

---

# PERSPECTIVAS del SISTEMA FINANCIERO

67

## El capital riesgo en España

---



FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS CONFEDERADAS  
PARA LA INVESTIGACIÓN ECONÓMICA Y SOCIAL

---

# Introducción

La Ley 1/1999, de 5 de enero, reguladora de las entidades de capital-riesgo y de sus sociedades gestoras ha supuesto una excelente oportunidad para volver sobre un tema que hace ya más de diez años (nº 20/1987) atrajo la atención de PERSPECTIVAS.

El capital-riesgo o capital-inversión, como muchos prefieren denominarlo en la actualidad, se podría definir como aquella actividad financiera que provee de recursos a empresas que, por la naturaleza del sector en que trabajan o por sus características especialmente innovadoras, encuentran dificultades para acceder a los canales usuales de financiación. Las entidades que están dispuestas a invertir en estas empresas buscan la consecución del beneficio a través de la generación de plusvalías, una vez que la empresa receptora de la inversión ha consolidado su posición en el mercado. La entidad inversora no aspira a convertirse en un socio permanente, sino a apoyar el lanzamiento de la empresa, realizar la plusvalía de su inversión y buscar nuevas colocaciones que sean susceptibles de generar rendimiento. En este sentido, la denominación capital-riesgo cobra su pleno sentido, porque es justamente en el momento del inicio de la actividad cuando las incertidumbres sobre el futuro de la empresa asumen mayor importancia. Tratando de restar dramatismo a esta situación, la expresión capital-inversión pondera como elemento básico la implicación directa del financiador, que toma una participación en el capital, no limitándose a desempeñar el papel del prestamista.

Los rasgos definitorios de estas actividades y los problemas que plantean son el objeto de este número de PERSPECTIVAS, a la luz de la experiencia pasada y del significado de la nueva regulación normativa.

¿Cuáles son esas características definitorias? Dos trabajos tratan de dar cumplida respuesta a este interrogante. El primero, de **Francisco Alcalá Olid**, se

ocupa de describir el procedimiento operativo de gestión de los intermediarios del capital-riesgo en España.

Las especiales características de la inversión en capital-riesgo se ponen de manifiesto en este procedimiento, desde su inicio hasta su finalización. Y no sólo porque el proceso selectivo de aquellos proyectos en los que se decida invertir hayan de tener cuenta las expectativas de beneficio, sino porque la propia especialización del inversor exige que el proyecto se adecue a sus específicos planteamientos inversores. Más aún, la entidad inversora sigue normalmente de manera activa su inversión, mediante un contacto, más o menos próximo, con la empresa participada y en función del genérico planteamiento de su política de inversiones. El seguimiento de la inversión puede suponer, a su vez, una importante ayuda para la empresa participada no sólo en la medida en que permite asesorarla en cuanto a su propia organización, sino también porque permite detectar, cuando aún son solubles, posibles problemas en la gestión. La última fase del ciclo, la desinversión mediante la enajenación de las participaciones, es la culminación del proceso. Si ha habido éxito, es el momento en que se materializa la plusvalía conseguida, dando entrada a otros inversores y generando recursos para emprender una nueva tarea de apoyo a empresas innovadoras. Sus problemas específicos la hacen merecedora de una atención especial, mediante la articulación de mercados en los que se haga posible la negociación de estos valores. A ellos se dedica otro trabajo de este número.

**José Martí Pellón**, quizá el autor español que mayor atención haya dedicado al capital-riesgo en España, ofrece en su trabajo una panorámica general de su evolución. La iniciación del proceso, marcada por una significativa participación pública, fue seguida, en el período 1987-1991, por la entrada de los operadores internacionales, caracterizada porque éstos no invierten sus propios recursos, sino que promueven la

constitución de fondos, que se encargan de gestionar. Tras un período de ralentización, los dos últimos años anticipan un cambio de la tendencia, consecuencia fundamentalmente de la introducción de la moneda única europea y la expansión de la economía española. El autor vaticina la existencia de otra oportunidad para el capital-riesgo: la necesidad de aumentar la dimensión de las empresas españolas para su supervivencia en el mercado interior europeo.

**Manuel Martín Rodríguez y Francisco Javier Sáez Fernández** centran su atención en el apoyo recibido por el capital-riesgo en la política empresarial de la Unión Europea. Los distintos programas plurianuales a favor de la PYME y otras políticas comunitarias reflejan una creciente preocupación de la Unión Europea por la financiación de las PYME y, en particular, por el fomento de las actividades de capital-riesgo. Especial atención se presta a la articulación de mercados en los que puedan negociarse los valores representativos de este especial tipo de empresas: empresas pequeñas y medianas, innovadoras y con un alto potencial de crecimiento que, obviamente, también conllevan un diferente grado de riesgo que aquellas otras que se encuentran consolidadas en los mercados. Para ellas se han creado dos importantes mercados europeos: el EASDAQ y EURO.NM. El espectacular desarrollo de estos dos mercados en sus escasos tres años de vida no debe, sin embargo, hacer olvidar la distancia que separa a la Unión Europea del mercado NASDAQ norteamericano. Queda aún un muy largo camino por recorrer en esta materia.

Un elemento vital para el desarrollo satisfactorio del capital-riesgo es, sin duda, la fiscalidad. La inversión en capital-riesgo se basa en la generación, primero, y en la materialización, después, de plusvalías o ganancias de capital a través de la enajenación de los valores de las empresas participadas, cuando éstas han alcanzado el suficiente grado de madurez. Se espera obtener importantes plusvalías, pero asimismo se afronta un no menos serio peligro de pérdidas. Es, pues, en un adecuado tratamiento fiscal de la plusvalía en el que, lógicamente, se habrá de poner una

atención especial. **Ernesto Eseverri y Clotilde Martín Pascual** efectúan un minucioso recorrido por las distintas disposiciones –desde el Real Decreto-Ley 1/1986 hasta la reciente Ley 1/1999– que han ido regulando las especialidades tributarias del capital-riesgo, y que han supuesto las ventajas concedidas en los Impuestos sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados, el Impuesto sobre el Valor Añadido y el Impuesto sobre Sociedades, lamentando que no se hayan articulado medidas en los impuestos sobre la renta que primen la inversión en capital riesgo para atraer hacia este sector mayores tasas de ahorro.

El último de los artículos que integran este número se ocupa del análisis de la Ley 1/1990. **Agustín Madrid Parra** ofrece una visión general –y exhaustiva– de la nueva regulación de estas entidades, regulación a través de la cual se pretende conseguir un marco jurídico estable que permita su desenvolvimiento futuro de manera más segura que hasta el momento presente, al resguardo de las continuas alteraciones que había venido sufriendo durante los años precedentes.

Se incluye después, en apéndice legislativo, la más reciente normativa reguladora del capital-riesgo, para facilitar su consulta y manejo por quienes puedan estar interesados.

