituye un punto de partida importante, si bien en el desarrollo de la misma se plantean una serie de problemas tales como la delimitación de las zonas promocionales, la fijación de los tipos de incentivos, la delimitación de los órganos encargados de la administración, etcétera.

Por otra parte, uno de los cauces de participación en los recursos del presupuesto comunitario es el de la política regional, a través de su fondo instrumental, el FEDER. Para poder acceder a los mismos, España deberá contar con una política de incentivos acorde con los principios de coordinación con la CEE, y un posible retraso en la adecuación a dichos principios puede implicar la disminución del nivel de financiación comunitaria a la política regional española, ya que la participación en el FEDER se basa en un principio de cofinanciación.

3. Las comunidades autónomas y sus instrumentos impulsores de la inversión

El reconocimiento constitucional de las comunidades autónomas ha llevado consigo la aparición de sociedades de desarrollo industrial dependientes de los gobiernos autónomos, tanto en comunidades donde existía una SODI, porque se trataba de una zona donde la renta *per capita* era inferior a la media nacional, como donde no existía, al no darse esta última circunstancia. En el primer caso, hay que destacar SOPREA (Sociedad para la Promoción y Reconversión Económica de Andalucía) y la Sociedad de Fomento Regional de Castilla-La Mancha. Dentro del segundo se observa la Sociedad Regional de Promoción de Asturias, la Sociedad de Desarrollo Regional de Cantabria (SODERCAN). A lo que hay que añadir una multiplicidad de organismos de promoción industrial creados por las respectivas comunidades autónomas, como se puede observar en el esquema que se incluye en las páginas siguientes.

Los datos más significativos observados de estas sociedades (3) son los siguientes:

Entre los accionistas de las sociedades de promoción industrial de las comunidades autónomas destaca en primer lugar la propia comunidad, con el 87 por 100; en segundo lugar las entidades de crédito de ámbito local, con el 10 por 100; los bancos, con el 0,5 por 100; las empresas, con el 0,8 por 100, y otros, con el 1,7 por 100.

Durante 1985, los recursos, tanto propios como ajenos, ascendían a 7.694 millones de pesetas, de los cuales 6.746 son recursos propios y 948 son recursos ajenos, habiendo participado en empresas por valor de 1.759 y concedido préstamos a plazo largo por 1.318, de donde se deriva que la relación préstamos/participaciones está en 0,75.

El total de empresas participadas es de 95, de las cuales 48 son de nueva creación, situando la relación número empresas de nueva creación/ total participadas en el 50,5 por 100, desde el inicio de su actividad hasta el 31 de diciembre de 1985.

Del total de empresas participadas por estas sociedades, el 26 por 100 tiene por objeto productos de consumo; el 16 por 100, productos industriales; el 16 por 100, agricultura y pesca; el 11 por 100, otros; el 7 por 100, hostelería/ocio, como más significativos.

Esta situación se entiende sin perjuicio de que las propias comunidades autónomas participen como accionistas de las SODI.

Esta dualidad de instrumentos de la misma naturaleza en una misma demarcación territorial provoca una situación compleja, en la que se cuestiona la convivencia de las SODI con los nuevos instrumentos creados por las comunidades autónomas.

III. CAPITAL RIESGO. INSTITUCIONES Y CONCEPTOS AFINES

1. Sociedades de Desarrollo Industrial Regional (SODI)

A) Objetivos

Desde la creación de la primera sociedad para el desarrollo industrial en 1972 —SODIGA— hasta la última creada en 1983 —SODIAR— se han perfilado definitivamente sus notas características, y sucintamente pueden definirse como: sociedades mercantiles públicas de promoción industrial regional por la vía de la participación accionaria, minoritaria y temporal, la mediación financiera a medio y largo plazo y la prestación de servicios.

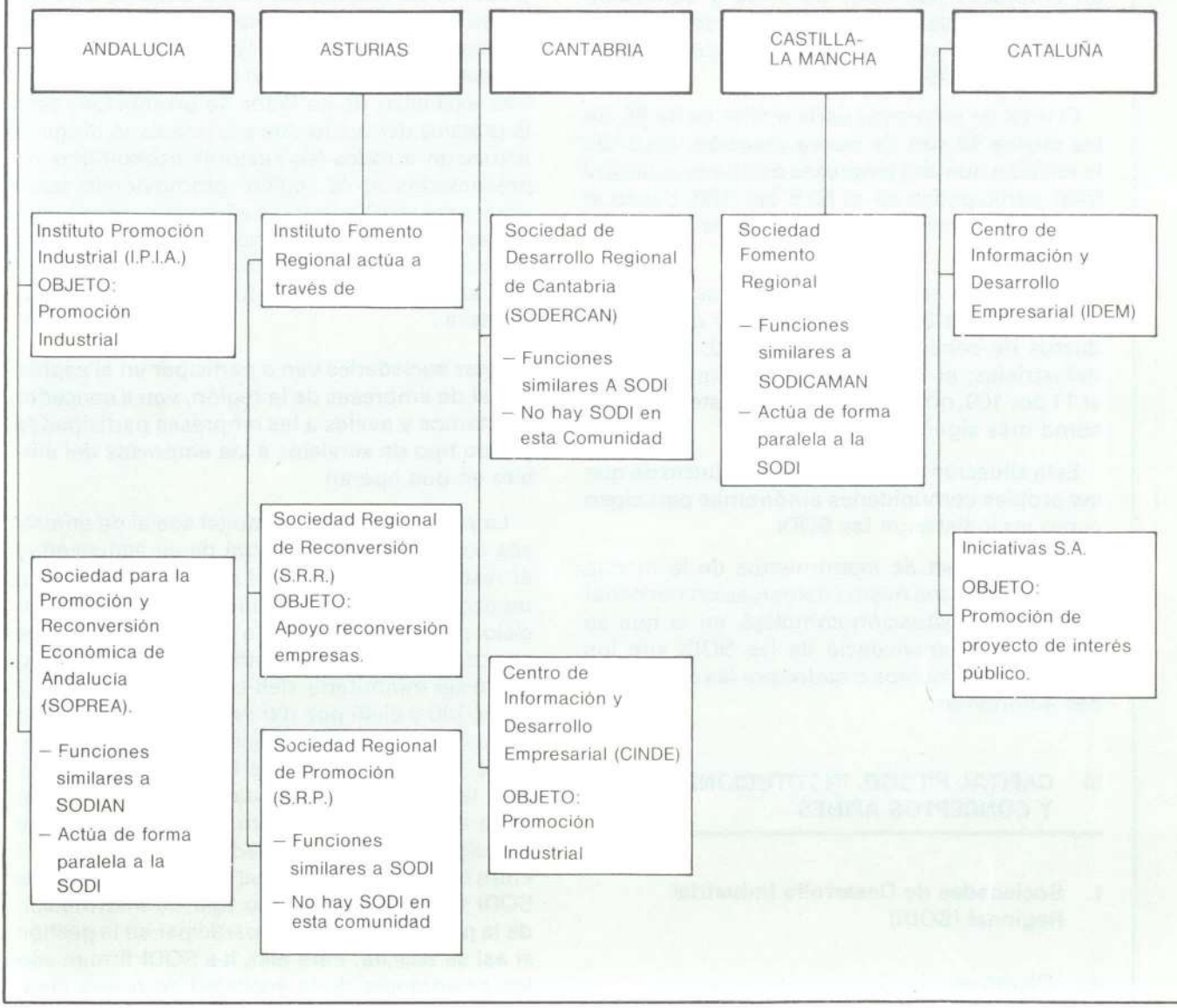
Son sociedades mercantiles porque adoptan la forma de sociedad anónima y, por consiguiente, persiguen la rentabilidad de sus fondos, y su cuenta de resultados habrá que observarla como *ratio* importante de su eficacia. No gastan una dotación presupuestaria, sino que invierten unos recursos que deben retornar a la sociedad una vez madurada la inversión. *Su naturaleza pública les obliga no sólo a atender al balance y cuenta de resultados,* como criterios orientadores de su actuación, *sino también a otras responsabilidades sociales libremente aceptadas.* El sector industrial era, en un principio, el objetivo exclusivo de su labor de promoción, pero la práctica demostró que era necesario dirigir la actuación a todos los sectores económicos representados en la región, promoviendo tanto empresas auxiliares de la agricultura como entidades de fomento a la exportación de productos primarios, empresas de construcción de viviendas, además de servicios turísticos, de estudios, etcétera.

Estas sociedades van a participar en el capital social de empresas de la región, van a conceder préstamos y avales a las empresas participadas y todo tipo de servicios a las empresas del ámbito en que operan.

La participación en el capital social de empresas constituye el eje central de su actuación, y el resto de funciones que ostentan sólo tienen un carácter complementario para el mejor ejercicio de esta actividad. La participación puede ser en empresas ya constituidas o a constituir, ha de ser minoritaria, debiendo situarse entre el 5 por 100 y el 45 por 100 del capital social de la empresa participada, ya que en ningún momento se pretende sustituir a la iniciativa privada, sino tan sólo complementarla. La participación tiene una duración máxima de diez años, que actualmente se ha rebajado, en la práctica, a entre los cinco y siete años, y va a permitir a las SODI tener acceso a todo tipo de información de la participada, incluso participar en la gestión si así se solicita. Para ello, las SODI firman con los promotores de la sociedad de nueva creación o con los administradores de las ya existentes protocolos de información previos al desembolso de la participación, en los que se especifica la información a que tiene acceso la sociedad participante, número de puestos que le corresponden en el Consejo, etcétera.

El número de empresas participadas desde el origen (4) por las sociedades de desarrollo industrial regional, a 30 de junio de 1986, asciende a 432, de las cuales son empresas de nueva creación 299. El total de empresas en las que se ha desinvertido la participación, o están en proceso de desinversión asciende a 158; con lo cual, el número de empresas actualmente participadas con actividad suma 274, habiendo generado 11.494 empleos. En estas cifras se ha incluido

ORGANISMOS DE PROMOCION INDUSTRIAL



la participación de todas las SODI existentes en la actualidad, más la participación llevada a cabo por ENISA. Durante 1985, las inversiones en acciones y participaciones ascendieron a 6.076 millones de pesetas.

El número de empresas con actividad en las que participan SODIAN y SODIGA representan casi el 54 por 100 del total de empresas participadas por las SODI, incluida ENISA.

El 95 por 100 de la inversión realizada por las SODI se lleva a cabo en el ámbito de la comunidad autónoma en la que están ubicadas.

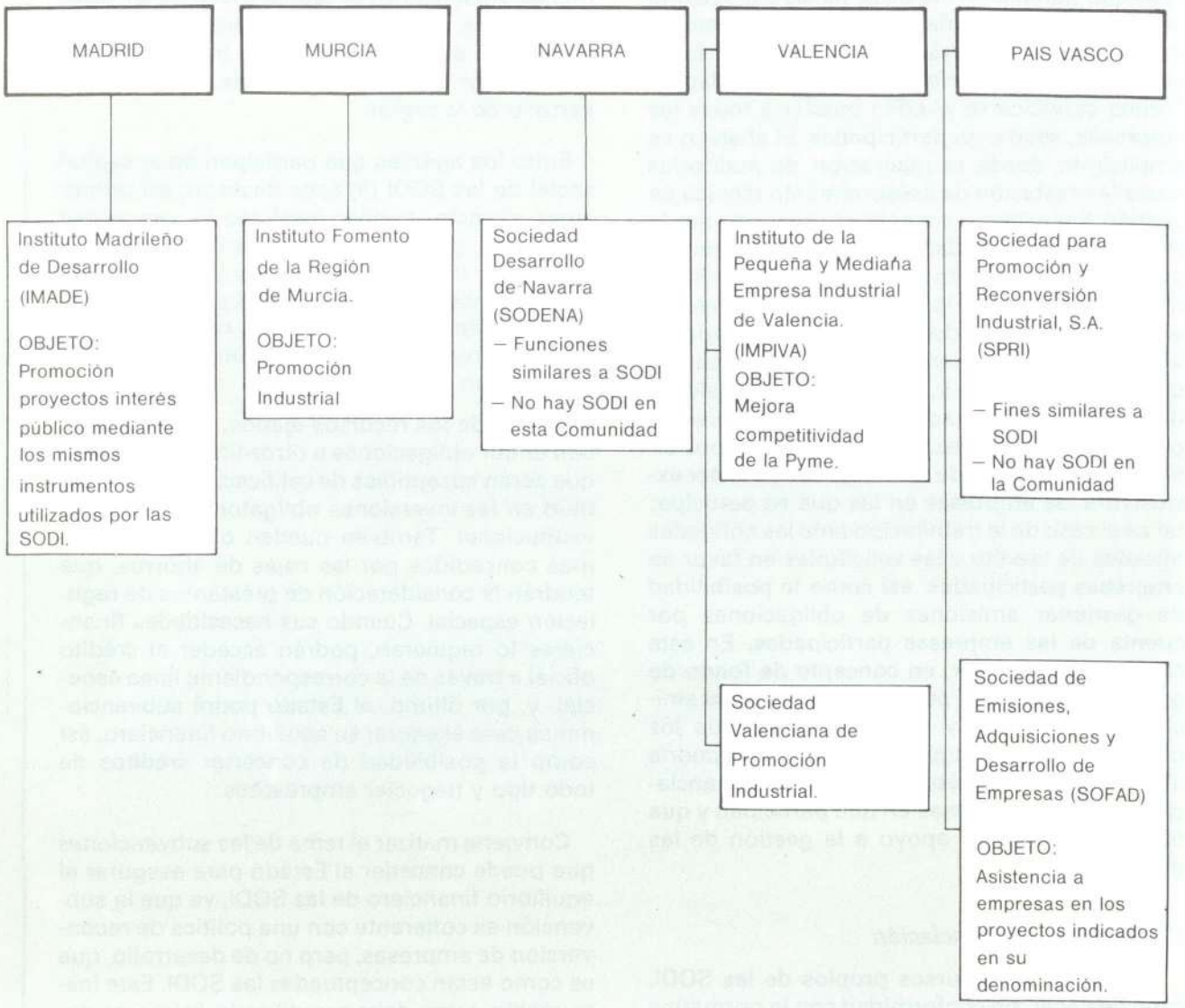
En la comparación «tamaño de la cartera de fondos disponibles/inversiones netas» la tendencia es próxima al 20 por 100 del valor de la cartera como inversión anual neta (5).

En el aspecto de financiación, el porcentaje de dedicación a la creación de nuevos negocios ha evolucionado de un 25 por 100 en 1984 a un 50 por 100 en 1985, quedando el resto casi por completo para financiación de expansión. El 100 por 100 de los recursos de financiación proceden de los socios implicados (6).

En la distribución de la inversión por sectores, se pueden destacar las siguientes características:

— Práctica ausencia en el sector de comunicaciones.

PERTENECIENTES A LAS COMUNIDADES AUTONOMAS



— Estabilidad sin crecimiento notorio en las áreas de elementos de ordenadores, sector sanitario, químico e industria aeronáutica.

— Presencia reciente y creciente en los sectores de otros componentes electrónicos y automatización.

— Tendencias oscilantes en algunos sectores actualmente en baja, como el biotecnológico, y en otros en crecimiento moderado, como el energético y consumidores.

— Clara tendencia al alza en agricultura, comercialización, distribución y servicios (hoteleros, etc.) terciarios incluidos en el grupo de otros (7).

Complementaria del principal papel de las SODI es la función de intermediación financiera, aun cuando ésta presenta matizaciones, ya que únicamente se dirige hacia las empresas en que participa, es decir, sólo puede otorgar préstamos y avales a las empresas en que participe, y los préstamos que concede a las mismas se circunscriben al segmento de medio y largo plazo del mercado financiero, con la limitación de que el total de préstamos y avales que puede mantener con una misma empresa no puede superar el 10 por 100 de sus recursos totales. El total de préstamos concedidos durante 1985 ascendió a 5.247 millones de pesetas.

El tercero de los objetivos perseguidos es la

prestación de servicios a las empresas de la región. Objetivo que cada día adquiere más importancia, como ha puesto de manifiesto Salustiano Mandiá (8) cuando señala que «la mayor aportación que han hecho las SODI ha sido el crear el entramado empresarial y la ayuda a la gestión de las propias empresas, que es más importante que la propia financiación que hemos dado». Dichos servicios se pueden prestar a todas las empresas, sean o no participadas. El abanico es amplísimo: desde la realización de auditorías hasta la prestación de asesoramiento técnico de gestión financiera o económico, pasando por la realización de actividades tendentes al fomento entre las empresas de la región de acciones comunes, orientadas a la mejora de las estructuras empresariales en orden a una mayor competitividad, así como preparar o promover la creación de capital fijo social y, en especial, de suelo industrial, en colaboración con los organismos públicos competentes. También cabe la posibilidad de prestación de servicios con carácter exclusivo a las empresas en las que se participa; tal es el caso de la tramitación ante las entidades oficiales de crédito y las solicitudes en favor de empresas participadas, así como la posibilidad de gestionar emisiones de obligaciones por cuenta de las empresas participadas. En este caso pueden retener, en concepto de fondo de garantía, hasta un 5 por 100 del total de la emisión. En resumen, y como conclusión de los objetivos que persiguen las SODI, se podría afirmar que constituyen un vehículo de financiación hacia las empresas en que participan y que ofrecen un efectivo apoyo a la gestión de las mismas.

B) Formas de financiación

Dentro de los recursos propios de las SODI, cabe destacar, de conformidad con la normativa reguladora de las mismas, que el INI participa, como mínimo, con el 51 por 100 del capital social de las SODI. El resto de capital se ofrece a entidades locales, cajas de ahorros, cooperativas de crédito y bancos que operen en la región.

La participación mayoritaria del INI provocó recelos, debido a lo que su presencia significaba dentro del contexto industrial, aun cuando su actuación a través de las SODI ha demostrado que responde a unos criterios y orientaciones distintos de los tradicionales. Es precisamente cuando el papel que desempeña este tipo de sociedades está delimitado perfectamente, tras una década de experiencia, cuando, como consecuencia de la aparición de los entes autonómicos, se cuestiona si la participación mayoritaria del INI debe de verse sustituida por la de los nuevos entes; con lo que, en nuestra opinión, las presiones políticas ante los gobiernos regionales serían más fuertes aún, lo cual no significa que su presencia en el capital social de las SODI no deba de ser significativa, para que éstas se conviertan en un foro donde se trate de coordinar la labor que realizan con los planes de desarrollo de la región.

Entre los agentes que participan en el capital social de las SODI (9) cabe destacar, en primer lugar, al sector público (excluida la comunidad autónoma, que se especifica por separado), con el 57,4 por 100, seguido de las entidades de crédito de ámbito local, con el 19,4 por 100; a continuación aparecen los bancos, con el 10,9 por 100; la comunidad autónoma, con el 9,8 por 100, y otros, con el 2,5 por 100.

Dentro de los recursos ajenos, las SODI pueden emitir obligaciones u otros títulos similares, que serán suceptibles de calificación para su aptitud en las inversiones obligatorias del ahorro institucional. También pueden obtener préstamos concedidos por las cajas de ahorros, que tendrán la consideración de préstamos de regulación especial. Cuando sus necesidades financieras lo requieran, podrán acceder al crédito oficial a través de la correspondiente línea especial, y, por último, el Estado podrá subvencionarlas para asegurar su equilibrio financiero, así como la posibilidad de concertar créditos de todo tipo y negociar empréstitos.

Conviene matizar el tema de las subvenciones que puede conceder el Estado para asegurar el equilibrio financiero de las SODI, ya que la subvención es coherente con una política de reconversión de empresas, pero no de desarrollo, que es como están conceptuadas las SODI. Este instrumento, pues, debe ser utilizado única y exclusivamente cuando, por razones políticas excepcionales, se interfiera el rigor lógico de una selección de proyectos. La relación entre recursos propios y ajenos sigue estando desequilibrada en favor de los primeros. Durante 1984 los recursos ajenos suponían, respecto al total, el 23,7 por 100, mientras que durante 1985 se redujo dicho porcentaje al 17,04 por 100 (10).

Esta función de mediación financiera por parte de las SODI, al igual que ocurría con la de promoción industrial, siempre ha de entenderse como complementaria de la iniciativa privada. Por consiguiente, en la primera de las facetas reseñadas no debe competir con los intermediarios financieros, sino desarrollar una actividad complementaria a la de éstos.

Las fuentes de financiación mencionadas no han sido desarrolladas en su totalidad, y naturalmente ello va a depender de la orientación futura de las SODI, ya que una mayor potenciación de sus funciones conllevará una mayor cantidad de recursos para las mismas, porque en la actualidad el capítulo correspondiente de los recursos ajenos aparece desarrollado mínimamente, y la casi totalidad provienen de préstamos a largo plazo. Durante 1984 los préstamos concedidos a las SODI ascendían a 3.399 millones de pesetas, cifra que se redujo durante 1985 a 2.652 millones de pesetas.

C) Tratamiento fiscal

A) Impuesto sobre transmisiones patrimoniales y actos jurídicos documentados:

a) La constitución, aumento o reducción de capital de las SODI gozará de una reducción del 99 por 100 de la base imponible.

b) Las emisiones de empréstitos que realicen las SODI para el cumplimiento de sus fines gozarán de una reducción del 99 por 100 de la base imponible.

B) Impuesto sobre sociedades:

a) Las cantidades donadas a una SODI tendrán la consideración de gasto deducible para la determinación de la base imponible del impuesto sobre sociedades.

b) Bonificación del 100 por 100 de la parte proporcional de cuota que corresponda a la base imponible derivada de los dividendos o participaciones distribuidos por las sociedades en que participen.

c) Bonificación del 99 por 100 de la parte proporcional de cuota que corresponda a la base imponible derivada de los intereses percibidos por las SODI que correspondan a las operaciones financieras realizadas con las sociedades en que participen.

d) Los empréstitos que emitan las SODI para el cumplimiento de sus fines gozarán de las bonificaciones previstas en el artículo 25, *c),* uno, de la Ley 61/1978, de 27 de diciembre.

e) A los incrementos de patrimonio derivados de la enajenación de las acciones o participaciones de las sociedades en que participen se

CUADRO NUM. 3

REALIZACIONES DE LAS SODIS EN 1986, PROYECTOS APROBADOS Y/O FORMALIZADOS EN EL AÑO

(31 de julio de 1986)

SODI	Número de empresas	Capital social	Inversión aproximada en proyecto	Empleo	RIESGO SODI		
					Capital	Préstamos	Avales
SODIAN	6	181,45	418,40	126	23,25	85,00	—
SODIAR	6	178,50	243,29	46	28,00	9,00	—
SODICAL	6	478,00	947,30	163	63,50	115,00	—
SODICAMAN	5	516,00	1.778,60	126	65,00	136,00	—
SODICAN	5	41,70	163,45	49	8,33	6,00	3,00
SODIEX	1	12,00	25,00	4	2,40	18,00	—
SODIGA	11	703,20	1.999,90	249	201,50	233,00	—
TOTAL	40	2.110,85	5.575,94	763	391,98	602,00	3

SODIS	TOTAL EMPRESAS DESDE EL ORIGEN			EMPRESAS CON ACTIVIDAD		
	Número de empresas	Capital social global (millones de pesetas)	Empleos	Número de empresas	Capital social global (millones de pesetas)	Empleos
SODIAN	156	12.657,0	6.111	81	7.853,7	3.299
SODIAR	13	387,5	180	13	387,5	180
SODICAL	24	1.587,9	576	21	1.428,9	617
SODICAMAN	15	1.204,5	417	13	1.151,5	391
SODICAM	44	5.452,7	1.225	31	4.931,6	1.061
SODIEX	69	5.125,4	2.085	44	3.417,9	1.621
SODIGA	102	13.298,2	5.213	66	9.591,6	4.046
TOTALES	423	39.713,2	15.907	269	28.762,7	11.215
ENISA	9	3.201,0	362	5	1.404,5	279
TOTAL GENERAL	432	42.914,2	16.269	274	30.167,2	11.494

Fuente: Instituto Nacional de Industria (INI).

les aplicará la deducción por inversiones en las mismas condiciones que la de los bancos industriales y la de las sociedades de promoción de empresas a que se refiere el artículo 26 de la Ley 61/1978, de 27 de diciembre.

C) Impuesto general sobre el tráfico de las empresas:

a) Gozaban de una reducción del 99 por 100 de la base imponible de las operaciones que habitualmente realizasen las SODI con las sociedades en que participasen por razón del cumplimiento de su objeto social.

2. Bancos industriales y de negocios

A) Objetivos

Los bancos industriales y de negocios tendrán como objetivo especial la promoción de nuevas empresas industriales o agrícolas y la financiación a medio y largo plazo de las mismas. En función de esta finalidad podrán conceder créditos para financiar las inversiones precisas para el establecimiento de nuevas industrias o explotaciones agrícolas o para su ampliación, reestructuración y modernización, e intervenir en la colocación en el mercado de acciones y obligaciones de empresas industriales, comerciales o agrícolas, incluso asegurar tales emisiones.

Podrán conceder créditos hasta tres años sin autorización del Banco de España. La participación de un banco industrial en una empresa tendrá la consideración de importante, y, por tanto, podrá el banco realizar operaciones comerciales con dicha empresa cuando su participación en el capital de la misma o la totalidad de los créditos a tres o más años a ella concedidos, incluida a tales efectos la tenencia de valores de renta fija que hubiera emitido o, en su caso, la suma de la participación y los créditos, superen los porcentajes señalados en la siguiente escala, calculados en relación a los recursos propios de la empresa de referencia.

Por la parte de recursos propios comprendidos:

	Porcentaje
Entre 0 y 50 millones de pesetas	10
Entre 50 y 100 millones de pesetas	8
Entre 100 y 150 millones de pesetas	6
Entre 150 y 200 millones de pesetas	4
Superior a 200	2

Perdida la condición de participación importante, y siempre que ésta se haya mantenido al menos durante dos años, los bancos industriales y de negocios podrán continuar realizando operaciones comerciales con las empresas participadas por el plazo máximo de dos años por cada año o fracción que hayan mantenido la participación importante.

Con los fondos ajenos que posean los bancos que se creen al amparo del Decreto-Ley 53/1962, de 29 de noviembre, únicamente podrán adquirir acciones o participaciones en sociedades de carácter industrial o agrícola en el momento de su constitución o directamente en las ampliaciones de capital de las sociedades anteriormente constituidas, pero nunca a precio superior al nominal.

No podrán los bancos industriales o de negocios invertir en una sola empresa o concederles créditos por cifra superior en su conjunto al porcentaje de sus recursos totales que señala el Ministerio de Hacienda.

B) Formas de financiación

Los bancos industriales y de negocios podrán recibir depósitos a la vista y a plazo y emitir bonos de caja y obligaciones con vencimiento superior a dos años, sin más limitaciones que las que imponga el Banco de España, los cuales podrán ser negociados en las Bolsas Oficiales de Comercio.

La emisión de bonos de caja y obligaciones requerirá la autorización del Banco de España.

Los depósitos a la vista o a plazo inferior a dos años sólo podrán invertirse en operaciones a medio y largo plazo cuando se cumplan las normas de liquidez que fije el Ministerio de Hacienda.

Los bancos industriales y de negocios tendrán acceso al redescuento en el Banco de España, dentro de las normas generales que se señalan para la banca y en consideración especial a su naturaleza y a las operaciones que realicen.

C) Tratamiento fiscal

Los bancos que, según la legislación vigente, tengan la consideración de industriales podrán deducir, de la cantidad líquida que resulte de restar de la cuota íntegra las deducciones por doble imposición y las bonificaciones, la cifra que resulte de aplicar el tipo de gravamen a los incrementos patrimoniales directamente obtenidos por enajenación de las acciones de sus carteras.

Los mencionados incrementos de patrimonio serán los resultantes de la enajenación de las acciones adquiridas, con fondos propios o ajenos, ya sea en el momento de la constitución de la sociedad o en las ampliaciones posteriores de capital, incluso las que correspondan por razón de las antiguas que posean.

El precio de adquisición de las acciones nunca podrá ser superior al nominal, salvo en los casos siguientes:

— Cuando se trate de suscripción de las acciones que correspondan a los bancos por razón de las antiguas que posean.

— Cuando exista previa y expresa autorización, que podrá conceder el Ministerio de Economía.

Para gozar de esta deducción será necesario el cumplimiento de los siguientes requisitos:

a) Que se reinvierta el importe íntegro del incremento patrimonial obtenido.

b) Que la reinversión se realice en el mismo ejercicio en que el referido incremento patrimonial se produzca, excepto cuando la enajenación de los valores tenga lugar durante el cuarto trimestre del ejercicio económico de la sociedad, en cuyo caso se podrá efectuar la reinversión dentro del primer trimestre del ejercicio inmediato siguiente.

c) Que la reinversión se efectúe en la suscripción de acciones, bien a la constitución de la sociedad, bien en ampliaciones posteriores de capital.

d) Que el adquirente efectivo de los títulos enajenados no esté directa o indirectamente vinculado con el banco industrial y de negocios.

La base de la deducción se obtendrá multiplicando el incremento patrimonial por el coeficiente que corresponda, según el año de enajenación, contado a partir del momento de adquisición, atendiendo a la siguiente escala:

— Dentro de los ocho primeros años, el 0,95.
— Dentro del noveno año, el 0,75.
— Dentro del décimo año, el 0,50.
— Dentro del undécimo año, el 0,25.

A partir del duodécimo año el incremento patrimonial se gravará en su totalidad por este impuesto.

Sólo nos resta referirnos al régimen de las acciones suscritas en la reinversión:

Cuando se enajenan las acciones en que se hubiese materializado la inversión, los incrementos de patrimonio que se produzcan tributarán por el impuesto de sociedades del ejercicio en que dicha enajenación se realice, salvo que el importe total de la enajenación (y no sólo el incremento del patrimonio obtenido) se reinvierta nuevamente y cumpliendo los requisitos requeridos para gozar de la deducción ya citados.

Lo anterior se aplicará en las sucesivas enajenaciones de acciones que hayan sido objeto de reinversión.

No obstante, se entenderá que no existe transmisión cuando se produzca la disolución de un banco industrial por fusión o absorción del mismo por otra entidad bancaria y ésta mantenga las acciones en su balance.

3. Centro para el Desarrollo Tecnológico Industrial (CDTI)

A) Objetivos

El CDTI persigue como finalidad el apoyo a las pequeñas y medianas empresas para desarrollar nuevas tecnologías, con actuaciones y servicios muy concretos, tendentes a resolver sus problemas específicos. Ahora bien, la generación de tecnología que comporta una mejora del sector industrial conlleva un riesgo financiero. El CDTI comparte este riesgo asumido por las empresas a través de diversas modalidades que han ido apareciendo a lo largo de la vida del mismo. Este apoyo no sólo se extiende a la etapa del desarrollo tecnológico, sino que alcanzará a las fases de industrialización y comercialización (11).

Inicialmente, el CDTI se configuró como un organismo autónomo tendente a la promoción tecnológica, y para la consecución de este objetivo utilizó como instrumento financiero la participación a riesgo y ventura en programas y proyectos de desarrollo tecnológico o de diseño industrial. Durante esta primera etapa el CDTI participó en 176 proyectos, con una inversión de 4.431 millones de pesetas, que suponían el 54,27 por 100 de la inversión total. El mayor número de proyectos participados se concentra en el área de electrónica e informática, y Madrid y Cataluña son las zonas geográficas donde en mayor número de proyectos se participa.

En una segunda etapa, y en virtud del Real Decreto-Ley 8/1983, de 30 de noviembre, de reconversión y reindustrialización, se configura como una entidad de derecho público, sujeta a las normas de derecho privado en sus relaciones

jurídicas externas y adscrito al Ministerio de Industria y Energía. Las razones que han inspirado la transformación tienen su causa última en la necesidad de configurar un CDTI que respondiera de una manera realista a las necesidades de la «empresa innovadora», y a circunstancias tales como la falta de agilidad en el proceso de evolución de los proyectos, la demora en el pago de los desembolsos previstos, el exceso de burocracia en la justificación de los gastos y, en general, todas las dificultades derivadas de las normas que regulan la contratación con el Estado.

La filosofía del actual CDTI se apoya en un principio básico: aportar recursos a aquellos proyectos que contengan innovación y perspectivas comerciales, siempre que el empresario esté dispuesto también a invertir, y exigiendo como garantías única y exclusivamente las derivadas del propio proyecto (12).

En esta segunda etapa concede créditos privilegiados destinados a proyectos o programas de desarrollo tecnológico y participa en operaciones de capital riesgo mediante la toma de acciones minoritarias de nuevas empresas con tecnología emergente. Desde el principio del año 1984 hasta septiembre de 1986 el CDTI ha participado en 269 proyectos, financiando, vía crédito privilegiado, el 46,34 por 100 del total, mientras que vía capital riesgo sólo ha participado en seis proyectos, que han supuesto una inversión de 162 millones, que representa el 48,2 por 100 del total de la inversión.

B) Formas de financiación

Los recursos del CDTI estarán integrados por:

a) Los productos y rentas de su patrimonio, que está compuesto por los bienes y derechos del transformado organismo autónomo CDTI, así como los que, a partir de esta fecha, puedan ser incorporados.

b) La aportación del Estado, para gastos de inversión y funcionamiento, que se asigne al CDTI en los Presupuestos Generales del Estado.

c) Los generados por la prestación de sus sevicios.

d) Los créditos y préstamos que puedan concederse al CDTI.

e) Cualquier otra aportación que pueda ser atribuida.

CUADRO NUM. 4

ESTADISTICA ACUMULADA DE PROYECTOS CDTI 1 DE ENERO DE 1978-30 DE SEPTIEMBRE DE 1986, DISTRIBUIDOS POR MODALIDAD DE APORTACION

PERIODO	Riesgo y ventura	Crédito privilegiado	Capital riesgo	TOTAL
1 de enero de 1978-31 de diciembre de 1983				
Número de proyectos aprobados	176	—	—	176
Inversión total (millones de pesetas)	8.165	—	—	8.165
Inversión CDTI (millones de pesetas)	4.431	—	—	4.431
Desembolsos realizados (millones de pesetas)	3.518	—	—	3.518
Recuperaciones (millones de pesetas)	832	—	—	832
1 de enero de 1984-30 de septiembre de 1986				
Número de proyectos aprobados	95	269	6	370
Inversión total (millones de pesetas)	10.117	36.648	336	47.101
Inversión CDTI (millones de pesetas)	4.882	16.982	162	22.026
Desembolsos realizados (millones de pesetas)	2.391	7.081	121	9.593
Recuperaciones (millones de pesetas)	154	1.883	—	2.037
TOTALES (1 de enero de 1978-30 de septiembre de 1986)				
Número de proyectos aprobados	271	269	6	546
Inversión total (millones de pesetas)	18.282	36.648	336	55.266
Inversión CDTI (millones de pesetas)	9.313	16.982	162	26.457
Desembolsos realizados (miilones de pesetas)	5.909	7.081	121	13.111
Recuperaciones (millones de pesetas)	986	1.883	—	2.869

Nota.—No incluye los proyectos anulados.

CUADRO NUM. 5

ESTADISTICA ACUMULADA DE PROYECTOS CDTI 1 DE ENERO DE 1978-30 DE SEPTIEMBRE DE 1986, DISTRIBUIDOS POR COMUNIDADES AUTONOMAS

COMUNIDAD	Número de proyectos	Inversión total (millones de pesetas)	Inversión CDTI (millones de pesetas)	Desembolsos realizados (millones de pesetas)	Recuperación (millones de pesetas)
Andalucía	25	2.216	914	486	39
Aragón	19	1.814	1.005	583	37
Asturias	14	1.397	592	147	18
Canarias	2	56	31	31	15
Cantabria	5	567	302	134	10
Castilla-La Mancha	3	286	142	113	1
Castilla y León	8	1.409	641	274	22
Cataluña	188	16.455	8.183	3.996	655
Extremadura	1	255	84	48	2
Galicia	19	4.098	1.860	560	15
Baleares	4	322	192	49	7
La Rioja	3	114	66	30	6
Madrid	192	20.957	9.773	4.957	1.548
Murcia	7	691	363	190	21
Navarra	11	259	142	81	11
País Vasco	21	2.106	974	704	428
Valenciana	24	2.264	1.193	728	34
TOTAL	546	55.266	26.457	13.111	2.869

CUADRO NUM. 6

ESTADISTICA ACUMULADA DE PROYECTOS CDTI 1 DE ENERO DE 1978-30 DE SEPTIEMBRE DE 1986, DISTRIBUIDOS POR AREAS

	AA	BM	EI	EV	ME	TOTAL
Número de proyectos	77	107	149	101	112	546
Inversión total (millones de pesetas)	7.612	14.842	16.155	6.203	10.454	55.266
Inversión CDTI (millones de pesetas)	3.682	7.251	7.146	3.276	5.102	26.457
Desembolsos realizados (millones de pesetas)	1.694	2.456	3.975	1.853	3.133	13.111
Recuperaciones (millones de pesetas) (principal + + intereses)	99	326	1.718	128	598	2.869

AA = Agroalimentaria; BM = Biotecnología, medicina y química; EI = Electrónica e informática; EV = Energía y varios; ME = Mecánica.
Fuente: Centro para el Desarrollo Tecnológico Industrial.
Nota.—No incluye los proyectos anulados.

CUADRO NUM. 7

ESTADISTICA ACUMULADA DE PROYECTOS CDTI 1 DE ENERO DE 1978-31 DE DICIEMBRE DE 1983, DISTRIBUIDOS POR COMUNIDADES AUTONOMAS

COMUNIDAD	Número de proyectos	Inversión total (millones de pesetas)	Inversión CDTI (millones de pesetas)	Desembolsos realizados (millones de pesetas)	Recuperación (millones de pesetas)
Andalucía	7	295	132	113	7
Aragón	—	—	—	—	—
Asturias	—	—	—	—	—
Canarias	1	17	12	12	14
Cantabria	—	—	—	—	—
Castilla-La Mancha	—	—	—	—	—
Castilla y León	2	45	32	18	2
Cataluña	56	2.582	1.399	1.111	239
Extremadura	—	—	—	—	—
Galicia	2	47	25	23	2
Baleares	—	—	—	—	—
La Rioja	—	—	—	—	—
Madrid	82	4.155	2.271	1.776	370
Murcia	3	212	115	73	16
Navarra	8	122	74	69	6
País Vasco	7	373	179	154	159
Valenciana	8	317	192	169	17
TOTAL	176	8.165	4.431	3.518	832

Nota.—No incluye los proyectos anulados.

CUADRO NUM. 8

ESTADISTICA ACUMULADA DE PROYECTOS CDTI 1 DE ENERO DE 1978-31 DE DICIEMBRE DE 1983, DISTRIBUIDOS POR AREAS

	AA	BM	EI	EV	ME	TOTAL
Número de proyectos	12	20	60	38	46	176
Inversión total (millones de pesetas)	637	1.256	2.520	993	2.759	8.165
Inversión CDTI (millones de pesetas)	322	719	1.357	600	1.433	4.431
Desembolsos realizados (millones de pesetas)	254	521	954	495	1.294	3.518
Recuperaciones (millones de pesetas) (principal + + intereses)	25	94	359	51	303	832

AA = Agroalimentaria; BM = Biotecnología, medicina y química; EI = Electrónica e informática; EV = Energía y varios; ME = Mecánica.
Fuente: Centro para el Desarrollo Tecnológico Industrial.
Nota.—No incluye los proyectos anulados.

CUADRO NUM. 9

ESTADISTICA ACUMULADA DE PROYECTOS CDTI 1 DE ENERO DE 1984-30 DE SEPTIEMBRE DE 1986, DISTRIBUIDOS POR COMUNIDADES AUTONOMAS

COMUNIDAD	Número de proyectos	Inversión total (millones de pesetas)	Inversión CDTI (millones de pesetas)	Desembolsos realizados (millones de pesetas)	Recuperación (millones de pesetas)
Andalucía	18	1.921	782	373	32
Aragón	19	1.814	1.005	583	37
Asturias	14	1.397	592	147	18
Canarias	1	39	19	19	1
Cantabria	5	567	302	134	10
Castilla-La Mancha	3	286	142	113	1
Castilla y León	6	1.364	609	256	20
Cataluña	132	13.873	6.784	2.885	416
Extremadura	1	255	84	48	2
Galicia	17	4.051	1.835	537	13
Baleares	4	322	192	49	7
La Rioja	3	114	66	30	6
Madrid	110	16.802	7.502	3.181	1.178
Murcia	4	479	248	117	5
Navarra	3	137	68	12	5
País Vasco	14	1.733	795	550	269
Valenciana	16	1.947	1.001	559	17
TOTAL	370	47.101	22.026	9.593	2.037

Nota.—No incluye los proyectos anulados.