Es práctica habitual en PERSPECTIVAS que al análisis económico y legal se añada, siquiera sea brevemente, el punto de vista de los profesionales y de los expertos respecto de la situación real del tema que se aborda en cada uno de sus números. En esta ocasión, han sido consultados **José María Losada**, Presidente de ASCRI; **Oscar Martínez-Cubells Leyun**, Director de Inversiones de Ahorro Corporación Desarrollo, S.A.; **Javier Loizaga Jiménez**, Socio Director de Mercapital Servicios Financieros; **José Angel Sarasa Urtasun**, Consejero Delegado de Baring Private Equity Partners España, S.A. y Senior Partner de BPEP Limited, y **Joan Carbonell Bruix**, Director General de Catalana d'Iniciatives. Todos ellos cuentan con una experiencia probada en el sector, por lo que sus opiniones merecen ser seriamente consideradas por los lectores.

# La gestión del capital-riesgo en España

Francisco Alcalá Olid

## I. INTRODUCCIÓN

La evolución experimentada, a lo largo de los últimos decenios, por parte del sistema financiero en general se ha traducido en la aparición de nuevos intermediarios especializados en operaciones y/o mercados concretos que tradicionalmente, y aún hoy en muchos casos, pertenecían al campo de actividad del sistema bancario, que se ha constituido en el principal proveedor de flujos crediticios destinados a la financiación de lo que denominamos economía real y, consecuentemente, le ha permitido desempeñar un papel clave en la generación e impulso de actividades productivas y, por ende, de inversión y empleo.

Esta dependencia del sistema bancario en lo relativo a la obtención de financiación ajena es especialmente significativa en el caso de las empresas de reducida dimensión. Las pequeñas y medianas empresas (en adelante PYME), agentes claves para el crecimiento de la economía, se han encontrado en una situación de debilidad relativa frente a las de gran tamaño, como consecuencia de las mayores dificultades que habitualmente tienen para obtener recursos ajenos (ante la ausencia de fondos propios, especialmente en las etapas iniciales del desarrollo de su actividad) por una vía distinta del endeudamiento bancario, en el que, además, están en desventaja en relación con las condiciones que obtienen las grandes empresas.

Las características propias de las PYME determinan, consecuentemente, que los recursos los obtengan básicamente a través de la autofinanciación y del crédito bancario a corto plazo –puesto que el acceso a otras fuentes, como los mercados de valores, el sector exterior o el crédito a medio y largo plazo, es habitualmente complejo para buena parte de este tipo de empresas–, lo que se traduce en una estructura financiera alejada de la ideal.

En definitiva, la escasez de recursos permanentes se convierte en uno de los principales condicionantes de la estructura financiera de las PYME. En este contexto, las entidades de capital-riesgo (en lo sucesivo ECR) se constituyeron en sus orígenes como instituciones financieras que venían a subsanar esa deficiencia de capitales propios, asumiendo un mayor riesgo que el sistema bancario tradicional a través de la aportación de capitales de riesgo, y no de capitales de deuda; esto es, las ECR se implican más como inversor que otros intermediarios financieros, puesto que la rentabilidad que finalmente obtengan estará condicionada por la evolución de la empresa participada (la financiada por la entidad) y, consecuentemente, se preocupan de su marcha de una forma bastante diferenciada de aquellas otras instituciones que, en realidad, desempeñan exclusivamente el papel de prestamista.

El objetivo central de este trabajo consiste en analizar cuál es el procedimiento operativo de gestión de los intermediarios del capital-riesgo (1) en España. Para ello, tras esta breve introducción, realizaremos un estudio del denominado ciclo de financiación del capital-riesgo, esto es, cómo se establece el contacto entre el intermediario y la empresa participada y cómo se concluye la relación entre ambos agentes. En el tercer apartado, analizaremos las principales variables que determinan la inversión en capital-riesgo, aportando algunas de las principales diferencias operativas que se producen entre las ECR existentes en el sector para, finalmente, destacar las conclusiones más significativas que se derivan de lo anteriormente expuesto.

## II. EL CICLO DE FINANCIACIÓN DEL CAPITAL-RIESGO

Las características propias de la financiación a través del capital-riesgo (provisión de recursos a medio

y largo plazo con carácter temporal a empresas no financieras vía diversos instrumentos financieros) se encuentran detrás de las causas que determinan una singular operativa en las actuaciones que constituyen el objeto social de estas entidades (2). Las características referidas que definen la actividad de capital-riesgo pueden sintetizarse de la siguiente forma (Alcalá Olid, 1995): a) se articula mediante la toma de participación en el capital social de la empresa demandante de recursos financieros, normalmente a través de la compra de acciones (3); b) el precio –en términos económicos– para la sociedad receptora de los recursos es casi nulo, pues se limita a dejar entrar en su accionariado a la ECR, bien mediante la venta de acciones ya existentes, bien –en la mayoría de las ocasiones– a través de la venta o cesión de derechos de suscripción correspondientes a acciones nuevas, emitidas con esta finalidad. La sociedad participada, no obstante, suele hacerse cargo de todos los costes que ocasiona la entrada de la entidad inversora en el capital de aquélla, como pueden ser los honorarios de los fedatarios públicos que deban intervenir, los asesores jurídicos, los gastos fiscales, etc.; c) habitualmente las empresas destinatarias de la inversión son PYME, por su mayor potencialidad de crecimiento (4) y capacidad de innovación, ya sea de producto, de proceso o de mercado; d) aunque en sus orígenes el capital-riesgo proveía de recursos financieros a empresas en estadios iniciales de su desarrollo, fases de semilla (*seed*) o arranque (*start-up*), en la actualidad la orientación de las aportaciones se dirige cada vez en mayor medida hacia empresas más consolidadas (5); e) la ECR asume unos riesgos superiores a los que normalmente está dispuesta a asumir cualquier entidad crediticia, puesto que no existe garantía para recuperar los fondos invertidos; f) la contrapartida básica de este tipo de inversiones es la obtención de plusvalías por la venta de la participación que posee la entidad de capital-riesgo.

En este punto es preciso señalar, siguiendo a la Asociación Europea de Capital-Riesgo –European Venture Capital & Private Equity Association (EVCA)– en su informe anual de 1991 (EVCA, 1992), que la principal diferencia entre el capital-riesgo y tomar dinero a préstamo consiste en que en el primer caso la recuperación de los recursos prestados no está garantizada; el inversor en *venture capital* asume el riesgo del fracaso en las mismas condiciones que el resto de accionistas. Los bancos y otras entidades financieras obtienen la remuneración de sus inversiones a través de la devolución del principal y del pago de unos intereses, o bien mediante las garantías que aportan los prestatarios. Por su parte, las ECR son partícipes de la actividad y son remuneradas sólo

en el caso de que la empresa participada obtenga beneficios, tal y como el resto de accionistas, es decir, mediante la obtención de plusvalías por venta de su participación o vía la percepción de dividendos. De igual modo, es necesario establecer una clara distinción entre esta actividad y la inversión mobiliaria (léase, por ejemplo, la compra de acciones en Bolsa). En este sentido, aunque ambas entrañan un determinado nivel de riesgo, esta última no lleva asociado un compromiso de mejorar la situación de la empresa ni tampoco de asesorarla en el campo de la gestión, lo que sí ocurre en el capital-riesgo.

Lo anteriormente expuesto justifica que el proceso de financiación de una empresa a través del capital-riesgo cuente con unas peculiaridades propias, que se integran en lo que denominamos el *ciclo de financiación* mediante capital-riesgo. Aun cuando los distintos autores especializados en el tema (Coutarelli, 1977; Silver, 1985; Centelles, 1983; Abad, 1993; Martí Pellón, 1999) no llegan a coincidir plenamente en el número de fases de que consta este procedimiento de actuación, así como tampoco en los requisitos necesarios por parte de la empresa solicitante de los recursos para obtener la inyección de fondos, las discrepancias existentes entre unos y otros son más bien de forma que de fondo, girando el contenido de sus propuestas en torno a las mismas ideas centrales.

El documento base sobre el que se va a apoyar buena parte de este proceso es lo que se denomina *business plan* (plan de negocio), al que algunos autores también se refieren como plan empresarial (Martí Pellón, 1997). En él se va a incluir toda la información económica y financiera relativa al proyecto, perspectivas de futuro, composición del accionariado, antigüedad en el mercado, integrantes del equipo directivo (6), etcétera.

Las fases de que consta el ciclo de financiación del capital-riesgo son las siguientes (7): contacto inicial, presentación de propuestas, estudio del proyecto de inversión, negociación de las condiciones de entrada, seguimiento de la inversión y, finalmente, salida o desinversión. A continuación, vamos a referirnos brevemente a cada una de ellas.

A) *Contacto inicial*. En esta etapa, la ECR efectúa una rápida evaluación general del interés y del posible encaje del proyecto con sus políticas y planteaamientos de inversión (Centelles, 1983).

En esta evaluación inicial, la ECR suele descartar en torno a las tres cuartas partes de los proyectos sometidos a análisis. En gran medida, la mayoría de los

rechazos se explican porque los proyectos no se adecuan a la política general de inversiones de la entidad, esto es, en razón del volumen de recursos demandados por la empresa a financiar, en función del estadio de desarrollo de la misma, por el sector de actividad económica en que se desenvuelve, por el ámbito territorial en que opera, etc. A ello es preciso unir otra serie de factores como la falta de consistencia del proyecto, la ausencia de confianza en el empresario promotor de éste, las malas perspectivas sobre la rentabilidad a medio plazo de la operación o las dificultades para la desinversión de la participación, entre otros. Todo ello nos remite a las singularidades de este tipo de actividad financiera: participación minoritaria en el capital social de la empresa que financia, duración limitada de la inversión y obtención de plusvalías como vía de remuneración para dicha inversión.

En suma, todos estos factores están relacionados con las denominadas por Silver (1985) leyes del capital-riesgo, que son las guías de actuación de esta actividad financiera y que se pueden sintetizar de la siguiente forma: a) no es conveniente que la entidad acepte más de dos riesgos por proyecto; b) el valor otorgado por la ECR al mismo estará en función de la dimensión del *problema o carencia del mercado* planteado, y c) es preciso invertir en empresas con un gran *problema*, puesto que, en caso contrario –esto es, si el mercado no tiene la necesidad o carencia que el promotor cree–, con independencia de la solución que se arbitre y de la calidad del equipo directivo, la evaluación final del proyecto será tan reducida que determinará su rechazo por parte de la entidad de capital-riesgo (8).

B) *Presentación de propuestas*. Esta fase supone un avance sobre la anterior. De hecho, sólo aquellos proyectos que hayan superado con éxito la etapa precedente podrán alcanzar ésta. En este momento, la ECR exige a la empresa que presente una propuesta formal por escrito de su solicitud de financiación debidamente justificada y documentada, y que puede ser elaborada por el interesado, por un asesor externo de éste e incluso en colaboración con la propia ECR de la que se solicitan los fondos, con la finalidad principal de adecuarse al modelo que ésta utiliza. Cada ECR suele aplicar su propio formulario para la presentación del *business plan*; así Coutarelli (1977), Centelles (1983) y Gladstone (1981) presentan distintos aspectos a considerar en la elaboración de la propuesta, pero que en el fondo requieren el mismo nivel de detalle de información suministrada. Por nuestra parte, y tras el análisis de los distintos formatos de presentación de propuestas de los citados autores junto con los que utilizan en España algunas de las ECR más rele-

vantes, hemos sintetizado en los siguientes puntos los elementos esenciales que han de recogerse en dicho formulario: datos de la empresa solicitante; resumen del proyecto; descripción de la actividad y situación del mercado en la actualidad, así como expectativas de futuro; equipo directivo; información económico-financiera auditada (con proyecciones a cinco años); financiación requerida y su aplicación; rentabilidad de la inversión y propuesta de salida, así como otra información que se considere relevante.

En definitiva, estas dos primeras fases del ciclo de financiación del capital-riesgo –contacto inicial y presentación de propuestas– podrían englobarse en lo que algunos autores denominan captación de proyectos.

C) *Estudio del proyecto de inversión*. En esta fase, la ECR procederá a realizar un exhaustivo análisis que le permita obtener una evaluación de la propuesta presentada. En este punto su política de inversiones va a ser determinante a la hora de dar uno u otro tipo de evaluación al proyecto objeto de análisis, si bien fijará unos criterios-clave (9) que han de cumplir, al menos en grado mínimo, los proyectos que se les presenten para que puedan ser aprobados.

Estos criterios, lógicamente, no tienen por qué tener todos y cada uno de ellos la misma importancia en la evaluación integral del proyecto. Es más, los criterios y las variables que se utilicen para medirlos no tienen por qué ser homogéneos para las distintas empresas del sector, ya que la propia política de inversiones va a ser la que determine, en gran medida, este aspecto. Los criterios utilizados para la evaluación pueden ser tanto de carácter cuantitativo –rentabilidad, cuota de mercado, etc.– como de índole cualitativa (calidad del equipo directivo, sector de actuación de la empresa que solicita los recursos, etc.). De la conjunción de todas estas variables surgirá la decisión de la ECR sobre la aceptación o el rechazo del proyecto solicitante.

En definitiva, en esta fase de lo que se trata es de analizar y evaluar los planes de las empresas que lleguen a la ECR –o bien que hayan sido buscados por ésta– mediante análisis financieros, de mercado, tecnológicos y de capacidad de gestión, esto es, llevar a cabo, en suma, una evaluación integral de la empresa objeto de la inversión.