CUADRO NUM. 10

ESTADISTICA ACUMULADA DE PROYECTOS CDTI 1 DE ENERO DE 1984-30 DE SEPTIEMBRE DE 1986, DISTRIBUIDOS POR AREAS

	AA	BM	EI	EV	ME	TOTAL
Número de proyectos	65	87	89	63	66	370
Inversión total (millones de pesetas)	6.975	13.586	13.634	5.210	7.696	47.101
Inversión CDTI (millones de pesetas)	3.360	6.532	5.789	2.676	3.669	22.026
Desembolsos realizados (millones de pesetas)	1.440	1.935	3.021	1.357	1.840	9.593
Recuperaciones (millones de pesetas) (principal + + intereses)	75	233	1.358	78	293	2.037

AA = Agroalimentaria; BM = Biotecnología, medicina y química; EI = Electrónica e informática; EV = Energía y varios; ME = Mecánica.
Fuente: Centro para el Desarrollo Tecnológico Industrial.
Nota.—No incluye los proyectos anulados.

4. Instituto de la Pequeña y Mediana Empresa Industrial (IMPI)

A) Objetivos

a) Estudia y presta su asistencia a la promoción y desarrollo de sociedades o agrupaciones para el mejor afianzamiento de las operaciones de crédito de pequeñas y medianas empresas industriales o para la captación de recursos para éstas, así como cualesquiera otras actividades promocionales que puedan ayudar a la pequeña y mediana empresa industrial a obtener financiación.

b) Apoyo a la pequeña y mediana empresa industrial en base a realizar los estudios adecuados para mejorar su eficiencia, o a la formación empresarial, tanto de directivos como de mandos medios y de personal de producción, mediante la organización de cursos y la preparación de los programas adecuados a este fin.

c) También realiza estudios sectoriales, territoriales y sociológicos, y estudia los proyectos de normativa legal aplicable a la pequeña y mediana industria.

d) Estudia y propone actuaciones en relación con todas aquellas acciones que, a nivel sectorial, territorial o nacional, puedan precisar las pequeñas y medianas industrias para mejorar su desarrollo y estructura de producción o comercial. Igualmente, promueve todas aquellas actividades que puedan ser desarrolladas en común por varias empresas para mejorar la eficacia de sus servicios.

De todas estas actividades, y en atención al objeto que nos ocupa, cabe destacar la participación del IMPI en las sociedades de acción colectiva. Estas sociedades se conciben como aquellas constituidas por la agrupación de empresas y empresarios para la realización de una serie de actividades que no podrían realizar aisladamente en condiciones económicas rentables.

El IMPI puede participar en este tipo de sociedades hasta el 45 por 100 del capital por plazo de tres años, ampliables en casos extraordinarios por otro plazo igual por el Ministerio de Industria y Energía. La participación del Instituto se llevará a cabo cuando la actuación de las sociedades o entidades participadas sea el resultado de una acción colectiva de empresas, empresarios o asociaciones dirigidas a:

1. La expansión comercial de sus productos, tanto en el exterior como en el interior.

2. La investigación para la innovación de procesos y productos.

3. El fomento de nuevas tecnologías y diseño industrial.

4. La gestión centralizada de la administración de empresas.

5. El mejor afianzamiento de los créditos y otras operaciones financieras de la pequeña y mediana empresa industrial.

6. Cualquier otra finalidad de la misma naturaleza, de acuerdo con las disposiciones que a tal efecto se dicten por el Ministerio de Industria y Energía.

La participación podrá ser permanente de forma excepcional, previo acuerdo del Consejo de Ministros, cuando se realice en entidades con mayoría de participación pública o así lo exija el interés público de la participación y se refiera exclusivamente a los fines recogidos en los apartados 1, 2, 3 y 4 anteriores.

Hasta el 30 de septiembre de 1986 el IMPI habría participado en la constitución de 68 empresas y ocho ampliaciones, según se observa en los cuadros números 11 y 12, que suponían 796 millones de pesetas de los 2.560 que constituye el total de la inversión llevada a cabo por dichas sociedades.

La participación del IMPI en el capital social de las sociedades de acción colectiva ha ido disminuyendo. En 1979 dicha participación representaba el 33,8 por 100. Durante 1983 se alcanza la máxima participación, con el 40,30 por 100 del total del capital social de las sociedades creadas ese año, para situarse, en el año 1985, en la cota más baja, con el 20,64 por 100.

B) Formas de financiación

Para la financiación de las actividades encomendadas al Instituto, se asignan a éste los siguientes recursos:

a) Los bienes y valores que integran su patrimonio, así como las rentas o productos de los mismos.

b) Los créditos asignados en los Presupuestos Generales del Estado y, eventualmente, de otras entidades públicas para los fines del Instituto, incluso los procedentes de asignaciones establecidas en los programas de inversiones públicas.

c) Los que se asignen como consecuencia de la recaudación por tasas y exacciones parafiscales que, en retribución de ciertos servicios del Instituto, se determinen y autoricen mediante ley votada en Cortes.

d) La adecuada participación en los beneficios que puedan producir las operaciones en que intervenga el organismo dentro del ámbito de su competencia.

e) Las subvenciones o aportaciones voluntarias de entidades e instituciones tanto públicas como particulares.

f) Cualquier otro recurso que pudieran atribuirse.

C) Tratamiento fiscal

Está exento de toda clase de impuestos, tasas y contribuciones o gravámenes del Estado v corporaciones locales siempre que sea sujeto pasivo de la imposición.

CUADRO NUM. 11

EVOLUCION DE LAS INVERSIONES EN SOCIEDADES DE ACCION COLECTIVA

AÑO	Sociedades constituidas		Capital social (miles de pesetas)		Participación IMPI (miles de pesetas)		Empresas asociadas		Empleo en las mismas	
	Parcial	Acumulado	Parcial	Acumulado	Parcial	Acumulado	Parcial	Acumulado	Parcial	Acumulado
1979	4	4	72.100	72.100	24.400	24.400	306	306	14.961	14.961
1980	8+1 amp.	12+1 amp.	419.130	491.230	160.063	184.463	212	518	14.412	29.373
1981	23+1 amp.	35+2 amp.	551.305	1.042.535	207.145	391.608	371	889	5.370	34.743
1982	15+1 amp.	50+3 amp.	464.788	1.507.323	108.200	499.808	356	1.245	10.171	44.914
1983										
— Inversiones	8+4 amp.	58+7 amp.	251.500	1.758.823	101.360	601.168	66	1.311	3.712	48.626
— Desinversiones	(2)	(2)	(32.100)	(32.100)	(13.400)	(13.400)	(30)	(30)	(1.463)	(1.463)
— Variación de capital			(2.560)	(2.560)						
Situación al 31-12-83	6	56	216.840	1.724.163	87.960	587.768	36	1.281	2.249	47.163
1984										
— Inversiones	4	62+7 amp.	211.250	1.970.073	62.100	663.268	119	1.430	1.014	49.640
— Desinversiones	(3)	(5)	(32.300)	(64.400)	(10.500)	(23.900)	(57)	(87)	(746)	(2.209)
— Variación de capital			21.065	18.505						
Situación al 31-12-84	1	57	200.015	1.924.178	51.600	639.368	62	1.343	268	47.431
1985										
— Inversiones	3+1 amp.	65+8 amp.	412.500	2.382.573	85.150	748.418	76	1.506	450	50.090
— Desinversiones	(32)	(37)	(801.700)	(866.100)	(273.305)	(296.205)	(513)	(600)	(23.226)	(25.435)
— Variación de capital				18.505						
Situación al 31-12-85	(29)	28	(389.200)	1.594.978	(188.155)	452.213	(437)	906	(22.776)	24.655
1986										
— Inversiones	3	68+8 amp.	178.000	2.560.573	48.000	796.418	13	1.519	719	50.809
— Desinversiones	(8)	(45)	(230.500)	(1.096.600)	(75.310)	(371.515)	(127)	(727)	(7.044)	(32.479)
— Variación de capital				18.505						
Situación al 30-9-86	(5)	23	(52.500)	1.482.478	(27.310)	423.903	(103)	792	(6.325)	18.330

CUADRO NUM. 12

DESINVERSIONES EN ACCIONES COLECTIVAS

(A 30 de septiembre de 1986)

	Año	Número	Capital social	Participación		Recuperación de capital	
				Pesetas	Porcentaje	Pesetas	Porcentaje
Desinversiones finalizadas	1983	2	32.100.000	13.400.000	41,7	9.004.400	67,2
	1984	3	32.300.000	10.500.000	32,5	6.980.000	66,5
	1985	17	328.400.000	127.585.000	38,9	88.029.744	69,0
	1986	13	358.993.000	117.190.000	32,6	74.245.000	63,4
Desinversiones en curso	1986	10	325.025.000	202.840.000	31,6	68.679.296	66,8
Desinversiones previstas	1986	2	13.000.000	3.650.000	28,1	—	—
Totales (*)		45	1.076.818.000	371.515.000	34,5	246.938.440	66,5

(*) En los totales no se incluyen las desinversiones previstas.

5. Sociedades de promoción de empresas

A) Objetivos

El objeto social exclusivo consiste en la promoción o el fomento de empresas mediante participación temporal en su capital y la realización de las siguientes operaciones exclusivamente:

a) Suscripción de acciones o participaciones de sociedades dedicadas a actividades de carácter empresarial cuyos títulos no coticen en Bolsa. En ningún caso podrán participar en sociedades de inversión mobiliaria, ni en fondos de inversión mobiliaria, ni en sociedades de cartera, ni en sociedades de mera tenencia de bienes.

b) Adquisición de las acciones o participaciones mencionadas anteriormente mediante su compra.

c) Suscripción de títulos de renta fija emitidos por las sociedades en que participen o concesión de créditos a éstas por un plazo superior a cinco años.

d) Prestación de forma directa a las sociedades en las que participen de servicios de asesoramiento, asistencia técnica y otros similares que guarden relación con la administración de sociedades participadas, con su estructura financiera o con sus procesos productivos o de comercialización.

La inversión neta respecto al tamaño de la cartera de fondos disponibles supone un 30 por 100.

El 80 por 100 de la financiación se ha destinado a la expansión de negocios, mientras que el 20 por 100 restante ha sido destinado a la creación de nuevos negocios.

La distribución de la inversión por sectores ofrece las siguientes características:

— Tendencia fuerte y mantenida de la inversión en los sectores de comunicaciones y energético (incremento alrededor del 100 por 100 anual).

— Tendencia moderada, pero creciente, en las áreas de componentes de ordenadores, otros coponentes electrónicos y sector sanitario.

— Tendencia al crecimiento, pero más estabilizado en el último año, en los sectores agrícola, químico y productos industriales.

— Una muy fuerte tendencia al crecimiento (porcentaje de crecimiento anual superior al 100 por 100 en el último año), si bien relativamente bajo en números absolutos, en el sector biotecnológico.

— Pequeña y mantenida participación en el sector aeronáutico.

— Prácticamente nulas inversiones en los sectores de automatización industrial y distribución y comercialización.

— En el área de consumidores, a la que habría que sumar un alto porcentaje del capítulo «otros» en sus características de servicio, experimenta un alza fuerte y mantenida (13).

B) Formas de financiación

Han de tener unos capitales propios desembolsados de, al menos, 500 millones de pesetas.

Las sociedades sobre las que hubiese recaído resolución favorable del Ministerio de Economía y Hacienda que no alcancen la cifra indicada de capital desembolsado deberán ampliarlo hasta cubrirla dentro de los cuatro años siguientes a la fecha de promulgación de la Ley 18/1982, de 26 de mayo, en cuantías anuales no inferiores al 25 por 100 de la diferencia hasta el capital mínimo. De no hacerlo, perderán el derecho a la deducción por inversiones a partir de la antes citada fecha.

Los inversores fundamentales son los bancos. Los inversores privados independientes tienen un peso inapreciable (14).

C) Tratamiento fiscal

Tendrán la consideración de gasto deducible para la determinación de la base imponible en el impuesto de sociedades las cantidades donadas a sociedades públicas o privadas de promoción de empresas, siempre que esos donativos cumplan los siguientes requisitos:

a) Que se realicen mediante entrega dineraria.

b) Que se justifiquen mediante certificado emitido por la entidad donataria, en el que conste:

— Fecha y norma por la que se reconoce el carácter benéfico o de utilidad pública.

— Fecha e importe del donativo.

— Mención expresa del carácter irrevocable del donativo.

c) Que la actividad de la sociedad sea la promoción de empresas de carácter industrial o de investigación de tecnología industrial.

d) Que el capital desembolsado sea de 500 millones de pesetas.

Sin embargo, no resultarán deducibles los donativos realizados cuando la entidad donante esté vinculada con alguna de las sociedades participadas por la sociedad de promoción de empresas, directa o indirectamente, salvo que, en este último caso, la participación se limite a la que pueda derivarse de la condición de socio de la sociedad de promoción.

Dentro de este apartado destaca, sobre todo, el derecho a la deducción por inversiones.

Tal derecho consiste en la posibilidad de deducir, de la cantidad líquida que resulte de restar de la cuota íntegra las deducciones por doble imposición y las bonificaciones, la cifra que resulte de aplicar el tipo de gravamen a los incrementos de patrimonio que obtengan directamente por enajenación de títulos, que han de reunir una serie de características que posteriormente analizaremos.

En principio, hay que señalar que para gozar de la deducción será necesario, en todo caso, el cumplimiento de los siguientes requisitos:

1. Que se reinvierta el importe íntegro del incremento patrimonial obtenido.

2. Que la reinversión se realice en el mismo ejercicio en que el incremento patrimonial se produzca, salvo que la enajenación de los valores mobiliarios tenga lugar durante el cuarto trimestre del ejercicio económico de la sociedad, en cuyo caso ésta podrá efectuar la reinversión dentro del primer trimestre del ejercicio inmediato siguiente.

3. Que el adquirente efectivo de los títulos enajenados no esté directa o indirectamente vinculado con la sociedad de promoción de empresas.

4. Que la reinversión se efectúe en la suscripción o adquisición de valores mobiliarios con las mismas características que tienen los que se enajenan.

En relación con este último requisito, hay que decir que los incrementos de patrimonio serán los resultantes de la enajenación de acciones o participaciones en sociedades de carácter empresarial cuyos títulos no coticen en Bolsa, cuando dichas acciones sean:

— Las adquiridas por las sociedades de promoción de empresas en el momento de la constitución de aquéllas.

— Las adquiridas en las ampliaciones posteriores de capital, directamente o por razón de las antiguas que posean.

— Las adquiridas por compra.

El precio de adquisición nunca podrá ser superior al nominal, salvo en dos casos:

1. Cuando se trate de suscripción con prima de emisión de acciones o participaciones que correspondan a las sociedades de promoción de empresas por razón de las antiguas que poseían.

2. Cuando existe previa y expresa autorización administrativa.

La base de la deducción se obtendrá multiplicando el incremento patrimonial por el coeficiente que corresponda según la escala establecida para los bancos industriales.

En los casos de enajenación de los títulos en que se hubiera materializado la inversión de los incrementos de patrimonio objeto de deducción, se estará igualmente a lo dispuesto en relación con los bancos industriales.

Las sociedades de promoción de empresas que pretendan acogerse al régimen de la deducción por inversiones a que nos hemos referido deberán solicitarlo a la Dirección General de Tributos del Ministerio de Economía y Hacieda con tres meses de antelación, al menos, al cierre del ejercicio.

Al escrito de solicitud deberán acompañar los siguientes documentos.

a) Copia de la escritura de constitución.

b) Copia de los estatutos y, en su caso, proyecto de modificación de los mismos.

c) Memoria justificativa de la actividad que pretendan desarrollar.

d) En su caso, compromiso de que en el plazo que se les fije cumplirán los requisitos necesarios para gozar de la deducción.

También podrán solicitar acogerse a este régimen de deducción las sociedades en constitución, en cuyo caso la solicitud podrá presentarse en cualquier momento anterior a la constitución.

La resolución que adopte el Ministerio de Economía y Hacienda, y por delegación el Subsecretario del Departamento, se notificará a los solicitantes por orden comunicada en el plazo de tres meses contados desde el día siguiente a aquel en que tenga entrada en la Dirección General de Tributos la solicitud acompañada de todos los datos y documentos pertinentes o, en su caso, desde que se subsanen las omisiones a requerimiento de la Administración.

La orden comunicada determinará:

a) El ejercicio a partir del cual la sociedad de promoción podrá acogerse a la deducción por inversiones, que será el siguiente a aquel en que se cumplan los requisitos exigidos.

b) El plazo mínimo durante el cual la sociedad debe funcionar ininterrumpidamente de acuerdo con los requisitos exigidos, y que en ningún caso podrá ser inferior a cinco años consecutivos.

c) Cualesquiera otras condiciones que se estimen pertinentes.

La resolución favorable del expediente originará la exclusión del régimen de transparencia fiscal de las sociedades de promoción de empresas a partir del momento en que la sociedad pueda acogerse a la deducción por inversiones.

Finalmente, hay que poner de manifiesto que cuando una sociedad de promoción de empresas, que tenga reconocido el derecho a la deducción por inversiones, incumpla los requisitos exigidos para que ésta se produzca, quedará obligada al pago de las cuotas correspondientes a las deducciones indebidamente practicadas, y, si procede, se declarará que es sociedad de cartera o de mera tenencia de bienes. La rectificación se practicará en el ejercicio en que se produzca el incumplimiento.

6. Sociedades y fondos de capital riesgo

A) Objetivos

Estas sociedades tienen como objeto exclusivo la promoción o fomento de sociedades no financieras mediante participación temporal en su capital. La finalidad primordial de estas sociedades es la obtención de lucro, vía plusvalía, mediante la enajenación de participaciones previamente adquiridas a pequeñas y medianas empresas innovadoras. La participación en las empresas ha de ser minoritaria y temporal. Minoritaria, ya que en ningún momento el inversor intenta sustituir al auténtico gestor, que es el empresario. Temporal, sin que esto suponga la fijación de un período de tiempo, sino que queda a juicio de la propia sociedad de capital riesgo la elección del momento en que la sociedad participada ha adquirido su fase álgida para proceder a la venta. Es decir, la sociedad de capital riesgo, que suministra recursos, y el empresario perceptor de éstos, que cuenta con un proyecto innovador, aparecen unidos por intereses comunes durante el período de tiempo necesario para que el proyecto adquiera madurez. Es en este momento cuando la sociedad de capital riesgo enajena su participación obteniendo la correspondiente plusvalía, que compensará el riesgo inicial asumido, y dando entrada a accionistas que sí tendrán carácter de permanentes.

Los sectores en los que las sociedades de capital riesgo han de efectuar las inversiones no están predeterminados, aunque lo razonable es que sean innovadores y con un alto potencial de desarrollo. La valoración de los proyectos donde se va a efectuar la inversión por parte de estas sociedades constituye la labor más difícil, de la cual va a depender el lucro final si esa actividad llega a concretarse y a tener éxito, ya que en la plusvalía final radica el fundamento de la actividad financiera profesionalizada que constituyen las sociedades de capital riesgo.

B) Formas de financiación

Las sociedades de capital riesgo han de tener un capital social suscrito de al menos 200 millones de pesetas, y desembolsado, como mínimo, el 50 por 100 en el momento de su constitución. El resto deberá desembolsarse dentro de un plazo de tres años.

El patrimonio inicial de los fondos de capital riesgo será, al menos, de 275 millones de pesetas.

El número de accionistas de las sociedades no podrá ser inferior a cinco. Igual límite regirá para el número de partícipes en los fondos. Para computar estos límites no se tendrá en cuenta a otros accionistas o partícipes interpuestos.

La participación de cualquier socio o partícipe de las sociedades o fondos no podrá rebasar el 20 por 100 del capital social o, en su caso, del patrimonio del fondo. Estas limitaciones no afectarán a los accionistas o partícipes que sean entidades públicas, entidades oficiales de crédito o empresas públicas.

C) Tratamiento fiscal

En el impuesto sobre transmisiones patrimoniales y actos jurídicos documentados, la constitución, aumento de capital y fusión de estas sociedades y fondos gozarán de una reducción del 99 por 100 en la base imponible.

En materia del impuesto sobre sociedades, las sociedades y fondos de capital riesgo tributarán conforme al régimen general, con las siguientes especialidades:

a) Deducción por dividendos del 100 por 100 cuando tales dividendos provengan de acciones

que no reúnan los requisitos mínimos previstos en el artículo 32 del Reglamento de las Bolsas Oficiales de Comercio, y cualquiera que sea el grado de participación sobre la entidad que distribuya los referidos rendimientos.

b) Deducción de la cuota de la cantidad que resulte de aplicar el tipo de gravamen al 75 por 100 de los incrementos de patrimonio que obtengan por enajenación de las acciones de las sociedades en que participen, cuando dicha enajenación tenga lugar dentro del plazo de los tres primeros años a partir de su adquisición, siempre que dicho incremento se reinvierta íntegramente, en el mismo ejercicio, en la suscripción de acciones. Esta deducción se aplicará al 99 por 100 si la enajenación tiene lugar dentro del cuarto y quinto años; al 95 por 100 si dentro del sexto, séptimo y octavo; y al 75 por 100 si en el noveno, y si tiene lugar en el décimo año, al 50 por 100. A partir del décimo año no se aplicará deducción alguna.

El importe de las acciones objeto de la reinversión tributará por este impuesto en el ejercicio en que se enajenen, siempre que no se reinvierta dentro del mismo ejercicio. Esto será de aplicación a las sucesivas enajenaciones de las acciones en que aparezcan materializadas las inversiones acogidas a esta deducción.

IV. CONCLUSIONES

La financiación vía capital riesgo, como forma de promoción de las pequeñas y medianas empresas, no aparece por primerva vez con el Real Decreto-Ley 1/1986, de 14 de marzo, mediante el cual se crean las sociedades y fondos de capital riesgo, sino que ya existía con anterioridad, aunque no con esta denominación. En efecto, la aparición de las sociedades de desarrollo industrial (SODI) supone la primera manifestación de capital riesgo, ya que estas sociedades persiguen el desarrollo industrial en una determinada región, para lo cual promueven la creación de nuevas industrias, facilitando la financiación mediante participaciones sociales de carácter minoritario y temporal.

Esta similitud teórica no evita que se pongan de manifiesto las características que las diferencian. Las sociedades de capital riesgo persiguen como finalidad primordial la obtención de lucro a través de las correspondientes plusvalías, para lo cual participan en aquellas empresas con alto potencial de desarrollo y con independencia de la región donde estén ubicadas; a diferencia de las SODI, para las que, dada su naturaleza pública, la obtención de lucro, sin obviar su importancia, no aparece como objetivo exclusivo, sino compartido por otras responsabilidades sociales, y cuya actividad, naturalmente, se dirige a empresas radicadas en la región.

Las SODI tienen más interés en recomponer los fondos a la mayor brevedad posible para reinvertirlos en nuevas promociones, ya que su fin social no es sólo obtener beneficios, sino que la promoción de su región o la colocación de excedentes laborales tienen tanto o más interés que el beneficio (15). Incluso la rentabilidad la obtienen en mayor medida por la obtención de dividendos provenientes de la empresa participada que de las correspondientes plusvalías. Se observa que las SODI mantienen la participación más tiempo del que correspondería, una vez que la empresa ya ha alcanzado su grado óptimo, con lo cual se alejan del comportamiento propio de las sociedades de capital riesgo.

La financiación vía capital riesgo constituye sólo un aspecto del objeto de las SODI , como ya hemos analizado a lo largo de este trabajo. Dentro de las empresas controladas por el INI, cabe destacar ENISA (Empresa Nacional de Innovación), que opera exclusivamente bajo la fórmula de capital riesgo. La participación en el capital social y su duración es estudiada y pactada para cada proyecto en particular, pudiendo ser mayoritaria.

Junto a las SODI, y en esta modalidad de financiación, actúan a la par los bancos industriales y de negocios, que suelen integrarse en un grupo dependiente de un gran banco mixto, grupo que ha propiciado en muchos casos la creación de sociedades de promoción de negocios, las cuales se utilizaban para el control y coordinación de las empresas del grupo. Las diferencias que presentan con las SODI vienen constituidas por la magnitud de las empresas promovidas y las relaciones con los intereses de la gran banca mixta. Los bancos industriales han apoyado fundamentalmente a las grandes empresas integradas en su grupo, que naturalmente no tenían por qué estar ubicadas en un determinado territorio, aspecto que sí importa a las SODI , junto con el hecho de que su ayuda se dirige fundamentalmente a la pequeña y media empresa.

Determinados organismos públicos realizan operaciones de este tipo. Tal es el caso del Centro para el Desarrollo Tecnológico Industrial (CDTI), aunque sólo una mínima parte de las inversiones que realiza merecen tal calificación. En los cuadros que se incluyen en el apartado

correspondiente se observa que sólo 162 millones de un total de 26.457 responden a una inversión con las características del capital riesgo. También el IMPI, a través de las sociedades de acción colectiva, financia vía capital riesgo.

El antecedente más inmediato lo constituyen las sociedades de promoción de empresas, que presentan el mismo objeto que las sociedades de capital riesgo, si bien *a priori* podría pensarse que, a diferencia del capital riesgo, no incorporan ninguna selectividad respecto al objeto social de las empresas participadas; ya que cabe que sean de riesgo muy variado, de producción o de servicios, con tecnologías viejas o nuevas, con innovación efectiva de productos o sin ella. Esta diferencia no existe, ya que en las sociedades de capital riesgo las empresas receptoras de los recursos no han de ser empresas de alta tecnología, sino que basta con que aporten una innovación, que puede ser tanto de tipo comercial como organizativo, financiero, etc., y no sólo tecnológico. Se pueden observar pequeñas diferencias en el tratamiento fiscal, en cuanto que las sociedades de capital riesgo gozan, a diferencia de las sociedades de promoción de empresas, de una reducción del 99 por 100 en la base imponible que corresponda a las operaciones societarias de constitución, aumento de capital y fusión en el impuesto sobre transmisiones patrimoniales y actos jurídicos documentados; también se les reconoce en el impuesto de sociedades una deducción por dividendos del 100 por 100. En cambio, ambas sociedades tienen una deducción en la cuota por inversiones, que se diferencia en que la escala de coeficientes a aplicar es distinta, tanto en los porcentajes como en el número de años.

En el total de las empresas de capital riesgo (16) incluidas, tanto las de carácter público como las de carácter privado, se observa que:

— La inversión neta respecto al tamaño de la cartera de fondos disponibles supone un 25 por 100 en el año 1984 y un 36 por 100 en el año 1985.

— La financiación en ambos años ha sido prácticamente paralela, dedicándose alrededor del 73 por 100 a inversión en expansión de negocios y un 27 por 100 a la inversión en creación de nuevos negocios.

— El 100 por 100 de la financiación procede de sus propios socios.

— La distribución de la inversión por sectores presenta las siguientes características:

a) Fuerte incremento de la participación de los sectores de informática, sanitario, agrícola e industrial.

b) Incremento en el área de comunicaciones, con un volumen poco significativo.

c) Incremento en el área relativa a ordenadores, con volumen apreciable.

d) Tendencia mantenida, pero no muy creciente, en áreas como biotecnología, industria aeroespacial y consumidores.

e) Tendencia creciente en las áreas de comercialización y distribución, sanidad, agricultura, química e industria.

f) Tendencia nueva y creciente en el área de automatización industrial.

NOTAS

(1) García Fernández, J.: «Las Sociedades de Desarrollo Industrial Regional». Papeles de Economía Española, núm. 9 (1981).

(2) Informe de la Dirección de Desarrollo del INI: «Datos, dilemas y opciones para una política empresarial pública de ámbito regional» (pág. 107).

(3) Datos suministrados por: Universidad Complutense de Madrid, Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales, Departamento de Inversión y Financiación.

(4) Fuente: INI.

(5) Observaciones más significativas referentes a España en base a una encuesta realizada por Peat Marwick, por encargo de la Asociación Europea de Capital Riesgo (EVCA).

(6) Vid. nota (5).

(7) Vid. nota (5).

(8) Mandiá, S.: Mesa redonda sobre «La promoción empresarial en España», celebrada en la Bolsa de Madrid. Servicio de Estudios. Diciembre 1985.

(9) Vid. nota (3).

(10) Vid. nota (3).

(11) Luengo Vallejo, J.: «El CDTI. Una herramienta al servicio de la PMI». *Boletín informativo de las SODI,* núm. 5 (1982).

(12) *Memoria CDTI,* 1984.

(13) Vid. nota (5).

(14) Vid. nota (5).

(15) Conclusión puesta de manifiesto en la mesa redonda sobre «La promoción empresarial en España», celebrada en la Bolsa de Madrid el día 2 de octubre de 1985.

(16) Vid. nota (5).

ANEXO LEGISLATIVO

Decreto 2.182/1972, de 21 de julio, por el que se constituye la Sociedad para el Desarrollo Industrial de Galicia (SODIGA).

Real Decreto 3.030/1976, de 10 de diciembre, por el que se crea la Sociedad de Desarrollo Industrial de Canarias (SODICAN).

Real Decreto 3.029/1976, de 10 de diciembre, por el que se crea la Sociedad de Desarrollo Industrial de Andalucía (SODIAN).

Real Decreto 430/1977, de 11 de marzo, por el que se crea la Sociedad de Desarrollo Industrial de Extremadura (SODIEX).

Real Decreto 1.019/1981, de 27 de mayo, por el que se crea la Sociedad de Desarrollo Industrial de Castilla-León (SODICAL).

Real Decreto 3.004/1981, de 13 de noviembre, por el que se crea la Sociedad de Desarrollo Industrial de Castilla-La Mancha (SODICAMAN).

Real Decreto 2.884/1983, de 28 de septiembre, por el que se crea la Sociedad de Desarrollo Industrial de Aragón (SODIAR).

Real Decreto 38/1977, de 13 de junio (Autorización concedida al Ministerio de Hacienda para firmar con el Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento un convenio de crédito con destino al desarrollo tecnológico industrial).

Real Decreto 2.341/1977, de 5 de agosto (Creación del Centro para el Desarrollo Tecnológico Industrial).

BOE núm. 229, de septiembre de 1977 (Contrato de préstamo entre España y el Banco Internacional para la Reconstrucción y el Desarrollo para la investigación, desarrollo e ingeniería industrial).

Real Decreto 362/1978, de 10 de febrero (Transformación en Organismo Autónomo del *servicio público* «Centro para el Desarrollo Tecnológico Industrial»).

Real Decreto 2.000/1980, de 3 de octubre (Modificación Real Decreto 1.613/1979, de 29 de junio).

Real Decreto-Ley 8/1983, de 30 de noviembre, de Reconversión y Reindustrialización, creación de la Entidad de Derecho Público.

Real Decreto 2/1984, de 4 de enero, por el que se adoptan medidas para la puesta en funcionamiento de la entidad de Derecho Público del Centro para el Desarrollo Tecnológico Industrial.

Ley 27/1984, de 25 de julio. Industrias en General, Reconversión y Reindustrialización.

Ley 13/1986, de 4 de abril, de Fomento y Ordenación General de la Investigación Científica y Técnica.

Real Decreto 1.406/1986, de 6 de junio, por el que se aprueba el Reglamento del Centro para el Desarrollo Tecnológico Industrial.

Decreto 2 de mayo de 1978, número 1.114/78, Instituto de la Pequeña y Mediana Empresa Industrial. Reglamento orgánico.

Real Decreto de 18 de diciembre 1981, número 3.435/1981. Instituto de la Pequeña y Mediana Empresa Industrial. Modifica su Reglamento orgánico.

Decreto 13 de enero 1977, número 877/77. Instituto de la Pequeña y Mediana Empresa Industrial. Organización y funciones.

Real Decreto 7 de noviembre 1980, número 2.684/80. Instituto de la Pequeña y Mediana Empresa Industrial. Modifica su reglamento orgánico.

Orden de enero 1981. Instituto de la Pequeña y Mediana Empresa Industrial. Desarrolla su reglamento orgánico.

Ley 50/1985, de 23 de diciembre, de aumentos regionales para la concesión de desequilibrios económicos interterritoriales.

Orden Ministerial 21 mayo 1963.

Orden Ministerial 9 de agosto de 1974.

Decreto-Ley 53/1962, de 29 de noviembre.

Orden Ministerial 8 de julio 1968.

Orden Ministerial 13 de diciembre de 1966, sobre operaciones autorizadas a los Bancos Industriales y de Negocios.

Real Decreto-Ley 53/1962, de 29 de noviembre. Autoriza la creación de nuevos Bancos Industriales y de Negocios.

Ley 61/1978, de 27 de diciembre, del Impuesto de Sociedades.

Real Decreto 3.061/1979, de 29 de diciembre sobre Régimen Fiscal de la Inversión.

Ley 18/1982, de 26 de mayo, sobre Régimen Fiscal de Agrupaciones Empresariales y Uniones Temporales de Empresas y de las SODI.

Real Decreto 2.631/1982, de 15 de octubre, por el que se aprueba el Reglamento del Impuesto de Sociedades.

Real Decreto-Ley 1/1986, de 14 de marzo, de medidas urgentes administrativas, financieras, fiscales y laborales.

INNOVACION, CAPITAL RIESGO Y FISCALIDAD

Dionisio USANO CRESPO

I. INTRODUCCION

No obstante haber protagonizado cuatro años consecutivos de recuperación económica, los países de la OCDE no consiguen vencer las dificultades para hacer retroceder el desempleo, que afecta a más de treinta millones de personas en su área. Existe el convencimiento de que un descenso duradero de las tasas de paro precisa de una continuidad en la recuperación actual y de un crecimiento del PIB estable y superior a la línea tendencial de estos últimos años. En otro caso, la población empleada no avanzará significativamente por encima de lo que lo haga la población activa. A su vez, tal dinámica no debe conocer obstáculos inflacionistas, que comprometen gravemente la estabilidad del crecimiento y que, de hecho, han venido quebrando anteriores recuperaciones.

Pero si bien es cierto que la consecución de un crecimiento económico suficiente, a medio y largo plazo, remite a determinadas tasas de variación del PIB y de la productividad, se impone la convicción de que tales tasas no van a ser posibles en un marco similar al habitual en el que han venido actuando los agentes económicos y sociales. Antes bien, se subraya la urgencia de transformaciones profundas relativas al mercado laboral, a la formación general y especializada, a la promoción de nuevas empresas y de actividades y profesiones autónomas, etcétera; con especial responsabilidad, a este respecto, de los poderes públicos, cuyas medidas supondrán, en unos casos, la convalidación de iniciativas ya existentes, facilitando su desarrollo, y en otros la regulación tendente a propiciar su implantación. Afectando, en suma, al marco en el que se desenvuelven la oferta y la demanda globales.

Este nuevo marco implica que el crecimiento de la oferta desborda, con mayor intensidad que en el pasado, su dimensión puramente cuantitativa para adentrarse en modificaciones de su composición características de economías industriales maduras, en las que las nuevas tecnologías impregnan toda la actividad económica. Y ello hasta el punto de que, según se hace notar, una gran parte de los procesos productivos y de los bienes y servicios producidos en un futuro muy próximo serán sustancialmente nuevos respecto a los existentes escasos años atrás en los países de primera fila.

Desde el punto de vista económico, el problema de las economías de mercado desarrolladas no es de capacidad productiva (el progreso material resolvió esto hace ya mucho tiempo), sino de sobreproducción. Y, en un espacio supranacional, de ajuste a una demanda cambiante disputada entre unidades empresariales obligadas a una dura competitividad, la capacidad productiva, en términos físicos, dejó de ser el indicador preferente que asegura la hegemonía duradera de las empresas, afrontando una demanda «de repetición», supuestos unos costes competitivos. Por el contrario, la suficiencia cuantitativa ha ido cediendo importancia a favor de la suficiencia en aprovechar y generar innovaciones; y la dinámica del crecimiento, tan familiar en la descripción estándar de la actividad económica, va adquiriendo cada vez más los perfiles de una dinámica de la innovación. En otras palabras, la innovación es el modo característico en que discurre el crecimiento de las economías de mercado, en un ambiente de cambio tecnológico continuo, a diferencia del episodio intermitente que estaba en la base del esquema schumpeteriano. Es natural que, ante esta situación, la búsqueda de un espacio de supervivencia y consolidación por una empresa (o por un sector entero) remita obligatoriamente a la adopción de innovaciones, y en mucho mayor grado si el espacio es internacional.

Conviene constatar que el crecimiento innova-

dor no resulta de una «interpretación» empresarial de «necesidades» a resolver expresadas por los individuos, como si se tratara de un catálogo que cambiara caprichosamente y que las empresas hubieran de cumplir bajo pena de eliminación. Es un lugar común que las necesidades creadas crecen más que las posibilidades de satisfacerlas. Y si bien cada empresa en particular puede percibir el entorno bajo tales condiciones, es el conjunto del aparato productivo, y dentro de él las empresas menos dependientes, el que genera, mediante decisiones dispersas propias de la economía de mercado, la tensión consiguiente. En este sentido, la innovación global no es la respuesta a un mandato social de superar unas u otras obsolescencias, sino el resultado de asignaciones de recursos decididas para preservar la supervivencia o superioridad de cada agente productivo, competitivo u oligopolístico. A su vez, el fenómeno innovador trasciende su soporte puramente material, para destilar finalmente una ideología.

De manera que el fin objetivo de la innovación —servir al progreso material de los individuos— y el fin subjetivo del innovador —conseguir superioridad en el mercado— parecen confundirse: la comunidad hace suya la ideología de la innovación.

Reconocer la función de la innovación tecnológica en sus actuales concreciones no significa, por tanto, elevar éstas a la categoría de primera necesidad social, invocando que los «pagadores últimos de precios» convalidan con su conducta esa asignación de recursos.

El contexto anteriormente apuntado trasciende en mucho el ámbito de la fiscalidad. Pero, al mismo tiempo, la fiscalidad está teniendo un protagonismo inusual en lo que se refiere tanto al diagnóstico de las patologías económicas contemporáneas como a las propuestas de políticas adecuadas a su corrección. El presente artículo se limita a una temática mucho más reducida que la relativa a la fiscalidad para una recuperación económica prolongada. Esto último exige análisis y pronunciamientos acerca de la política presupuestaria en su conjunto: presión fiscal global, progresividad, reparto social de la carga, dirección e intensidad del gasto público. Política fiscal y crecimiento económico es una globalización en la que se subsumen los incentivos conectados a la innovación; y cabe plantear en este último ámbito propuestas muy diferentes, incluso contrarias, que, no obstante, sean todas ellas compatibles con una misma formulación del modelo global en su versión actual o revisada.

Antes de entrar en la descripción del apoyo fiscal a la innovación vigente en nuestro ordenamiento, y de abordar las alternativas y controversias acerca del mismo, y especialmente en lo que se refiere al capital riesgo, parece conveniente reseñar los hechos y conceptos en que se mueve el fenómeno de la innovación para situar con mayor precisión el análisis.

II. LA INNOVACION EN LA ACTIVIDAD ECONOMICA

1. El concepto

La innovación es el punto terminal de una secuencia en la que se distinguen las siguientes etapas:

En primer lugar, la investigación, como soporte en el que descansa, en última instancia, todo el progreso material. Por *investigación* se entiende la actividad para ampliar el conocimiento científico en general. Cuando el objeto de esta actividad es la resolución de problemas específicos, se denomina investigación aplicada. De forma equivalente, cabe hablar de ciencia y de tecnología, entendida ésta como aplicación a problemas prácticos del saber científico u organizado, la cual requiere, en cualquier caso, del concurso de inversiones no afectas a la producción, así como de organización planificada.

En una economía industrial, la investigación aplicada y la tecnología cristalizan en *invenciones:* descubrimientos de nuevos procesos productivos, bienes de capital o de consumo, servicios y procedimientos. A partir de la investigación aplicada, maduran y cobran forma prototipos y modelos cuya experimentación para convalidar su viabilidad técnica y alcanzar su concreción satisfactoria se conoce como *desarrollo;* de forma que las invenciones son la conclusión exitosa de los procesos I + D.

Finalmente, las innovaciones se incorporan al proceso productivo de bienes y servicios. La *innovación* es la explotación comercial de una invención, siendo empresas genuinamente innovadoras las que se adelantan en introducir el producto en el mercado. La innovación requiere, por tanto, acometer inversiones de fabricación y abordar la comercialización consiguiente. Pone en tensión, en definitiva, todas las funciones típicas de la empresa, sustituyendo las fases de riesgo técnico por las de riesgo productivo y comercial.

2. La variedad

Aunque los efectos más visibles de las innovaciones se muestran en bienes físicos de demanda final (para el consumo y para la producción), el concepto de innovación es aplicable a las técnicas de gestión y de organización; y, en sentido amplio, abarca a las mejoras de cualquier índole que redundan en mayor productividad, costes más bajos y hasta intangibles económicos.

Cabe diferenciar entonces a las innovaciones por la intensidad de tecnología que las sirve de soporte, y según sea ésta objeto directo de la innovación o se utilice como apoyo. Así, junto a innovaciones típicamente tecnológicas, localizadas en comunicaciones, transportes, robótica, medicina, biotecnología, energía, etc., y vinculadas a medios de producción y a bienes nuevos, encontramos otras cuya concreción no es directamente física, como el establecimiento de un nuevo mercado para cierto producto o la implantación de nuevos tipos de organización. Pero, en general, la innovación «no tecnológica» se despliega utilizando como *inputs* o como complemento determinadas tecnologías que la hacen posible y eficaz.

Asimismo, también caen en la órbita de la innovación las adaptaciones recurrentes de artículos habituales en el equipamiento y consumo de las economías domésticas (bienes duraderos o perecederos), que pretenden ganancias en la productividad y el coste o mejoras, generalmente de pequeña importancia, en la calidad, el atractivo y los servicios que rinden. Se trata de innovaciones «de goteo» que también contribuyen a preservar la actividad de las empresas productoras, las marcas y la renovación de la demanda, bien sea por el agotamiento de la vida útil de los artículos o por la obsolescencia dirigida publicitariamente. En unos mercados de masas globalmente estables para gamas enteras de productos, las fronteras entre innovación real y aparente son muchas veces difusas y su distinción genera costes de información que dificultan la actitud del consumidor. En estos casos se suele disipar la duda clasificatoria recurriendo a la respuesta del mercado: es innovación lo que el mercado premia como tal.

En definitiva, cabe afirmar que las innovaciones pueden alojarse en cualquiera de las fases del ciclo productivo y comercial de la empresa: captación de recursos, aprovisionamiento, plan de producción, fabricación y comercialización, afectando a los *inputs,* al *output* o a ambos.

III. LOS SUJETOS DE LA INNOVACION

La creación de ciencia y tecnología combina trabajo humano de la más alta formación y especialización con medios apropiados y de elevado coste construidos con especificaciones aptas para uso monovalente. Según el objeto de la actividad científica, la proporción física y económica de ambos factores varía ampliamente, pero, en general, implica una inmovilización de recursos cuyo volumen y duración sólo la hacen abordable por las capacidades económicas de mayor dimensión. En consecuencia, nada tiene de extraño que sean el Estado y las grandes empresas y conglomerados industriales los sujetos hegemónicos de las actividades de investigación y de I + D. El Estado, creando infraestructura científica a través de las universidades e institutos tecnológicos; las grandes empresas, albergando unidades de I + D. Simultáneamente, se desarrollan instituciones y programas de cooperación entre universidades y empresas (grandes o no), sea a impulso de iniciativas autónomas o de la política industrial y científica de las administraciones públicas.

En los países desarrollados, tanto en lo que se refiere a la procedencia de los fondos para I + D como a la ejecución misma de I + D, es el sector privado (empresas, instituciones sin fin de lucro, determinados centros de investigación) el de presencia mayoritaria. La presencia del sector público en I + D se localiza preferentemente en «investigación básica», no susceptible de apropiación privada.

La evidencia empírica muestra, en efecto, que en el área de la OCDE las grandes empresas (varios miles de empleados) realizan un porcentaje mayoritario, superior al 60 por 100, de los gastos de I + D globales. Y en cuanto a los programas de I + D de mayor envergadura por los recursos movilizados, la presencia de las grandes empresas es abrumadora. Simétricamente, las empresas con algunos cientos de empleados que disponen de infraestructura en I + D no reflejan enteramente el papel relativo de unas y otras en la generación de innovaciones. Por varias razones.

En primer lugar, no toda innovación brota unívocamente de centros formalizados de I + D en el seno de las empresas. Existen multitud de innovaciones cuyo antecedente consiste en el talento y la creatividad de reducidos equipos de personas, operando con medios instrumentales accesibles a las empresas pequeñas o intermedias, que han realizado una actividad homologable a la de I + D supliendo la inexistencia de un

centro interno diferenciado para ese fin y, por tanto, con una eficiencia económica mayor. En estos casos se produce, de hecho, un auténtico gasto en I + D, que, si bien reducido, no es recogido como tal en las estadísticas agregadas por no ser imputable a la existencia de un centro operativo nominado como de I + D.

En segundo lugar, no todas las nuevas tecnologías precisan de empresas grandes para culminar en innovaciones. En determinados casos, la naturaleza de la invención y de la innovación no comporta exigencias muy estrictas de recursos materiales y humanos involucrados, de manera que el umbral para intentar su consecución está al alcance de empresas de reducido tamaño. Tal posibilidad ha permitido que en algunos sectores las *pymes* hayan protagonizado el grueso de las innovaciones. Pero, no obstante, las empresas de pequeña dimensión juegan un papel primordialmente periférico al segmento de empresas oligopolísticas que configuran la médula del sistema industrial (las grandes empresas son, a la vez que autogeneradoras de innovaciones, adquirientes de innovaciones maduradas por *pymes),* o bien cubren lagunas de éste, siendo minoría los sectores en los que su actividad innovadora les permite ocupar un espacio propio e identificable de manera estable. Esto es aún más cierto para las innovaciones en procesos productivos que para las innovaciones en productos.

Por otra parte, el desequilibrio entre grandes y pequeñas empresas en su contribución a actividades de I + D varía de un país desarrollado a otro. La tradición investigadora, el apoyo estatal al fomento tecnológico, el clima competitivo y el espíritu emprendedor son factores cuya implantación duradera moldea un medio ambiente económico favorable al surgimiento de pequeñas empresas con un papel destacado en la innovación tecnológica, que llegan a experimentar y consolidar un fuerte crecimiento. En tales casos, la interacción de empresas grandes y menores proporciona un flujo de innovaciones del que se beneficia el país entero, con ventajas obvias en su posición internacional y en su tasa de empleo, habida cuenta de que las pequeñas empresas son las generadoras por excelencia de nuevos empleos.

IV. EL CAPITAL RIESGO COMO ACTIVIDAD FINANCIERA

En la historia de las innovaciones que caracterizan a las economías industriales ha sido muy frecuente el binomio «promotor de la innovación-capitalista financiador». Ya el esquema schumpeteriano distinguía entre aquellos capitalistas que asumen el riesgo de financiar iniciativas innovadoras (quienes las materializan sólo arriesgan en la medida en que actúen también como capitalistas) y aquellos que evitan ese riesgo, cumpliendo un papel adaptativo o de imitación. El primer caso, y si el éxito acompaña a la aventura innovadora, se ve correspondido por la obtención de beneficios supramarginales o por fuertes ganancias de capital. Son estas expectativas las que motivan la participación en el proyecto de socios no hegemónicos en cuanto al volumen de los capitales totales arriesgados. Pero estas contribuciones directas y aisladas para completar los recursos necesarios encuentran serios límites de despliegue y efectividad, ligados a las dificultades de localización de proyectos pendientes de financiación, a los costes de información y, en fin, a la evaluación misma de las bondades potenciales de los proyectos.

Se hace sentir entonces la conveniencia de una intermediación entre aportantes de capitales y empresas o iniciativas portadoras de proyectos innovadores deficitarios de fondos, con ventajas para ambas partes. Para los primeros, porque les ofrece una diversificación de los riesgos, en general altos, inherentes a los proyectos, así como economías de costes en la búsqueda de mercados para innovación y en el análisis de las potencialidades de cada línea de actividad. Para las segundas, porque les facilita los servicios propios de un aportante organizado.

Y cuando tal captación y aplicación de recursos financieros se instrumenta a través de una mediación especializada, con exclusividad en el objeto y profesionalidad en la función, resulta la matriz genérica de lo que se ha dado en llamar capital de riesgo. Una modalidad de financiación de la innovación cuyas características conviene apuntar brevemente aquí, pues en atención a ellas se arbitran regímenes fiscales especiales, juzgados poco incentivadores por el sector privado en el caso de España.

1. Características generales

La actividad financiera conocida como capital riesgo consiste básicamente en la participación minoritaria y transitoria en el capital de empresas con proyectos atractivos cuya puesta a punto y explotación comercial comporta riesgos elevados.

La toma de participación se dirige a empresas de dimensión pequeña y media, portadoras de proyectos innovadores que suscitan expectati-

vas de rentabilidad excepcional. No existe un criterio general acerca de si las innovaciones propiciadas deben afectar a «tecnología punta» o desplegarse en el ámbito de las «nuevas ideas». Si no fuera por la entrada en juego de beneficios fiscales tendentes a incentivar la actividad productiva «innovadora» o la canalización de recursos financieros hacia dicho fin, el intento de acotar lo que constituye innovación tecnológica no tendría mayor interés que el propio de una clasificación descriptiva. Pero al reivindicarse la conveniencia privada y pública de reconocer beneficios fiscales específicos, sí resulta necesario interrogarse acerca de tal acotación, aun admitiendo que las fronteras sean difusas.

El carácter minoritario de la participación en las empresas promovidas responde al planteamiento de no sustituir al empresario en sus funciones directivas y gestoras, asegurándole la independencia plena. Esta característica debe subsistir incluso cuando la empresa es participada por más de una entidad de capital riesgo, pues aunque en tal caso la sindicación consiguiente en la financiación del proyecto implica de hecho una posición mayoritaria para las entidades en cuestión, el objetivo de éstas no trasciende el papel de «capital de acompañamiento».

La temporalidad de la participación se vincula al tiempo preciso para que el proyecto innovador madure su desarrollo y concluya, positiva o negativamente. No es vocación del capital riesgo mantener una vinculación indefinida con unas u otras empresas singulares. Podría decirse que el éxito de las empresas participadas marca el principio del fin de esa participación, pues es la premisa para que la expectativa de rentabilidad buscada se resuelva como plusvalías al liquidar la participación, liberando el capital inmovilizado y afectándolo a nuevos proyectos, en rotación permanente del largo plazo. En concordancia con esta característica, los incentivos fiscales para tales plusvalías pueden mantener un límite temporal de efectividad, como en la normativa española. A su vez, la facilidad para enajenar las participaciones es requisito imprescindible para que su temporalidad sea convenientemente manejada, y ello remite a la existencia de un mercado de amplitud suficiente y con atractivos fiscales.

Adicionalmente, las decisiones de inversión financiera inherentes al capital riesgo requieren un elevado rigor profesional, tanto para evaluar la viabilidad de los proyectos innovadores como para preparar la acogida comercial de sus resultados. Esta profesionalidad en materias distintas de las estrictamente financieras es fundamental para que el riesgo, aunque diversificado, se mantenga bajo control, y exige del concurso de especialistas varios.

Simultáneamente, el acierto de las elecciones inversoras se ve decisivamente influido por la idoneidad del empresario que afronta el proyecto, habida cuenta de la autonomía que conserva para desarrollarlo. Complementariamente, la presencia activa de la entidad de capital riesgo en este desarrollo le aporta un asesoramiento diverso que refuerza las garantías de la operación. Y es por esto que se reconoce al capital riesgo la aportación de un «valor añadido» a la actividad de la empresa participada, adicional a los recursos financieros suministrados.

2. El grado de riesgo

Cuestión interesante es la fase en que se encuentre el proyecto acometido por la empresa que motiva su participación por el capital riesgo. El proyecto puede no haber trascendido de su mera formulación descriptiva, en cuyo caso la identificación positiva de un adecuado mercado potencial es la única referencia para decidir al capital riesgo a vincularse. Ello supone cofinanciar y afrontar el riesgo desde el comienzo mismo de las actividades de I + D, es decir, apoyar el proyecto desde su fase de iniciación, no de expansión. Alternativamente, el capital riesgo puede tender a participar en proyectos cuya fase de I + D está prácticamente convalidada o en un grado de maduración tal que el riesgo previo al de explotación comercial es muy pequeño. Uno u otro sesgo predomina según países, de acuerdo con la pujanza de *pymes* con vocación tecnológica, la abundancia de inversores que toman posición en el largo plazo y de profesionales muy especializados, la política científica seguida por las administraciones públicas, etc. Pero, con carácter general, y por imperativo inherente al objeto de su actividad, el genuino capital riesgo opera con el binomio alto riesgo-alta rentabilidad expectante.

Tal característica es concordante con la relativa indefensión frente al riesgo de las pequeñas y medias empresas innovadoras, hacia las que el capital riesgo dirige su oferta de recursos. En las modernas economías industriales, los elevados volúmenes de capital que las grandes firmas tienen que comprometer, al afrontar nuevas líneas de actividad y planes de inversión, les incitan a no fiar a la espontaneidad del mercado el cumplimiento de tales líneas y planes proyectados, y sí a minimizar la incertidumbre y el riesgo

mediante acuerdos y contratos con otros agentes privados o públicos, concentración empresarial, control de precios, moldeamientos del consumidor y demás prácticas de garantía de la demanda efectiva, entre las que destaca la actuación del Estado, palpable en determinados sectores o industrias. Tales prácticas son menos factibles cuanto más periférica y marginal es la empresa, que, si no incurre en una actividad convencional, se ve obligada a afrontar el riesgo guiándose casi exclusivamente por las condiciones del mercado puro y duro, sobre las que apenas tiene capacidad de influencia salvo que el éxito innovador le permita adquirir una posición ventajosa frente a la competencia. Y es este último ámbito el de inserción preferente de las entidades de capital riesgo. Tal inserción, sin embargo, no impide a gran parte de éstas ser proclives a un reparto de papeles en el que la actividad de I + D, especialmente en alta tecnología, se apoye en una financiación pública, recabando para sí la actuación en las fases posteriores o en I + D de tecnologías ya existentes. En otros términos, una estrategia de comprometer los capitales cuando el riesgo es relativamente menos intenso, trasladando al sector público los apoyos en origen, dentro de una política global de financiación de la innovación tecnológica para todo el sistema productivo.

En cualquier caso, la intermediación propia del capital riesgo afronta su inversión sin posibilidad de cubrirse con las garantías habituales exigidas por otros intermediarios financieros, bancarios o no, que implican que los destinatarios aporten un grado apreciable de solvencia patrimonial. Las características del capital riesgo obligan a no plantear otras garantías que las que susciten las expectativas de un proyecto a desarrollar y un empresario promotor con calidad.

En los epígrafes siguientes se resume la fiscalidad directa vigente en España en los ámbitos relacionados, directa o indirectamente, con la innovación y con el capital riesgo, diferenciándose tres agentes: la entidad que acomete innovaciones o que las incorpora a través de sus planes de inversión, el ahorrador-inversor individual y, finalmente, la entidad que desempeña la intermediación financiera específicamente dirigida a la promoción-innovación, que admite dos figuras legales: las sociedades de promoción de empresas y las sociedades y fondos de capital riesgo, cuya proximidad constituye una anomalía a eliminar.

V. ASPECTOS FISCALES EN LA EMPRESA INNOVADORA

La normativa del impuesto sobre sociedades no reserva un tratamiento fiscal específico para el tipo de empresas al que nos venimos refiriendo (dimensión media o pequeña, de creación reciente o en fase de crecimiento y ocupada en un proyecto innovador). Pero regula genéricamente determinados aspectos que son especialmente relevantes para estas empresas o para ciertas operaciones de amortización. A su vez, otras normas prevén beneficios fiscales específicos para determinadas sociedades, como las de reconversión industrial. Señalaremos sucintamente estos tratamientos.

1. Inversión en activos fijos nuevos

Constituye un *input* habitual de una empresa naciente, que aborda planes de expansión o que moderniza su proceso productivo, sea para mejorar su productividad o para crear y lanzar un nuevo producto. Aunque también puede tratarse de elementos fabricados o constituidos por la propia sociedad.

Por activo fijo nuevo se entienden las siguientes categorías de activos utilizables más de un año (art. 214 del RIS): edificios y construcciones, excluidos los terrenos; maquinaria, instalaciones y utillaje; elementos de transporte; mobiliario; equipos para procesos de información; investigaciones mineras.

La deducción en activos fijos nuevos es una de las modalidades de la deducción por inversiones que enumeran el artículo 26 de la LIS y el artículo 200 del RIS. El porcentaje de deducción inicialmente previsto en la LIS era variable, ligado a la variación simultánea de empleo: 10 por 100 con reducción de empleo y 15 por 100 sin reducción.

Las sucesivas leyes de Presupuestos y disposiciones de su desarrollo han variado el porcentaje en cuestión. La Ley de Presupuestos Generales del Estado para 1986 lo fija en el 15 por 100, sin vinculación al empleo, debiendo permanecer dichos elementos de activo un mínimo de cinco años en funcionamiento en la empresa (art. 46). Idéntico tratamiento rige en la Ley de Presupuestos para 1987 (art. 46).

El importe de la deducción por inversiones (todas las modalidades) no podrá rebasar el 25 por 100 de la cuota líquida del impuesto, y en el caso de insuficiencia de ésta para absorber la deducción, la parte no practicada podrá compu-

tarse en los cuatro ejercicios siguientes. A su vez, las empresas de nueva creación podrán diferir el cómputo de los plazos para aplicar la deducción por inversiones hasta el primer ejercicio no prescrito en que obtengan resultados positivos.

2. Inversión neta

La inversión en activos fijos nuevos disfruta de la deducción descrita con independencia de que su cuantía supere o no la amortización para inmovilizado material. Desde 1982 hasta 1984 las leyes de Presupuestos mantuvieron adicionalmente una deducción por inversión neta, es decir, por exceso de inversión en activos fijos nuevos sobre las amortizaciones fiscales correspondientes al año precedente (y, en su caso, sobre las enajenaciones de activo fijo del año corriente). La deducción fue del 5 por 100 de la inversión neta en 1982 y 1983, elevándose al 10 por 100 para 1984. Es un incentivo teóricamente dirigido a conseguir una inversión por encima de la de reposición, que es la dominante en fases de crisis económicas.

3. Creación de empleo

Constituye otra de las modalidades de deducción por inversiones, prevista desde la aprobación de la LIS. Su instrumentación inicial se realiza, bien de manera independiente como un porcentaje (10 por 100-25 por 100) sobre costes laborales de incremento de plantilla mantenido en dos ejercicios sucesivos, bien en simultaneidad con la deducción por inversiones en activos fijos nuevos con aumento de plantilla, en cuyo caso el porcentaje de esta última deducción se primaba adicionalmente.

Desde 1985, la deducción asciende a 500.000 pesetas por hombre-año de incremento de plantilla respecto del ejercicio anterior, pudiendo absorber la totalidad de la cuota líquida; y en caso de insuficiencia de ésta, la deducción no practicada podrá computarse en los cuatro años siguientes (Real Decreto-Ley 2/1985, y leyes de Presupuestos para 1986 y 1987).

4. Planes especiales de amortización

La normativa del impuesto sobre sociedades exige, como requisito general para la deducción fiscal de las amortizaciones del inmovilizado, que respondan a depreciaciones efectivas; y a tal efecto se admiten, además del sistema general de amortización según tablas de coeficientes oficiales, otros dos sistemas:

— Amortización degresiva, con dotaciones anuales superiores en los primeros años de vida y decrecientes sucesivamente, opcional en exclusiva para maquinaria e instalaciones, transportes, equipos informáticos e instalaciones hosteleras, siempre con vida útil no inferior a tres años.

— Planes especiales de amortización, solicitados a la Administración tributaria por aquellas sociedades que, por la índole de su actividad, experimenten una depreciación distinta de la expresada en las tablas (art. 55 del RIS). Ello permite la amortización por obsolescencia en sentido amplio, al margen de la vida útil ligada al uso del bien y al mero transcurso del tiempo. Tales planes vienen a sustituir, en cierto modo, al sistema de «amortización acelerada» que permitía la primitiva normativa del impuesto sobre sociedades.

5. Amortización libre

A diferencia de los planes de amortización, que constituyen una posibilidad permanente para las empresas que puedan justificar su solicitud, la libertad de amortización es un incentivo coyuntural a la inversión, tendente a minorar la carga fiscal mediante la deducción de las amortizaciones sin limitación cuantitativa.

El Real Decreto-Ley 2/1985 introdujo este beneficio fiscal para las sociedades y para los empresarios individuales y profesionales en estimación directa, a fin de concentrar la inversión privada en 1985 y 1986. Esquemáticamente, su regulación es como sigue:

- *Inversiones acogibles:* activo fijo material nuevo, tipificado en el RIS.

- *Inicio de la inversión:* desde el 9 de mayo de 1985 o desde la formalización del pedido en firme, si se trata de elementos encargados a terceros.

- *Distribución temporal:* realización mínima del 10 por 100 en 1985 y del 40 por 100 en 1985-86 del importe de la inversión proyectada.

- *Amortización libre:* a patir de la incorporación del activo fijo, su amortización puede dotarse desde el máximo del 100 por 100 hasta el mínimo exigido en las tablas de coeficientes.

- *Compatibilidad:* los activos acogidos podrán disfrutar también de la deducción por inversiones en la cuota del IS o del IRPF.

Fuera de este incentivo coyuntural de alcance general, el sistema de amortización libre queda exclusivamente restringido a ciertos sectores,

como el de las sociedades cuyo objeto sea la investigación y explotación de hidrocarburos (RIS, 59.3).

6. Actividades de I + D

Los incentivos fiscales enumerados hasta ahora afectan a la empresa en cuanto adquirente de bienes de capital fijo y de trabajo personal. Repercuten favorablemente sobre la modernización de la empresa compradora, pero obviamente tienden a estimular a las empresas suministradoras de *inputs* para el resto del aparato productivo, por su efecto multiplicador sobre la producción y renta general, y sobre determinados empleos en particular.

Pero son los gastos en I + D los específicos de las invenciones e innovaciones. Su tratamiento fiscal en nuestra normativa abarca su doble consideración como gasto amortizable y como inversión.

En el ámbito del inmovilizado inmaterial (intangibles con valor económico adquiridos mediante contraprestación), el RIS considera amortizables determinados elementos cuando sufran una depreciación continuada o tengan una vigencia temporal limitada sin posibilidad de prórrogas sucesivas (art. 65), y entre ellos incluye (art. 66) los elementos de la propiedad industrial, como patentes, procedimientos de fabricación, modelos, etc., obtenidos mediante contraprestación. Se trata aquí de gastos en I + D que han derivado en resultados positivos, cuya valoración comprenderá (art. 65) los gastos efectuados internamente por la empresa y los que provengan de suministros y trabajos realizados por otras empresas. Tales gastos son amortizables fiscalmente, de acuerdo con la vida legal reconocida para la propiedad industrial. En ningún caso podrá aplicarse el sistema de amortización degresiva (art. 54.6), pero los programas de I + D son los únicos elementos del inmovilizado inmaterial susceptibles de planes especiales de amortización (art. 55.2). Sin embargo, el Real Decreto-Ley 2/1985 no incluyó a los programas de I + D entre las inversiones acogibles a la libertad de amortización.

Las actividades de I + D se benefician de la deducción por inversiones. El artículo 200 del RIS incluye, entre las modalidades de inversión que dan derecho a deducción, los «programas de investigación o desarrollo de nuevos productos o procedimientos industriales», tanto si se realizan directamente por la empresa como si se contrata su realización con residentes en España. Como puede advertirse, no se trata de cualesquiera programas de I + D, sino de los vinculados a innovación en productos y tecnología de procesos productivos, y, para mejor acotar el ámbito de la deducción, el artículo 233.3 excluye de ésta «las cantidades destinadas a la adquisición o creación de procedimientos y sistemas administrativos o de gestión». Ciertamente, y con un criterio expansivo, cabe introducir innovaciones en cualesquiera fases del ciclo de una empresa, o en cualesquiera funciones de la misma, pero la norma confiere un carácter selectivo al beneficio de la deducción, afectándola al ámbito directamente productivo y con mayor valor añadido, y eliminando aspectos de mera conveniencia para la empresa que, aunque útiles, no comportan mayores riesgos.

Finalmente, la normativa del RIS para I + D concreta los requisitos y condiciones de aplicación de los programas de I + D que realicen las empresas exportadoras y las editoriales, sin referirse a ningún otro sector.

La deducción por este concepto es también un porcentaje sobre las cantidades invertidas, que en la Ley de Presupuestos para 1986 asciende al 15 por 100, con un límite conjunto para las modalidades de inversión del 25 por 100 de la cuota líquida, y exigiendo dicha ley la exclusión, en el importe sobre el que gira la deducción, de «cualquier tipo de gastos en tales conceptos no activables», lo que implica computar como inversión deducible los gastos de I + D (en «nuevos productos o procedimientos industriales»), cuyos resultados son incorporables contablemente en el activo del balance a efectos de su amortización. La Ley de Presupuestos para 1987 mantiene estrictamente el tratamiento.

7. Inversiones de la empresa individual

El régimen de deducción por inversiones a las personas físicas que ejerzan actividades empresariales y profesionales es una reproducción del que rige en el impuesto sobres sociedades, pues a aquellos sujetos les serán aplicables «los incentivos y estímulos a la inversión establecidos o que se establezcan en la LIS y disposiciones que la desarrollan» (art. 126 del Reglamento del IRPF). En consecuencia, rigen las deducciones por inversión en activos fijos nuevos y en programas de I + D en nuevos productos o procedimientos industriales, entre otras, con un tipo del 15 por 100 y un límite del 25 por 100 sobre una «cuota líquida» resultante de reducir la cuota íntegra en las deducciones personales y de seguros, vivienda, valores mobiliarios y «polinómica»; el exceso no absorbido por dicho límite se podrá deducir en los cuatro años siguientes.

Rige igualmente la deducción de 500.000 pesetas hombre/año por creación de empleo.

La libertad de amortización introducida por el Real Decreto-Ley 2/1985 también fue aplicable a empresarios y profesionales en estimación directa.

Sin embargo, y en lo que se refiere a actividades de I + D, no aparece la figura de los gastos amortizables de proyección plurianual que prevé el impuesto sobre sociedades para el caso de que tales actividades no concluyan en resultados satisfactorios.

8. Reconversión industrial

La Ley 27/1984, de Reconversión y Reindustrialización, establece beneficios fiscales para las sociedades de reconversión (cuyo objeto es la intervención en las operaciones de reconversión de un sector) y para las empresas societarias o individuales que se acojan a la reconversión industrial.

En cuanto a estas últimas, los incentivos principales son:

— Libertad durante diez años para distribuir como ingreso las subvenciones de capital que reciban directamente o a través de la sociedad de reconversión.

— Libertad de amortización de los elementos afectos a la actividad, decidida mediante la elaboración de los planes especiales de amortización antes descritos.

— Deducción en la base imponible del valor neto contable de aquellas instalaciones sustituidas pero no enajenadas, conforme a un plan libremente elaborado por la empresa.

— Deducción por inversiones al tipo máximo establecido por la LIS o por las leyes de Presupuestos, compensando los excesos que no hayan podido deducirse en los cuatro ejercicios a partir de aquel en que se generen beneficios por la actividad reconvertida.

— En los préstamos de carácter participativo, públicos o privados, deducción en la base imponible de la participación en el beneficio neto de la empresa prestataria que ésta satisfaga a la entidad prestamista.

La reconversión industrial incide, en general, en problemas de exceso de oferta, pero también, en gran número de sectores, de inexistencia de tecnología renovada y consiguiente productividad y competitividad reducidas. Ello confiere una gran importancia a las actividades de I + D, pero sin embargo no se advierte una fiscalidad dirigida de manera significativa y novedosa a estas actividades. Antes bien, no se distingue del diseño habitual contenido en las normas tributarias generales.

VI. ASPECTOS FISCALES EN LA INTERMEDIACION FINANCIERA DE LA INNOVACION

Abordamos ahora la descripción del régimen tributario vigente para las entidades interpuestas entre los ahorradores y la empresa genéricamente innovadora, cuya promoción temporal constituye el objeto especializado de tales intermediarios.

Aunque el término capital riesgo aparece en nuestro ordenamiento con el Real Decreto-Ley 1/1986, de 14 de marzo, no son nuevas ni la actividad financiera que designa ni su régimen fiscal. El artículo 26.8 de la LIS se refiere a aquellas sociedades «que tengan por objeto exclusivo la promoción o fomento de empresas mediante participación temporal en su capital», sin fijar denominación exacta, formulación cuyas notas de exclusividad, objeto y temporalidad son específicas de la actividad de capital riesgo. Y tal antecedente no supone una mera referencia temporal, sino que, como veremos seguidamente, guarda una semejanza más que notable en lo que a su tributación se refiere.

1. Las sociedades de promoción de empresas

Con tal denominación (en adelante, SPE) aparecen reguladas inicialmente en el Real Decreto 3.061/1979 sobre régimen fiscal de la inversión empresarial, y seguidamente en el RIS.

El artículo 244 del RIS define su objeto en los mismos términos empleados por la LIS: exclusivamente «la promoción o fomento de empresas mediante participación temporal en su capital»; y añade la exigencia de un capital desembolsado de 500 millones de pesetas y la realización exclusiva de un catálogo de operaciones financieras: suscripción o adquisición de acciones o participaciones de sociedades dedicadas a actividades de carácter empresarial cuyos títulos no coticen en Bolsa, suscripción de títulos de renta fija emitidos por éstas o concesión a ellas de préstamos por plazo de hasta cinco años. Adicionalmente, podrán prestar a sus participadas servicios de asistencia técnica o similares.

Su singular régimen de «deducción por inversiones» se concede, en su caso, previa solicitud

a la Dirección General de Tributos, cuya resolución favorable las excluye del régimen de transparencia y las obliga a un funcionamiento ininterrumpido durante un mínimo de cinco años consecutivos. De hecho, la cifra exigida de capital desembolsado (introducida por la Ley 18/1982, sobre régimen fiscal de agrupaciones y uniones temporales de empresas y de las SODIR) parece que pretende evitar la fácil creación de sociedades de cartera, interpuestas, eludiendo la transparencia obligatoria y accediendo a excepcionales beneficios fiscales.

La deducción por inversiones para las SPE es común a la prevista para los bancos industriales (que también tenían como objeto principal el desarrollo o la creación de empresas), y consiste en minorar la cuota del impuesto sobre sociedades mediante una bonificación del gravamen soportado por las plusvalías derivadas a la enajenación de su cartera de sociedades participadas que no coticen en Bolsa.

Concretamente, la deducción (RIS, arts. 243 y 241) resulta de aplicar el tipo de gravamen del impuesto a las plusvalías en cuestión, previamente corregidas por un coeficiente variable con el número de años de tenencia de las acciones o participaciones enajenadas: 0,95 para los ocho primeros años y 0,75, 0,50 y 0,25 en los años noveno, décimo y undécimo, respectivamente. Si la enajenación sucede en el año duodécimo o siguientes, el coeficiente corrector es nulo y no existe deducción.

Tal procedimiento responde a la característica definitoria de las SPE, relativa a la temporalidad de su participación en las empresas promovidas.

Se señala como restricción (art. 247.2 del RIS) que el precio de adquisición de los títulos cuya enajenación produce el incremento patrimonial no podrá ser superior al nominal, salvo en caso de suscripción preferente con prima de emisión o existiendo autorización administrativa previa.

Son requisitos para practicar la deducción mencionada los siguientes:

— reinversión del incremento patrimonial obtenido: no se exige reinvertir el importe de la enajenación, quedando liberado el valor de adquisición para su inversión o distribución;

— realización de la reinversión de la plusvalía en el mismo ejercicio en que se obtiene, aunque si la enajenación tiene lugar en el último trimestre del ejercicio podrá efectuarse la reinversión en el primer trimestre del ejercicio inmediato (plazos que denotan poca flexibilidad);

— materialización de la reinversión en suscripción o adquisición de títulos no cotizados en Bolsa propios de la actividad específica de las SPE.

En el caso de que la SPE enajene los títulos en que ha materializado la inversión de la plusvalía, se integrará en la base del impuesto la nueva plusvalía resultante, salvo que el importe total de la enajenación se reinvierta con los mismos requisitos que se acaban de expresar.

En definitiva, la deducción por inversiones prevista para las SPE implica que las plusvalías por ellas obtenidas reducen su tributación desde un tipo nominal del 35 por 100 a un tipo efectivo del 35 por 100 (1 − 0,95) = 1,75 por 100 en los primeros ocho años.

Finalmente, aunque la temporalidad de las participaciones de las SPE encuentra en el tratamiento de las plusvalías su incentivo fiscal por excelencia, la posible percepción de dividendos de las sociedades participadas genera la correspondiente deducción compensatoria de la doble imposición: 50 por 100 de la parte proporcional que corresponda a la base imponible de la SPE derivada de dichos dividendos o participaciones; porcentaje que se elevará al 100 por 100 si la SPE domina en más de un 25 por 100 a la sociedad participada (RIS, arts. 173 y 174), supuesto relativamente frecuente.

2. Las sociedades y fondos de capital riesgo

La regulación que introduce el Real Decreto-Ley 1/1986 sobre la intermediación entre inversores finales y empresas distingue, junto a la figura societaria, la de los fondos de capital riesgo, bajo el clásico esquema fiduciario de administración por una sociedad gestora con el concurso de un depositario. Nos referimos exclusivamente a las primeras.

El objeto exclusivo de las sociedades de capital riesgo (en adelante, SCR) es la «promoción o fomento de sociedades no financieras mediante participación temporal en su capital», lo que supone una formulación prácticamente idéntica a las SPE. Estas participan temporalmente «empresas», exigiéndose que no sean sociedades o fondos de inversión mobiliaria ni sociedades de cartera, mientras que a las SCR se les exige que no participen sociedades financieras en general, constituyendo este matiz la única diferencia de su objeto. El plazo mínimo de cinco años de funcionamiento ininterrumpido de las SPE desaparece en la SCR.

Entre las participadas por las SCR podrán exis-

tir entidades que coticen en Bolsa, ya que el requisito de materialización del activo es que al menos su 75 por 100 sean acciones o participaciones de sociedades que no coticen en Bolsa, en las cuales la SCR deberá mantener un grado de participación comprendido entre el 10 por 100 y el 30 por 100, porcentajes que traducen con innecesaria rigidez el principio de presencia no mayoritaria, con el agravante de que tal mandato no es de rango reglamentario, sino legal, lo que dificulta su revisión (1).

Las especificaciones de su régimen tributario son las siguientes:

1. *Dividendos percibidos de las sociedades participadas*

La deducción por doble imposición de dividendos será del 100 por 100, cualquiera que sea el grado de participación sobre la pagadora, pero exclusivamente cuando ésta no cotice en Bolsa (aunque sí puede cotizar en el segundo mercado); en el caso de que cotice en Bolsa, rige la deducción dual del 50 por 100 o 100 por 100, según que el grado de participación sea inferior o superior al 25 por 100.

2. *Plusvalías por enajenación de títulos de las participadas*

Deducción en la cuota del importe *t.k.p.*, donde *t* es el tipo de gravamen del impuesto sobre sociedades, *p* la plusvalía y *k* un coeficiente variable con los años transcurridos hasta la enajenación:

0,75 (tres primeros años) – 0,99 (cuarto y quinto) – 0,95 (sexto, séptimo, octavo) – 0,75 (noveno) – 0,50 (décimo) – nulo (undécimo y siguientes).

Cabría interpretar que en el caso de las SCR todas las plusvalías que obtengan, procedan o no de sociedades que no cotizan en Bolsa, son beneficiarias de la deducción anterior. Tal deducción de la cuota la regula el artículo 16.2.*b)* del Real Decreto-Ley 1/1986, remitiendo su cálculo a «lo establecido en el número 8 del artículo 26 de la Ley 61/1978, del Impuesto sobre Sociedades», el cual se refiere a las «sociedades que tengan por objeto exclusivo la promoción o fomento de empresas mediante participación temporal en su capital», formulación que abarcaría tanto a las «sociedades de promoción de empresas» (denominación que no figura en la LIS) como a las «sociedades de capital riesgo». La consecuencia de tal regulación sería que unas plusvalías generadas por acciones de sociedades que cotizan en Bolsa quedarían prácticamente fuera de tributación si el perceptor de las mismas fuera una SCR.

3. *Requisitos de reinversión*

La efectividad del tratamiento de las plusvalías se somete al artículo 26.8 de la LIS, que remite a su artículo 26.7, ambos desarrollados en el RIS, en los artículos 238 al 252, los cuales otorgan un régimen sensiblemente idéntico a los bancos industriales y a las SPE. En contraste, el estatuto fiscal de las SCR introducido por el Real Decreto-Ley 1/1986 no ha experimentado desarrollo diferenciador alguno. En cualquier caso, el beneficio fiscal queda condicionado a los siguientes cumplimientos:

— En relación con el destino de la plusvalía obtenida:

- Importe de la reinversión: sólo la plusvalía íntegra, no el valor de la enajenación.
- Materialización: suscripción de acciones (al constituirse las sociedades promovidas o al ampliar capital) o compra.
- Plazo de reinversión: en el mismo ejercicio o el primer trimestre del siguiente.

— En relación con las acciones generadoras de plusvalía:

- Adquisición: por suscripción o compra.
- Precio de adquisición: a la par, salvo suscripción con prima, vinculada a acciones ya poseídas, o autorización administrativa.

Puede advertirse que las limitaciones al precio responden a situar la inversión en empresas que no cotizando en Bolsa (primer mercado) tampoco se encuentren con expansión consolidada o, en caso afirmativo, hayan conocido esta expansión previamente participadas por la entidad de capital riesgo. Las posibles excepciones a esta limitación, que preserva la esencia funcional del capital riesgo, pero que comporta rigidez, se vinculan a la discrecionalidad administrativa, con el consiguiente problema de agilidad temporal.

En cuanto al mecanismo descrito, implica liberar la inversión inicial (el valor de adquisición de las participaciones) para cualquier aplicación, incluida su distribución, una vez que la plusvalía se reinvierta. Pero tanto esta plusvalía inicial como los demás fondos en expansión que acumulativamente puedan generarse deberán permanecer continuamente reinvertidos para que la plusvalía adicional de cada ciclo no resulte gravada.

Si la secuencia de reinversión se paraliza, o no cumple alguno de los requisitos (materializa-

ción, plazo...), la última plusvalía obtenida se incluye en la base del impuesto. No obstante, tal contingencia puede ser más o menos compensada mediante la búsqueda planeada de simultaneidad con desinversiones vinculadas a minusvalías, etcétera.

4. *Constitución, aumento de capital y fusión*

Disfrutan de una reducción del 99 por 100 en la base imponible del impuesto sobre transmisiones patrimoniales y actos jurídicos documentados.

5. *Rendimientos de empréstitos emitidos por la sociedad participada*

El beneficio fiscal inherente a estos rendimientos es aplicable, entre otras, a las SCR y a las SPE, ya que la norma que lo ampara (25, *c)*, 2, de la LIS y 183 del RIS) establece una bonificación de hasta el 95 por 100 de la cuota de los rendimientos obtenidos por personas jurídicas españolas en virtud de empréstitos emitidos por sociedades españolas que realicen actividades empresariales, cuando los fondos así obtenidos financien inversiones reales.

3. La tributación efectiva del capital riesgo

A efectos de la imposición societaria, los beneficios fiscales 1 y 2 del catálogo anterior son responsables de que las SCR mantengan un tipo efectivo de gravamen prácticamente nulo, siempre que adapten su actuación inversora a los requisitos legales.

Descomponiendo la base imponible esquemáticamente en:

plusvalías	P
intereses	I
dividendos	D
minusvalías	M
«gastos totales»	G

Resulta:

$$\text{cuota íntegra} = t \cdot (P + I + D - M - G)$$

La deducción por doble imposición (100 por 100) sería aproximadamente $t \cdot D$; y la deducción máxima «de plusvalías»:

$$t \cdot 0{,}99 \cdot P \sim t \cdot P$$

con lo que: cuota líquida $= t \cdot (I - M - G)$.

Es decir, la tributación no depende de plusvalías y dividendos, sino de magnitudes negativas que habitualmente absorberán los intereses de los préstamos concedidos a las sociedades participadas (financiación de apoyo: participativas, convertibles, etc.), dado que no hay riesgo alto sin fracasos.