D) *Negociación de las condiciones de entrada*. Esta fase versará sobre cómo se va a proceder a la inyección de recursos en la empresa que presenta el proyecto, una vez que ésta, obviamente, ha supe-

rado las etapas anteriores con éxito. Por tanto, se va a tomar la determinación de cuál es el instrumento que se utilizará para la participación. Normalmente, en nuestro país el modo más usual es la adquisición de acciones ordinarias; si bien algunas entidades públicas como el Centro para el Desarrollo Tecnológico Industrial (CDTI), la Empresa Nacional de Innovación (ENISA) y las sociedades para el desarrollo industrial (SODI) (10) conceden una parte importante de recursos a través de créditos (11).

El objetivo fundamental de esta etapa es, por tanto, el diseño de la estructura de la inversión, esto es, los instrumentos financieros a utilizar, así como los parámetros de los mismos (inversión, número de acciones u obligaciones, tasa de convertibilidad, plazo, intereses, etc.). Todo ello habrá de ser adaptado a las posibilidades del plan, a los intereses de los socios antiguos y a los de la ECR (Centelles, 1985), pudiendo implicar este proceso un cambio de la participación y, en ocasiones, de los estatutos sociales. La ECR pretenderá que se reflejen por escrito, en un «contrato de entrada» (Centelles, 1983), las cláusulas que se estimen oportunas en cada caso, para que, si fuera necesario, se invaliden los acuerdos si la información que se ha suministrado no es correcta. En dicho contrato, se regulan aspectos relativos al control de la sociedad tales como: información a suministrar, puesto que ostentará la ECR en el Consejo de Administración de la participada, compromiso de no vender la mayoría de las acciones por parte del emprendedor, capacidad de intervención si no se llegan a cumplir los objetivos mínimos, compromiso de realizar auditorías anuales, etcétera.

En definitiva, la realización de la inversión se va a regular por un contrato entre el inversor y el emprendedor, esto es, la ECR y los accionistas de la sociedad a constituir o ya constituida. En el contrato de entrada habrán de especificarse, entre otros, dos aspectos que se consideran fundamentales: por un lado, el volumen de fondos que inyectará la ECR a la empresa (12), que serán considerados recursos propios y, por otro, el número de acciones que le corresponderá recibir (13).

E) *Seguimiento de la inversión.* Las ECR no son como el resto de inversores ordinarios; normalmente, realizan un seguimiento activo de sus inversiones debido al riesgo que supone la inversión en una empresa de reciente creación y con orientaciones innovadoras. Seguimiento éste que, en principio, puede plantearse de dos formas distintas:

— Manteniendo un control muy cercano sobre la empresa participada (*hands-on approach*).

— Limitándose a seguir superficialmente la marcha de la sociedad a través de sus documentos contables (*hands-off approach*).

Tendrán un comportamiento *hands-off* aquellas ECR cuya actividad sea exclusivamente la financiera por adolecer de personal adecuado para hacer un seguimiento más cercano, así como aquellas que diversifican en gran medida sus riesgos mediante la inversión en muchas sociedades, resultándole imposible dedicar su personal al seguimiento de todas las participadas. Este tipo de entidades sólo contactan con sus participadas de forma esporádica, una o dos veces al año. En esta situación, el empresario emprendedor del proyecto se siente más cómodo, ya que el socio capitalista no se inmiscuye en la gestión diaria de la sociedad mientras le presente buenos resultados. Pero, a su vez, esta coyuntura le confiere un inconveniente al empresario de la participada, como es que cuando se presentan malos resultados quizá desearía tener un contacto más cercano con la sociedad inversora.

Por otra parte, realizarán un seguimiento *hands-on* las ECR cuyas actividades habituales no se limiten a la mera inversión financiera y aquellas otras que, por el número de sociedades participadas, concentren más sus riesgos y, por tanto, no puedan permitirse el fracaso de demasiadas empresas de las que poseen en cartera.

Estas ECR que colaboran asiduamente con el emprendedor son de gran ayuda para empresarios cuya experiencia en el lanzamiento de nuevas empresas, nuevos productos, etc., no es excesiva y puede verse complementada con la experiencia del equipo que le haya sido asignado por el inversor a la participada, pues están especializados precisamente en estas carencias del empresario. Asimismo, pueden prestar servicios que, aunque no se recojan formalmente en el contrato de entrada, suelen ser de suma importancia, como es la recomendación a la empresa de la entidad financiera más apropiada con la que debe trabajar, así como poner en conocimiento de ésta última que, a pesar de ser una compañía de nueva creación, tiene todo el respaldo de la entidad de capital-riesgo.

De forma más concreta, las ECR tienen varias opciones a la hora de controlar la inversión y, en función del tipo de entidad que sea, ejercerá una u otra de las siguientes alternativas:

- No participar en la gestión, dejando libertad casi absoluta al emprendedor para dirigir el negocio (*hands-off*).

- Realizar funciones de asesoramiento a la dirección, pero sin tener ningún miembro en el Consejo de Administración.

- Asesorar y participar en el Consejo de Administración con voz pero sin voto.

- Asesorar y participar en el Consejo de Administración con voz y voto.

- Encargarse directamente de la gestión de la empresa.

En esta fase de seguimiento de la inversión, existe un aspecto que es considerado clave. Nos referimos a la rapidez en la detección de los problemas que puedan surgir. Gladstone (1981) es partidario de establecer señales de alarma, que denomina *red flags*, para controlar la aparición de problemas en la empresa participada que permitan corregir a tiempo las desviaciones que surjan, con el fin de evitar el fracaso de la empresa participada; entre ellas destaca: retrasos en los pagos, lo que puede servir como un indicador del funcionamiento de la tesorería de la empresa; pérdidas continuadas en los estados financieros que se remiten con periodicidad; retrasos en su envío a la ECR; deficiente elaboración de dichos estados financieros, lo que puede ser un indicador de fallos en la gestión; drásticos cambios en los balances de situación, especialmente en los inventarios y cuentas a pagar o a cobrar; problemas para que la ECR contacte con el empresario emprendedor, etcétera.

F) *Salida o desinversión*. Es la última fase del ciclo de financiación del capital-riesgo y se considera clave por parte de las ECR. Se ha de tener en cuenta que es precisamente en este momento cuando el inversor va a ver culminado su objetivo, cual es la realización de las plusvalías –si es que el proyecto ha sido un éxito– que desde el instante inicial de la toma de la participación perseguía con el proyecto al que aportó sus recursos financieros.

El tiempo medio que transcurre desde el comienzo del ciclo hasta su fin oscila entre cinco y diez años, si bien este período va a variar en función de la fase de desarrollo en que se encontraba la empresa cuando se instrumentó la participación, así como de la evolución de la empresa participada y de la relación entre ésta y el inversor.

Existen, a nuestro juicio, varias formas de finalizar el ciclo de financiación mediante capital-riesgo, esto es, distintas modalidades para proceder a la salida o desinversión: liquidación de la sociedad; venta a otras

empresas del sector; entrada de otros inversores; mediante un *management buy-out* (MBO), *management buy-in* (MBI) o *leveraged buy-out* (LBO); con un pacto contractual con la participada y, finalmente, la salida a Bolsa, principalmente a través del segundo mercado bursátil.