La cuota líquida es nula-negativa y el tipo de gravamen es irrelevante: asignar un tipo impositivo reducido (instituciones de inversión colectiva) es un beneficio aparente e inoperante. En definitiva, y si obedece a su función inversora más que prestamista, el capital riesgo, en cuanto actividad intermediadora, no soporta tributación directa. En el caso de una SCR sin minusvalías y con un coeficiente corrector de plusvalías del 0,95-0,99, el tipo efectivo de gravamen sería de 1,75 por 100-0,35 por 100.

4. Comparación de SPE y SCR

A la vista de los beneficios tributarios mencionados, las ventajas diferenciales de las SCR se limitan a las siguientes:

a) Reducción del 99 por 100 en el ITP.
b) Eliminación de la doble imposición de dividendos cualquiera que sea el grado de participación.
c) Elevación del 95 al 99 por 100 en el coeficiente de reducción de las plusvalías (manteniéndose el requisito de su reinversión exigido a las SPE para acceder a la citada reducción, constitutiva del principal y específico beneficio fiscal de estas entidades).

Esta última elevación, necesariamente marginal, va acompañada de una ampliación en el escalonamiento del coeficiente corrector aplicable a las SPE, que invita a apreciar ciertas dosis de microfiscalidad merecedoras de un comentario.

La tabla comparada es:

Año de generación de la plusvalía	K_{SPE}	K_{SCR}
1.°, 2.° y 3.°		0,75
4.° y 5.°	0,95	0,99
6.°, 7.° y 8.°		0,95
9.°	0,75	0,75
10.°	0,50	0,50
11.°	0,25	0,00
12.° y ss.	0,00	0,00

El período de participación de una SCR-SPE depende obviamente de la naturaleza del proyecto y de la fase en que se encuentre su desarrollo por la empresa promotora, que si es la de iniciación puede promediarse en la banda

central de la tabla, y en las anteriores cuanto más avanzado se encuentra.

Mientras que para las SPE el beneficio fiscal de las plusvalías era constante en los períodos significativos, para las SCR se gradúa en tres, con el resultado de hacerse mínimo cuando debe, pero máximo cuando no debe.

Se sitúa al mínimo en los tres primeros años, reduciéndose respecto a las SPE, lo que es una mejora técnica, ya que el riesgo es previsiblemente menor, aunque la reducción es escasa, pues en el primer año, al menos, el coeficiente debía ser nulo para evitar a los agiotistas de la «promoción» empresarial.

Y, por el contrario, en los años sexto a octavo se mantiene igual que antes, haciendo máxima la deducción en el cuarto y quinto, que corresponden en promedio a proyectos más maduros.

Volviendo al comienzo del epígrafe, es claro que de la comparación de los beneficios tributarios otorgados a las SPE y SCR no se infieren diferencias sustanciales, y ello obedece a que el beneficio más característico, relativo a las plusvalías de las participadas, había alcanzado su práctica saturación en las SPE, no admitiendo la articulación de otro beneficio fiscal adicional que el de la exoneración del requisito de reinversión de tales plusvalías, o al menos una sustancial ampliación del plazo de reinversión que posibilite una búsqueda de proyectos conveniente.

En definitiva, con una identidad de objeto y una aproximación tan estricta de la fiscalidad, la novedad de los entes creados por el Real Decreto-Ley 1/1986 reside en aspectos nominalistas más que en aspectos económicos. En cuanto actividad financiera de intermediación, el capital riesgo estrenó su estatuto fiscal en España algunos años antes de su reciente denominación, sin que el Real Decreto-Ley 1/1986 introduzca ampliaciones sustantivas en él.

En lo que se refiere a su estatuto financiero, los cambios sí son significativos: capital social reducido (de 500 millones en las SPE a 200 en los SCR), número mínimo de cinco accionistas, máxima participación del 20 por 100 para cada uno, etc., parecen pretender una configuración «innovadora al servicio de la innovación», pero su análisis y enjuiciamiento no corresponden al objeto de este artículo (2).

Dada la identidad del objeto social, cabe preguntarse si las adicionales ventajas fiscales de las SCR responden precisamente a un intento de premiar su peculiar estatuto financiero de propiedad diversificada.

En cualquier caso, se registra una dualidad de modelos de intermediación, pues ni queda derogado el de las SPE ni queda regulada una voluntaria transformación al de las SCR. Una posibilidad habría sido la de otorgar a las SPE la deducción por dividendos al 100 por 100 y la reducción del 99 por 100 del ITP, sin introducir figura nueva alguna, pero reduciendo el capital mínimo y articulando un régimen financiero (estructura de activo, etcétera).

VII. TRIBUTACION DEL INVERSOR INDIVIDUAL EN CAPITAL RIESGO

Régimen vigente

Comprobada la nula detracción fiscal que experimentan los intermediarios especializados, queda referirse a los beneficios tributarios del ahorrador individual que realiza aportaciones de capital a una entidad de capital riesgo o directamente a una sociedad por ella participada.

Hasta la aprobación del Real Decreto-Ley 1/1986, de 14 de marzo, que crea las SCR, y del Real Decreto 710/1986, de 4 de abril, que crea el segundo mercado en las Bolsas, la figura de la persona física inversora había que referirla a las sociedades de promoción de empresas.

1. El accionista de una SPE o de una de sus sociedades participadas accedía al habitual esquema tributario general:

a) Una deducción en la cuota de su IRPF del 17 por 100 de la inversión realizada en la suscripción, con los siguientes requisitos:

— que las acciones cotizaran en Bolsa, posibilidad meramente teórica;
— que permanecieran en el patrimonio del suscriptor durante tres años desde su adquisición;
— que el patrimonio comprobado al final del ejercicio en el que la adquisición se realizase excediera del inicial al menos en la cuantía de la inversión realizada;
— un límite de «deducción por inversiones» del 30 por 100 de la base imponible.

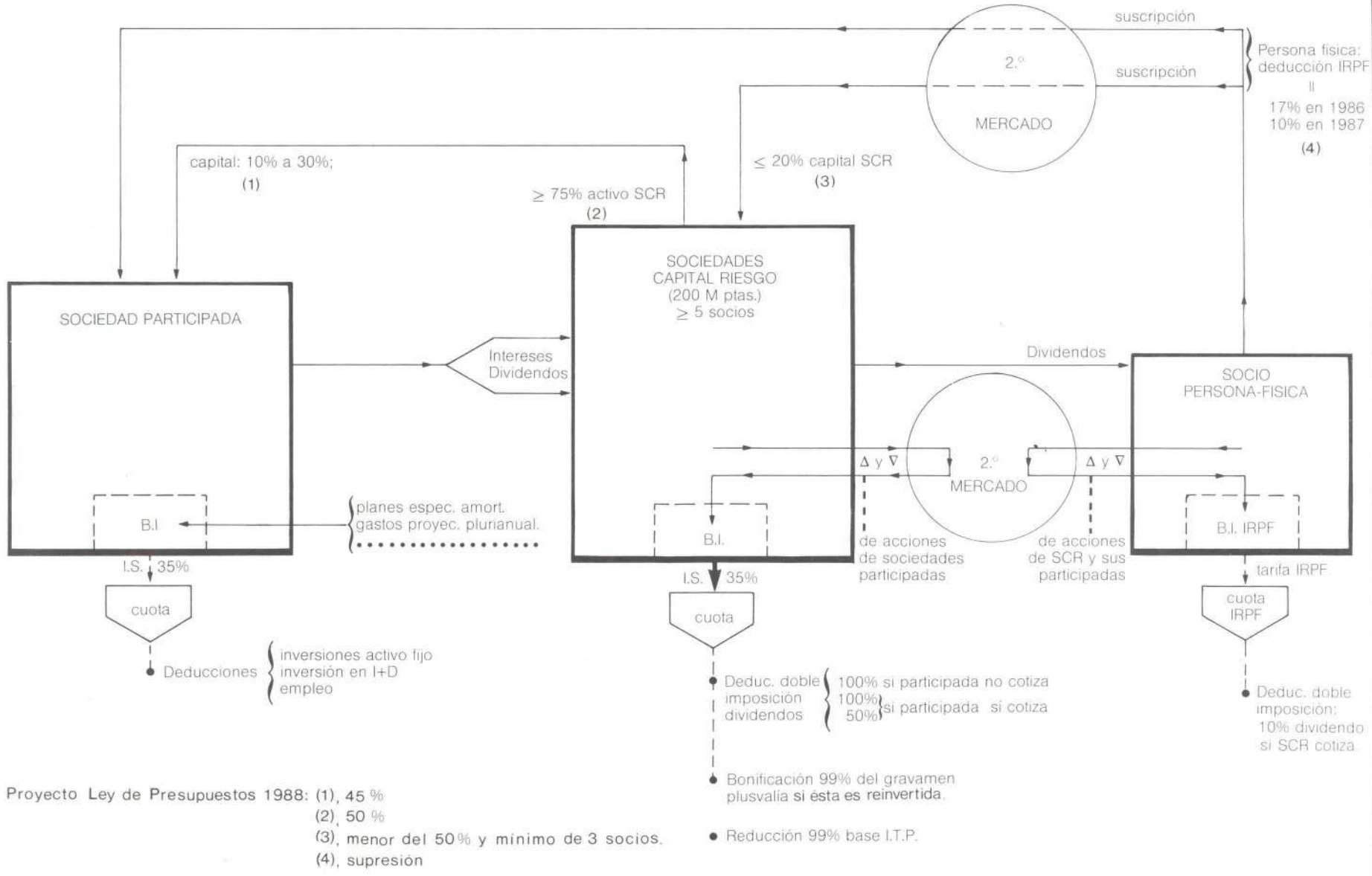
b) Al percibir los posibles dividendos de la SPE o de su participada, una deducción del 10 por 100 compensatoria de la doble imposición.

c) Al enajenar las acciones, aplicación de la normativa general, que a partir de la Ley 48/1985, de Reforma Parcial del IRPF, supone, en síntesis parcial:

— indiciación de los valores de adquisición para corregir la inflación;

ESQUEMA 1

FISCALIDAD «CAPITAL RIESGO»



Proyecto Ley de Presupuestos 1988: (1), 45 %
(2), 50 %
(3), menor del 50 % y mínimo de 3 socios.
(4), supresión

— obtención del incremento o la disminución patrimonial netos, según el principio de compensación exclusiva de disminuciones con incrementos;

— en caso de incremento neto oneroso, anualización de cada incremento o disminución según su período de maduración, para neutralizar la progresividad, cuya adición determina el incremento o disminución anualizado neto, acumulándose el primero a los demás rendimientos para obtener el tipo medio de gravamen;

— en caso de disminución patrimonial neta, quedará pendiente de compensar en futuros ejercicios y sólo con cargo a posibles incrementos patrimoniales netos;

— las plusvalías de capital riesgo se someten indiferenciadamente, como cualesquiera otras, a esta innovación.

En la regulación que acaba de enunciarse, la deducción en la cuota del IRPF del 17 por 100 de la suscripción de capital quedaba comprometida gravemente, al vincularse al requisito de cotización en Bolsa, que si ofrecía problemas en las SPE, no era de recibo en las *pymes* participadas.

Adicionalmente, la desinversión de los capitales aportados por la SPE en sus participadas, o por el inversor individual en cualesquiera de ambas, remite a la existencia de un mercado apropiado que facilite liquidez a las inversiones (cauce de «salida») y colocación de las participaciones. Estos segundos mercados trascienden la problemática estricta del capital riesgo, pero el auge de éste hace más imperiosa su aparición, pues la temporalidad de las aportaciones a las *pymes* sólo puede hacerse efectiva mediante el segundo mercado bursátil.

2. La creación de un segundo mercado de valores en las Bolsas Oficiales de Comercio, por Real Decreto 710/1986, de 4 de abril, no modifica el mecanismo de instrumentación de los beneficios fiscales que se acaban de enumerar, ni la técnica liquidatoria, pero amplía su efectividad, al incorporar las operaciones de inversión-desinversión que discurren en los cauces de este segundo mercado, a medida que un número creciente de agentes accedan a él.

A partir de dicha creación, el accionista individual de una SPE-SCR o de cualquiera de sus empresas promovidas que coticen en el segundo mercado tiene «derecho a los beneficios fiscales atribuidos a los valores con cotización en Bolsa...» (art. 6.º del Real Decreto citado).

En consecuencia, tal accionista podrá practicar, en las ampliaciones de capital, la deducción por inversión en la cuota del IRPF, aplicando el porcentaje vigente. La Ley de Presupuestos para 1987 ha reducido este porcentaje de renta variable del 17 al 10 por 100. De percibir algún dividendo, practicará la deducción del 10 por 100 en la cuota (3).

Y, en su caso, verá facilitada la consecución de plusvalías al enajenar los títulos. Naturalmente, de la posibilidad legal a la realidad práctica media la misma distancia que entre la normativa del segundo mercado y el mercado mismo, como refleja elocuentemente el caso español.

En el esquema núm. 1 se representa un diagrama con los flujos de inversión-rendimientos entre los tres sujetos que, en la relación más simplificada posible, participan en operaciones de capital riesgo: persona física inversora, sociedad de capital riesgo y empresa promovida, con presencia del segundo mercado; así como los beneficios tributarios involucrados en esta relación.

UNA EVALUACION

1. Como ya se ha señalado, la existencia de entes de capital riesgo interpuestos entre inversor financiero y empresa no impone detracciones fiscales adicionales en el flujo de recursos al servicio de la inversión productiva, tanto en virtud del mecanismo de cuasi-exoneración de las plusvalías en las SCR, con exigencia de reinversión para que el beneficio tributario se haga efectivo, como de la deducción por doble imposición independiente del grado de dominio sobre las empresas participadas. Tal como se ha indicado, la eliminación del requisito de reinversión sería la única vía de expansión de beneficios fiscales societarios dentro del esquema de las SCR. Un ajuste mínimo, pero imprescindible, lo constituye el alargamiento del plazo para efectuar la reinversión, que actualmente llega a ser de sólo tres meses.

2. En cuanto a la empresa promovida, es manifiesto el permanente apoyo fiscal a la inversión, a la I + D y al empleo, iniciado en las normas originarias de la vigente imposición directa y mantenido a través de las sucesivas leyes presupuestarias, sin perjuicio de reforzamientos coyunturales como la libertad de amortización. Sí pueden advertirse ciertas discontinuidades y alteraciones de los supuestos y porcentajes desgravatorios por inversión societaria a lo largo de las leyes presupuestarias de los últimos seis años, que, vistas retrospectivamente, no supo-

nían cambios significativos, pero enturbiaban una línea de permanencia clara; no obstante, tales aspectos son incidentales. Más relevantes son las insuficiencias relativas al tratamiento fiscal de las actividades de I + D, esencia de la innovación, en el que se constata, como se puso de manifiesto en el epígrafe correspondiente, una simetría entre las normas del IRPF (ignorando los gastos amortizables plurianuales en la I + D con resultados negativos) y las del IS. A su vez, los programas de I + D no disfrutaron de libertad de amortización, aunque con carácter general son susceptibles de integrarse en planes especiales de amortización solicitados a la Administración para su aprobación. Adicionalmente, los programas de I + D estrictamente afectos a nuevos productos o procedimientos industriales se benefician de una deducción porcentual en la cuota del impuesto personal, pero sólo cuando sean activables. En definitiva, se echa en falta, para las actividades de I + D, un tratamiento tributario verdaderamente sistemático y con carácter general para toda la imposición personal.

Ahora bien, tanto en lo que se refiere a la I + D como a las inversiones en inmovilizado material, no hay razón para configurar beneficios fiscales adicionales en atención a que la empresa que acomete el gasto se encuentre participada por una entidad de capital riesgo, pues el riesgo singular de cada innovación no depende del sujeto que la financie, sino del acierto del proyecto mismo. El apoyo profesional y de gestión que la SCR puede y debe aportar refuerza la probabilidad de éxito mercantil de la operación, simplemente.

3. Con relación a la persona física accionista de una SCR, la cotización de ésta en el segundo mercado confiere el derecho a la deducción genérica por suscripción de capital, así como a la del 10 por 100 por doble imposición de dividendos cuando éstos se satisfagan por la SCR. Respecto a esta segunda deducción, la crítica suele observar que es un porcentaje insuficiente para neutralizar la doble imposición. En el caso del capital riesgo tal observación no es pertinente, habida cuenta de que el tipo efectivo de tributación de una SCR es exiguamente positivo, por lo que no puede hablarse de discriminación de estos dividendos ni tampoco plantear un reforzamiento de esta deducción. Por otra parte, hay que repetir que se presume que la forma dominante de realizar las ganancias, en esta actividad financiera, es por vía de enajenación, después de la adecuada «espera».

4. En lo que se refiere a la deducción por suscripción cuando los títulos de la sociedad emisora cotizan en el segundo mercado, que en 1987 queda limitada al 10 por 100 del capital suscrito, es común al caso de que la sociedad sea una SCR o una sociedad «final», participada o no por una SCR. Tampoco aquí se encuentran razones para primar la deducción en el caso de que el ahorrador coloque su renta en el ente interpuesto o en una sociedad por él participada. Cabría explorar para este beneficio fiscal una ventaja adicional si las actividades económicas abordadas por el esquema de capital riesgo tuvieran un acotamiento legal, en su objeto o características, inequívocamente singular. Al exponer la norma que ampara el capital riesgo (en su primitiva modalidad de SPE o en la reciente de SCR) ya se advirtió la nula referencia al objeto social de las empresas promovidas: cabe que sean de riesgo muy variado, de bienes o de servicios, con activo fijo importante o mínimo, con tecnologías convencionales o de punta, etc. Es decir, no se exige una especialización *a priori* en inversiones «innovadoras». Tal ausencia no constituye un olvido de la norma, sino que refleja la dificultad o imposibilidad de afrontar una selectividad para las empresas promovidas. Cualquier intento administrativo de enunciar un listado de actividades o campos de innovación tecnológica para delimitar la inversión sobreincentivada fiscalmente está condenado de antemano a ser o tan genérico que no delimite nada o tan incompleto que discrimine sin la justificación necesaria, con la consiguiente sujeción a correcciones o ampliaciones intermitentes. Pero además no es seguro que los ahorradores-inversores ratifiquen la selectividad innovadora planeada desde el ámbito administrativo, con el resultado de que ciertas líneas de actividad permanecerán con escasos agentes financiadores, mientras que otras, posiblemente no incluidas en la fiscalidad privilegiada, atraerán recursos para su promoción y ejecución.

5. Vista la dificultad de segmentar administrativamente determinadas clases de innovación para incentivar especialmente el ahorro individual a ellas dirigido, cabe plantear la conexión de este incentivo con el mayor riesgo inherente a las empresas promovidas por las fórmulas de capital riesgo. Pero, obviamente, el alto riesgo no es privativo de estas empresas (aunque exista correlación), sino que se difunde en multitud de iniciativas de I + D por empresas de variado tamaño. Sin contar con que la etiqueta de capital riesgo no necesariamente confiere un superior riesgo a todo aquello que ampare en su financiación.

En definitiva, no hay mayores motivos para que la deducción por suscripción de capital en el ámbito del IRPF conozca una modalidad más incentivada para empresas que, consiguiendo cotizar en el segundo mercado de Bolsa, estén participadas por entidades de capital riesgo. En cuanto a la suscripción de títulos de renta variable emitidos por estas últimas, aunque el porcentaje de deducción es el general del 10 por 100, ha adquirido ventaja relativa sobre el ahorro canalizado a instituciones de inversión colectiva, ya que la Ley de Presupuestos para 1987, en su artículo 44, excluye expresamente a «las participaciones y demás valores representativos del patrimonio o capital de las IIC» de la consideración de valores aptos para practicar la deducción por suscripción de valores de renta variable. Naturalmente que la efectividad de este beneficio fiscal para las instituciones de capital riesgo queda vinculada al desarrollo del segundo mercado, que hasta la fecha no ha trascendido de la letra impresa (4).

6. Abordamos un último punto de la tributación: el tratamiento de las plusvalías obtenidas por el inversor individual en una SCR o en una participada. La normativa de capital riesgo no ha introducido un régimen diferenciado para las plusvalías en el IRPF, y la ausencia de este incentivo ha constituido la máxima frustración de quienes ven en la fiscalidad una relación causal de primer orden para el desarrollo de esta actividad financiera. Dado que las SCR son una prolongación de las SPE, con un estatuto fiscal muy próximo, se critica el haber desaprovechado la oportunidad brindada por el Real Decreto-Ley 1/1986 para incorporar la pieza clave en la implantación de estas sociedades y fondos: un gravamen reducido de las plusvalías en el IRPF.

Entre las diversas variantes del gravamen reducido, las preferencias se orientan en reivindicar un tipo fijo, por su sencillez de aplicación y su plena eliminación de la progresividad.

El tipo fijo, se arguye, facilita el cálculo provisional de la rentabilidad esperada por el inversor individual, después de impuestos. Esto mismo puede predicarse para cualquier perceptor de rentas, aun siendo contractuales. En realidad, las rentas altas que exceden de 12,2 millones de pesetas están sometidas a imposición proporcional, al actuar un tipo nominal del 46 por 100, que es el más alto de la escala del IRPF, en la que dejan de operar los tipos marginales crecientes. Para el caso de una persona que practique todas las deducciones incentivadoras de la inversión (inversión financiera hasta el 30 por 100 de la base imponible e inversión empresarial independiente) el tipo efectivo más elevado se sitúa en un porcentaje próximo al 30 por 100 (5). Ello significa que, a partir de determinada renta, la incertidumbre vinculada a la progresividad desaparece; como el tipo fijo consiguiente se aprecia todavía excesivo (especialmente si no hay inversión de la renta obtenida), la reivindicación más frecuente de los potenciales perceptores de plusvalías ligadas al capital riesgo se concreta en un tipo fijo reducido del 20 por 100.

Por lo demás, tal posición no se plantea en términos absolutos, sino relativos a la estructura de la tarifa del impuesto. Si la política fiscal situara la progresividad de la tarifa en un máximo de, por ejemplo, el 25 por 100, el gravamen sobre las plusvalías de capital riesgo considerado «adecuado» sería del 10 o del 12 por 100, y así sucesivamente. En suma, una tributación directa dual en función de esta categoría de renta, en atención al riesgo que su obtención comporta y a la conveniencia de inducir la canalización de recursos en tal dirección.

Situándose en la lógica interna de este planteamiento, no es posible justificar un gravamen privilegiado para estas plusvalías en relación con el tratamiento vigente para las demás plusvalías ligadas a la movilidad del capital financiero a medio y largo plazo distinto del etiquetado como de capital riesgo: todas las consideraciones apuntadas anteriormente sobre la inespecificidad del objeto, actividad y riesgo de las SCR o de sus promovidas, en relación con incentivos privilegiados a la inversión en ellas, son pertinentes aquí, en el ámbito de las plusvalías.

En otras palabras, el gravamen sin progresividad de las plusvalías de capital riesgo no podría mantenerse mucho tiempo sin extenderse a otras figuras próximas y acabar generalizándose conforme a alguno de los esquemas implantados en otras latitudes. Tal transformación del régimen de las plusvalías a largo plazo es explícitamente reconocida como imprescindible o harto conveniente por quienes atribuyan al vigente esquema español una responsabilidad crucial en la lentitud con la que se moderniza el aparato productivo o en la pérdida de un ritmo de inversión más intenso, etc. Al pisar este terreno se entra de lleno, inevitablemente, en construcciones ideológicas, por más que se recurra a datos empíricos arrojados por determinados países con gravamen proporcional de las plusvalías (proliferación de nuevas empresas, crecimiento del ahorro a ellas dirigido, etc.).

La reivindicación de un tipo fijo reducido para las plusvalías a largo plazo se separa del criterio

de renta extensiva, o integración indiferenciada de los diversos componentes de la renta, subyacente en el régimen español. Se ha observado que, en el caso de los incrementos de patrimonio, su corrección inflacionista imperfecta, su compensación asimétrica por las disminuciones (a partir de la Ley de Reforma Parcial del IRPF) y su no inclusión de interés de demora por el diferimiento del impuesto también implican discordancias con el criterio de renta extensiva; pero tales discordancias no son equiparables con la que supondría el gravamen fijo, en el supuesto de que se mantuviera en el futuro una estructura de tipos impositivos similar a la actual. Si, por el contrario, se maneja un modelo de IRPF cuya progresividad venga dada por un tipo nominal único y un mínimo exento, es claro entonces que los defensores del gravamen fijo reducido para las plusvalías cederían en su insistencia de tratamiento dual de la renta, pues tal modelo es el que más se aproxima a su posición.

La cuestión de la progresividad (ritmo de crecimiento de los tipos nominales, límite al mismo y beneficios fiscales que lo modulan) no se resuelve desde las técnicas impositivas, ya que es producto, en su formulación teórica, de las dispares u opuestas preferencias y creencias económicas; y, en su concreción positiva, del proceso político de decisión. Lo esencial de las normas de tributación personal se produce a través de una compleja dinámica en la que intervienen, según su rango, las fuerzas legislativamente hegemónicas y el poder ejecutivo adjunto (que hacen dominante la «racionalidad» fiscal inherente a su ideario político), con el concurso de la tecnocracia funcionarial, que contribuye a formalizar las normas; simultáneamente, instituciones y grupos influyen sobre los centros de decisión. De manera que la lógica que cristaliza en la norma tributaria acusa la tensión entre las instancias mencionadas (ninguna de las cuales mantiene una autonomía absoluta o continua) y responde a la reflexión final de quienes ostentan la titularidad decisoria. El régimen de las plusvalías responde obviamente a esta dinámica, y como «no hay mal que mil años dure», las iniciativas de recambio surgen, periódicamente, al hilo de la discusión sobre el principio de distribución equitativa de la carga y su conflicto con el principio de eficacia.

NOTAS

(1) El proyecto de Ley de Presupuestos para 1988 regula la composición del activo de las SCR, reduciendo al 50 por 100 la materialización en acciones o participaciones de sociedades que no coticen en el primer mercado de las Bolsas, y elevando el grado de participación de las SCR en las sociedades promovidas hasta el 45 por 100 del capital de éstas.

(2) El proyecto de Ley de Presupuestos para 1988 suprime el número mínimo de accionistas y sólo exige que ninguno sea mayoritario, lo que equivale a fijar un mínimo de tres accionistas.

(3) El proyecto de Ley de Presupuestos para 1988 suprime la desgravación por inversión en renta variable.

(4) Como ya se ha indicado en otros epígrafes, el proyecto de Ley de Presupuestos para 1988 suprime con carácter general la deducción por suscripción, con lo que ésta recupera su carácter de beneficio fiscal coyuntural, desfigurado por la habitualidad con que venía manteniéndose, sin justificación en una fase como la que está experimentando la Bolsa española. No obstante, esta supresión, en virtud de su alcance general, afecta al segundo mercado sin selectividad alguna.

(5) Estas apreciaciones se alteran a partir del proyecto de Ley de Presupuestos para 1988, cuya tarifa de IRPF genera un tipo efectivo de gravamen creciente asintóticamente hasta el tipo marginal más elevado, con lo que el impuesto se mantiene progresivo y asciende unos diez puntos más que el vigente 46 por 100.

EL CAPITAL RIESGO EN ESTADOS UNIDOS Y EUROPA

Cristóbal MARMOLEJO OÑA

INTRODUCCION

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

biantes exigencias del mercado es un elemento esencial del CR.

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

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

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

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

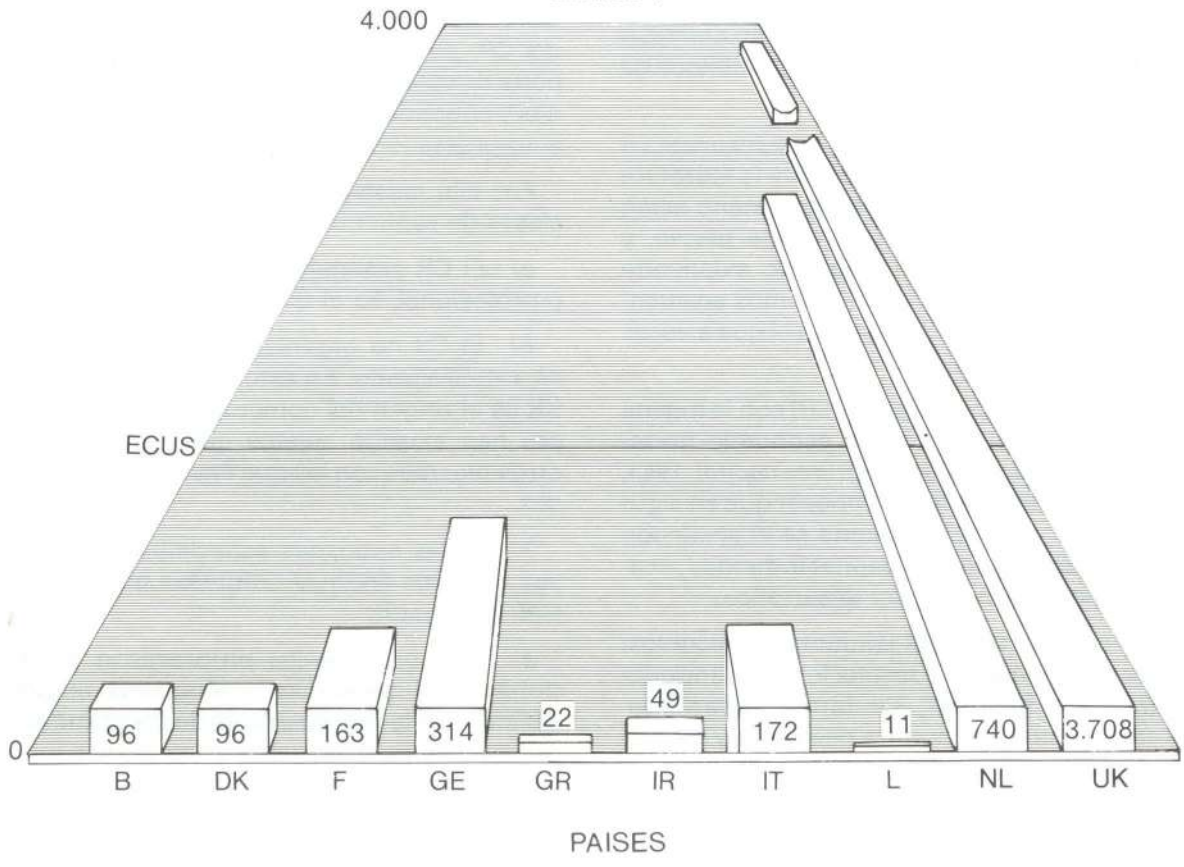
Con este sentido restringido, ¿qué cantidad de recursos de CR existen en Norteamérica y Europa? Este dato previo podría dar una idea general de la dimensión de este reciente fenómeno. En América se calcula que existen alrededor de 14.000 millones de dólares, contando los variados agentes económicos que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

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

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

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

GRAFICO 1



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

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

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

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

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

— *¿Quiénes se financian con CR?*

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

— *¿Quiénes gestionan el CR?*

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

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

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

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

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

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

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

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

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

I. LA OFERTA DE CAPITAL RIESGO

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

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

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

Los inversores de CR en Estados Unidos son:

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

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

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

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

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

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

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

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

1. El sector público

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

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

2. Los bancos

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

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

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

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

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

— Constituyendo una ICR controlada por el grupo bancario.

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

3. Las grandes corporaciones

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

4. Los fondos de pensiones

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

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

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

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

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

— Para diversificar más aún sus inversiones.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

5. Las compañías de seguros

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

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

6. Los inversores privados

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

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

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

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

II. LA DEMANDA DE CAPITAL RIESGO

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

En concreto, y en apartados diferentes, se analizarán:

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

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

1. Sectores económicos de las empresas financiadas por CR

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

1.ª fase. Inversión siembra:

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

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

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

— Los resultados espectaculares conseguidos en esta etapa.

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

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

2.ª fase. Financiación del capital inicial:

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

ciación por CR es compatible con las otras fórmulas:

— Las aportaciones por parte del entorno personal del empresario.

— La concesión de créditos bancarios con las correspondientes garantías.

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

3.ª fase. La financiación del crecimiento:

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

4.ª fase. Financiación de la consolidación:

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

III. LAS DISTINTAS FORMAS DE ICR

1. Los fondos y las sociedades de CR

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

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

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

1.° *Las sociedades de capital riesgo*

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

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

2.° *Los fondos de capital riesgo*

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

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

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

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

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

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

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

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

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

— Encontrar al posible inventor.

— Estudio de la viabilidad comercial del invento.

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

— Búsqueda de una ICR que quiera financiar el proyecto.

2. Otras clasificaciones de ICR

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

IV. EL CICLO DEL CAPITAL RIESGO

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

Estas fases son las siguientes:

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

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

3. Análisis de las distintas fórmulas de financiación.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

2. Análisis de los proyectos preseleccionados

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

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

1. *Resumen:*

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

2. *Tipo de negocio y su futuro:*

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

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

3. *Equipo directivo:*

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

4. *Descripción del tipo de financiación:*

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

5. *Factores de riesgo del proyecto:*

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

6. *Rentabilidad de la inversión y salida:*

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

7. *Análisis de las operaciones y previsiones:*

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

8. *Estados financieros:*

Todos los documentos deben entregarse auditados, explicados e ilustrados.

9. *Proyecciones financieras:*

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

10. *Información adicional:*

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

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

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

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

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

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

b) La experiencia y preparación del equipo directivo.

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

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

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

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

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

3. Análisis de las distintas fórmulas de financiación

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

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

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

Acciones ordinarias:

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

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

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

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

Acciones privilegiadas:

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

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

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

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

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

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

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

Préstamos participativos:

Estos préstamos se caracterizan por las siguientes notas:

— Son préstamos a largo plazo.

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

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

— Tienen la consideración de fondos propios.

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

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

Otros:

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

4. El control posterior de las inversiones

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

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

— Una representación mínima en el Consejo de Administración.
— Establecimiento de mayorías cualificadas para la adopción de determinadas decisiones.
— Informes mensuales sobre la actividad desarrollada.
— Estados financieros mensuales (o trimestrales).

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

5. La realización de las plusvalías

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

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

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

b) La venta en los segundos mercados.

c) La venta a otros inversores institucionalizados.

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

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

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

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

V. LOS SEGUNDOS MERCADOS Y EL CAPITAL RIESGO

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

3. El segundo mercado en Francia

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

VI. EL SECTOR PUBLICO Y EL CAPITAL RIESGO

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

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

1. Gestionando una parte de capital riesgo

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

— No implicar el mantenimiento de unidades económicas no competitivas.

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

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

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

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

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

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

El programa SBIC según la Ley de 1958

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Las SBICS en la actualidad

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

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

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

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

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

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

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

2. La participación pública del capital riesgo en Europa

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

A) *Reino Unido*

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

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

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

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

a) *Science parky*

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

b) *Loan Guarantee Scheme*

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

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

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

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

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

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

B) *Francia*

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Los principales IRP son:

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

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

VII. LAS MEDIDAS FISCALES DE APOYO AL CAPITAL RIESGO

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

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

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

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

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

a) Aquellos países que tienen una legisla-

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

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

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

1. El tratamiento fiscal de las minusvalías

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

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

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

CUADRO NUM. 2

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

Sistema 1

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

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

Sistema 2

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

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

CUADRO NUM. 2
(Continuación)

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

Sistema 3

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

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

Sistema 4

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

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

CUADRO NUM. 3

COMPARACION DE SISTEMAS DE GARANTIA POR PAISES

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

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

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

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

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

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

2. El tratamiento fiscal de los dividendos

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

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

CUADRO NUM. 4

CLASIFICACION DE LOS PAISES SEGUN CONDICIONES PARA ACCEDER A EXENCION FISCAL

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

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

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

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

3. Medidas fiscales sobre el capital riesgo

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

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

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

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

CUADRO NUM. 5

TRATAMIENTO FISCAL DEL BENEFICIO DE CAPITAL PARA EL INVERSOR PRIVADO

(No empresa, no inversión especulativa)

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

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

ESQUEMA 1

RESUMEN DE MEDIDAS FISCALES QUE AFECTAN AL CAPITAL RIESGO

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

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

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

A) *Régimen fiscal de las SCR*

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

1.° *Exención principal*

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

— Abarca tanto los rendimientos del capital

ESQUEMA 1

RESUMEN DE MEDIDAS FISCALES QUE AFECTAN AL CAPITAL RIESGO

(Continuación)

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

mobiliario como las plusvalías derivadas de estas inversiones.

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

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

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

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

2.° *Exención accesoria y parcial*

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

1. Adoptar la forma de sociedad anónima.

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

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

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

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

4. A las SCR acogidas a este régimen fiscal

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

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

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

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

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

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

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

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

B. *Régimen de los socios de las SCR*

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

1.° *Accionista empresa:*

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

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

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

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

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

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

2.° *Accionista persona física:*

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

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

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

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

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

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

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

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

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

C) *Fiscalidad de los fondos de capital riesgo*

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

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

D) *Fiscalidad de los institutos regionales de participación*

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

Los ingresos de los IRP se reparten de dos formas:

— Un sector exento que afecta a los ingresos siguientes:

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

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

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

Los IRP tienen las siguientes obligaciones:

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

— Que desarrollen actividades comerciales e industriales.

— Que esos beneficios no sean repartidos.

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

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

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

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

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

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

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

— Gastos afectados:

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

— No constituyen operaciones de investigación:

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

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

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

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

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

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

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

Las ventajas fiscales son las siguientes:

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

a) *Diferencias desde el punto de vista financiero*

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

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

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

— Un capital o patrimonio mínimo de las ICR.

— Un mínimo de número de socios o partícipes.

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

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

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

b) *Diferencias desde el punto de vista fiscal*

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

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

De todas formas, el estímulo fiscal al CR espa-

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

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

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

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

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

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

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

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

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

VIII. DIFERENCIAS DEL CAPITAL RIESGO EN EUROPA Y ESTADOS UNIDOS

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

VALORACION DE LA NUEVA NORMATIVA SOBRE CAPITAL RIESGO

Santiago BERGARECHE BUSQUET

INTRODUCCION

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

2. ¿Cómo operan las SCR?

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

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

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

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

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

En España podrían coexistir varios fondos de estas características, gestionados con objetivos únicamente de rentabilidad. Pero para ello se requiere la introducción de unas ciertas medidas legales, fiscales y financieras: legales, para que la actividad quede bien definida y diferenciada, pero sin excesivos encorsetamientos que compliquen aún más esta actividad. Fiscales, ya que la asunción de altos riesgos debe incentivarse de alguna manera, y los incentivos fiscales suelen ser la forma más clara de animar estas inversiones. Financieras, es decir, que existan instituciones financieras, al igual que en otros países, que ayuden a la promoción empresarial. Me refiero a los fondos de pensiones, que invierten marginalmente sus fondos en el CR y, por otra parte, al segundo mercado bursátil, que es necesario que funcione bien para que accedan a él las empresas de tamaño pequeño. Estas dos instituciones financieras han sido las piezas clave del CR en la mayoría de los países.

REGIMEN LEGAL-FISCAL RECIENTEMENTE IMPLANTADO EN ESPAÑA

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

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

Marco jurídico

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

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

a) *Aspectos fiscales*

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

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

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

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

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

b) *Aspectos financieros*

Las restricciones operativas que impone la nueva normativa para las SCR y los FCR son importantes:

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

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

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

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

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

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

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

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

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

RESUMEN DEL MARCO JURIDICO-FISCAL

a) *Aspectos fiscales*

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

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

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

— Las SCR y los FCR no son transparentes, y deberían serlo plenamente para evitar distorsiones a sus accionistas, ya que éstos podrían tener que tributar como incrementos patrimoniales ingresos que proceden de dividendos de participadas, y viceversa.

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

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

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

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

b) *Aspectos financieros*

— Objeto social: Debería incluir «obligaciones convertibles».

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

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

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

CONCLUSIONES FINALES

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

diendo a su regulación legal y a su tratamiento fiscal.

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

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

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

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

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

NOTAS

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

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

APENDICE GRAFICO Y BIBLIOGRAFICO SOBRE LOS MERCADOS DE CAPITAL RIESGO

José MARTI PELLON

I. INTRODUCCION

En este apéndice se pretende realizar una recopilación de cuadros y gráficos (1) que permitan una rápida visión sobre aspectos importantes relativos a los mercados de capital riesgo. Asimismo, en una segunda parte, se ofrece una pequeña selección bibliográfica para los que deseen profundizar sobre esta interesante fórmula de financiación.