Por pura lógica, no todos los proyectos en los que finalmente se decide invertir son rentables. Cuando la ECR detecta que una de las sociedades que posee en su cartera está empezando a ir mal –es decir, comienza a tener pérdidas año tras año–, intentará, en primer lugar, solucionar dicha situación prestándole una mayor dedicación y esfuerzo junto con los emprendedores, pero si aun así la situación es irreversible, lo que se tratará de conseguir es, al menos, recuperar los fondos que se habían invertido. Ésta es la razón que justifica que, normalmente, al redactar el contrato de entrada, se establezca un pacto por el cual la ECR puede solicitar la disolución de la sociedad cuando ésta alcance un determinado nivel de pérdidas. Esta posibilidad se establece porque el instinto de conservación propio de todo empresario hacia su empresa le puede llevar a no darse cuenta de que ésta no es viable, intentando salvarla desesperadamente y consiguiendo única y exclusivamente perder lo poco que aún conserva.

Otra alternativa que se presenta para efectuar la desinversión es la venta a otras empresas del sector donde actúa la participada. En ocasiones, suele ocurrir que, una vez que la ECR estima que ha llegado el momento de la desinversión, se le presente alguna oferta de compra por parte de alguna compañía del sector interesada en la empresa participada. Tras la determinación del precio de adquisición, se procede a formalizar la operación y el inversor obtiene su rentabilidad por esta vía.

La entrada de otros inversores –tanto de carácter público como privado, e incluso otra ECR– es otra de las opciones que se presentan para efectuar la desinversión de la participación. El hecho de que una nueva ECR entre a participar en la empresa puede ser debido a que se ha superado la etapa de desarrollo que normalmente financiaba la ECR inicial, y ésta vende su participación a otra especializada en fases más avanzadas.

En el contrato de entrada no tiene por qué especificarse exactamente la forma en que se efectuará la desinversión ni el momento de ésta. Por ello, en un determinado instante, puede ocurrir que los dirigentes de la participada estimen conveniente hacer una oferta de compra de la participación que la ECR

posee, y estaríamos entonces ante una desinversión mediante apalancamiento (MBO/MBI/LBO).

En otras situaciones, inicialmente, se establece un pacto contractual –pacto de recompra– por el cual el empresario o la empresa se comprometen a adquirir la participación en un plazo determinado y con base en los baremos que se fijaron en el momento de la inversión. La recompra puede realizarse de una sola vez o de forma escalonada en varias etapas.

La última alternativa planteada consiste en la salida a Bolsa (14) por parte de la participada, especialmente a través de los segundos mercados de valores. Ésta es la opción preferida por todos los inversores en capital-riesgo. Pero para ello es necesario que exista un segundo mercado bursátil lo suficientemente ágil y dinámico para permitir la libre transmisión de los títulos, y que ello suponga un incentivo para el fomento del ahorro que sea canalizado hacia la financiación de la empresa. La experiencia de los segundos mercados de valores no ha tenido, hasta el momento, una relevancia significativa ni en España ni en Europa (15).

### III. FACTORES DETERMINANTES DE LA INVERSIÓN DE LAS ECR EN ESPAÑA

En el apartado precedente, hemos analizado cuál es el proceso que las ECR siguen desde el preciso instante en que toman contacto con un proyecto de empresa –ya sea captado por iniciativa propia o a través de otras fuentes– hasta el momento en que dicha entidad se retira de la participada mediante la desinversión y obtención de las plusvalías buscadas al comienzo de la inversión.

Las cuatro primeras fases citadas –es decir, las que corresponden a la selección de un proyecto en el que invertir– tienen una duración que oscila entre los tres y los doce meses, dependiendo de la rapidez de las negociaciones y de la respuesta del empresario emprendedor a los requerimientos del inversor. Por su parte, la quinta fase está en función del nivel de desarrollo de la empresa en el momento de la adquisición de la participación y de la evolución de aquélla. Todo ello nos llevaría a desembocar en la fase final de salida o desinversión.

A nuestro juicio, la tercera fase es primordial, porque en ella se toma la decisión de invertir o no. Con esto no queremos restar la más mínima importancia al resto de etapas, ya que cada una de ellas tiene su valor fundamental, pero hay que insistir en que en aquélla la

decisión que se tome va a condicionar el resto del proceso.

Es aquí donde se plantea uno de los principales interrogantes para la gestión de la actividad: ¿Cómo se decide si se invierte o no? La singularidad de la inversión en *venture capital* –elevado riesgo (16), temporalidad, objetivos perseguidos, etcétera– confiere al capital-riesgo unas características propias que no se dan en otro tipo de inversiones –por ejemplo, la inversión mobiliaria ordinaria– y que condicionan el procedimiento seguido para la toma de decisiones.

En este contexto, en las décadas de los setenta y ochenta se emprendieron diversas iniciativas en Estados Unidos y Francia, fundamentalmente, entre las que cabe destacar las de Hoffman (1972), Wells (1974), Benoit (1975), Hoban (1976), Poindexter (1976), Pratt (1981), Tyebjee y Bruno (1984) y Zopounidis (1990), cuyo objetivo prioritario consistía en establecer una metodología que permitiera modelizar el proceso de inversión del sector del capital-riesgo. En estos estudios se intentó responder, de una forma más o menos estandarizada, a preguntas como: rentabilidad a obtener, sector de actuación de la empresa, aportación de capital por parte del empresario, evolución de los beneficios, fase de desarrollo de la PYME, calidad del equipo directivo, originalidad de la idea, etcétera.

De forma que, con un determinado número de variables, se pudiera obtener un baremo que permitiera clasificar los distintos proyectos con una evaluación concreta. Ésta proporcionaría un rango –dependiendo de cada ECR– en el que habrían de moverse los valores de las empresas que quisieran obtener los recursos. En otro caso, el proyecto sería rechazado.

Basándonos esencialmente en la metodología seguida por Tyebjee y Bruno (1984) y por Zopounidis (1990), hemos procedido a realizar un estudio empírico sobre el sector del capital-riesgo español (17).

El objetivo del análisis consiste en estudiar las características básicas de las empresas que han sido financiadas por las ECR españolas. Con ello, lo que pretendemos conocer es si existe alguna filosofía subyacente en el procedimiento de actuación de tales intermediarios que les conduce a marcar unos umbrales mínimos para aceptar un determinado *business plan*. Esto es, si existen unos valores mínimos, exigidos a unas variables concretas, que han de ser alcanzadas por la PYME para obtener los recursos demandados. Para este estudio, partimos de las dos hipótesis siguientes:

a) Existe una línea de actuación semejante en aquellas entidades que tienen el mismo objetivo final. Es decir, mientras que las de carácter privado tienen, por lo general, como fin último la obtención de plusvalías, las pertenecientes al sector público atienden a condicionantes relacionados con la promoción y el desarrollo económico. Por su parte, los parámetros utilizados por las ECR de mayor dimensión pueden diferenciarse de los que emplean las entidades más pequeñas, puesto que su margen de maniobra es sustancialmente distinto (18). En cada uno de estos grupos deberían existir unos rasgos comunes en lo relativo a la decisión de arriesgar o no sus recursos en un proyecto determinado, ya que la actividad que desempeñan todos, dentro de su grupo respectivo, es el capital-riesgo. Independientemente de lo anterior, puede suceder –y de hecho ocurre– que algunas entidades sean más exigentes para acometer un determinado proyecto de inversión.

b) La pertenencia de la PYME a un sector de actuación determinado no debe de ser, en términos generales (19), un obstáculo que impida la inversión del capital-riesgo.