Dentro de la primera parte se ofrecen un conjunto de gráficos y cuadros organizados en cuatro apartados. En el primero se ordenan, clasificados atendiendo a distintos aspectos de interés, los relativos a la oferta de capital riesgo. Queremos advertir que se ha dado un tratamiento diferenciado a dos factores de suma importancia para el desarrollo de la oferta de capital riesgo: la existencia de segundos mercados bursátiles y de un marco fiscal que permita un tratamiento favorable de las ganancias de capital. Por ello, los gráficos referentes a estos factores aparecen recogidos en los apartados tercero y cuarto, respectivamente.

Los cuadros y gráficos referentes a la demanda de recursos de capital riesgo se presentan en el segundo apartado. En él se incluyen los relativos a los requisitos para obtener financiación, el momento idóneo para la obtención de recursos de capital riesgo, los sectores que mayor interés despiertan entre los inversores de capital riesgo, etc. En este punto, queremos señalar que el estudio de la problemática de los mercados de capital riesgo no debe orientarse sólo a incentivar el aumento de la oferta de recursos, ya que si éste no se ve acompañado de un mayor esfuerzo investigador y de un apoyo a la aparición de nuevos empresarios, que permitan el incremento del flujo de proyectos innovadores, los resultados no serán en modo alguno los previstos y deseados.

II. GRAFICOS SOBRE LOS MERCADOS DE CAPITAL RIESGO

1. Relativos a la oferta de capital riesgo

1.1. *Procedencia de los recursos de capital riesgo.* En estas figuras se hace referencia a los aportantes de recursos de capital riesgo en:

Estados Unidos (figs. *a, b,* y c), la Comunidad Económica Europea (CEE) (fig. *d)* y España (2) (fig. *e).*

1.2. *Proceso de inversión de capital riesgo.* Este gráfico ofrece una visión global de la relación entre los distintos participantes en el «ciclo» de financiación mediante capital riesgo (aportantes, intermediarios y destinatarios de los recursos).

1.3. *Tipos de sociedades de capital riesgo* (SCR). Las figuras presentan algunos datos relativos a Estados Unidos (fig. *a)* y al Reino Unido (figs. *b* y *c).* La fig. *d)* es un cuadro resumen sobre las características de las SCR en España (2).

(1) Estas figuras han sido seleccionadas por el autor entre las recogidas en su tesis doctoral, actualizadas en lo posible, titulada *El capital riesgo («venture capital»): un análisis conceptual y formal aplicado a España y a los principales países industrializados,* becada por la Fundación Fondo para la Investigación Económica y Social (FIES) y publicada por el Servicio de Reprografía de la Universidad Complutense de Madrid en 1987.

(2) Los cuadros relativos a España han sido elaborados a partir de datos obtenidos a través de dos encuestas realizadas por el autor entre mayo y julio de 1985 y 1986. Asimismo, los datos relativos a 1986 están siendo procesados a la hora de redactar estas líneas, y muestran una tendencia al alza en el volumen de recursos captados e invertidos por SFCR, con una mayor participación, aunque todavía minoritaria, del sector privado.

1.4. *Performance de las SCR.* Este cuadro compara la revalorización de las acciones de SCR norteamericanas con cotización en Bolsa con la experimentada por el índice Dow Jones Industrial en el período 1963-1969.

1.5. *Oferta de recursos de capital riesgo.* En este subapartado se ofrecen datos sobre recursos captados e invertidos por sociedades y fondos de capital riesgo (SFCR) en distinto países. En la figura *a* se muestra la evolución de los recursos captados por las SFCR independientes en Estados Unidos hasta 1985. Entendemos que debe interpretarse con cautela la línea de tendencia que marca la revista *Venture Capital Journal,* ya que el exceso de oferta de los últimos años y el cambio del actual marco fiscal van a provocar, a nuestro juicio, un estancamiento, o incluso un descenso, en la captación de nuevos recursos de capital riesgo. En este sentido, puede resultar engañoso que en 1986 el volumen de recursos captados haya aumentado con respecto a 1985, hasta 3.382 millones de dólares, ya que las cifras del primer semestre marcaban valores inferiores a los semestres precedentes. Así, la explicación de dicho aumento está en la constitución de un gigantesco fondo de 1.000 millones de dólares en el segundo semestre.

En las figuras *b* y *c* se ofrecen datos similares relativos a la CEE en su conjunto y al Reino Unido en particular.

Finalmente, las figuras *d* y *e* presentan la información cuantitativa sobre la oferta en España. En la primera se ofrece el volumen de recursos captados por las sociedades de capital riesgo (capital desembolsado más préstamos a largo plazo) y la cifra total de inversión suscrita. En la segunda se realiza un desglose de la inversión anual suscrita, incluyendo las previsiones para 1986.

2. Relativos a la demanda de capital riesgo

2.1. *Principales causas del rechazo de proyectos de financiación mediante capital riesgo.*

2.2. *Fases del desarrollo de una empresa en la que el capital riesgo puede participar.* En la figura *a* se distinguen cuatro etapas con sus rasgos definitorios, y se añade otro momento de la vida de una empresa en el que una SFCR puede intervenir: la compra de una empresa por sus directivos (*management buyout).*

En las figuras *b* y *c* se ofrecen datos sobre la importancia de la inversión en etapas iniciales de la vida de una empresa, frente a la participación en etapas más avanzadas, en Estados Unidos y en España.

2.3. *Sectores destinatarios de los recursos de capital riesgo.* El estudio de los sectores destinatarios de los recursos de capital riesgo es un buen indicador del grado de desarrollo de los mercados de capital riesgo en un país determinado. En el caso concreto de Estados Unidos (figura *a)* se presenta la evolución del desglose sectorial hasta 1985 de las empresas financiadas por SFCR que realizaron ofertas públicas de acciones.

Asimismo, se ofrece una comparación entre Estados Unidos y Reino Unido (fig. *b),* y los datos referentes a la CEE y a España (figs. *c* y *d).*

2.4. *Problemas que suelen presentarse en las empresas financiadas.*

3. Relativos a los segundos mercados bursátiles

3.1. *En Estados Unidos.* En la figura *a* se registra la evolución del número de empresas cotizadas en el *National Association of Securities Dealer's Automated Quotations system* (NASDAQ).

La figura *b* muestra la evolución del número de empresas financiadas por SFCR en Estados Unidos que realizaron ofertas públicas de acciones. Resulta significativo el hecho de que el mayor número de desinversiones se produce en 1983, fecha en la cual, según señalamos en la figura 1.5.*a,* se produce la mayor captación de recursos por parte de SFCR independientes. Esto nos induce a pensar que la fluidez en la desinversión facilita la atracción de nuevos recursos.

La figura *c* observa la evolución de la edad promedio de las empresas en el momento de la oferta pública de acciones.

3.2. *En el Reino Unido: El Unlisted Securities Market* (USM). Los seis gráficos recogidos en este apartado se refieren al número de empresas introducidas, capitalización media por empresa, desglose sectorial de las empresas cotizadas, formas de introducción en el USM, empresas que abandonaron el USM y número de empresas que pasaron al mercado oficial de la Bolsa de Londres. La conclusión que cabe extraer

es que se ha convertido en un mercado consolidado, a pesar de que persiste una elevada volatilidad en las cotizaciones.

4. Relativos al marco fiscal

4.1. *Evolución de la imposición sobre las ganancias de capital en Estados Unidos.* Es de destacar el efecto que la evolución de los tipos aplicables a las ganancias de capital ha tenido en la captación de recursos de capital riesgo por parte de SFCR independientes. Puede observarse este hecho comparando las figuras 4.1 y 1.5.*a*.

4.2. *Deducciones por incrementos patrimoniales en la imposición sobre la renta de sociedades en España a partir del Decreto-Ley 1/1986.* Consideramos que el presente tratamiento de las plusvalías es insuficiente para incentivar el incremento de la oferta de recursos de capital riesgo.

Fig. 1.1.a

PROCEDENCIA DE LOS RECURSOS DE SOCIEDADES Y FONDOS DE CAPITAL RIESGO INDEPENDIENTES EN ESTADOS UNIDOS

Procedencia	1978		1979		1980		1981		1982		1983	
	Millones de dólares	Porcentaje	Millones de dólares	Porcentaje	Millones de dólares	Porcentaje	Millones de dólares	Porcentaje	Millones de dólares	Porcentaje	Millones de dólares	Porcentaje
Fondos de pensiones..	32	15	53	31	197	30	200	23	474	33	1.070	31
Empresas	22	10	28	16	127	19	142	16	175	12	415	12
Inv. privados	70	32	39	23	102	15	201	23	290	20	707	21
Fundaciones	19	9	17	10	92	14	102	12	96	7	267	8
Compañías de seguros	35	16	7	4	88	13	132	15	200	14	410	12
Inv. extranjeros	38	18	26	15	55	8	90	10	188	13	531	16
Total	216		170		666		867		1.423		3.400	

Fuente: Venture Capital Journal (varios números).

Fig. 1.1.b

PROCEDENCIA DE LOS RECURSOS DE LAS SFCR INDEPENDIENTES EN ESTADOS UNIDOS *

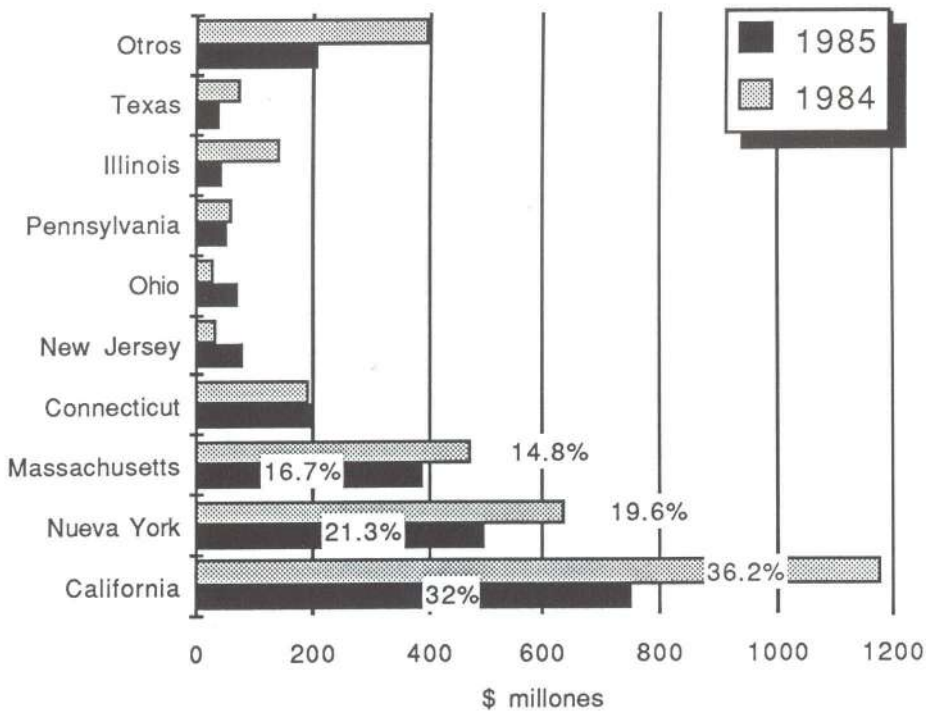
Procedencia	1984		1985		1986	
	Millones de dólares	Porcentaje	Millones de dólares	Porcentaje	Millones de dólares	Porcentaje
Fondos de pensiones	1.085	34	767	33	1.672	49
Inversores extranjeros	573	18	548	23	361	11
Inversores privados	467	15	303	13	392	12
Empresas	463	14	274	12	400	12
Compañías de seguros	419	13	254	11	348	10
Fundaciones	178	6	181	8	209	6
Total	3.185	100	2.327	100	3.382	100

* Este cuadro es continuación de 1.1.*a*.

Fuente: Elaboración propia, con datos de: «Capital transfusion 1985: 75 venture firms raise $2.3 billion», *Venture Capital Journal,* vol. 26, número 1 (Jan. 1986), p. 12. «Private Venture Capital partnerships raise $3.4 billion in 1986», *Venture Capital Journal,* vol. 27, núm. 1 (Jan. 1987), p. 6.

Fig. 1.1.c

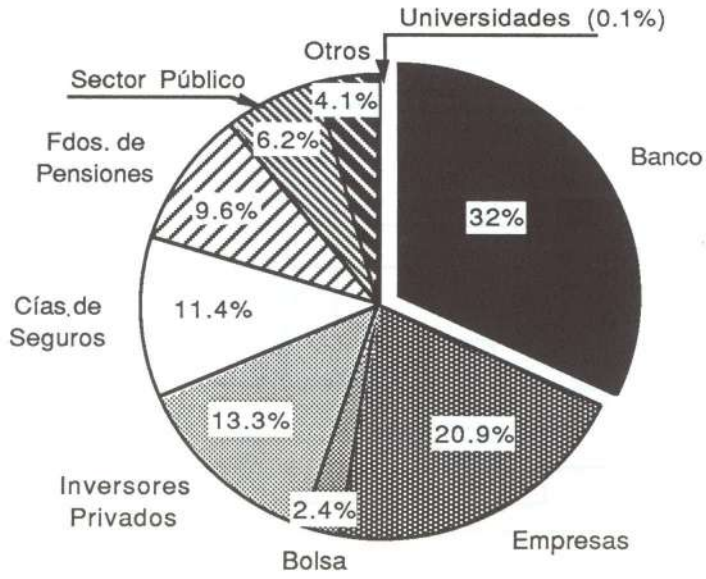
PROCEDENCIA DE LOS RECURSOS APORTADOS A LAS SFCR INDEPENDIENTES EN ESTADOS UNIDOS



Fuente: Elaboración propia, con datos de: «Capital transfusion 1985: 75 venture firms raise $2.3 billion», *Venture Capital Journal*, vol. 26, número 1 (Jan. 1986), p. 14.

Fig. 1.1.d

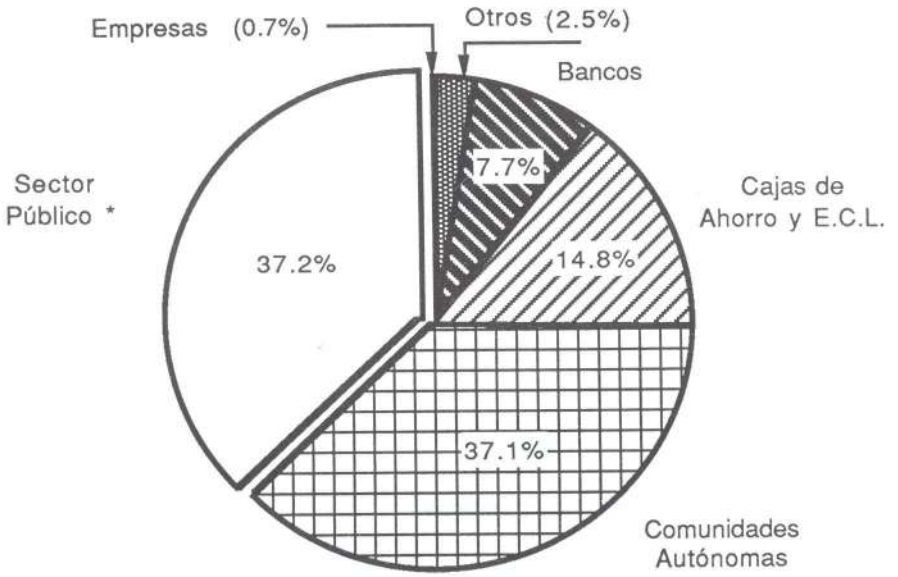
PROCEDENCIA DE LOS RECURSOS DE CAPITAL RIESGO EN LA CEE



Fuente: EVCA: *Venture capital in Europe. 1985.* EVCA (documento no publicado), Bruselas, 1985, p. 11.

Fig. 1.1.e

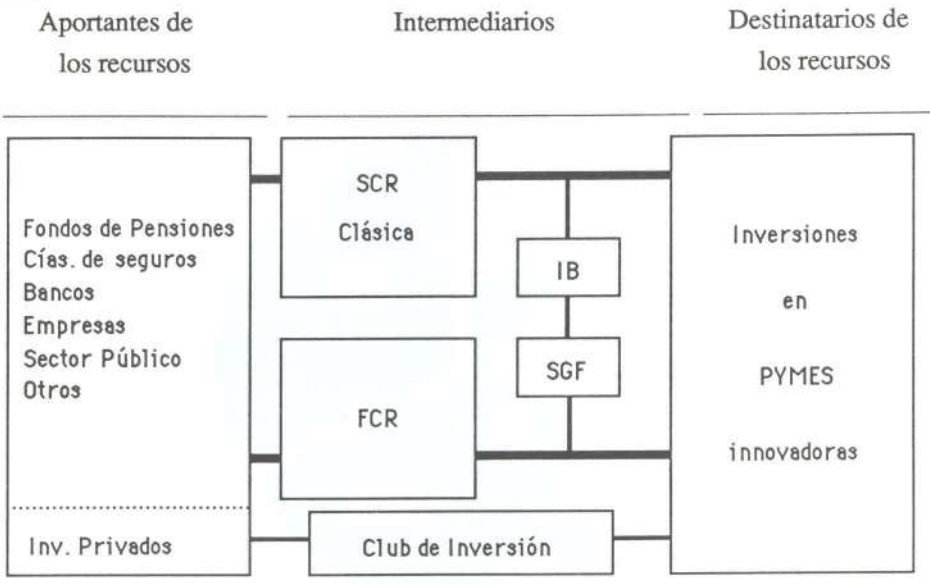
PRINCIPALES ACCIONISTAS DE LAS SCR EN ESPAÑA



* Excluidas las Comunidades Autónomas.
ECL = Entidades de crédito de ámbito local.
Fuente: Elaboración propia, en base a dos encuestas realizadas por el autor entre mayo y junio de los años 1985 y 1986 (en lo sucesivo, elaboración propia).

Fig. 1.2

PROCESO DE INVERSION DE CAPITAL RIESGO



IB: *Invention broker.*
FCR: Fondo de capital riesgo.
SCR: Sociedad de capital riesgo.
SGF: Sociedad de gestión de fondos de capital riesgo.
Nota: Una descripción *in extenso* de los distintos participantes en este proceso puede encontrarse en J. MARTÍ PELLÓN, *op. cit.*, págs. 53-93.
Fuente: Elaboración propia.

Fig. 1.3.a

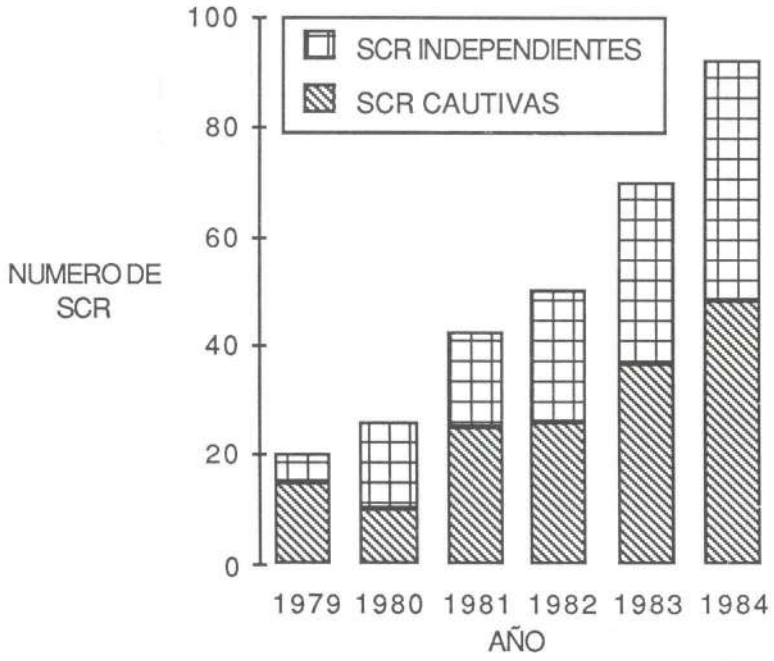
TIPOS DE SFCR EN ESTADOS UNIDOS EN 1982 Y 1985

	1982		1985	
	Número de empresas	*Volumen de participación (millones de dólares)*	*Número de empresas*	*Volumen de participación (millones de dólares)*
SFCR independientes	150-200	4.400	286	14.777
SFCR filiales de empresas y bancos	75- 85	1.900	110	4.112
SBICS *	190-210	1.300	136	684
Total	415-495	7.600	532	19.573

** Sólo se incluyen aquellas que realicen actividades de capital riesgo.*
Fuente: Elaboración propia, con datos tomados de: Venture Economics (ed.): *The Venture Capital Industry Oportunities and Considerations for Investors,* 1983, p. 25. «Venture Capital Industry resources - A statistical overview», *Venture Capital Journal,* vol. 26, número 6 (June 1986), páginas 8-9.

Fig. 1.3.b

NUMERO Y TIPO DE SOCIEDADES DE CAPITAL RIESGO (SCR) EN EL REINO UNIDO

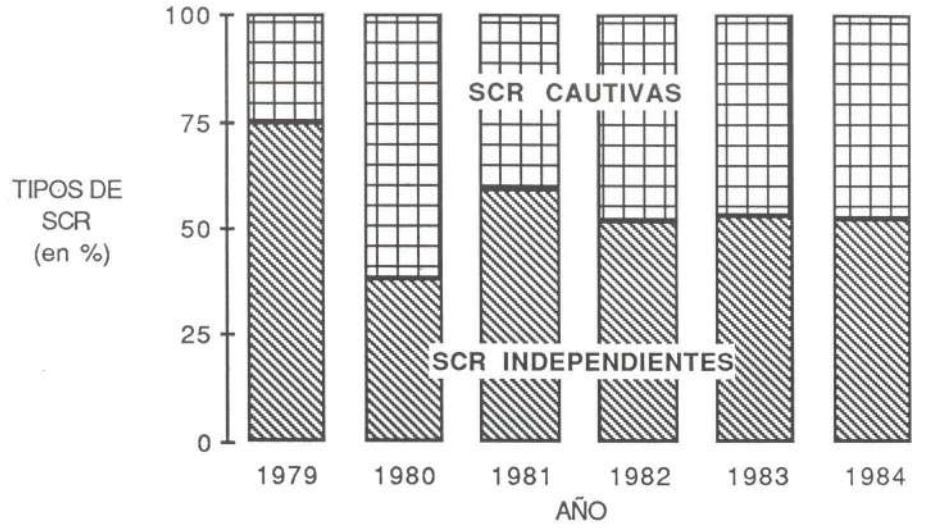


Notas: SCR cautivas son aquellas que dependen de un único inversor. Según *Venture Economics Inc.,* el número de sociedades de capital riesgo ha seguido aumentando hasta 112 y 126, en 1985 y 1986, respectivamente, manteniéndose la escasa superioridad numérica de las SCR Cautivas.
Fuente: «Something ventured», *The Economist,* vol. 294, núm. 7.380 (Feb. 9, 1985), p. 63.

Fig. 1.3.c

TIPOS DE SCR EN EL REINO UNIDO

(En porcentaje)



Fuente: Elaboración propia, con datos de: «Something ventured», *The Economist*, vol. 294, núm. 7.380 (Feb. 9, 1985), p. 63.

Fig. 1.3.d

DATOS RELEVANTES DE LAS SCR EN ESPAÑA

	Dato
Características de la inversión financiera	
• Relación préstamos/participaciones	0,77
• Relación provisiones depreciación inv. fciera/inv. fciera suscrita	14,7 %
• Relación inversiones financieras temporales/capitales permanentes	25,1 %
• Relación número empresas de nueva creación/total participadas *	62,1 %
• Relación número empresas de nueva creación/total participadas **	73,7 %
• Participación media en el capital social de las participadas	25-30 %
• Inversión media de las SCR por empleo creado o consolidado	1.100.000 pesetas
• Inversión media de las SCR por empresa participada	33 x 10^6 pesetas
	Dato
Características de su forma de actuación	
• Duración media del proceso de selección de proyectos	9-10 semanas
• Estructura de personal (directivos/técnicos/administrativos. y otros)	3-4/7-8/7-8
• Inversión media de las SCR por directivo y técnico	118 x 10^6 pesetas
• Número de participadas por las SCR por directivo y técnico	3-4 empresas
	Dato
Efectos de su actuación	
• Empleo creado o consolidado en las participaciones mantenidas	13.932 personas
• Número medio de trabajadores por empresa participada	30
• Efecto multiplicador de la inversión en acciones de las SCR	3.3-4
• Inversión total en acciones inducida	35-40 x 10^9 pesetas

* Desde el inicio de su actividad hasta el 31 de diciembre de 1985.
** Durante 1985
Nota: Datos a 31 de diciembre de 1985, salvo que se indique lo contrario.
Fuente: Elaboración propia.

Fig. 1.4

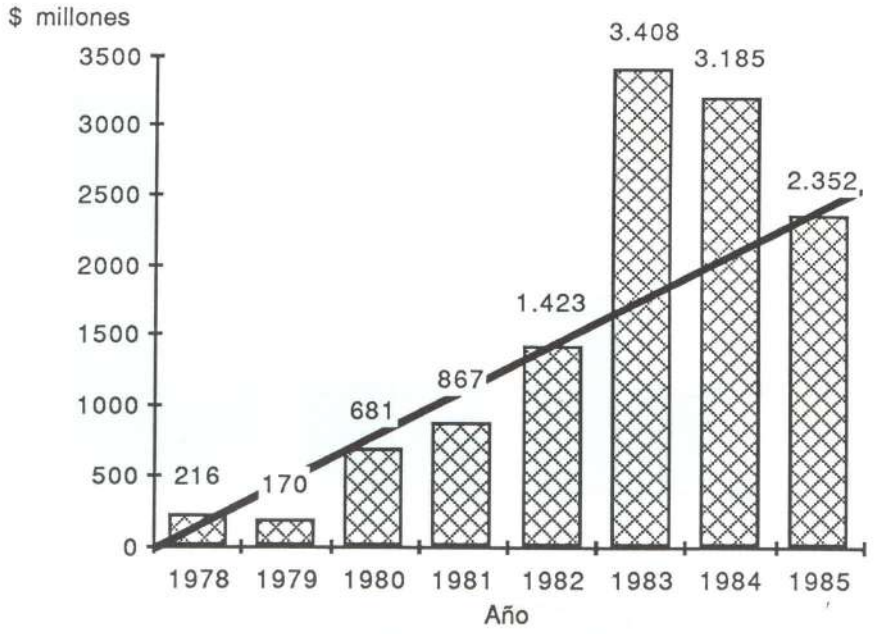
RESULTADOS DE UNA MUESTRA DE SOCIEDADES DE CAPITAL RIESGO EN EL PERIODO 1963-1969 EN ESTADOS UNIDOS

SBIC (*) y Sociedades de capital riesgo	*Crecimiento del valor neto del activo*			*Crecimiento medio*
	1967 (porcentaje)	*1968 (porcentaje)*	*1969 (porcentaje)*	*1963-69 (porcentaje)*
American Research & Development ..	+ 275	+ 14	+ 31	+ 169
Boston Capital Corp.	+ 54	+ 91	− 32	+ 28
Business Capital Corp.	+ 29	+ 35	− 34	+ 10
Capital Southwest Corp.	+ 71	− 16	− 22	+ 26
Citizens & Southern Capital	+ 164	+ 16	+ 4	+ 22
Continental Capital Corp.	+ 260	− 8	+ 4	+ 41
First Midwest Capital Corp.	+ 121	+ 14	− 14	+ 45
The Franklin Corp.	+ 75	+ 12	− 28	+ 16
Greater Washington Investors Inc.	+ 232	+ 11	− 13	+ 40
La Salle Capital Corp.	+ 193	+ 50	− 6	+ 52
Midland Capital Corp.	+ 60	− 5	+ 6	+ 14
Narragansett Capital Corp.	+ 58	+ 76	− 30	+ 70
Westland Capital Corp.	+ 138	+ 16	+ 129	N.D.
Media	**+ 103**	**+ 26**	**− 3**	**+ 44**
Media del Dow Jones Industrial	+ 15	+ 4	− 18	+ 3

(*) Small Business Investment Companies.
Fuente: RUBEL, S.: «Important changes occur in venture capital industry», *Bankers monthly* (May 15, 1970), p. 25.

Fig. 1.5.a

CAPTACION DE RECURSOS POR SFCR INDEPENDIENTES ENTRE 1978 Y 1985 EN ESTADOS UNIDOS

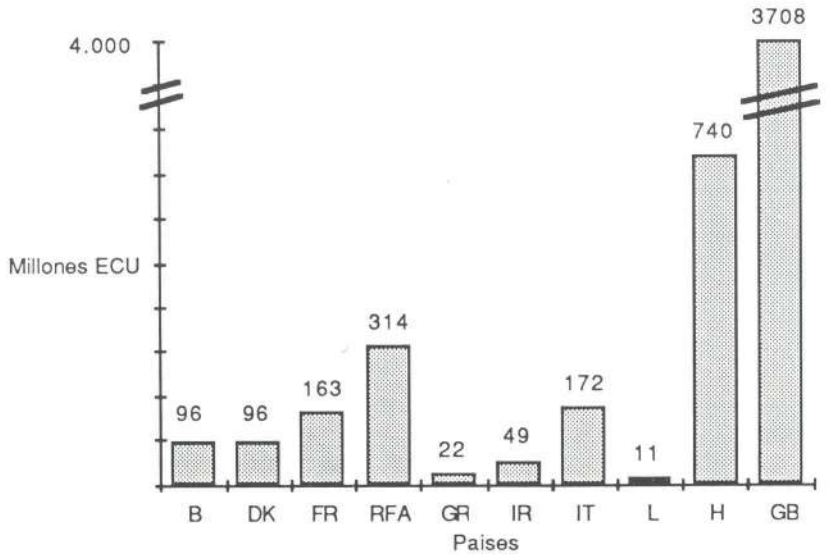


Fuente: «Capital transfusion 1985: 75 venture firms raise $2.3 billion», *Venture Capital Journal*, vol. 26, número 1 (Jan. 1986), p. 8.

Fig. 1.5.b

RECURSOS DE CAPITAL RIESGO CAPTADOS EN PAISES DE LA CEE

(En ECU, diciembre 1984)

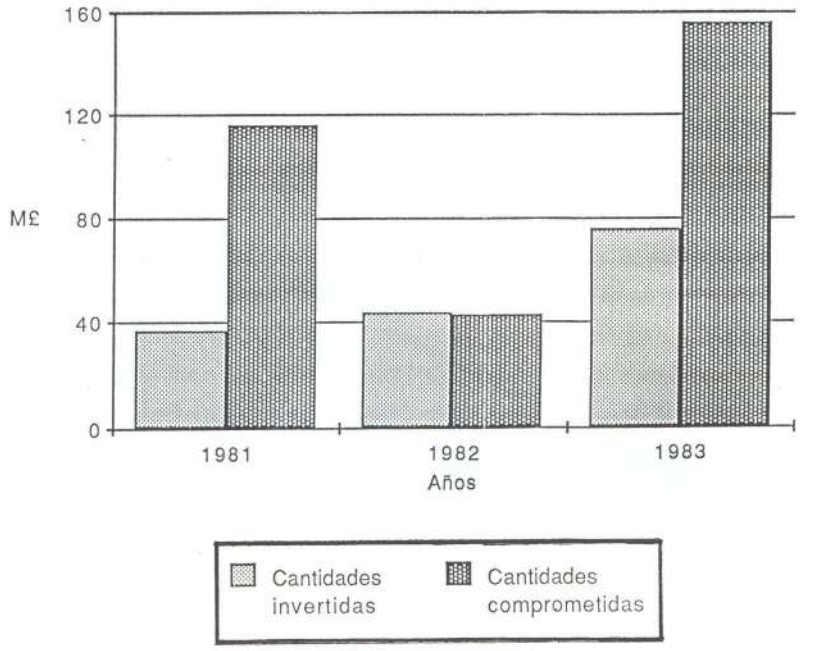


Fuente: EVCA: *Venture Capital in Europe. 1985,* Bruselas, 1985, p. 10.

Fig. 1.5.c

RECURSOS COMPROMETIDOS E INVERTIDOS POR LAS SCR INDEPENDIENTES EN EL REINO UNIDO

(En millones de libras)

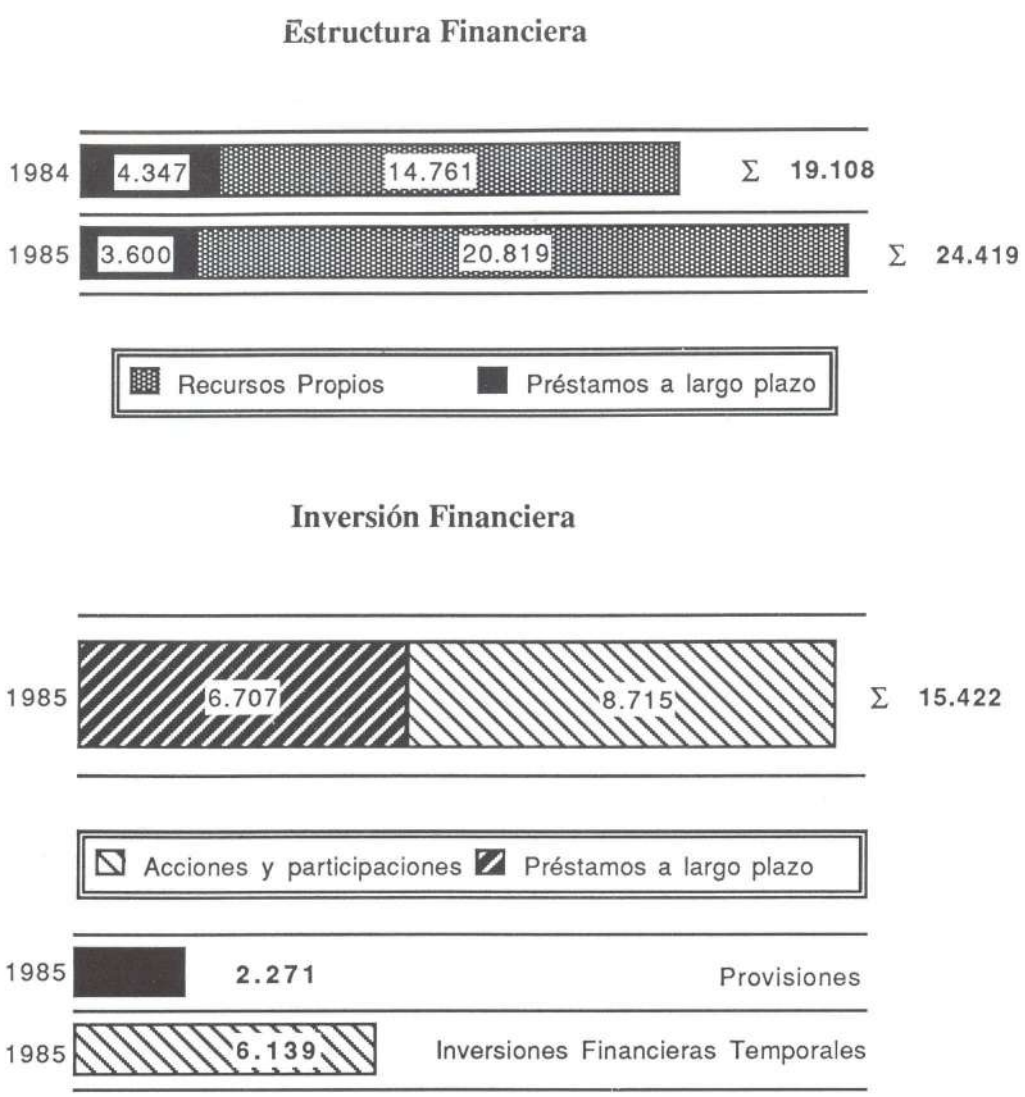


Fuente: RILEY, B.: «Corporate Finance», *Financial Times* (July 3, 1984), section IV, p. I.

Fig. 1.5.d

RECURSOS CAPTADOS E INVERTIDOS POR LAS SCR EN ESPAÑA

(En millones de pesetas)

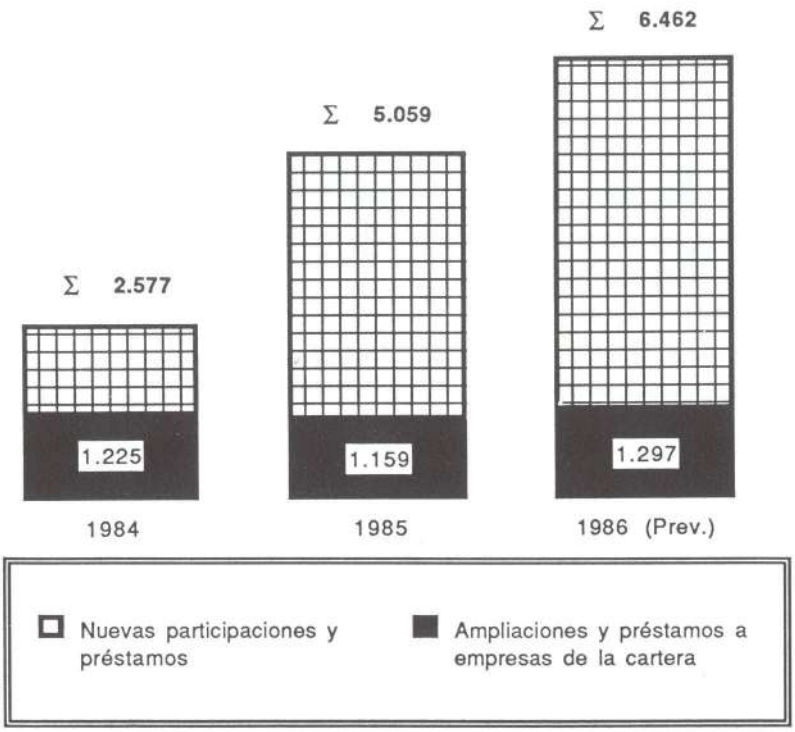


Fuente: Elaboración propia.

Fig. 1.5.e

INVERSION ANUAL SUSCRITA POR LAS SCR EN ESPAÑA

(En millones de pesetas)



Fuente: Elaboración propia.

Fig. 2.1.

PRINCIPALES CAUSAS DE RECHAZO DE PROYECTOS

Causa	*Porcentaje*
Equipo directivo	70
Proyecto no incluido en los sectores de interés	20
Pobreza del plan de negocios	13
Inviabilidad del proyecto	12
Mercado insuficiente/incierto	9
Rentabilidad insuficiente	7
Falta de originalidad	6

Fuente: OCDE: *Venture Capital in Information Technology,* París, 1985, p. 20.

Fig. 2.2.a

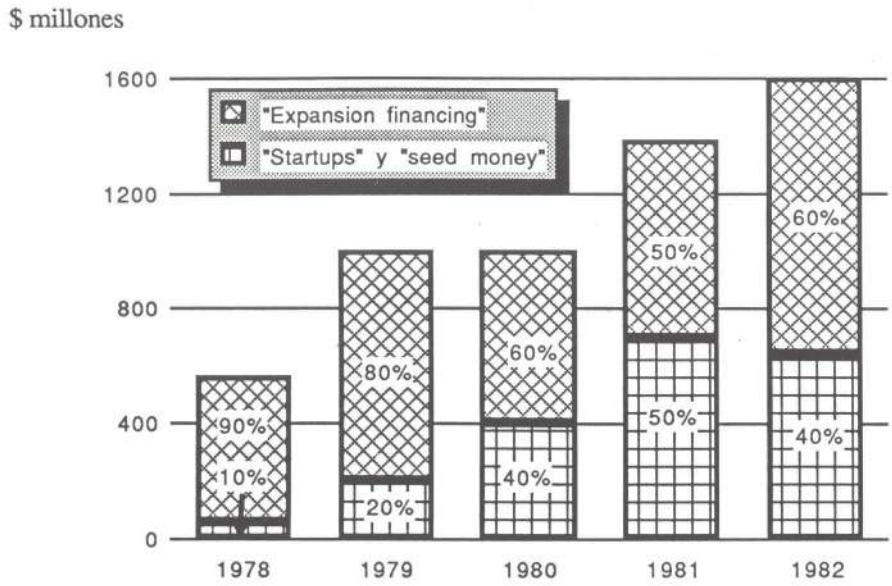
PRINCIPALES FASES DEL DESARROLLO DE LAS EMPRESAS EN LAS QUE EL CAPITAL RIESGO PUEDE PARTICIPAR

FASES	*OBJETIVO*
«Seed financing» o inversión de siembra	Definición del producto
«Startup financing» o financiación del capital inicial	Inicio de la producción
«Growth financing» o financiacion del crecimiento	Expansión de la producción y las ventas
«Establishment finance» o financiación de la consolidación	Asentamiento en el mercado
«Management Buyout» o compra por los directivos	Cambio organizativo y estratégico

Fuente: Elaboración propia.