Apoyándonos en estos dos presupuestos, nuestro propósito último iba dirigido a determinar:

a) El nivel exigido en cada una de las variables analizadas para que el proyecto presentado por una PYME sea aprobado por el sector del capital-riesgo español.

b) La existencia o no de diferencias significativas entre los valores exigidos a las distintas PYME en función de la ECR que presta su financiación.

c) El grado de exigencia de las distintas ECR encuestadas para aprobar un determinado proyecto.

Con esta finalidad se obtuvo información –que de forma sintética se ofrece en el cuadro núm.1– de aquellas empresas que habían sido participadas por el sector del capital-riesgo español, relativa a las veintidós variables siguientes: nivel de rentabilidad que se espera obtener de la inversión; fórmula esperada para la desinversión; sector de actuación de la empresa demandante de los recursos; aportación que efectúa el emprendedor del proyecto; beneficios de la empresa (históricos y/o esperados); cuota de mercado; tamaño de la inversión; gasto en I+D; ámbito geográfico de actuación; fase de desarrollo; tasa esperada de crecimiento de las ventas; modalidad de gestión de la PYME; volumen de exportación potencial; antigüedad de la empresa; diversificación de la produc-

**CUADRO NÚM. 1  
RESUMEN DE LOS RESULTADOS OBTENIDOS  
DE LOS PROYECTOS APROBADOS POR LAS  
ENTIDADES DE CAPITAL-RIESGO  
(En porcentaje)**

<i>MODALIDAD DE SALIDA</i>	
Liquidación . . . . .	7,4
Venta a otras empresas sector . . . . .	29,4
Entrada de otros inversores . . . . .	38,2
Pacto contractual con participada . . . . .	13,2
Salida a Bolsa . . . . .	11,8
<i>SECTOR DE ACTUACIÓN DE LOS PROYECTOS</i>	
Comunicaciones . . . . .	7,4
Informática . . . . .	7,4
Otros electrónica . . . . .	2,9
Biología/Ingeniería genética . . . . .	4,4
Asistencia sanitaria/Medicina . . . . .	1,5
Energía/Recursos naturales . . . . .	1,5
Productos de consumo . . . . .	13,2
Productos/Servicios industriales . . . . .	11,8
Química/Plásticos . . . . .	8,8
Automat. industrial/Robótica/Transportes . . . . .	0,0
Servicios financieros . . . . .	1,5
Otros servicios . . . . .	11,8
Agricultura/Ganadería/Pesca . . . . .	5,9
Construcción . . . . .	4,4
Otros . . . . .	17,5
<i>ÁMBITO GEOGRÁFICO DE ACTUACIÓN</i>	
Local/Provincial . . . . .	10,3
Comunidad Autónoma . . . . .	5,9
Nacional . . . . .	38,2
Unión Europea . . . . .	22,1
Ámbito mundial . . . . .	23,5
<i>FASE DE DESARROLLO</i>	
Semilla ( <i>seed</i> ) . . . . .	8,8
Inicio ( <i>start-up</i> ) . . . . .	33,8
Expansión ( <i>expansion</i> ) . . . . .	51,5
Sustitución ( <i>replacement</i> ) . . . . .	5,9
<i>MODALIDAD DE LA GESTIÓN</i>	
Sin gestión . . . . .	10,3
Asesoría y partic. Consejo con voz y voto . . . . .	89,7
<i>ANTIGÜEDAD DE LA EMPRESA</i>	
Nueva creación . . . . .	26,5
Menos de 2 años . . . . .	2,9
Más de 2 y menos de 4 . . . . .	13,2
Más de 4 y menos de 7 . . . . .	25,0
Más de 7 años . . . . .	32,4
<i>DIVERSIFICACIÓN DE LA PRODUCCIÓN</i>	
Una sola línea de producción . . . . .	39,7
Dos o más líneas . . . . .	60,3

**CUADRO NÚM. 1 (Continuación)  
RESUMEN DE LOS RESULTADOS OBTENIDOS  
DE LOS PROYECTOS APROBADOS POR LAS  
ENTIDADES DE CAPITAL-RIESGO  
(En porcentaje)**

<i>RENTABILIDAD ESPERADA (TIR)</i>	
Mayor del 15 e inferior al 20 por 100 . . . . .	20,6
Mayor del 20 e inferior al 25 por 100 . . . . .	17,6
Mayor del 25 e inferior al 30 por 100 . . . . .	25,0
Mayor del 30 por 100. . . . .	36,8
<i>APORTACIÓN DEL EMPRESARIO</i>	
No aporta nada . . . . .	1,5
Menor del 25 por 100 . . . . .	23,5
Mayor del 25 y menor del 50 por 100. . . . .	33,8
Mayor del 50 y menor del 75 por 100. . . . .	36,8
Mayor del 75 por 100. . . . .	4,4
<i>MARGEN DE OPERACIONES</i>	
Negativo . . . . .	4,4
Inferior al 5 por 100 de las ventas . . . . .	4,4
Superior al 5 e inferior al 15 por 100 . . . . .	7,4
Superior al 15 e inferior al 30 por 100 . . . . .	39,7
Superior al 30 e inferior al 45 por 100 . . . . .	38,2
Superior al 45 por 100. . . . .	5,9
<i>ESTACIONALIDAD DE LA PRODUCCIÓN</i>	
Producción estacionalizada . . . . .	44,1
Producción no estacionalizada. . . . .	55,9
<i>TASA DE CRECIMIENTO DE LAS VENTAS</i>	
Inferior al 25 por 100 . . . . .	41,2
Mayor del 25 y menor del 50 por 100. . . . .	41,2
Mayor del 50 y menor del 75 por 100. . . . .	11,7
Mayor del 75 y menor del 100 por 100. . . . .	4,4
Superior al 100 por 100. . . . .	1,5
<i>CUOTA DE EXPORTACIÓN</i>	
No exporta . . . . .	57,4
Menos del 20 por 100 de las ventas. . . . .	13,2
Más del 20 y menos del 40 por 100 . . . . .	8,8
Más del 40 y menos del 60 por 100 . . . . .	7,4
Más del 60 y menos del 80 por 100 . . . . .	8,8
Más del 80 por 100 . . . . .	4,4
<i>PODER PROVEEDORES</i>	
Alto . . . . .	8,8
Medio . . . . .	53,0
Bajo . . . . .	38,2
<i>PODER CLIENTES</i>	
Alto . . . . .	32,4
Medio . . . . .	48,5
Bajo . . . . .	19,1
<i>PRODUCTOS SUSTITUTIVOS</i>	
Alta . . . . .	5,9
Media . . . . .	55,9
Baja. . . . .	38,2

ción; política de dividendos; estacionalidad de las ventas; barreras de entrada del sector; poder de negociación de los proveedores; poder de negociación de los clientes; existencia o no de productos sustitutos y nivel de competencia interna del sector.

El análisis de los resultados obtenidos tras la tabulación y procesamiento de los datos recogidos nos ha permitido dar respuesta a las tres cuestiones que planteábamos más arriba. En relación con la primera de ellas –nivel exigido en cada variable para la aceptación de un proyecto– exponemos a continuación los aspectos más significativos para cada una de las variables analizadas. En primer lugar, aparecen las siete variables clasificatorias que nos han permitido establecer las características básicas de las empresas que han sido participadas por las ECR y, seguidamente, el resto de las utilizadas para este estudio.

a) *Modalidad de salida.* Esta variable nos va a determinar cuál es el procedimiento previsto de salida en una operación de inversión. En este sentido las opciones más utilizadas son las relativas a la venta a otros inversores, lo que viene a decirnos que la inversión se suele llevar a cabo cuando existen grandes posibilidades de asegurar la desinversión sin comprometer a la participada. En muy pocas ocasiones se contempla la alternativa de salida a Bolsa, lógica consecuencia del escaso desarrollo de los segundos mercados de valores.

b) *Sector de actuación de los proyectos.* El objetivo perseguido es conocer si éste es un elemento clave en el proceso de decisión de inversión del capital-riesgo. Es decir, si existe algún o algunos sectores que concentren especialmente los proyectos aprobados por el sector. A la vista de los resultados, se puede señalar que no hay una preferencia muy acusada por ninguna de las actividades de la economía, si bien existen tres que aglutinan un mayor porcentaje de proyectos aprobados: productos de consumo, productos y servicios industriales y otros servicios.

c) *Ámbito geográfico de actuación.* Con ello se trataba de determinar si la mayor o menor amplitud del mercado de actuación suponía algún tipo de preferencia por parte de la ECR. La mayoría de los proyectos aprobados (54,4 por 100) actúan en el mercado interior (ya sea local/provincial, regional o nacional), aunque es apreciable el porcentaje alcanzado por aquellos que se desenvuelven en los mercados exteriores (tanto comunitarios como de terceros países). No obstante, con los datos obtenidos no podemos afirmar taxativamente, en principio, que

**CUADRO NÚM. 1 (Conclusión)  
RESUMEN DE LOS RESULTADOS OBTENIDOS  
DE LOS PROYECTOS APROBADOS POR LAS  
ENTIDADES DE CAPITAL-RIESGO  
(En porcentaje)**

<i>TAMAÑO DE LA INVERSIÓN</i>	
Superior al 20 por 100 de los recursos de la ECR . . . . .	4,4
Más del 10 y menos del 20 por 100 . . . . .	8,8
Más del 5 y menos del 10 por 100 . . . . .	17,6
Menos del 5 por 100 . . . . .	69,2
<i>CUOTA DE MERCADO</i>	
Inferior al 5 por 100 ventas sector . . . . .	45,6
Superior al 5 e inferior al 15 por 100 . . . . .	23,5
Superior al 15 e inferior al 35 por 100 . . . . .	10,3
Superior al 35 e inferior al 50 por 100 . . . . .	8,8
Superior al 50 por 100 . . . . .	11,8
<i>NIVEL DE INVERSIÓN EN I + D</i>	
Menos del 5 por 100 de las ventas . . . . .	61,7
Más del 5 y menos del 8 por 100 . . . . .	16,2
Más del 8 y menos del 11 por 100 . . . . .	10,3
Más del 11 por 100 . . . . .	11,8
<i>BARRERAS DE ENTRADA</i>	
No hay barreras . . . . .	1,5
Débiles . . . . .	22,1
Medianas . . . . .	45,6
Fuertes . . . . .	30,8
<i>DISTRIBUCIÓN DE DIVIDENDOS</i>	
Menos del 5 por 100 de los beneficios . . . . .	47,1
Más del 5 y menos del 10 por 100 . . . . .	23,5
Más del 10 y menos del 15 por 100 . . . . .	19,1
Más del 15 por 100 . . . . .	10,3
<i>COMPETENCIA INTERNA</i>	
Fuerte . . . . .	11,8
Media . . . . .	63,2
Escasa . . . . .	25,0

Fuente: Elaboración propia.

las ECR se inclinan más hacia inversiones en empresas que desarrollen sus actividades en uno u otro mercado.

d) *Fase de desarrollo.* Los resultados ponen de manifiesto el claro predominio de las etapas de *expansion* y *start-up* (entre ambas acaparan más del 80 por 100 de las operaciones aprobadas). El hecho de que más del 50 por 100 de los proyectos correspondan a la fase de crecimiento o expansión constata el cambio de orientación que se ha producido, fundamentalmente desde 1992 y 1993, en el destino de la inversión en capital-riesgo, como ha señalado Martí Pellón (1994). Ello nos lleva a reflexionar sobre si el fundamento en el que se apoyaba esta actividad financiera en sus orígenes, esto es, promoción y fomento de em-

presas de reciente o nueva creación, se ha perdido. Sin embargo, los últimos datos aportados por el sector (véase Martí Pellón, 1999) revelan esa orientación hacia etapas más consolidadas del desarrollo de las empresas.

e) *Modalidad de la gestión.* Las ECR españolas, en la práctica totalidad de los casos, asesoran y participan en la gestión de la empresa financiada mediante representación en el Consejo de Administración de ésta con voz y voto.

f) *Antigüedad de la empresa.* La mayoría de las inversiones se destinan a compañías que ya llevan funcionando más de dos años en el mercado.

g) *Diversificación de la producción.* Predominan las empresas con más de una línea de producción. La lógica de este dato radica en que una mayor diversificación supone, normalmente, incurrir, ante un cambio de la coyuntura, en un nivel de riesgo algo menor que si sólo se tiene una línea de productos.

h) *Rentabilidad esperada (TIR).* Las ECR exigen una rentabilidad, en cierta medida, elevada (20) para aceptar la financiación de una operación (TIR superior al 20 por 100 en el 78 por 100 de los casos).

i) *Aportación del empresario.* Esta variable determina que el compromiso que adquiere el emprendedor es ciertamente relevante ya que, en más del 70 por 100 de las operaciones aprobadas, los fondos que éste pone a disposición del proyecto se encuentran situados entre el 25 y el 75 por 100 del montante total de la inversión.