Fig. 2.2.b

DESTINO DE LOS RECURSOS DE CAPITAL RIESGO EN ESTADOS UNIDOS

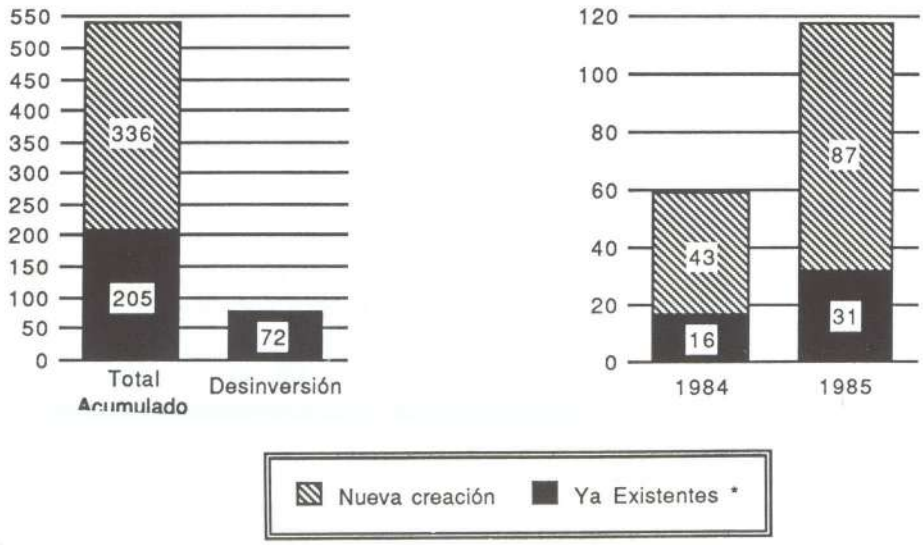


Fuente: «The new entrepreneurs», *Business Week*, núm. 2.786 (april 18, 1983), p. 46.

Fig. 2.2.c

EMPRESAS PARTICIPADAS POR LAS SCR EN ESPAÑA

(En número)



* Excepto en el número de desinversiones.
Fuente: Elaboración propia.

Fig. 2.3.a

DESGLOSE SECTORIAL DE LAS IPO* DE EMPRESAS FINANCIADAS MEDIANTE CAPITAL RIESGO EN ESTADOS UNIDOS

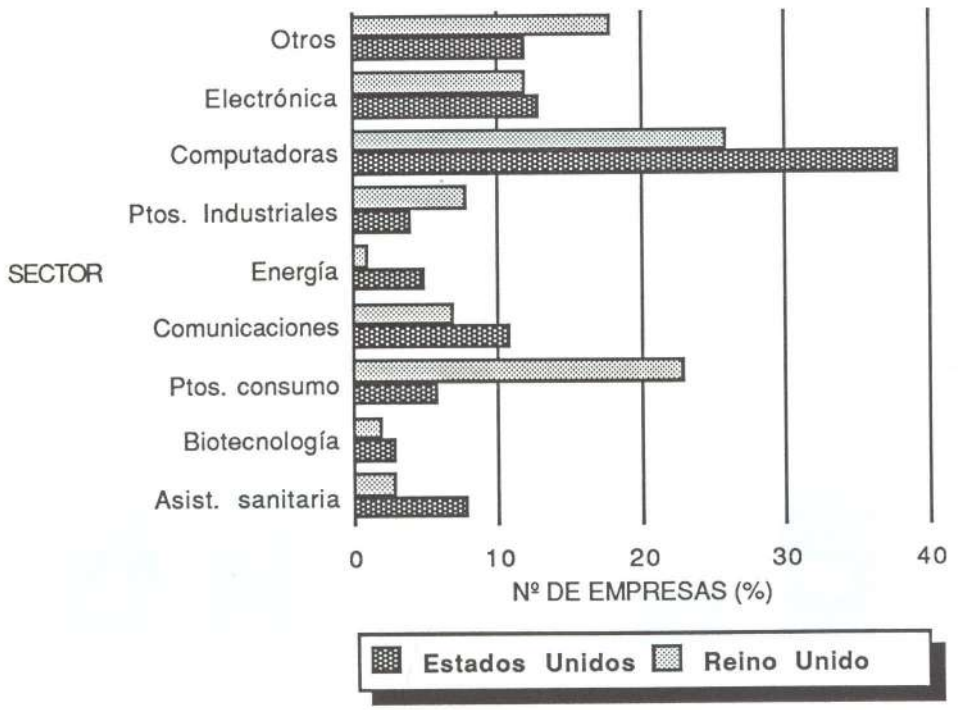
(Porcentaje de empresas)

Sector	*1981*	*1982*	*1983*	*1984*	*1985*
Comunicaciones	7	7	6	13	11
«Hardware» de computadoras	22	26	27	19	18
«Software» y servicios	5	7	10	11	4
Otros electrónica	19	11	11	13	2
Ingeniería genética	6	11	7	2	—
Asistencia sanitaria	7	23	17	11	18
Energía	10	—	2	—	—
Automatización industrial	—	—	2	2	2
Bienes de equipo	5	4	1	4	15
Bienes de consumo	10	4	8	21	24
Otros	9	7	9	4	6
Total	100	100	100	100	100

* IPO: Primera Oferta Pública de Acciones (Initial Public Offering).
Fuente: «1985 Initial Public Offerings of Venture-Backed Companies», *Venture Capital Journal*, vol. 26, núm. 2 (Feb. 1986), p. 13.

Fig. 2.3.b

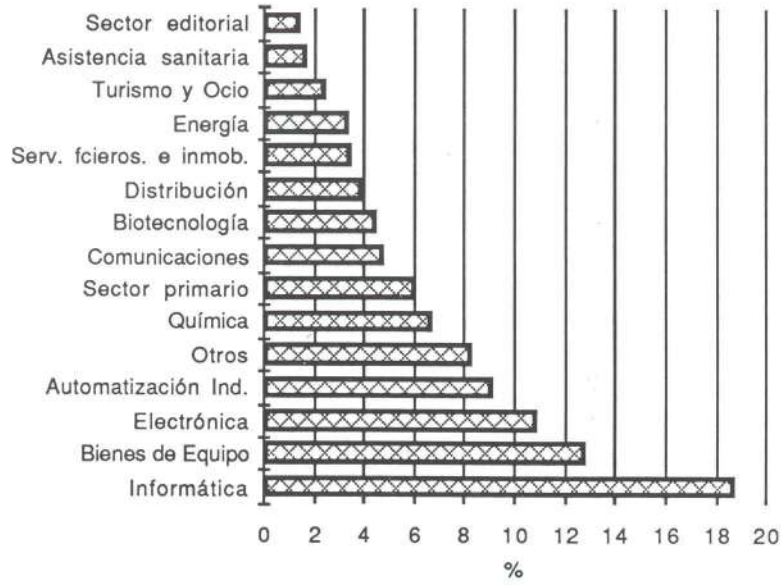
SECTORES DE INTERES PARA LOS INVERSORES DE CAPITAL RIESGO EN ESTADOS UNIDOS Y EL REINO UNIDO



Fuente: «Something ventured», *The Economist*, vol. 294, núm. 7.380 (Feb. 9, 1985), p. 63.

Fig. 2.3.c

DESTINO DE LAS INVERSIONES DE CAPITAL RIESGO EN LA CEE

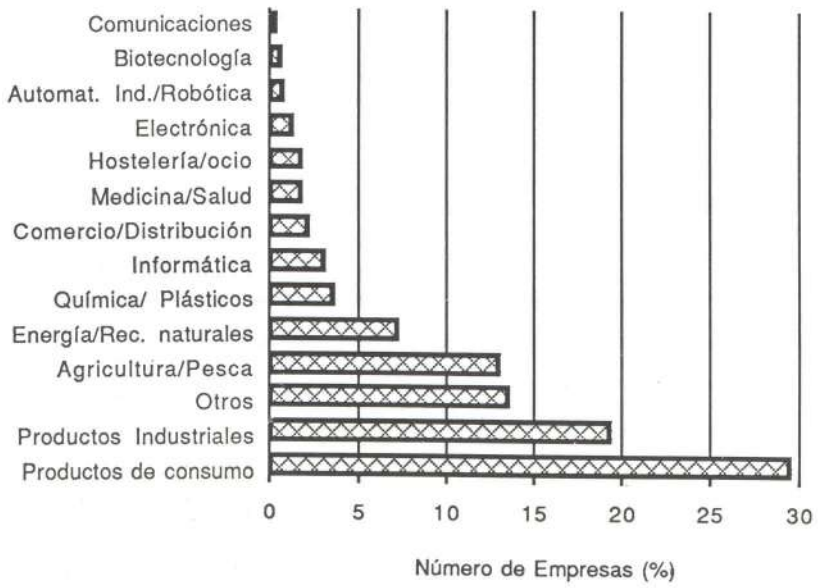


Fuente: EVCA: *Venture capital in Europe. 1985,* EVCA (Documento interno), Bruselas, 1985, p. 13.

Fig. 2.3.d

INVERSIONES DE LAS SCR POR SECTORES EN ESPAÑA

(Número de empresas)



Nota: Datos a 31 de diciembre de 1985.
Fuente: Elaboración propia.

Fig. 2.4

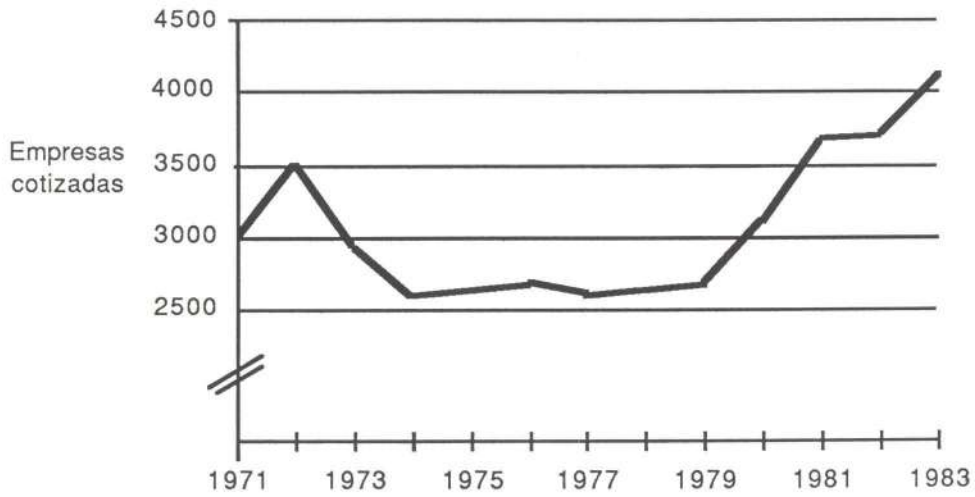
PRINCIPALES PROBLEMAS QUE SE PLANTEAN EN LAS EMPRESAS DE NUEVA CREACION

Tipos de problemas	*Porcentaje de casos en los que se plantean*
Insuficiencia de los recursos propios	45
No ser suficientemente conocidas por los eventuales clientes	36
Conocimiento y comprensión de la totalidad de reglamentaciones y obligaciones de todo tipo	34
Fuerte competencia	27
Retrasos en los pagos efectuados por los compradores	26
Elevados tipos de interés	26
Llevar y actualizar la contabilidad	22

Fuente: WIELAND: «Experiencias holandesas en la creación y desarrollo de PYMES y medida en que estas empresas tienen acceso al crédito», *Revista del Instituto de Estudios Económicos*, núm. 2 (1983), página 118.

Fig. 3.1.a

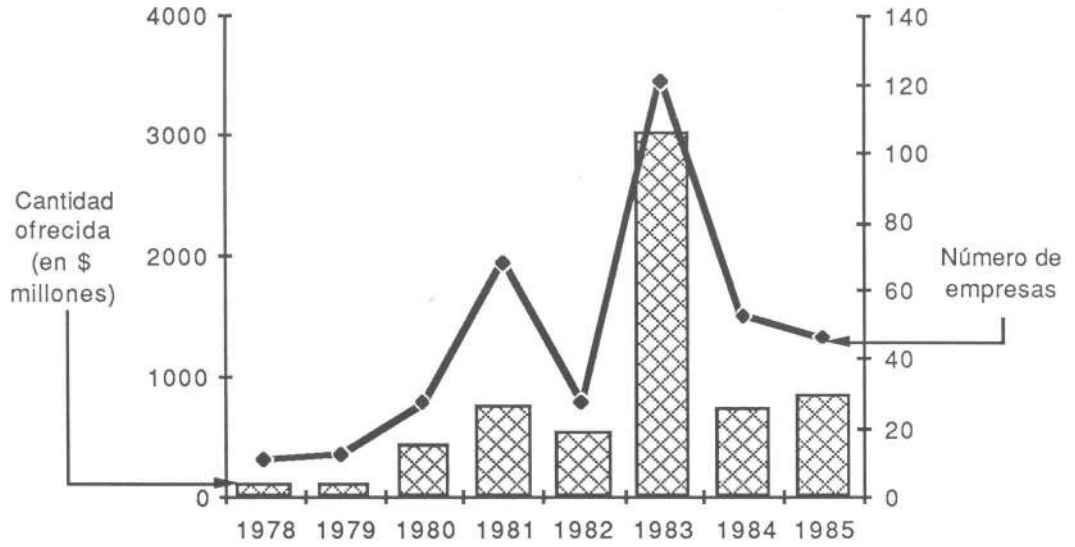
EMPRESAS INTRODUCIDAS EN EL NASDAQ



Fuente: «The new entrepreneurs», *The Economist,* vol. 289, núm. 7.321 (Dec. 24, 1983), pág. 64.

Fig. 3.1.b

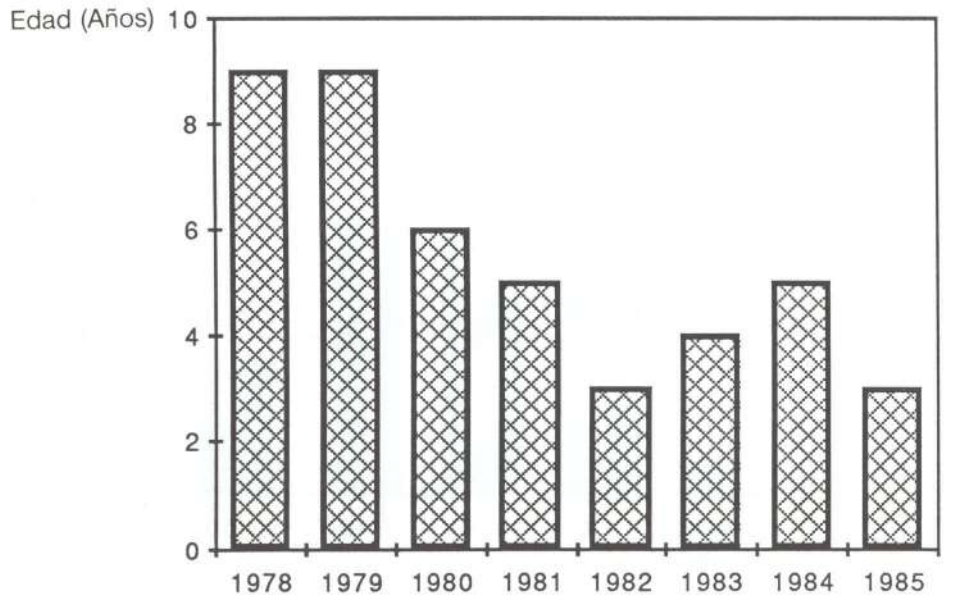
OFERTAS PUBLICAS DE ACCIONES DE EMPRESAS FINANCIADAS POR SFCR ENTRE 1978 Y 1985 EN ESTADOS UNIDOS



Fuente: Elaboración propia, con datos de: «1985 Initial Public Offerings of Venture-Backed Companies», *Venture Capital Journal,* vol. 26, número 2 (Feb. 1986), p. 12.

Fig. 3.1.c

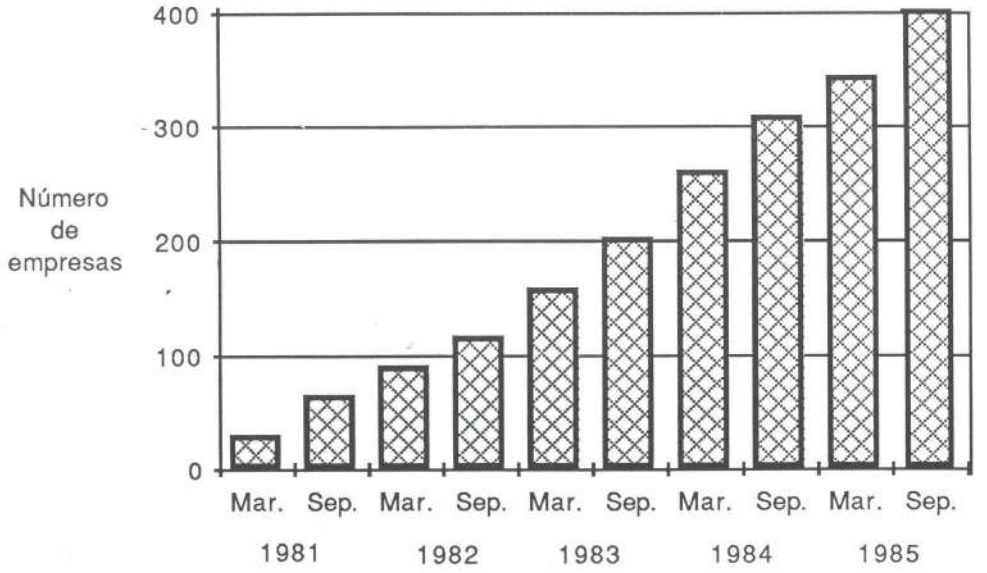
MEDIANA DE LA EDAD DE LAS EMPRESAS EN EL MOMENTO DE LA OFERTA PUBLICA DE LAS ACCIONES EN ESTADOS UNIDOS



Fuente: «1985 Initial Public Offerings of Venture-Backed Companies», *Venture Capital Journal,* vol. 26, núm. 2 (Feb. 1986), p. 14.

Fig. 3.2.a

NUMERO DE EMPRESAS INTRODUCIDAS EN EL USM EN EL REINO UNIDO

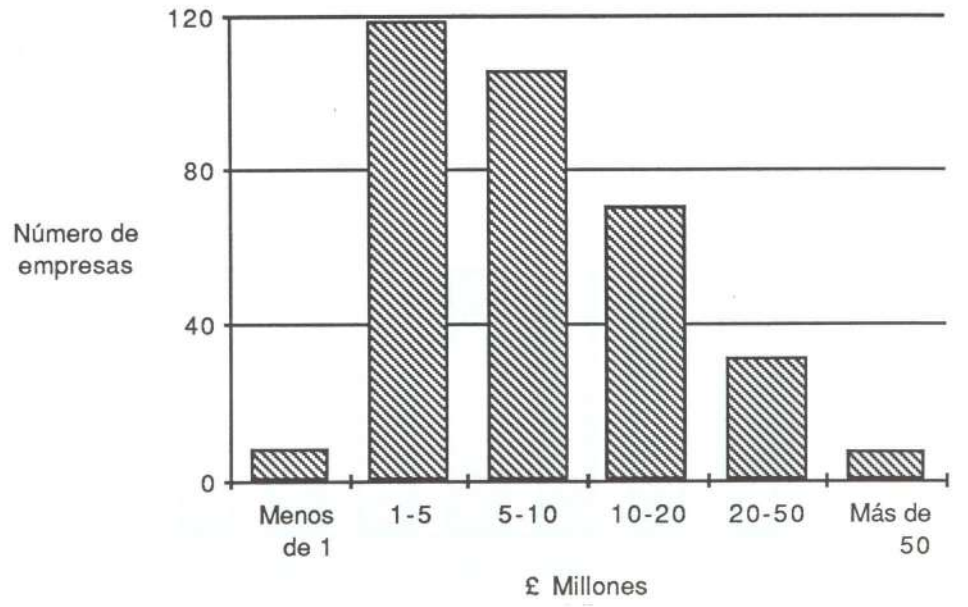


Fuente: «Unlisted Securities Market», *Financial Times* (Jan. 27, 1986), section III, p. I.

Fig. 3.2.b

CAPITALIZACION DE LAS EMPRESAS EN EL USM

(A 31 de diciembre de 1985)

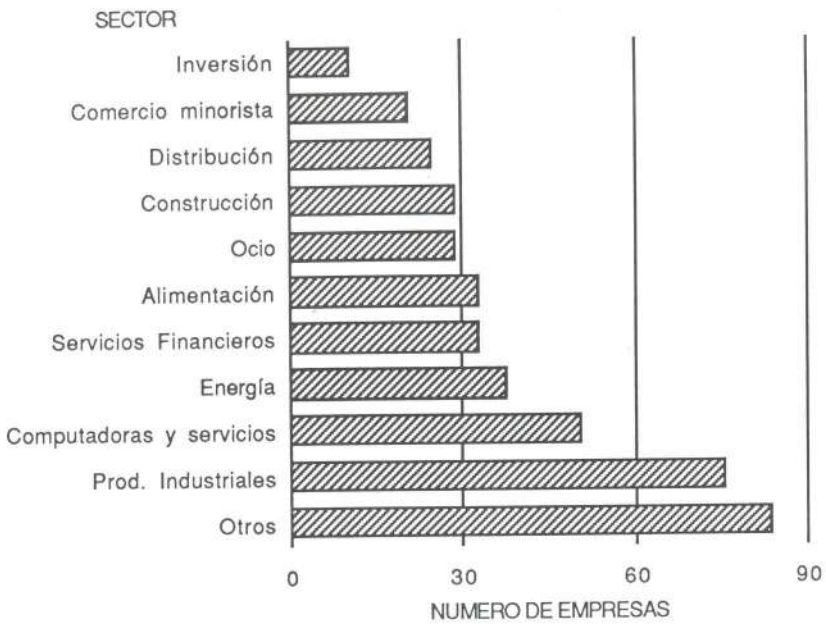


Fuente: Elaboración propia, a partir de los datos contenidos en: «Unlisted Securities Market», *Financial Times* (Jan. 27, 1986), section III, p. V.

Fig. 3.2.c

DESGLOSE SECTORIAL DE LAS EMPRESAS COTIZADAS EN EL USM

(A 31 de diciembre de 1985)

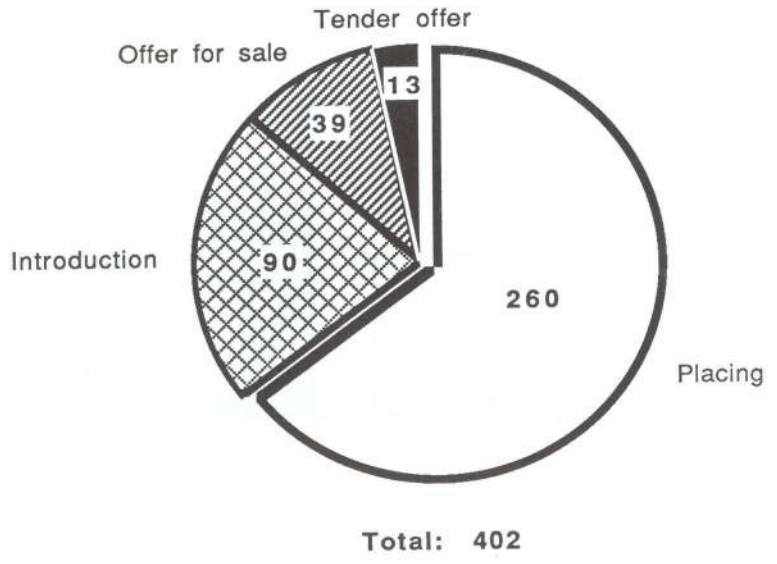


Fuente: «Unlisted Securities Market», *Financial Times* (Jan. 27, 1986), section III, p. V.

Fig. 3.2.d

FORMAS DE INTRODUCCION EN EL USM

(Número de empresas)

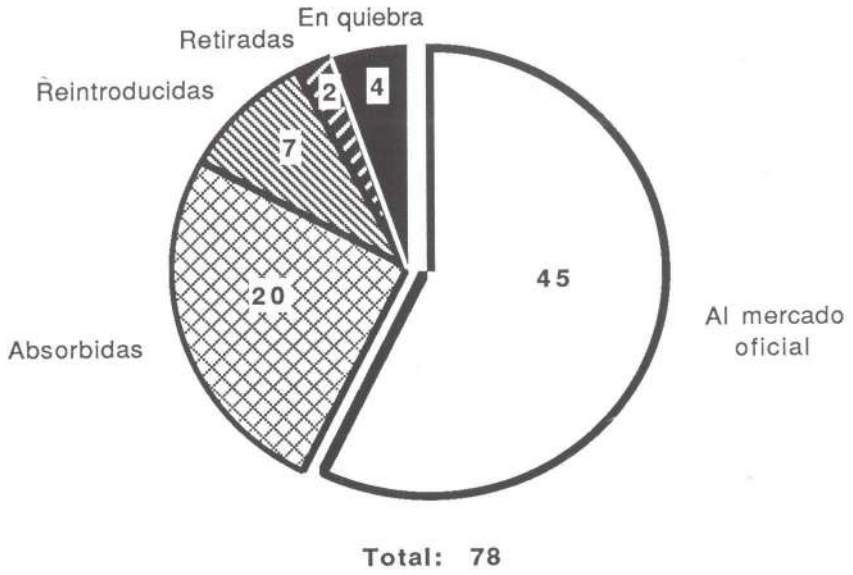


Fuente: «Unlisted Securities Market», *Financial Times* (Jan. 27, 1986), section III, p. IV.

Fig. 3.2.e

EMPRESAS QUE DEJARON EL USM

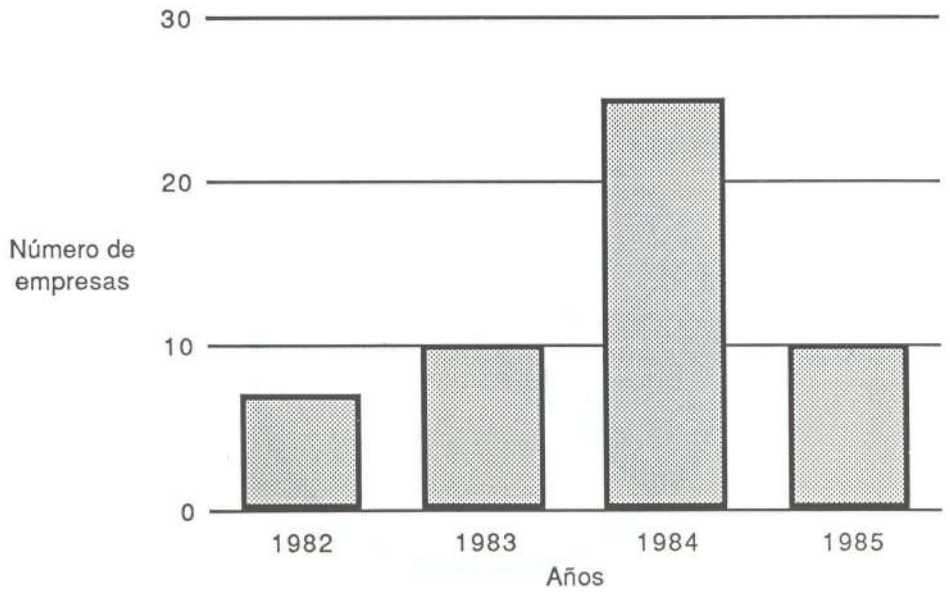
(Número de empresas y destino)



Fuente: «Unlisted Securities Market», *Financial Times* (Jan. 27, 1986), section III, p. IV.

Fig. 3.2.f

EMPRESAS PROCEDENTES DEL USM INTRODUCIDAS EN EL MERCADO OFICIAL

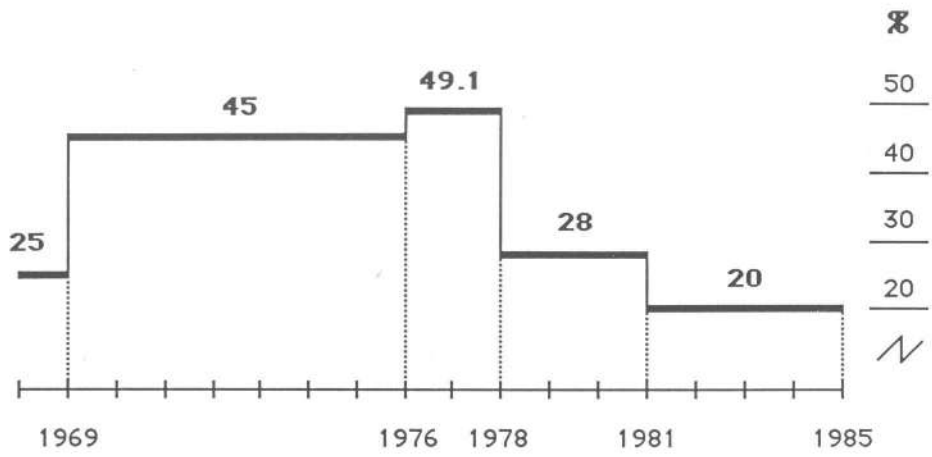


Fuente: Elaboración propia, con datos de: TOMKINS, R.: «Fewer graduates from the nursery last year», *Financial Times* (Jan. 27, 1986), section III, página III.

Fig. 4.1

TRIBUTACION DE LAS GANANCIAS DE CAPITAL EN ESTADOS UNIDOS

(Tipos máximos aplicables)



Nota: La reciente reforma fiscal ha supuesto una reducción del diferencial entre los tipos aplicables a las ganancias de capital y los aplicables a la renta ordinaria.
Fuente: Elaboración propia, con datos de la revista *Business Week* (varios números).

Fig. 4.2

COEFICIENTES PARA EL CALCULO DE LAS DEDUCCIONES DE LA CUOTA DEL IMPUESTO SOBRE SOCIEDADES DEBIDAS A INCREMENTOS PATRIMONIALES

Número de años desde la adquisición hasta la enajenación	*Coeficiente aplicable*
1-3	0,75
4-5	0,99
6-8	0,95
9	0,75
10	0,50
Más de 10	0,00

Fuente: Elaboración propia, siguiendo el art. 16 del Real Decreto-ley 1/1986, de 14 de marzo.

III. APENDICE BIBLIOGRAFICO

«A foreign fillip in venture capital», *Business Week,* número 2.721 (Jan. 11, 1982), p. 61.

«A new market for SBA loans», *Business Week,* número 2.490 (July 4, 1977), p. 54.

«A new weapon against Japan: R & D partnerships», *Business Week,* núm. 2.802 (aug. 8, 1983), p. 62.

ALOISIO DE GASPARI, G.: «La experiencia de la Bolsa de Milán en el mercado de capital riesgo», en *La financiación capital riesgo («venture capital») y el desarrollo de nuevas empresas,* Instituto de Empresa, Madrid, 1984, pp. 23-36.

«Amsterdam Symposium - the EVCA comes of age», *INFOEVCA* 3/1985, pp. 2-4.

BASS, I.: «Venture capital goes continental», *Institutional Investor. International Edition* (July 1983), pp. 159-162.

BELLOSO GARRIDO, J.: «La Banca oficial y la financiación por capital riesgo», en: *La financiación capital riesgo («venture capital») y el desarrollo de nuevas empresas, op. cit.,* páginas 131-154.

BERGARECHE BUSQUET, S.: «Banca y capital riesgo», *Dinero,* número 13 extraordinario (1985), pp. 129-132.

— «El capital privado y la promoción industrial». Ponencia presentada en las *Jornadas de Promoción Industrial,* Oviedo, 1984.

BERGES, A., y ONTIVEROS, E.: «Préstamos participativos y estructura financiera de la empresa», *Información Comercial Española,* núm. 611 (julio 1984), pp. 87-94.

BURK, C.: «So you want to go into business for yourself», *Fortune* (April 1972), pp. 108-112 y 128-129.

BURNE, M.: «Nothing ventured, nothing gained», *International Management,* núm. 4 (April 1979), pp. 16-19.

BURNS, I., y ORMEROD, J.: «The Accountant's role in the venture capital process», *INFOEVCA,* 1/1985, pp. 5-6.

«Business Expansion Scheme», *The Banker* (May 1984), página 67.

CALZADA TERRADOS, B.: «Invertir en sociedades de capital riesgo es invertir en futuro», *Boletín de la Bolsa de Madrid,* número especial (dic. 1985), pp. 16-18.

«Capital gains tax: Senate Finance Committee Deliberations Begin», *Venture Capital Journal,* vol. 26, núm. 3 (March 1986), p. 1.

«Capital transfusion 1985: 75 venture firms raise $2.3 billion», *Venture Capital Journal,* vol. 26, núm. 1 (Jan. 1986), páginas 8-15.

CDTI: *La financiación de la innovación industrial.* Cuadernos CDTI, núm. 10, Madrid, 1982.

CDTI: *Sociedades de capital riesgo,* Ministerio de Industria y Energía, Madrid, 1980.

CENTELLES ECHEVARRÍA, E.: «La intervención de las sociedades de capital riesgo en la empresa», *Esic-Market,* núm. 47 (enero-marzo 1985), pp. 169-182.

— «La actividad de capital riesgo ('venture capital'): características y posibilidades en España», *Economía Industrial,* núm. 231 (mayo-junio 1983), pp. 131-143.

CLEIFTIE, Ch.: «Venture capital in Europe». En: GIBB, J. M. (Ed.): *Venture capital markets for the regeneration of industry,* 2.ª ed., Amsterdam, 1985, pp. 12-14.

COOPER, I., y CARLETON, W.: «Dynamics of borrower-lender interaction: Partitioning the final payoff in venture capital finance», *Journal of Finance,* vol. XXXIV, núm. 2 (May 1979), pp. 517-533.

COUTARELLI, S.: *Venture capital in Europe,* Nueva York, 1977.

CRAIG, M.: «Revolution in UK venture capital», *The Banker* (May 1984), pp. 56, 60 y ss.

CROISSIER BATISTA, L. C.: «La promoción de nuevas empresas en el marco de la reconversión industrial», en: *La financiación capital riesgo..., op. cit.,* pp. 7-14.

CURTO DE LA MANO, J. M.: «Instrumentos fiscales y financieros al servicio de la reindustrialización. ¿Los préstamos participativos como modalidad de capital riesgo?», *Esic-Market,* número 47 (enero-marzo 1985), pp. 143-159.

DAWKINS, W.: «Playing a dual role», *Financial Times* (28/11/1984), section IV, p. 4.

DE BLOCQ VAN KUFFELER, J. P.: «The venture capital investor's view», en: GIBB, J. M. (Ed.): *Venture capital markets for the regeneration of industry,* 2.ª ed., Amsterdam, 1985, pp. 122-128.

DE LA CONCHA y LÓPEZ-ISLA, M.: «El segundo mercado, necesario para promocionar nuevas empresas», *Boletín de la Bolsa de Madrid,* número especial (dic. 1985), pp. 2-3.

DELAMAIDE, D.: «Will the LBO craze catch on in Europe», *Institutional Investor: International Edition* (July 1984), páginas 84, 86.

DELOITTE, HASKINS & SELLS: *Innovation. Fiscal environment of, and corporate vehicles for venture capital in the European Communities,* Comisión de las CE, Bruselas, 1985.

— *Raising Venture Capital in Europe,* EVCA, Bruselas, 1985.

— *Raising Venture Capital,* Flexprint Ltd., Worthing (England), 1984.

DIZARD, J. W.: «Do we have too many venture capitalists?», *Fortune,* vol. 106, núm. 7 (Oct. 4, 1982), pp. 106-119.

DOMÍNGUEZ, J. R.: *Venture capital,* Lexington Books, Lexington (Massachusetts), 1974.

DONNELLY, B.: «Capitalism à la Mitterrand», *Institutional Investor. International Edition* (Feb. 1984), pp. 78 y ss.

«EC Commission ventures into venture capital investment», *Information EVCA* (documento no publicado), Bruselas, 1985.

«Entrepreneurs come of age on the continent», *Business Week,* n.º 2.820 (Dec. 12, 1983), pp. 37-38.

ESCAURIAZA IBÁÑEZ, L.: «La política del IMPI en la financiación de nuevas empresas con capital riesgo», Ponencia presentada en las Jornadas sobre Financiación de las Nuevas Empresas con Capital Riesgo (abril 1984), Madrid.

«Europe-wide OTC in ECUs? - the debate hots up», *INFOEVCA,* 2/1985, p. 1.

«Euro-pioneers», *The Economist,* vol. 288, n.º 7.302 (Aug. 13, 1983), p. 75.

EVCA: *Directory 1985/6,* Bruselas, 1985.

— *Venture capital in Europe. 1985,* EVCA, Bruselas, 1985.

FELLS, A. G.: «Los elementos esenciales del capital de riesgo», Ponencia presentada en la Conferencia sobre Desarrollo Tecnológico y Capital Riesgo, Madrid, 1983.

FELS, G.: «Más capital riesgo para la empresa privada», *Esic-Market,* núm. 47 (enero-marzo 1985), pp. 5-15.

FLORNOY, Y.: «Access to European markets by medium sized-companies», en GIBB, J. M. (Ed.): *Venture capital markets for the regeneration of industry,* 2.ª ed., Amsterdam, 1985, pp. 107-116.

FONTANEAU, P.: «Taxation and the financing of innovation. Comparison of the different rules in force in the E. C.», en GIBB, J. M. (Ed.): *Venture capital markets for the regeneration of industry,* 2.ª ed., Amsterdam, 1985, pp. 57-69.

«For Germany it's nothing ventured...», *Euromoney* (Feb. 1986), pp. 147-152.

GARCÍA ECHEVARRÍA, S.: *Capital riesgo y política de amortizaciones,* Inst. de Planificación Contable, Madrid, 1985.

— «Configuración del capital riesgo en la economía española», *Esic-Market,* n.º 47 (enero-marzo 1985), pp. 197-215.

— «Capital riesgo en la empresa española. Exigencias para un programa financiero», *Información Comercial Española,* n.º 611 (julio 1984), pp. 95-107.

GIBB, J. M. (Ed.): *Venture capital markets for the regeneration of industry,* 2.ª ed., Amsterdam, 1985.

GLADSTONE, D. J.: *Venture capital handbook,* Massachusetts, 1983.

— «Venture capital investment», *Pension World,* vol. 17, n.º 11 (Nov. 1981), pp. 82-84.

GOTOH, Y.: «Capital riesgo en Japón», *Esic-Market,* n.º 47 (enero-marzo 1985), pp. 17-29.

GRAFFAM, R. D.: «La creación de empresas de capital de riesgo en el mundo en desarrollo. La experiencia de la CFI», Ponencia presentada en la Conferencia sobre Desarrollo Tecnológico y Capital de Riesgo, Madrid, 1983.

GRAHAM, G.: «The cost conscious competitor», *Financial Times* (27-1-1986), section III, p. X.

GROSSMAN, R.: «Why venture capital won't work for the Japanese», *Business Week,* n.º 2.767 (Nov. 29, 1982), p. 103.

GUTIÉRREZ VIGUERA, M.: «El 'Venture Capital': Particularidades y desarrollo», *Técnica contable,* n.º 395 (nov. 1981), páginas 401-407.

«Here comes the "intrapreneur"», *Business Week,* n.º 2.799 (July 18, 1983), pp. 113-114.

HODGSON, R. G.: «European secondary share level markets - The entrepreneur's view», en GIBB, J. M.: (Ed.): *Venture capital markets for the regeneration of industry,* 2.ª ed., Amsterdam, 1985, pp. 117-121.

HUNSDIEK, D., y KOKALJ, L.: «Superación de la escasez de capital riesgo. Propuestas para mejorar la dotación con capital riesgo», *Esic-Market,* n.º 47 (enero-marzo 1985), pp. 31-57.

«If you prefer tiptoe», *Business Week,* n.º 2.756 (Sept. 13, 1982), p. 98

«Imitation entrepreneurs», *The Economist,* vol. 287, n.º 7.287 (April 30, 1983), p. 82.

«Is venture capitalism the way out», *Institutional Investor. International Edition* (Feb. 1984), pp. 78-79.

«Japanese venture capital», *The Economist,* vol. 288, n.º 7.302 (Aug. 13, 1983), p. 75.

JOHNSON, F. P.: «Los jóvenes empresarios y el capital riesgo», *Horizonte Empresarial,* n.º 1.945 (enero 1985), pp. 13-16.

— «El empresario emprendedor», *Horizonte Empresarial,* n.º 1.936 (marzo 1984), pp. 31-36.

KAPLAN, P. T.: «Impact of tax changes on venture capital investments and innovation in the U. S. A.», en GIBB, J. M. (Ed.): *Venture capital markets for the regeneration of industry,* 2.ª ed., Amsterdam, 1985, pp. 86-94.

KAZA, J., y ROBERTS, J.: «Are Europe's OTC markets for real?», *Institutional Investor. International Edition* (March 1984), pp. 163-164 y 167.

KELLAWAY, L.: «Rapid rise to maturity», *Financial Times* (27-1-1986), section III, pp. I-II.

— «Criticism as expenses increase», *Financial Times* (27-1-1986), section III, p. II.

— «Attractions strech to the US», *Financial Times* (27-1-1986), section III, p. V.

KIYONARI, T.: «Empresas de riesgo y capital riesgo en Japón», *Esic-Market,* n.º 47 (enero-marzo 1985), pp. 59-74.

KOZMETSKY, G., y otros: *Financing and Managing Fast-Growth Companies. The Venture Capital process,* D. C. Head & Co., Lexington, 1985.

KRAHNEN, H. J.: «Die Finanzierung nichtemissionsfähiger mittelständischer Unternehmen», en CHRISTIANS, F. W. (Ed.): *Finanzierungshandbusch,* Wiesbaden, 1980, p. 549.

La financiación con capital riesgo («venture capital») y el desarrollo de nuevas empresas, Instituto de Empresa, Madrid, 1984.

LEBAS, P.: «L'avenir des sociétés françaises de capital-risque», *Revue Française de Gestion* (Janvier-Février 1983), pp. 11-21.

LEBEGUE, D.: «Venture capital in France», *INFOEVCA*, 2/1985, pp. 5-6.

LILES, P.: *New business ventures and the entrepreneur*, Richard D. Irwing Inc., Homewood (Illinois), 1974.

«Llegan a España los préstamos participativos», *Economía Industrial*, n.º 234 (nov.-dic. 1983), pp. 14-15.

LOMBARD, E.: «La logique financière des prêts participatifs», *Banque*, n.º 13 (enero 1982), pp. 74-77.

«Los fondos de pensiones, principal fuente financiera del capital riesgo en Estados Unidos», *Economía Industrial*, n.º 234 (nov.-dic. 1983), pp. 24-28.

MARSH, P.: «Science parks 'fail to meet objectives'», *Financial Times* (14-2-1985), p. 6.

— «Cambridge area created '4.100 high-tech jobs'», *Financial Times* (11-2-1985), p. 6.

MURPHY, T. P.: «Hitting a nerve», *Forbes*, vol. 134, n.º 12 (noviembre 1984), p. 370.

NAVAS LÓPEZ, J. E.: «La financiación pública de las actividades empresariales en investigación y desarrollo», *Moneda y Crédito*, n.º 171 (dic. 1984), pp. 37-53.

«New territory for venture capitalists», *Business Week*, n.º 2.710 (Oct. 19, 1981), pp. 85 y 88.

NOONE, Ch.: «The 1968 model S.B.I.C.», *The Business Lawyer* (July 1968).

NÚÑEZ LAGOS, J. M.: «Función del mercado bursátil en las inversiones de capital riesgo», en *La financiación capital riesgo..., op. cit.*, pp. 15-22.

OCDE: *Venture Capital: Context, development and policies*, OCDE, Paris, 1986.

O'HOGAN, D.: «The taxation of collective institutional investors», en GIBB, J. M. (Ed.): *Venture capital markets for the regeneration of industry*, 2.ª ed., Amsterdam, 1985, pp. 70-74.

ONIANS, R.: «Industrial venture capital investors», en GIBB, J. M. (Ed.): *Venture capital markets for the regeneration of industry*, 2.ª ed., Amsterdam, 1985, pp. 26-33.

ORMEROD, J., y BURNS, I.: «The accountant's role in the venture capital process», *INFOEVCA*, 1/1985, pp. 5-6.

OYARZÁBAL, M. DE: «Venture capital: una oportunidad para el empresario innovador», *Esic-Market*, n.º 47 (enero-marzo 1985), pp. 161-168.

«Paying a premium for a piece of the action», *Business Week*, n.º 2.787 (April 25, 1983), pp. 64-65.

PEAT MARWICK: *Venture Capital in Europe. 1985*, EVCA (Documento no publicado), Bruselas, 1985.

— *Venture Capital in Europe. 1986*, EVCA, Bruselas, 1986.

«Performance of 1983 and 1984 venture-backed IPOS picks up», *Venture Capital Journal*, vol. 26, n.º 2 (Feb. 1986), p. 1.

«Pilot EC finance scheme launched to stimulate international VC syndication», *INFOEVCA*, 2/1985, p. 3.

«Planting U.S. seed money in Japanese startups», *Business Week*, n.º 2.839 (April 28, 1984), p. 63.

«Private Venture Capital partnerships raise $ 3.4 billion in 1986», *Venture Capital Journal*, vol. 27, n.º 1 (Jan. 1987), pp. 4-10.

«Profesional help for inventors», *Business Week*, n.º 2.541 (July 3, 1978), pp. 78-79.

PROSSER, D. J.: «Superannuation funds as venture capital investors», en GIBB, J. M. (Ed.): *Venture capital markets for the regeneration of industry*, 2.ª ed., Amsterdam, 1985, pp. 17-25.

RAMÍREZ GAMBÍN, J.: «Es importante la puesta en marcha de un vigoroso segundo mercado bursátil», *Boletín de la Bolsa de Madrid*, n.º especial (dic. 1985), pp. 8-9.

RASEMBERG, C. A.: «Tax treatment of the individual investor», en GIBB, J. M. (Ed.): *Venture capital markets for the regeneration of industry*, 2.ª ed., Amsterdam, 1985, pp. 75-85.

RILEY, B.: «Corporate finance», *Financial Times* (3-7-1984), section IV, pp. 1-4.

RUBEL, S., y NOONE, Ch.: *Pioneers in organized venture capital*, Capital Publishing Co., Chicago, 1970.

RUBEL, S.: «Important changes occur in venture capital industry», *Banker's Monthly* (May 15, 1970), pp. 24 y 25.

— *Guide to venture capital sources*, Capital Publishing Co., Chicago, 1973.

S.B.A.: What it is - what it does, U.S. Dept. of Commerce, Washington D. C., 1974.

SCHMIDT, H.: «Special stock market segments for small company shares. Situation and perspectives», en GIBB, J. M. (Ed.): *Venture capital markets for the regeneration of industry*, 2.ª ed., Amsterdam, 1985, pp. 97-106.

— «Venture-Capital-Märkte in Europa», *Kredit und Kapital* (Heft 2, 1984), p. 293.

SHIBATA, Y.: «Securities houses lead boom in venture capital in Japan», *Financial Times* (8-9-1983), p. 22.

SINCLAIR, L.: *Venture capital*, Technimetricks, New York, 1973.

«Smoothing the way for venture capital - again», *Business Week*, n.º 2.760 (Oct. 11, 1982), p. 36.

SNYDER, A. F.: «The venture capital process - Sailing uncharted waters», *Banker's Monthly* (May 15, 1970), pp. 21, 22, 36 y 50.

STORMONTH-DARLING, R.: «The London Unlisted Securities Market», en GIBB, J. M. (Ed.): *Venture capital markets for the regeneration of industry*, 2.ª ed., Amsterdam, 1985, pp. 142-149.

«Swedish VC market expands», *INFOEVCA*, 3/1985, p. 7.

«The dark side of venture capital», *Business Week*, n.º 2.786 (April 18, 1963), p. 53.

«The LBO craze flourishes amid warnings of disaster», *Euromoney* (Feb. 1986), p. 93.

«The new entrepreneurs», *The Economist,* vol. 289, n.º 7.321 (Dec. 24, 1983), pp. 59-67.

«The new entrepreneurs», *Business Week,* n.º 2.786 (April 18, 1983), pp. 46, 48 y 50.

«The new London Exchange that fuels hot startups», *Business Week,* n.º 2.797 (July 4, 1983), p. 47.

«The pension funds stoop to conquer», *Business Week,* n.º 2.730 (March 15, 1982), pp. 94-95.

«The SBA backs off from lending», *Business Week,* n.º 2.775 (Jan. 31, 1983), p. 44.

«The tax cuts spurs venture capital», *Business Weeks,* n.º 2.558 (Oct. 30, 1978), pp. 164 y 166.

«The tax that is killing investment», *Business Week,* n.º 2.517 (Jan. 16, 1978), pp. 14, 16.

«The thrill of starting up again», *Business Week,* n.º 2.686 (May 4, 1981), p. 77.

TOMKINS, R.: «Cost justification is deterrent», *Financial Times* (27-1-1986), section III, p. IV.

«Turning to Japan for venture capital», *Business Week,* n.º 2.541 (July 3, 1978), p. 54.

URÍA, R.: «La problemática de los contratos de capital riesgo en España», en *La financiación capital-riesgo..., op. cit.,* 83-96.

VAN HOUT, D. S.: «Insurers as V. C. investors. A Dutch view», en GIBB, J. M. (Ed.): *Venture capital markets for the regeneration of industry,* 2.ª ed., Amsterdam, 1985, pp. 34-47.

«Venture capital», *Bank of the England Quarterly Bulletin,* vol. 22, n.º 4 (Dec. 1982), pp. 511-513.

«Venture capital: Big bets from abroad», *Business Week,* n.º 2.745 (June 28, 1982), pp. 59-60.

«Venture capital coast-to-coast Southern California», *Venture Capital Journal,* vol. 26, n.º 3 (March 1986), pp. 7-17.

«Venture capital in Europe tops ECU 5 billion», *INFOEVCA,* 3/1985, p. 1.

Venture capital in information technology, OCDE, Paris, 1985.

«Venture capital in the United Kingdom», *Bank of England Quarterly Bulletin,* vol. 24, n.º 2 (June 1984), pp. 207-211.

«Venture capital in West Germany», *Venture Capital Journal,* vol. 26, n.º 2 (Feb. 1986), p. 5.

«Venture Capital industry resources. A statistical overview», *Venture Capital Journal,* vol. 26, n.º 6 (June 1986), pp. 7-14.

«Venture Capital 100 Index», *Venture Capital Journal,* vol. 26, n.º 3 (March 1986), pp. 27-46.

«Venture capitalists get bolder», *Business Week,* n.º 2.716 (Nov. 30, 1981), pp. 51-52.

VENTURE ECONOMICS INC.: *Survey on the Impact of Venture Capital in the UK,* British Venture Capital Association, London, 1987.

«Venturing into venture capitalism», *Business Week,* n.º 2.756 (Sept. 13, 1982), pp. 96-98.

VIGUERA GUTIÉRREZ, M.: «El "venture capital": particularidades y desarrollo», *Técnica Contable,* n.º 395 (Nov. 1981), pp. 401-407.

«When the stags have gone», *The Banker* (Oct. 1984), p. 68.

«Where are Britain's capital venturers?», *The Economist,* vol. 264, n.º 6.986 (July 23, 1977), pp. 72-73.

«Why venture capital could dry up», *Business Week,* n.º 2.632 (April 14, 1980).

«Why venture capital won't work for the Japanese», *Business Week,* n.º 2.767 (Nov. 29, 1982), p. 103.

WIELAND: «Experiencias holandesas en la creación de PYMES y medida en que estas empresas tienen acceso al crédito», *Revista del Instituto de Estudios Económicos,* n.º 2 (1983), p. 118.

«Will U. S.-style venture capital fly in Europe?», *Business Week,* n.º 2.850 (July 9, 1984), pp. 44-48.

YOUNG, A. E.: «The American over-the counter markets», en GIBB, J. M. (Ed.): *Venture capital markets for the regeneration of industry,* 2.ª ed., Amsterdam, 1985, pp. 129-141.

ZUCKER, S.: «The gains from cutting capital gains», *Business Week,* n.º 2.547 (Aug. 14, 1978), p. 24.

«1985 Initial Public Offerings of Venture-Backed Companies», *Venture Capital Journal,* vol. 26, n.º 2 (Feb. 1986), pp. 11-16.

APENDICE LEGISLATIVO

Real Decreto-Ley 1/1986, de 14 de marzo, de medidas urgentes administrativas, financieras, fiscales y laborales *(BOE* de 26 de marzo).

Real Decreto 710/1986, de 4 de abril, por el que se crea un segundo mercado de valores en las Bolsas Oficiales de Comercio y se modifican las condiciones de puesta en circulación de títulos de renta fija *(BOE* de 15 de abril).

Orden de 26 de septiembre de 1986 sobre desarrollo del Real Decreto 710/1986, de 4 de abril, por el que se crea un segundo Mercado de Valores en las Bolsas Oficiales de Comercio y se modifican las condiciones de puesta en circulación de títulos de renta fija *(BOE* de 4 de octubre).

Orden de 26 de septiembre de 1986 por la que se regula el acceso al Registro Administrativo de Sociedades y Fondos de Capital Riesgo *(BOE* de 4 de octubre).

REAL DECRETO-LEY 1/1986, DE 14 DE MARZO, DE MEDIDAS URGENTES ADMINISTRATIVAS, FINANCIERAS, FISCALES Y LABORALES (*BOE* DE 26 DE MARZO)

A partir del 1 de enero de 1986, la economía española se ha visto sustancialmente afectada por nuestra adhesión a las Comunidades Europeas. Esta adhesión provocará, como efectos más destacados, la creciente liberalización de ampliación de mercados y la posibilidad de una mejor asignación de recursos a efectos de generar un incremento del crecimiento y bienestar. Las oportunidades que la adhesión a las Comunidades abre a nuestra economía deben ser aprovechadas. Por ello, las orientaciones de la política económica deben orientarse a facilicitar una respuesta ágil mediante la creación del entorno institucional adecuado desde los primeros momentos de la incorporación.

Con este objetivo, el presente Real Decreto-ley contiene medidas administrativas, fiscales, financieras y laborales tendentes a subvenir las necesidades actuales de nuestra Administración, economía y finanzas, en el continuado esfuerzo de modernización y plena integración en Europa. Necesidad que es, por sí misma y por los fines a que los medios de remediarla sirven, urgente e inmediata, a fin de aprovechar las oportunidades que existen.

Las medidas administrativas que se contemplan en este Real Decreto-ley persiguen una doble finalidad. De un lado, simplificar los trámites administrativos de creación, instalación, traslado y ampliación de Empresas, medidas inspiradas en el principio de eficacia en al actuación de la Administración Pública, declarado en su día norma jurídica obligatoria por la Ley de Procedimiento Administrativo, a la que el artículo 103.1 de la Constitución ha venido a dar un respaldo constitucional expreso: paralelamente, remover aquellas trabas que, con independencia de sus efectos recaudatorios, se consideran obstáculos entorpecedores para una moderna gestión burocrática y para el establecimiento de un adecuado clima de relaciones con los ciudadanos.

Dentro del primer grupo de medidas, el Real Decreto-ley hace una aplicación del silencio administrativo positivo, limitada en su ámbito funcional a aquellos procedimientos en los que la necesidad de una actuación administrativa eficaz y plena de garantías para los particulares es más intensa y viene significada además, por el hecho de su obligado contraste con los procedimientos homólogos que se llevan a cabo en otros países europeos integrados con el nuestro en una misma área comunitaria.

Estas normas se dictan como ensayo previo a la revisión del procedimiento administrativo general y tienen el carácter de legislación básica de procedimiento administrativo común, conforme al artículo 149.1.18 de la Constitución.

Las medidas fiscales tienen por objeto mitigar, en el Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas, el gravamen de plusvalías debidas exclusivamente a la inflación, adecuando la presión fiscal que soportan estas rentas a la revalorización real de los activos que las generan, para lo que se establece un sistema de corrección de variaciones patrimoniales, mediante la fijación de coeficientes de actualización variables en función del año de adquisición de los elementos patrimoniales transmitidos, siguiendo la línea iniciada por anteriores Leyes de Presupuestos.

Continuando con la adaptación del sistema financiero a la experiencia contrastada en otros países junto a la regulación de los Planes y Fondos de Pensiones, cuyo proyecto de Ley se aprobará en un futuro próximo, se crean figuras de eficacia ya contrastada.

Entre las figuras desarrolladas en otros sistemas financieros para fomentar la inversión productiva, con sus efectos positivos de relanzamiento e innovación, destacan las Sociedades y Fondos de capital-riesgo. Estas entidades reúnen características de entidad financiera y *holding,* y sirven en su función de promoción y participación a la mejora de la estructura financiera de las empresas comprometidas en los sectores productivos de mayor futuro, al canalizar el ahorro y la inversión hacia ellas. Así se logra una óptima asignación de recursos a los sectores industriales, cuyo desarrollo, al reforzar los factores endógenos de crecimiento y equilibrio, debe situar a nuestra economía en condiciones de competitividad. Objetivos a cuya consecución responden las normas sobre inversiones y cotización en el segundo mercado, siendo promocionadas con los beneficios adecuados para fomentar su difusión y consolidación.

Las medidas laborales se mueven en la misma línea de facilitar la creación de un entorno institucional adecuado a mejorar las expectativas de crecimiento económico traducidas en la creación de empleo, procediéndose, en primer lugar, a la modificación del Estatuto de los Trabajadores mediante una importante reducción del número máximo de horas extraordinarias de posible realización en el año, que pasan de 100 a 80, para incrementar así las expectativas de generación de empleo.

En segundo lugar, y con el propósito de que este número máximo de horas extraordinarias de posible realización anual sea utilizado por las empresas, con la aceptación voluntaria de los trabajadores, de una forma flexible que permita su realización en aquellos períodos de actividad que requieran una intensificación del trabajo de la plantilla, se procede a la eliminación de los límites diarios y mensuales que figuran en el Estatuto de los Trabajadores. De esta forma se establece un único tipo de carácter anual, fórmula ésta que permite combinar la garantía del descanso de los trabajadores, que se refleja en la reducción del límite anual de horas extraordinarias y el mantenimiento del descanso entre jornadas de doce horas, con la necesaria flexibilidad en la utilización del tiempo de trabajo en el contexto empresarial. Este nuevo tratamiento del tiempo de trabajo se completa con la regulación de la posibilidad de, mediante acuerdo, compensar las horas extraordinarias realizadas con

un tiempo de descanso adicional; fórmula ésta de la que pueden derivarse positivos efectos, no sólo respecto a la reducción del tiempo de trabajo, sino del incremento de las expectativas de colocación.

Por último, y de acuerdo con el espíritu que anima al conjunto de medidas administrativas adoptadas en esta norma, se elimina el trámite de visado por la autoridad laboral de los calendarios laborales y la necesidad de inscripción previa de los trabajadores en la Oficina de Empleo correspondiente cuando se lleven a cabo convocatorias públicas para celebrar pruebas objetivas de acceso a las mismas. En este caso bastará que la empresa comunique previamente la convocatoria al INEM, así como las contrataciones una vez efectuadas las pruebas.

En su virtud, previa deliberación del Consejo de Ministros en su reunión del día 14 de marzo de 1986, en uso de la autorización concedida en el artículo 86 de la Constitución

DISPONGO:

.....

CAPITULO IV

Sociedades y Fondos de Capital Riesgo

12. 1. Las Sociedades de Capital Riesgo son Sociedades Anónimas cuyo objeto exclusivo es la promoción o fomento de Sociedades no financieras mediante participación temporal en su capital.

2. Los Fondos de Capital Riesgo son fondos patrimoniales administrados por una Sociedad gestora, con el concurso de un depositario, que tendrán el mismo objeto exclusivo que el definido en el número 1.

13. 1. El capital social suscrito de las Sociedades de Capital Riesgo ascenderá a un mínimo de 200 millones de pesetas. Será necesario el desembolso de, como mínimo, el 50 por 100 en el momento de su constitución. El resto deberá desembolsarse dentro de un plazo de tres años.

2. El patrimonio inicial de los fondos de Capital Riesgo será, al menos, de 275 millones de pesetas.

3. El número de accionistas de las Sociedades de Capital Riesgo no podrá ser inferior a cinco. Igual límite regirá para el número de partícipes en los fondos de Capital Riesgo. A efectos de computar estos límites no se tomarán en consideración a otros accionistas o partícipes interpuestos. A estos efectos se consideran personas o entidades interpuestas:

a) Las entidades que pertenezcan al mismo grupo. Se entiende por grupo de Sociedades el definido en la Ley 46/1984, de 26 de diciembre, reguladora de las instituciones de inversión colectiva.

b) Los consejeros, administradores o directores de cualquiera de los accionistas o partícipes, así como los cónyuges, ascendientes o descendientes de cualquiera de ellos.

La participación de cualquier socio o partícipe de las Sociedades o Fondos no podrá rebasar el 20 por 100 del capital social o, en su caso, del patrimonio del Fondo.

Estas limitaciones no afectarán a los accionistas o partícipes que sean entidades públicas o entidades oficiales de crédito o empresas públicas.

14. El 75 por 100, como mínimo, del activo de las Sociedades y Fondos de Capital Riesgo se materializará en acciones o participaciones de Sociedades que no reúnan los requisitos mínimos previstos en el artículo 32 del Reglamento de las Bolsas Oficiales de Comercio, sin que la participación en cada una de ellas sea inferior al 10 por 100 ni superior al 30 por 100 del capital de las mismas. La participación máxima no podrá ser superada por la participación indirecta en las Sociedades del mismo grupo, entendiéndose como tal el definido en la normativa reguladora de las instituciones de inversión colectiva.

15. 1. Las Sociedades y Fondos de Capital Riesgo se constituirán, previa autorización administrativa, en escritura pública, y se inscribirán en el Registro Mercantil y en el especial administrativo que se crea en el Ministerio de Economía y Hacienda.

2. Las denominaciones de «Sociedad de Capital Riesgo» y de «Fondo de Capital Riesgo» serán privativas de los constituidos conforme al presente Real Decreto-ley.

16. 1. La constitución, aumento de capital y la fusión de estas Sociedades y Fondos gozarán de una reducción del 99 por 100 en la base imponible del Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados.

2. En materia del Impuesto sobre Sociedades, las Sociedades y Fondos de Capital Riesgo tributarán conforme al régimen general con las siguientes especialidades:

a) Deducción por dividendos del 100 por 100, cuando tales dividendos provengan de acciones que no reúnan los requisitos mínimos previstos en el artículo 32 del Reglamento de las Bolsas Oficiales de Comercio, y cualquiera que sea el grado de participación sobre la entidad que distribuya los referidos rendimientos.

b) Deducción de la cuota de acuerdo con lo establecido en el número 8 del artículo 26 de la Ley 61/1978, de 27 de diciembre, del Impuesto sobre Sociedades con aplicación de la siguiente escala de coeficientes, según el año de enajenación computado desde el momento de la adquisición:

I. Dentro de los tres primeros años, el 0,75.
II. Dentro del cuarto y quinto año, el 0,99.
III. Dentro del sexto, séptimo y octavo años, el 0,95.
IV. En el noveno año, el 0,75; y
V. En el décimo año, el 0,50.

A partir del décimo año no se aplicará deducción alguna.

17. Las Sociedades y Fondos de Capital Riesgo po-

drán cotizarse en el segundo mercado de las Bolsas Oficiales de Comercio cuando éstos se establezcan y una vez inscritas en los registros oficiales a que se refiere el artículo 15.

18. El incumplimiento de las condiciones y requisitos estipulados en el presente texto determinará la exclusión de la Sociedad o fondo del registro especial administrativo creado al efecto, con la pérdida de los beneficios fiscales de los que hubiera disfrutado, de los contemplados en los artículos 16 y 17 de esta norma, e ingreso, en su caso, del importe no prescrito, con los intereses de demora correspondientes.

19. Podrán ser Sociedades gestoras y depositarios de un Fondo de Capital Riesgo cualesquiera entidades que cumplan los requisitos establecidos en el capítulo III de la Ley 46/1984, de 26 de diciembre, reguladora de las Instituciones de inversión colectiva (§ 114).

20. Corresponde al Ministerio de Economía y Hacienda el desarrrollo de la normativa, vigilancia, inspección, control y sanción sobre las Sociedades y Fondos de Capital Riesgo.

CAPITULO V

Activos cotizados en el segundo mercado de las Bolsas Oficiales de Comercio

Los títulos y participaciones cotizados en el segundo mercado de las Bolsas Oficiales de Comercio, cuando éstos se constituyan, serán aptos, según su naturaleza, para dar derecho a los beneficios fiscales atribuidos a los valores con cotización en Bolsa y servirán como activos para el cumplimiento de las obligaciones de inversión obligatoria de los intermediarios financieros, en las condiciones establecidas en la normativa específica.

DISPOSICION FINAL

El presente Real Decreto-ley entrará en vigor el mismo día de su publicación en el *Boletín Oficial del Estado.*

DISPOSICION ADICIONAL

Se autoriza al Gobierno y a los Ministros, en sus respectivos ámbitos de competencias, para dictar las normas que sean necesarias para la aplicación y desarrollo de lo previsto en el presente Real Decreto-ley.

DISPOSICION DEROGATORIA

Quedan derogadas las disposiciones de igual o inferior rango que se opongan a lo prevenido en el presente Real Decreto-ley.

REAL DECRETO 710/1986, DE 4 DE ABRIL, POR EL QUE SE CREA UN SEGUNDO MERCADO DE VALORES EN LAS BOLSAS OFICIALES DE COMERCIO Y SE MODIFICAN LAS CONDICIONES DE PUESTA EN CIRCULACION DE TITULOS DE RENTA FIJA (*BOE* DE 15 DE ABRIL)

En el marco de los objetivos generales de la reforma del sistema financiero, una de las finalidades principales es la potenciación de los mercados de capitales para facilitar la canalización del ahorro hacia la financiación empresarial.

La integración del mercado español en el europeo hace especialmente oportuna la medida de ampliar la posibilidad de acceso a los mercados de capitales para aquellas pequeñas y medianas empresas que por su dinamismo e inciativa necesiten la captación de recursos a medio y largo plazo.

De acuerdo con lo expuesto, se considera conveniente la creación de un segundo mercado en las Bolsas Oficiales de Comercio que adecúe las exigencias de acceso al mismo, las condiciones de permanencia y las obligaciones formales a las características de las pequeñas y medianas empresas y que, al mismo tiempo, y previo cumplimiento de condiciones establecidas por el Ministerio de Economía y Hacienda, pueda accederse a los beneficios de la cotización oficial.

Asimismo, es conveniente profundizar en la eliminación de trabas en el mercado de emisiones para conseguir mayor agilidad en la circulación de los títulos, elevando el límite a partir del cual las emisiones son consideradas de «oferta pública».

En su virtud, a propuesta del Ministro de Economía y Hacienda, de acuerdo con el Consejo de Estado y previa deliberación del Consejo de Ministros en su reunión del día 4 de abril de 1986

DISPONGO:

Artículo 1.° La admisión, permanencia y exclusión de valores privados nacionales a la cotización en el segundo mercado de las Bolsas Oficiales de Comercio se regulará por las normas contenidas en el presente Real Decreto.

Artículo 2.° Las Sociedades que pretendan la admisión a cotización en el segundo mercado de los títulos-valores que hayan puesto en circulación, dirigirán solicitud a la Junta Sindical de la Bolsa correspondiente, expresando el valor a cuya admisión se refieran y las circunstancias del mismo que se especifican en el artículo 26 del Reglamento de Bolsas.

Se acompañarán a dicha solicitud los documentos que se determinen por el Ministerio de Economía y Hacienda entre los enumerados en el artículo 27 del citado Reglamento.

Lo anterior se entiende sin perjuicio de las facultades de la Junta Sindical para reclamar los documen-

tos y antecedentes que estime necesarios para resolver con mayor acierto y salvaguardar los intereses concernientes a la cotización en el segundo mercado.

Artículo 3.° Los requisitos mínimos para la admisión de títulos-valores a cotización en el segundo mercado serán los siguientes:

Acciones:

a) La sociedad deberá tener un capital mínimo de 25 millones de pesetas, y poner a disposición de una Sociedad de contrapartida para su circulación en el segundo mercado al menos el 20 por 100 de los títulos representativos del capital.

Obligaciones:

b) Las obligaciones convertibles en acciones y las obligaciones hipotecarias emitidas por Sociedades cuyas acciones coticen en el segundo mercado.

Comunes a acciones y obligaciones:

c) Auditoría del balance y de las cuentas de resultados de la Sociedad por expertos o sociedades de expertos inscritos en el Registro Especial de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera, a que se refiere el artículo 61 del Real Decreto 1.346/1985, de 17 de julio, por el que se reglamentan las instituciones de inversión colectiva.

En el caso de Sociedades de nueva creación, se exigirá auditoría del balance inicial, con el compromiso de presentación de auditoría completa en el plazo de un año a partir de la admisión.

d) Suscripción de un contrato con una Sociedad de contrapartida para facilitar la oferta en el mercado de dinero y títulos, la cual asumirá en documento público el compromiso de atender públicamente las ofertas y demandas en régimen de mercado de acuerdo con lo establecido en este Real Decreto y en las normas de desarrollo.

Artículo 4.° La admisión a la cotización en el segundo mercado se decidirá por la Junta Sindical de la Bolsa correspondiente, mediante expediente en el que se formará el juicio sobre el cumplimiento de las condiciones de admisión, conservando la información requerida a tal efecto a disposición del público.

Artículo 5.° 1. Las Sociedades de contrapartida de las empresas admitidas al segundo mercado deberán inscribirse en el correspondiente Registro de la Junta Sindical y tendrán un capital mínimo no inferior al 10 por 100 del valor según balance de las acciones para las que hagan la contrapartida.

2. Las Sociedades de contrapartida tendrán la obligación de fijar un precio de compra y otro de venta, con una diferencia máxima del 10 por 100 del valor nominal entre ambos para las acciones de las Sociedades emisoras del segundo mercado con las que hubieran contratado. En el supuesto de obligaciones convertibles o hipotecarias, la diferencia máxima será del 3 por 100.

3. A los precios fijados en el apartado anterior deberán atender, como mínimo, un 2 por 100 del total de acciones admitidas en el segundo mercado. Si la oferta o la demanda fueran superiores a las cantidades demandadas u ofrecidas por las Sociedades de contrapartida, aquéllas se atenderán a prorrata.

Artículo 6.° La contratación de los títulos admitidos al segundo mercado se ordenará por la Junta Sindical de cada Bolsa; su cotización se incluirá en el acta y boletín de cotización, de forma que se señale claramente que son títulos no admitidos a la cotización oficial.

De conformidad con lo dispuesto en el artículo 21 del Real Decreto-ley 1/1986, de 14 de marzo, los títulos y participaciones cotizados en el segundo mercado serán aptos, según su naturaleza, para dar derecho a los beneficios fiscales atribuidos a los valores con cotización en Bolsa y servirán como activos para el cumplimiento de las obligaciones de inversión obligatoria de los intermediarios financieros, en las condiciones establecidas en la normativa específica.

Artículo 7.° Se autoriza a las Juntas Sindicales para que adopten las normas que consideren oportunas en orden al formato de los títulos, calidad del papel, características de la emisión y control técnico sobre fabricantes e impresores.

Artículo 8.° Las Sociedades cuyos valores coticen en el segundo mercado deberán remitir anualmente a la Junta Sindical de la respectiva Bolsa Oficial de Comercio: Memoria, Balance, Cuenta de Pérdidas y Ganancias y aplicación de resultados de cada ejercicio cerrado, antes de transcurrir dos meses contados a partir del día de su aprobación por el órgano social que corresponda. Dichos documentos se presentarán auditados tal como se dispone en el artículo 3.° del presente Real Decreto. También tendrán obligación de comunicar puntualmente el pago de dividendos pasivos de las acciones parcialmente desembolsadas, los aumentos y reducciones de capital, así como cuanta información adicional les soliciten las correspondientes Juntas Sindicales.

El incumplimiento de dichas obligaciones de información tendrá las consecuencias previstas en el artículo 48 del Reglamento de Bolsas.

Artículo 9.° La inclusión en la cotización oficial de los títulos de Sociedades que coticen en el segundo mercado se sujetará a las normas comunes que regulan la admisión y permanencia en dicha contratación.

Artículo 10. Los tenedores de títulos adquiridos en el segundo mercado que queden excluidos de la cotización tendrán derecho a exigir de la Sociedad emisora la recompra de los mismos al valor de su última cotización, como mínimo.

A tales efectos, la Sociedad deberá anunciar una oferta pública de adquisición, a menos que ya la hubiese hecho en el mes inmediato anterior al acuerdo societario o administrativo de exclusión.

Artículo 11. Los derechos de arancel que se devenguen como consecuencia de las operaciones de admisión y liquidación efectuadas en el segundo mercado que se regula en el presente Real Decreto se reducirán en un 50 por 100.

Artículo 12. El artículo 4 del Real Decreto 1.851/1978, de 10 de julio, quedará redactado como sigue:

«Serán consideradas de "oferta pública" aquellas emisiones que sin estar exclusivamente reservadas a los socios de la entidad, exceden en su nominal total de 1.000 millones de pesetas. Las emisiones inferiores a esta cuantía tendrán la misma calificación cuando la entidad emisora hubiera puesto en circulación, durante los doce meses anteriores, títulos de naturaleza análoga que, sumados a los de la emisión proyectada, elevarán el nominal total por encima de 1.000 millones de pesetas.»

DISPOSICIONES ADICIONALES

Primera. En todo lo no dispuesto en el presente Real Decreto, tendrá carácter supletorio el Reglamento de Bolsas, aprobado por Decreto 1.506/1967, de 30 de junio.

Segunda. Se autoriza al Ministerio de Economía y Hacienda a desarrollar las disposiciones del presente Real Decreto.

ORDEN DE 26 DE SEPTIEMBRE DE 1986 SOBRE DESARROLLO DEL REAL DECRETO 710/1986, DE 4 DE ABRIL, POR EL QUE SE CREA UN SEGUNDO MERCADO DE VALORES EN LAS BOLSAS OFICIALES DE COMERCIO Y SE MODIFICAN LAS CONDICIONES DE PUESTA EN CIRCULACION DE TITULOS DE RENTA FIJA (*BOE* DE 4 DE OCTUBRE)

El Real Decreto citado crea en nuestro país una institución que en las Bolsas extranjeras conoce un importante desarrollo.

Con ello se intenta lograr que el mercado bursátil amplíe su campo de aplicación y se desarrollen al máximo las posibilidades de movilización de los valores que se coticen en dicho mercado.

El Ministerio de Economía y Hacienda, de acuerdo con lo previsto en la disposición adicional segunda del Real Decreto, queda autorizado a desarrollar las disposiciones del mismo.

Por todo lo expuesto, este Ministerio ha tenido a bien disponer:

Artículo 1.° La admisión, permanencia y exclusión de valores privados nacionales en el segundo mercado, se regulará por las normas contenidas en el Real Decreto 710/1986, de 4 de abril, y la presente Orden.

Artículo 2.° Las Sociedades que pretendan la admisión a cotización en el segundo mercado de los títulos-valores dirigirán solicitud a la Junta Sindical de la Bolsa correspondiente, acompañando los siguientes documentos:

a) Documento justificativo de la personalidad del solicitante.

b) Certificación del acuerdo del Consejo de Administración y de la Junta general de accionistas de solicitar la admisión a cotización en el segundo mercado, en el que se haga constar el sometimiento a las normas que existan o puedan dictarse sobre contratación, permanencia y exclusión de dicho mercado. En el mismo se hará constar que, en el caso de posterior solicitud de exclusión de la cotización en el segundo mercado, ésta se adoptará con las mismas formalidades y garantizándose el interés de los accionistas u obligacionistas que se opusieron o no votaron el acuerdo, mediante oferta pública de adquisición de sus títulos.

c) Testimonio notarial de las escrituras de constitución y de modificación, si las hubiere, de la Sociedad.

d) Estatutos por los que se rija, certificando expresamente la inexistencia de restricciones en los mismos para la libre transmisibilidad de los títulos-valores o de sus derechos.

e) Si se trata de obligaciones, bonos u otros títulos análogos, certificación de la inscripción del empréstito en el Registro Mercantil y en el de la Propiedad, cuando proceda, detallando las responsabilidades que puedan existir con anterioridad, afectando a los bienes hipotecados.

f) Ejemplar del título-valor a que se refiere la solicitud de admisión, con observancia de lo dispuesto en la legislación vigente, en el caso de llevar las firmas impresas.

g) Certificación de la Sociedad de que se halla al corriente en el pago de los dividendos activos acordados.

h) Justificación de la inscripción en el Registro Mercantil.

La Junta Sindical podrá solicitar los documentos y antecedentes que estime necesarios, además de los enumerados anteriormente, a los efectos de resolver el expediente de admisión. Se deberá, asimismo, facilitar un folleto explicativo de las características de la operación financiera y de la situación económica, financiera y jurídica de la Sociedad, de acuerdo con el Anexo de la presente Orden.

Artículo 3.° Los requisitos mínimos para la admisión de títulos-valores a cotización en el segundo mercado serán los siguientes:

Acciones:

a) La Sociedad deberá tener un capital desembolsado y reservas efectivas no inferior a 25.000.000 de pesetas, y poner a disposición de una Sociedad de contrapartida, para su circulación en el segundo mercado, al menos el 20 por 100 de los títulos representativos del capital.

Obligaciones:

b) Las emisiones de obligaciones convertibles en acciones y de obligaciones hipotecarias por Sociedades cuyas acciones coticen en el segundo mercado deberán tener un importe mínimo de 25.000.000 de pesetas.

Comunes a acciones y obligaciones:

c) Auditoría del Balance y de las Cuentas de Resultados de la Sociedad por expertos o Sociedades de expertos, inscritos en el Registro Especial de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera, a que se refiere el artículo 61 del Real Decreto 1.346/1985, de 17 de julio, por el que se reglamentan las instituciones de inversión colectiva. La auditoría afectará al último ejercicio cerrado.

Artículo 4.° La admisión a cotización en el segundo mercado se decidirá por la Junta Sindical de la Bolsa correspondiente mediante expediente, en el que se formará juicio sobre el cumplimiento de las condiciones de admisión. La información recibida, a estos efectos, se conservará a disposición del público.

Las resoluciones que se tomen por la Junta Sindical en orden a la admisión, suspensión o exclusión de títulos-valores del segundo mercado podrán ser recurridas en alzada ante el Ministerio de Economía y Hacienda.

La Resolución de dicho Ministerio agotará la vía administrativa y sólo será recurrible en vía contencioso-administrativa.

Artículo 5.° 1. Las Sociedades de contrapartida de las Empresas admitidas al segundo mercado deberán inscribirse en el correspondiente Registro de la Junta Sindical y tendrán un capital mínimo no inferior al 10 por 100 del valor, según Balance, de las acciones para las que hagan la contrapartida.

2. Las Sociedades de contrapartida tendrán la obligación de fijar un precio de compra y otro de venta, con una diferencia máxima del 10 por 100 entre ambos, para las acciones de las Sociedades emisoras del segundo mercado con las que hubiera contratado. En el supuesto de obligaciones convertibles o hipotecarias, la diferencia máxima será el 3 por 100.

3. A los precios fijados en el apartado anterior deberán atender, como mínimo, un 2 por 100 del total de acciones admitidas en el segundo mercado. Si la oferta o la demanda fueran superiores a las cantidades demandadas u ofrecidas por las Sociedades de contrapartida, aquéllas se atenderán a prorrata.

Artículo 6.° 1. La contratación de los títulos admitidos al segundo mercado se ordenará por la Junta Sindical de cada Bolsa; su cotización se incluirá en el acta y Boletín de cotización, de forma que se señale claramente que son títulos no admitidos a la cotización oficial.

2. Se entenderán cumplidos en el segundo mercado los requisitos de permanencia, siempre que la Sociedad de contrapartida cumpla con las obligaciones impuestas en el artículo 5.° de la presente Orden y del Real Decreto 710/1986.

3. Las cotizaciones de este mercado se expresarán en pesetas.

4. De conformidad con lo dispuesto en el artículo 21 del Real Decreto-Ley 1/1986, de 14 de marzo, los títulos y participaciones cotizados en el segundo mercado serán aptos, según su naturaleza, para dar derecho a los beneficios fiscales atribuidos a los valores con cotización oficial en Bolsa y servirán como activos para el cumplimiento de las obligaciones de inversión obligatorias de los intermediarios financieros en las condiciones establecidas en su normativa específica.

5. Los valores privados nacionales que coticen en el segundo mercado podrán acogerse al Decreto 1.128/1974, de 25 de abril, y quedar comprendidos en el sistema de liquidación y compensación de operaciones en Bolsa y depósitos de valores mobiliarios.

Artículo 7.° Se autoriza a las Juntas Sindicales para que se adopten las normas que consideren oportunas en orden al formato de los títulos, calidad de papel, características formales de la emisión y control técnico sobre fabricantes e impresores.

Artículo 8.° Las Sociedades cuyos valores coticen en el segundo mercado deberán remitir anualmente a la Junta Sindical de la respectiva Bolsa Oficial de Comercio: Memoria, Balance, Cuenta de Pérdidas y Ganancias y aplicación de resultados de cada ejercicio cerrado, antes de transcurrir dos meses, contados a partir del día de su aprobación por el órgano social que corresponda. Dichos documentos se presentarán auditados tal como se dispone en el artículo 3.° de la presente Orden.

También tendrán obligación de comunicar puntualmente el pago de dividendos activos y pasivos de las acciones parcialmente desembolsadas, los aumentos y reducciones de capital, cualquier otra información que pueda afectar al valor de los títulos y cuanta información adicional les soliciten las correspondientes Juntas Sindicales.

Las Sociedades con títulos-valores admitidos a cotización en el segundo mercado deberán facilitar al público, además, una información semestral que será publicada, al menos, en el *Boletín Oficial de Cotización* correspondiente y que comprenderá los siguientes puntos:

a) Descripción de las ampliaciones de capital, emisiones de títulos de renta fija, préstamos internacionales y, en general, operaciones financieras importantes realizadas en el último semestre, con explicación de su desarrollo efectivo y, asimismo, descripción de las proyectadas para el semestre corriente.

b) Situación económico-financiera actualizada, salvo que se hubiese publicado en el folleto de emisión correspondiente en el mismo período.

c) Inversiones realizadas, ventas o ingresos y evolución de los costes en el semestre anterior, con especial referencia a las rúbricas más significativas de su actividad, así como las previsiones para el ejercicio en curso y causas de las desviaciones ocurridas en ellas en el semestre anterior. Todo ello, salvo que se dieran las circunstancias referidas en el apartado *b)* anterior.

La información semestral citada anteriormente se facilitará a las Bolsas acompañada de la relativa a Balances y Cuentas de Explotación y Pérdidas y Ganancias, en la forma establecida en el número 3.° de la citada Orden de 17 de julio de 1984, respecto de la información trimestral.

El incumplimiento de dichas obligaciones de información tendrá las consecuencias previstas en el artículo 48 del Reglamento de Bolsas.

Artículo 9.° Los títulos cotizados en el segundo mercado podrán ser incluidos en la cotización oficial prevista y regulada en el Reglamento de 30 de junio de 1967 y disposiciones concordantes, siempre que dichos títulos cumplan los requisitos de admisión y permanencia en la cotización oficial que prevé dicho Reglamento.

Artículo 10. Los tenedores de títulos adquiridos en el segundo mercado que queden excluidos de la cotización tendrán derecho a exigir de la Sociedad emisora la recompra de los mismos, al valor de su última cotización como mínimo.

A tales efectos, la Sociedad deberá anunciar una oferta pública de adquisición, a menos que ya la hubiese hecho en el mes inmediato anterior al acuerdo societario o del Ministerio de Economía y Hacienda, por el que se excluye de cotización a dichos títulos, adquiridos en el segundo mercado.

Artículo 11. Los derechos de arancel que se devenguen como consecuencia de las operaciones de admisión, permanencia y liquidación efectuadas en el segundo mercado, que se regula en el mencionado Real Decreto, se reducirán en un 50 por 100.

DISPOSICION ADICIONAL

En todo lo no dispuesto en el repetido Real Decreto tendrá carácter supletorio el Reglamento de Bolsas, aprobado por Decreto 1.506/1967, de 30 de junio, y disposiciones concordantes, en cuanto sea conforme con la naturaleza operativa del segundo mercado.

DISPOSICION FINAL

La presente Orden entrará en vigor al día siguiente al de su publicación en el *Boletín Oficial del Estado.*

ANEXO QUE SE CITA

Requisitos que deberá reunir el folleto de emisión de acciones y títulos representativos de parte de empréstito, admitidos a cotización en el segundo mercado

CAPITULO PRIMERO

Personas que asumen la responsabilidad del contenido del folleto

En dicho capítulo primero se identificarán las personas naturales o jurídicas y sus representantes, que asumen la responsabilidad del contenido del folleto o parte del mismo y su declaración de que los datos e informaciones contenidas en él son verídicas.

Se indicarán los datos sobre auditoría de los estados económico-financieros y de la información contenida en el folleto.

Se indicará literalmente «que la autorización del folleto no significa recomendación de la suscripción, ni pronunciamiento favorable o adverso sobre la emisión, su rentabilidad o de la oferta realizada.

CAPITULO II

Con carácter general se hará constar la causa de la solicitud, admisión de títulos puestos en circulación con anterioridad, ampliación de capital a realizar o emisión de obligaciones. Asimismo se hará referencia, en todo caso, a los acuerdos de la Junta general extraordinaria de accionistas, del Consejo de Administración, otorgamiento de escritura pública, inscripción en el Registro Mercantil y cuantos otros fueren necesarios según la legislación vigente.

Cuando se trate de obligaciones, además de la fecha de aprobación por parte de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera, en su caso, y de los datos relativos a la emisión, debería hacerse constar la información relativa a la admisión de acciones, excluidos, lógicamente, los datos relativos a la ampliación de capital.

CAPITULO III

Información de carácter general sobre la Sociedad

Se indicarán todas las características de la Sociedad, salvo las ya mencionadas en el capítulo primero, en especial razón y domicilio social, datos de constitución e inclusión en el registro, así como objeto social.

Se indicará, asimismo, los lugares donde puedan consultarse los estatutos sociales, estados contables y económico-financieros.

En lugar diferenciado tendrán lugar las referencias respecto al capital. Importe nominal suscrito y desembolsado, clases de acciones, características de dichas acciones y si existen o no autorizaciones para aumentar o emitir empréstito.

CAPITULO IV

Representación, gestión y control de la Sociedad

Se identificarán las personas que realizan funciones directivas, así como a los miembros del Consejo de Administración y administradores en general.

CAPITULO V

Perspectivas de la Sociedad

Actividades básicas de la Sociedad, centros de producción, mercados, inversiones más importantes realizadas en los últimos ejercicios y plantilla.

Se indicará la evolución de los negocios de la Sociedad en los últimos doce meses, indicando especialmente cifra de negocios, descripción de la tendencia más reciente y significativa en relación con la demanda, promoción, *stock* y costes, así como las perspectivas de la Sociedad.

CAPITULO VI

Informaciones económico-financieras sobre la Sociedad

Balances de situación comparados. Tres últimos ejercicios y fecha más próxima a la de la publicación del folleto.

Cuadro origen y aplicación de fondos. Tres últimos ejercicios.

Cuenta de Pérdidas y Ganancias. Tres últimos ejercicios y fecha más próxima a la de la publicación del folleto.

Distribución de beneficios. Tres últimos ejercicios.

La información anterior deberá presentarse de acuerdo al Plan General de Contabilidad o relativo al sector, caso de que dicho plan específico existiese.

ORDEN DE 26 DE SEPTIEMBRE DE 1986 POR LA QUE SE REGULA EL ACCESO AL REGISTRO ADMINISTRATIVO DE SOCIEDADES Y FONDOS DE CAPITAL RIESGO (*BOE* DE 4 DE OCTUBRE)

El artículo 15 del Real Decreto-ley 1/1986, de 14 de marzo, de medidas urgentes administrativas, financieras, fiscales y laborales, crea en el Ministerio de Economía y Hacienda el Registro Especial Administrativo de Sociedades y Fondos de Capital Riesgo.

Con el fin de facilitar el acceso de este nuevo tipo de entidades a los indicados Registros y, consiguientemente, a los mercados financieros, se dicta la presente Orden. Su fin es puramente procedimental, sin perjuicio de que el gobierno o el Ministerio de Economía y Hacienda, en base a la autorización contenida en el artículo 20 y la disposición adicional única del Real Decreto-ley 1/1986, de 14 de marzo, dicte las normas correspondientes sobre las entidades de Capital Riesgo.

Artículo 1.° *Autorización previa.*

1. Para la constitución de sociedades y fondos de Capital Riesgo será necesario, por parte de las personas o entidades promotoras de las sociedades y de las entidades gestoras y depositarias de los fondos, la obtención de la previa autorización administrativa del proyecto de estatuto o reglamento.

2. La solicitud se presentará ante la Dirección General del Tesoro y Política Financiera, correspondiendo la resolución al Ministro de Economía y Hacienda. Si la resolución fuese denegatoria deberá ser motivada, expresándose los defectos y omisiones que deban ser corregidos o subsanados en el proyecto de estatuto o reglamento.

La autorización previa se referirá exclusivamente al cumplimiento por el peticionario de la legislación especial que regula las Sociedades y Fondos de Capital Riesgo. Las autorizaciones que se otorguen serán vinculantes para la Administración, siempre que no se modifique la legislación aplicable, durante el plazo de una año, en el cual deberá constituirse la entidad.

Art. 2.° *Solicitud.*

1. La solicitud a que se refiere el artículo anterior irá acompañada de:

a) El proyecto de reglamento o estatuto con los contenidos mínimos señalados en los apartados siguientes.
b) Una Memoria suficientemente explicativa de los fines asignados a la proyectada institución de Capital Riesgo.
c) La relación de las personas que asumen las funciones de administradores y altos directivos de la Sociedad de Capital Riesgo o de la Sociedad gestora del fondo, en la que se reflejen sus actividades profesionales en los últimos tres años.

2. Los estatutos se ajustarán a lo dispuesto en la Ley de Sociedades Anónimas de 17 de julio de 1951, y en ellos se hará constar:

a) El objeto social, limitado exclusivamente a la promoción o fomento de sociedades no financieras mediante la participación temporal en su capital.
b) El propósito de la sociedad en orden a su cotización en el segundo mercado de las Bolsas Oficiales de Comercio.
c) Los criterios de valoración de los títulos y participaciones de su cartera.
d) La política de inversiones dentro de los límites del artículo 14 del Real Decreto-ley 1/1986, de 14 de marzo.

e) La posibilidad de que toda o parte de la gestión social se realice por un tercero, previo acuerdo de la junta general.

3. Los reglamentos de gestión de los fondos de Capital Riesgo contendrán, como mínimo y en lo que sea aplicable, dadas sus especiales características y su normativa especial, las especificaciones señaladas en el artículo 35 del Real Decreto 1.346/1985, de 17 de julio, para los Reglamentos de los Fondos de Inversión Mobiliaria.

Art. 3.º *Inscripción.*

La inscripción de las Sociedades y Fondos de Capital Riesgo se producirá en el plazo de veinte días, desde la presentación de la escritura pública, por resolución del director general del Tesoro y Política Financiera. Si existiesen divergencias entre el estatuto o reglamento incorporado en las escrituras y los que fueron objeto de autorización previa, se denegará la inscripción mediante comunicación a los promotores, comprensiva de los extremos que hayan sido objeto de modificación, pudiendo los interesados rectificar en el plazo de dos meses o bien solicitar expresamente una nueva autorización previa, de conformidad con lo previsto en el artículo primero.

Art. 4.º *Sociedades gestoras y depositarias.*

Las Sociedades gestoras de Fondos de Capital Riesgo go, previa presentación de las escrituras de constitución, se inscribirán en el Registro Especial Administrativo, por resolución del director general del Tesoro y Política Financiera.

La inscripción de los depositarios se producirá por la simple comunicación de los mismos a la Dirección General del Tesoro y Política Financiera, por la que se acepta la función de depositario de un determinado fondo de Capital Riesgo.

DISPOSICION FINAL

La presente Orden entrará en vigor el día de su publicación en el *Boletín Oficial del Estado.*

OPINIONES

EL CAPITAL RIESGO BUSCA SU OPORTUNIDAD

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

INTRODUCCION

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

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

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

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

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

ESTIMULOS FISCALES

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

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

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

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

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

La Administración se defiende. **José Miracle** considera que la regulación debe valorarse dentro del desarrollo normativo en materia fiscal que se produce en los meses anteriores, el cual restringe significativamente el margen de maniobra para la regulación del capital riesgo. «Es un paso más en la creación de un mercado institucional favorecedor de la creciente sofisticación y especialización de nuestros mercados financieros y, por consiguiente, de la dinamización de nuestra economía», responde **Claudio Aranzadi.** Aunque **Miguel Angel Feito** matice que «ha transcurrido muy poco tiempo para poder evaluar en qué medida serán capaces (los Reales Decretos 1/86 y 710/86) de conseguir los objetivos que se proponen». **Emilio José Mata** afirma que «de lo que se dispone en la actualidad es de una regulación inicial que, una vez desarrollada, permitirá poder definirse sobre la misma de una forma más concreta».

LAS MEJORAS POSIBLES

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

a) *Desde un punto de vista formal:*

- Mayor flexibilidad (**Ruiz Cabrero** y **Torres Picamal).**

- Rebajar el capital mínimo de constitución de las sociedades de capital riesgo, actualmente establecido en 200 millones de pesetas (**Torres Picamal).**

- No exigir a las entidades privadas que tengan que constituir sociedades con un mínimo de cinco socios y un máximo del 20 por 100 del capital o importe del fondo cada uno (**Bañares, Bergareche, López-Pinto, Torres Picamal).**

- Elevar la limitación en las empresas participadas del actual 30 por 100 a porcentajes más elevados, no superiores al 50 por 100 o al menos equipararlo al de las SODIS (**Bergareche),** o llegar hasta el 40 por 100 (**Loizaga).** Por la parte baja, no fijar el límite del 10 por 100 y dejarlo a la libre contratación para permitir una figura como la sindicación de acciones (**Bergareche).** Otros piden simplemente levantar los límites, como **López-Pinto** o **Torres Picamal. León Benelbas** es partidario de establecer un abanico entre el 5 y el 49 por 100.

- Reducir la exigencia de invertir el 75 por 100 de sus activos en títulos que no coticen en Bolsa y dar entrada a figuras afines, como obligaciones convertibles (**Bergareche)** y préstamos participativos o finalistas (**López-Pinto). León Benelbas** considera que ese porcentaje fuese in-

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

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

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

b) *Desde un punto de vista fiscal*

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

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

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

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

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

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

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

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

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

LOS CRITERIOS DE LA ADMINISTRACION

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

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

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

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

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

EL SEGUNDO MERCADO BURSATIL

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

Capital riesgo y tecnología también son dos conceptos que suelen ir bastante unidos. Las positivas experiencias industriales del Silicon Valley californiano y de la Ruta 128 de Boston, como recuerda **Ignacio Bañares,** han estado basadas frecuentemente en fórmulas de *venture capital.* Pero los expertos matizan este supuesto matrimonio. Invertir exclusivamente en empresas que desarrollen alta tecnología es un error para **Santiago Bergareche,** a cuenta de los altos riesgos que ello comporta: «Las sociedades de capital riesgo pueden ganar mucho dinero en desarrollos turísticos, en proyectos de distribución, en temas de alimentación...». **León Benelbas** piensa que si un desarrollo tecnológico, por muy interesante que sea para el país, no va a ofrecer unas plusvalías potenciales a los inversores, las sociedades de capital riesgo no deberían participar. **Xabier Alkorta** considera, por su parte, que la tecnología tiene unas «débiles expectativas de negocio» en España.

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

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

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

PYMES Y CAPITAL RIESGO

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

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

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

Las críticas se centran en la necesidad de que las SODIS actúen con criterios más selectivos y que no se conviertan en un «hospital de empresas». Pero ésta es una posición asumida en parte por la propia Administración. **Emilio José Mata** señala que las SODIS deben regirse por la idea estratégica de «toma de participaciones en negocios rentables». **Claudio Aranzadi** y **Miguel Angel Feito,** por su parte, insisten en el papel que han cumplido y cumplen las SODIS como generadoras de empleo en las zonas más afectadas por la reconversión industrial.

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

«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 modificaciones 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 tales 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 ampliaciones 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 proyecto 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 Determinados 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 Impuesto 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 capital*. 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 acciones 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 PEQUEÑAS 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 riesgo, 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 artículo 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 «crédito-riesgo».

«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 Rei-

no 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 sociedades 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, y 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 (PYMES) 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 Decreto-ley, éste fija excesivas limitaciones para la actividad del capital riesgo en España.

¿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 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 reglamentación 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-

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 subdirector 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 importantes 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 para que efectivamente se realicen las plusvalías y se cierre el ciclo de nuestra inversión.

«El segundo mercado es un proyecto en ciernes, que no ha cuajado todavía, aunque nosotros estamos muy interesados en él»

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. Históricamente 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 potenciales 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 deducción 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 directo 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 tecnológico.

¿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 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.

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

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 difícil 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 el negocio, cuente con sus normales fuentes de financiación y haya demostrado su viabilidad, es un capital riesgo. Cualquier *joint-venture* 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 estén, 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 intentando— 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.

COLABORADORES EN ESTE NUMERO

ALKORTA ANDONEGI, Xabier. Nació en San Sebastián. Licenciado en Ciencias Económicas por la Universidad de Bilbao. Profesor Mercantil. Presidente del Instituto Vasco de Estudios e Investigación. Presidente de Ibermática Norte, S. A. Director General de la Caja de Ahorros Municipal de San Sebastián.

ARANZADI MARTINEZ, José Claudio. Nació en Bilbao en 1946. Es Ingeniero industrial por la Escuela Superior de Ingenieros Industriales de Bilbao y Licenciado en Ciencias Económicas por la Universidad de París I, Pantheon Sorbonne. Cursó estudios de postgraduado en la Universidad de París I. Trabajó entre 1976 y 1978 en el Servicio de Estudios del Ministerio de Industria. En 1978 ingresó en el Servicio de Estudios del Banco de Vizcaya. Posteriormente prestó sus servicios como adjunto en la Asesoría Económica del Grupo Bancaya. En 1982 fue nombrado Jefe del Gabinete Técnico del Ministerio de Industria y Energía y, en 1984, Vicepresidente del INI. Desde 1986 ocupa el cargo de Presidente del Instituto Nacional de Industria.

BAÑARES SANZ, Ignacio. Nació en Huesca. Tiene cincuenta y un años. Es Intendente Mercantil y ha ejercido de censor jurado de cuentas y de inspector de Hacienda en Huesca y Barcelona. Ha realizado una larga trayectoria como Agente de Cambio y Bolsa de Barcelona. En 1977 formó parte, en representación de la Bolsa de Barcelona, de la Comisión para el Estudio de la Reforma del Mercado de Valores. En diversos períodos de su vida profesional, entre 1975 y 1976, ha pertenecido a la Junta Sindical de dicha Bolsa y en 1979 asumió el cargo de Tesorero; en 1980 fue nuevamente vocal. En enero de 1986 fue elegido Síndico-Presidente de la Bolsa de Barcelona, cargo que abandonó en enero de 1987.

BENELBAS, León. Tiene treinta y cinco años. Es Doctor en Ciencias Económicas por la Universidad de Barcelona. Ha cursado estudios postdoctorales en la Universidad de California, en Berkeley, donde fue Lecturer y Research Fellow entre 1980 y 1983. Ha sido profesor de Economía en la Universidad de Barcelona (1974-79) y Subdirector General de Planificación Económica (1983-86); ha formado parte de los Consejos de Administración del Banco de Crédito Agrícola y de Hispanoil, así como del Consejo de Redacción de la revista *Investigaciones Económicas;* Consejero y Director General de la Sociedad Gestora de Fomento Empresarial, S. A. Recientemente ha sido nombrado Director General de Seguros del Ministerio de Economía y Hacienda.

BERGARECHE BUSQUET, Santiago. Nació en Bilbao en 1945. Licenciado en Derecho y Ciencias Económicas por la Universidad de Deusto. Su experiencia profesional se ha desarrollado en el grupo Banco de Vizcaya y, principalmente, en las áreas internacional, grandes empresas, y pequeñas y medianas empresas. Ha sido Director de la sucursal de Londres del Banco de Vizcaya, Director de los servicios centrales de comercio exterior y Director de grandes empresas en la misma entidad bancaria. Actualmente es Director General de la Sociedad Bancaya de Promoción empresarial y, al mismo tiempo, ocupa los cargos de Vicepresidente primero de la Asociación Española de Empresas de Capital Riesgo (ASCRI), miembro de la junta directiva de la European Venture Capital Association (EVCA) y miembro del Consejo de Administración de France-Espagne Investissements.

FEITO HERNANDEZ, Miguel Angel. Nació en Madrid hace treinta y siete años. Es Licenciado en Ciencias Económicas y tiene estudios de postgraduado en las Universidades de París I, Manchester y Complutense de Madrid. Profesor encargado de curso en el Departamento de Política Económica de la Universidad Complutense de Madrid. Técnico comercial del Estado. Ha desempeñado diferentes puestos en el Instituto de Reforma de las Estructuras Comerciales (IRESCO) y en la Dirección General de Política Arancelaria e Importación (Secretaría de Estado de Comercio). El 30 de diciembre de 1982 fue nombrado Director General de Industrias Químicas, de la Construcción, Textiles y Farmacéuticas, del Ministerio de Industria y Energía. El 1 de agosto de 1986 fue nombrado Subsecretario del Ministerio de Industria y Energía, cargo que desempeña en la actualidad.

GARCIA-POZUELO BONALES, Manuel. Nacido en Argamasilla de Calatrava (Ciudad Real), de treinta y dos años de edad. Licenciado en Derecho por la Universidad de Deusto. Cursó estudios de Ciencias Empresariales en ICADE. En 1983 ingresó en el Cuerpo Superior de Inspectores Financieros y Tributarios del Estado, desempeñando funciones inspectoras en la Delegación de Hacienda de Ciudad Real y Junta de Comunidades de Castilla-La Mancha. Desempeñó la jefatura del Servicio de Banca e Instituciones Financieras en la Dirección General del Tesoro y Política Financiera. En la actualidad es Jefe de Estudios de la Escuela de Hacienda Pública.

LOIZAGA VIGURI, José María. Nació en Bilbao en 1936. Profesor Mercantil. Desarrolló sus primeros años profesionales en el Banco de Vizcaya, ocupando distintos puestos de responsabilidad. Ha sido Director General de Zardoya, S. A.; Vicepresidente y Consejero Delegado de Zardoya Otis, S.A.; Vicepresidente de Area de Otis Elevator; Presidente de STIGLER OTIS en Italia; Consejero de Otis Internacional Inc.; Consejero Delegado de Edificadora Española, S. A.; Consejero-Director General del Banco Hispano Industrial; Presidente de Iberdealer; Vicepresidente, en funciones de Presidente y Consejero Delegado de Banco Unión; Consejero Delegado del Banco Urquijo y Consejero Delegado del Banco Urquijo Unión. Fue fundador de Consultores de Dirección Asociados y de Mercapital, siendo en la actualidad Presidente de esta última. Asimismo, es Vicepresidente de Zardoya Otis; Consejero de Mecanismos Industriales (del Grupo United Technologies); Presidente de Ibérica de Contadores y Materiales de Precisión, S. A.; Vicepresidente de Corporación Alimentaria Ibérica y Presidente de Ahorro y Crédito Hipotecario.

LOPEZ-PINTO RUIZ, Victoriano. Licenciado en Ciencias Económicas por la Universidad de Madrid y el Instituto Superior de Administradores de Empresas (IESE). Ha sido el fundador y primer Director General de Eurobuilding, S. A. También ha desempeñado el cargo de Director de Desarrollo Regional del Instituto Nacional de Industria (INI). Es Presidente ejecutivo de una sociedad cuyo objeto social es la fabricación de motores para la navegación marítima. Es Director General de Sefinnova y Presidente de la Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo (ASCRI). Su dilatada experiencia profesional en el campo de la innovación tecnológica le ha llevado a examinar una cantidad muy considerable de sociedades con contenidos innovadores importantes y ha intervenido en más de 3.000 proyectos que han dado lugar a la creación o implantación de más de 300 empresas.

MARMOLEJO OÑA, Cristóbal. Nació en 1955 en Málaga. Es Licenciado en Derecho, habiendo ocupado, desde 1982, diversos puestos en el Ministerio de Economía y Hacienda. Como inspector Financiero y Tributario del Estado ha desarrollado actuaciones inspectoras, especialmente del Impuesto sobre Sociedades, en diversas Delegaciones de Hacienda. Posteriormente ha ocupado el puesto de Jefe de Servicio de Instituciones de inversión colectiva. Actualmente es el Jefe de la Misión Española en el «Inter-American Center of Tax Administrators (CIAT)»

MARTI PELLON, José. (Santander, 1961). Doctor en Ciencias Económicas y Empresariales por la Universidad Complutense de Madrid. Cursó sus Estudios de licenciatura en el CUNEF, obtenido el Premio Cubillo Valverde al mejor expediente académico de las Facultades de CCEE y EE de Madrid, en su tercera edición (1985). Ha sido beneficiario de las becas de investigación de la Fundación Fondo para la Investigación Económica y Social. Está especializado en temas relacionados con la financiación mediante *venture capital*. En la actualidad es profesor del Departamento de Economía Financiera de la Universidad Complutense de Madrid.

MATA GALAN, Emilio José. Nació en Boltaña (Huesca) en 1950. Licenciado en Ciencias Económicas por la Universidad de Barcelona en 1972. Realizó estudios de postgraduado en la especialidad de Estadística e Investigación Operativa en la Escuela Técnica Superior de Ingenieros Industriales de Barcelona y en el Bureau Universitaire de Recherche Operationnelle de la Universidad de París, VII. Es profesor de Teoría Económica en la Universidad de Barcelona y cuenta con experiencia en la empresa privada, especialmente en las áreas de gestión de compras y administración. Economista del Estado en 1980 y, posteriormente, responsable de las líneas de Fomento Regional de las Empresas. Ha sido Consejero de diferentes empresas relacionadas con el suelo industrial, la promoción de empresas y la banca oficial. Ha desempeñado el cargo de Subdirector General de Acción Territorial del Ministerio de Economía y Hacienda, y en la actualidad es Director General de Incentivos Económicos Regionales de dicho Ministerio.

MIRACLE GOMEZ, José. Nació en Madrid en 1951. Es Economista, Inspector de Finanzas del Estado y profesor de la Escuela de la Hacienda Pública. Ha sido Subdirector General del Impuesto sobre Sociedades y Subdirector General de la Tributación de las Operaciones Financieras del Ministerio de Economía y Hacienda. En la actualidad es Asesor del Secretario de Estado de Economía en materia de Planes y Fondos de Pensiones.

NAVARRO, Manuel. Nació en Madrid en 1945. Titulado en la Escuela Oficial de Periodismo de Madrid. Estudios de postgraduado en las facultades de Ciencias Políticas y Económicas de la Universidad de Madrid y en la Sorbona de París. Comenzó su vida profesional en 1974 y, desde esa fecha, ha trabajado en diversos medios especializados en información económica. Actualmente desempeña el cargo de jefe de la sección de Economía y Trabajo del diario *El País*.

PANERO FLOREZ, Angel. Nació en León hace cincuenta y un años. Empresario y Arquitecto Técnico, realizó sus estudios de Bachillerato en el colegio de los PP. Agustinos de León y en la Escuela Superior de Arquitectura de Madrid. Ejerce, entre otras, las siguientes responsabilidades de representación empresarial: Presidente de la Confederación Española de la Pequeña y Mediana Empresa (CEPYME), miembro del comité ejecutivo de la Confederación Española de Organizaciones Empresariales (CEOE), miembro del comité ejecutivo de la Asociación Latinoamericana de Pequeña y Mediana Empresa, miembro del comité presidencial de la Unión Europea del Artesanado y de la Pequeña y Mediana Empresa (UEAPME), miembro del Pleno de la Cámara de Comercio e Industria de León. En el campo profesional desempeña, entre otros, los siguientes cargos: Director gerente de una empresa constructora, Vicepresidente del consejo de administración de un laboratorio de investigación y ensayos de la construcción, Vicepresidente de una sociedad de fabricación de hormigón. Ha desempeñado los siguientes cargos de representación y profesionales: presidente de la Federación Leonesa de Empresarios (FELE), Presidente de la Confederación Empresarial de Castilla y León (CECALE), consejero de la Confederación Nacional de la Construcción (CNC), Presidente de la Asociación Provincial de Edificación y Obras Públicas de León, miembro de la junta directiva de la Asociación de Editores de Diarios Españoles(AEDE), Presidente del Club de Fútbol Cultural y Deportiva Leonesa, Presidente de *El Diario de León*, y Presidente de Antena 3 de León, S. A.

RUIZ CABRERO, Jaime. Nació en Madrid en 1948. Licenciado en Derecho. Corredor de Comercio en excedencia. Agente de Cambio y Bolsa en la Bolsa de Barcelona desde 1975. Hasta enero de 1986 ocupó el cargo de Síndico-Presidente de la Bolsa de Barcelona.

TORRES PICAMAL, Juan. Nació en 1935. Intendente mercantil y diplomado en PADE por el IESE. Censor jurado de cuentas. Inició su vida profesional en el Banco Hispano Americano en 1952. En 1954 inició una primera etapa de nueve años en la Caja de Barcelona, hasta 1963. Después de haber desarrollado el cargo de consultor de empresas durante seis años en Ingenieros Consultores, S. A., en 1969 pasó al Banco Industrial de Cataluña (BIC) en la etapa inicial de esa entidad. En 1977 dejó el BIC, donde ocupaba el cargo de Subdirector general, para volver a la Caja de Barcelona como Subdirector de financiación de empresas. En 1978 pasó a ocupar la Subdirección de Inversiones y, en 1979, asumió la Subdirección general de operaciones, con cargo de Subdirector General. En 1980 pasó a la Subdirección General de inversiones e inmovilizado; en 1981 a la dirección del área de administración general y, posteriormente, a la del área económico-financiera. En 1983 fue nombrado Director del área de productos y servicios financieros. A partir de febrero de 1984 fue Director del área de clientes institucionales hasta el 23 de enero de 1986, en que fue nombrado Director General de la entidad, que es el cargo que ocupa actualmente.

USANO CRESPO, Dionisio. Nacido en Madrid en 1945. Economista. Inspector financiero y tributario del Estado. Ha desempeñado funciones de inspección en Soria y Madrid y posteriormente diversos puestos en la Dirección General de Tributos. Asesor en el Gabinete del Ministro de Economía y Hacienda (1984-85). Subdirector en la Escuela de la Hacienda Pública. Subdirector General de Entidades Financieras. Actualmente es Subdirector General de Legislación y Política Financiera.

ZANCADA PEINADO, Fermín. En 1962 se licenció en Derecho. Durante 1967 y 1968 fue Jefe del Departamento Fiscal de Iberia, Líneas Aéreas. En 1969 ingresó, por oposición, en el hoy denominado Cuerpo de Inspectores de Finanzas del Estado, habiendo sido destinado, sucesivamente, en la Delegación de Hacienda de Baleares, Instituto de Estudios Fiscales, Secretaría General Técnica (relaciones fiscales internacionales), Delegación de Hacienda de Madrid, Inspección Financiera y Dirección General del Tesoro y Política Financiera, en donde fue nombrado Subdirector General de Entidades Financieras y Subdirector General de Financiación Interior y Mercado de Capitales, puesto que hoy ostenta con la nueva denominación de Subdirección General de Instituciones y Mercados Financieros. Ha colaborado en el Instituto de Estudios Fiscales en varios trabajos, habiendo publicado artículos en *Crónica Tributaria* y *Hacienda Pública Española*, principalmente. Ha sido profesor en la Escuela de Inspección Financiera y Tributaria.

CAJAS DE AHORROS CONFEDERADAS

CAJA DE AHORROS PROVINCIAL DE ALBACETE
ALBACETE

CAJA DE AHORROS DE ALICANTE Y MURCIA
ALICANTE

CAJA DE AHORROS PROVINCIAL DE ALICANTE
ALICANTE

MONTE DE PIEDAD Y CAJA DE AHORROS DE ALMERIA
ALMERIA

CAJA DE AHORROS Y PRESTAMOS DE ANTEQUERA
ANTEQUERA (MALAGA)

CAJA DE AHORROS DE AVILA
AVILA

MONTE DE PIEDAD Y CAJA GENERAL DE AHORROS DE BADAJOZ
BADAJOZ

CAJA DE BARCELONA
BARCELONA

CAJA DE PENSIONES PARA LA VEJEZ Y DE AHORROS DE CATALUÑA Y BALEARES
BARCELONA

CAJA DE AHORROS DE CATALUÑA
BARCELONA

CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD MUNICIPAL DE BILBAO
BILBAO

CAJA DE AHORROS VIZCAINA
BILBAO

CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DEL CIRCULO CATOLICO DE OBREROS DE BURGOS
BURGOS

CAJA DE AHORROS MUNICIPAL DE BURGOS
BURGOS

CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DE CACERES
CACERES

CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DE CADIZ
CADIZ

CAJA DE AHORROS Y PRESTAMOS DE CARLET
CARLET (VALENCIA)

CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DE CASTELLON
CASTELLON

CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DE CEUTA
CEUTA

MONTE DE PIEDAD Y CAJA DE AHORROS DE CORDOBA
CORDOBA

CAJA PROVINCIAL DE AHORROS DE CORDOBA
CORDOBA

CAJA DE AHORROS DE GALICIA
LA CORUÑA

CAJA DE AHORROS DE CUENCA Y CIUDAD REAL
CUENCA

CAJA DE AHORROS PROVINCIAL DE GIRONA
GIRONA

CAJA GENERAL DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DE GRANADA
GRANADA

CAJA PROVINCIAL DE AHORROS DE GRANADA
GRANADA

CAJA DE AHORROS PROVINCIAL DE GUADALAJARA
GUADALAJARA

CAJA PROVINCIAL DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DE HUELVA
HUELVA

CAJA PROVINCIAL DE AHORROS DE JAEN
JAEN

CAJA DE AHORROS DE JEREZ DE LA FRONTERA
JEREZ DE LA FRONTERA (CADIZ)

CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DE LEON
LEON

CAJA PROVINCIAL DE AHORROS DE LA RIOJA
LOGROÑO

CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DE MADRID
MADRID

CAJA DE AHORROS PROVINCIAL DE MALAGA
MALAGA

CAJA DE AHORROS COMARCAL DE MANLLEU
MANLLEU (BARCELONA)

CAJA DE AHORROS DE MANRESA
MANRESA (BARCELONA)

CAJA DE AHORROS LAYETANA
MATARO (BARCELONA)

CAJA DE AHORROS PROVINCIAL DE MURCIA
MURCIA

CAJA DE AHORROS
Y MONTE DE PIEDAD DE ONTENIENTE
ONTENIENTE (VALENCIA)

CAJA DE AHORROS PROVINCIAL DE ORENSE
ORENSE

CAJA DE AHORROS DE ASTURIAS
OVIEDO

CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DE PALENCIA
PALENCIA

CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DE LAS BALEARES
PALMA DE MALLORCA

CAJA INSULAR DE AHORROS DE CANARIAS
LAS PALMAS DE GRAN CANARIA

CAJA DE AHORROS
Y MONTE DE PIEDAD MUNICIPAL DE PAMPLONA
PAMPLONA

CAJA DE AHORROS DE NAVARRA
PAMPLONA

CAJA DE AHORROS DE PLASENCIA
PLASENCIA (CACERES)

CAJA DE AHORROS DE POLLENSA
POLLENSA (BALEARES)

CAJA DE AHORROS PROVINCIAL DE PONTEVEDRA
PONTEVEDRA

MONTE DE PIEDAD Y CAJA DE AHORROS DE RONDA
RONDA (MALAGA)

CAJA DE AHORROS DE SABADELL
SABADELL (BARCELONA)

CAJA DE AHORROS Y SOCORROS DE SAGUNTO
SAGUNTO (VALENCIA)

CAJA DE AHORROS
Y MONTE DE PIEDAD DE SALAMANCA
SALAMANCA

CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD MUNICIPAL
DE SAN SEBASTIAN—DONOSTIAKO AURREZKI KUTXA MUNICIPALA
SAN SEBASTIAN (GUIPUZCOA)

CAJA DE AHORROS PROVINCIAL DE GUIPUZCOA
SAN SEBASTIAN

CAJA GENERAL DE AHORROS DE CANARIAS
SANTA CRUZ DE TENERIFE

CAJA DE AHORROS DE SANTANDER Y CANTABRIA
SANTANDER

CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DE SEGORBE
SEGORBE (CASTELLON)

CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DE SEGOVIA
SEGOVIA

MONTE DE PIEDAD Y CAJA DE AHORROS DE SEVILLA
SEVILLA

CAJA DE AHORROS PROVINCIAL SAN FERNANDO DE SEVILLA
SEVILLA

CAJA GENERAL DE AHORROS Y PRESTAMOS DE LA PROVINCIA DE SORIA
SORIA

CAJA DE AHORROS PROVINCIAL DE TARRAGONA
TARRAGONA

CAJA DE AHORROS DE TERRASSA
TERRASSA (BARCELONA)

CAJA DE AHORROS PROVINCIAL DE TOLEDO
TOLEDO

CAJA DE AHORROS DE TORRENT
TORRENT (VALENCIA)

CAJA DE AHORROS DE VALENCIA
VALENCIA

CAJA DE AHORROS PROVINCIAL DE VALENCIA
VALENCIA

CAJA DE AHORROS POPULAR DE VALLADOLID
VALLADOLID

CAJA DE AHORROS PROVINCIAL DE VALLADOLID
VALLADOLID

CAJA DE AHORROS MUNICIPAL DE VIGO
VIGO (PONTEVEDRA)

CAJA DE AHORROS DEL PENEDES
VILAFRANCA DEL PENEDES (BARCELONA)

CAJA DE AHORROS
Y MONTE DE PIEDAD DE LA CIUDAD DE VITORIA
VITORIA

CAJA PROVINCIAL DE AHORROS DE ALAVA
VITORIA

CAJA DE AHORROS PROVINCIAL DE ZAMORA
ZAMORA

CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DE ZARAGOZA
ZARAGOZA

CAJA DE AHORROS DE LA INMACULADA
ZARAGOZA

PAPELES DE ECONOMIA ESPAÑOLA

ULTIMOS NUMEROS PUBLICADOS

Núm. 19: El Sistema Financiero del Futuro

Núm. 20: La Nueva Cara de la Historia Económica de España

Núm. 21: Los Ajustes a la Crisis de la Economía Española

Núm. 22: Empresarios, Sindicatos y Marco Institucional

Núm. 23: Déficit Público: la Experiencia Española

Núm. 24: El Déficit Público en las Economías Occidentales

Núm. 25: La Nueva CEE. La Perspectiva desde España

Núm. 26: Empleo y Paro

Núm. 27: Economía Años Ochenta: Hechos, Ideas (I)

Núm. 28: Economía Años Ochenta: Hechos, Ideas (II)

Núm. 29: Economía Minera Española

Núm. 30/31: Opciones Fiscales de los Ochenta

Núm. 32: Sistema Financiero: Situación Actual

«PAPELES DE ECONOMIA ESPAÑOLA»
Juan Hurtado de Mendoza, 14. 28036 Madrid. Teléf. 250 44 00.

BOLETIN DE SUSCRIPCION

AÑO 1986

☐ Número suelto ..... 1.800 (*)
☐ ☐ Suscripción números 26, 27, 28 y 29 ..... 4.823 (*)
☐ Extranjero 5.700

AÑO 1987

☐ Número suelto 30/31 ..... 2.850 (*)
☐ ☐ Número suelto 32 ..... 1.800 (*)
☐ ☐ Suscripción números 30, 31, 32 y 33 ..... 5.300 (*)
☐ Extranjero 6.200

(*) Incluido 6 % I.V.A.

El pago lo efectuaré:
☐ Contra reembolso del primer envío ☐ Giro postal Núm. ..... ☐ Talón bancario adjunto.
☐ Domiciliación bancaria (facilítenos sus datos y autorización en hoja aparte)

Nombre o Razón Social .....
Actividad o Departamento .....
Domicilio ..... Teléfono .....
Ciudad ..... D.P. ..... Provincia o país .....
Fecha .....

Firma o sello,