j) *Margen de operaciones.* Las ECR han invertido en compañías con unos márgenes de operaciones superiores, en el 83 por 100 de los casos, al 15 por 100 de las ventas. No obstante, aunque de forma testimonial, se ha llevado a efecto la operación cuando la PYME había obtenido pérdidas.

k) *Cuota de mercado.* Los resultados obtenidos corroboran lo aducido por la teoría del capital-riesgo, ya que el 45 por 100 de las operaciones llevadas a cabo correspondían a compañías con menos de un 5 por 100 del volumen de ventas del sector, cifra ésta que se eleva hasta casi el 70 por 100 si nos referimos a cuotas inferiores al 15 por 100. Es decir, la mayor parte de las inversiones se efectúan en PYME.

l) *Tamaño de la inversión.* La mayor o menor diversificación del riesgo en que incurre la ECR puede ser medida a través del volumen de fondos que invierte

en un determinado proyecto. Los resultados ponen de manifiesto que más del 87 por 100 de las operaciones financiadas no superan el 10 por 100 de los recursos que tienen disponibles para inversión las entidades de capital-riesgo.

m) *Nivel de inversión en I+D.* Casi un 80 por 100 de los proyectos dedica a esta rúbrica menos del 8 por 100 de sus ventas. Este hecho coincide con dos aspectos esenciales: por un lado, el escaso gasto en I+D que efectúa la empresa española y, por otro, que la inversión del capital-riesgo no ha de destinarse necesariamente a proyectos de innovación tecnológica, sino de cualquier tipo.

n) *Tasa de crecimiento de las ventas.* En más del 82 por 100 de los casos estudiados dicha tasa es inferior al 50 por 100, lo que, a pesar de ser un ritmo de aumento considerable, no es desorbitado si tenemos en cuenta que las empresas objeto de inversión han de tener un elevado potencial de expansión.

o) *Cuota de exportación.* A pesar de ser un indicador de competitividad, no es muy relevante para tomar una decisión de inversión, ya que casi un 60 por 100 de los proyectos no destina volumen alguno de su producción a los mercados exteriores.

p) *Política de dividendos.* Las ECR buscan como objetivo último obtener una rentabilidad acorde con el riesgo en el que incurren mediante la desinversión de la participación; por dicha razón, es lógico que no se requiera destinar una cuantía muy elevada a dividendos para obtener los recursos que se solicitan. En concreto, más del 70 por 100 de los proyectos aprobados reparten entre sus accionistas menos del 10 por 100 de sus beneficios.

q) *Estacionalidad de la producción.* Este elemento es indiferente, ya que los resultados recogidos se reparten, prácticamente, de forma equilibrada entre las dos posibles opciones de respuesta, si bien con un ligero predominio de las producciones no estacionalizadas en relación con las estacionalizadas.

r) Finalmente, el análisis de *las variables que miden la rivalidad ampliada de la empresa* pone de manifiesto que las compañías en que invierte el capital-riesgo español son aquellas que: se desenvuelven en sectores con barreras de entrada medianas o fuertes, el poder negociador de proveedores es medio-bajo, el poder de los clientes es medio-alto, la posibilidad de que aparezcan productos y/o servicios sustitutivos es media-baja y la competencia interna del sector es media-baja.

La segunda cuestión planteada era si los valores mínimos exigidos en función de las variables antes estudiadas eran iguales o no para todas las ECR que operan en la actividad. Es decir, si existen o no diferencias significativas, entre las distintas ECR, en los requisitos exigidos al proyecto que demandaba financiación, o si, por el contrario, presentaban similitudes en función de estos parámetros. Para estudiar este aspecto, efectuaremos un análisis de la varianza para cada variable analizada (si bien sólo haremos referencia a aquéllas en que se producen las citadas diferencias), en el que la variable explicada es la puntuación obtenida por cada proyecto y la explicativa es la ECR que ha seleccionado el mismo. Habida cuenta de que los datos vienen reflejados en una escala ordinal, no se puede aplicar el tradicional análisis de varianza; esta razón justifica que se emplee el análisis de Kruskal-Wallis (21), que permite analizar la existencia o no de diferencias significativas cuando la variable explicada está medida con una escala de este tipo (22).

En concreto, tan solo en las seis variables siguientes se han observado diferencias significativas: rentabilidad esperada, aportación del empresario al proyecto, tamaño de la inversión en relación con los fondos gestionados por la ECR, tasa esperada de crecimiento de las ventas, política de dividendos y, finalmente, poder de negociación de los clientes (véase cuadro núm. 2).

En relación con la primera variable, los niveles de rentabilidad exigidos varían desde una ECR que aprueba proyectos con una TIR superior al 30 por 100, hasta otra que se «conforma» con una situada entre el 15 y el 20 por 100.

El compromiso que adquieren los promotores del proyecto, en lo que respecta a su aportación de recursos a éste, varía igualmente de forma significativa entre las distintas ECR analizadas. Se ha comprobado que aquéllas de menor dimensión y con una vocación más regional en su política de inversiones exigen un esfuerzo superior que las ECR de mayor dimensión.

En el ámbito de la concentración del riesgo –medido como porcentaje de los recursos gestionados que se destinan a una sola inversión– se ha observado una relación inversa entre dimensión de la ECR y volumen de fondos aportados a un proyecto.

El distinto nivel exigido por cada ECR en la tasa esperada de crecimiento de las ventas ha determinado igualmente la aparición de diferencias significativas.

**CUADRO NÚM. 2**  
**NIVEL DE EXIGENCIA DE CADA UNA**  
**DE LAS ENTIDADES DE CAPITAL-RIESGO ANALIZADAS**  
**(En porcentajes)**

Variables (*)	ENTIDADES					
	1	2	3	4	5	6
Rentabilidad esperada (TIR) .....	>25	>20	>30	>25	>15	>20
Aportación del empresario .....	>25	>50	>25	>50	>50	>50
Tamaño de la inversión .....	<5	<10	<5	<5	<10	<20
Tasa de crecimiento de las ventas .....	>25	<25	<25	<25	<25	>25
Distribución de dividendos .....	>5	>15	>10	<5	<5	<5
Poder de clientes .....	Alto	Medio	Medio	Medio	Medio	Medio
<b>Ranking (**)</b>	<b>2</b>	<b>5</b>	<b>1</b>	<b>3</b>	<b>6</b>	<b>6</b>

(\*) Sólo se incluyen aquellas en que se han producido diferencias significativas.

(\*\*) Posición que ocupa cada entidad en función de su nivel de exigencia.

Fuente: Elaboración propia.

En este caso una tasa del 25 por 100 es el umbral que distingue a unas ECR de otras. Mientras que cuatro de ellas no llegan a exigir dicho valor, en las otras es el punto de partida para aprobar una operación de inversión.

Por su parte, mientras que la mitad de las ECR analizadas aprueba proyectos cuya política de dividendos consiste en un reparto mínimo de los beneficios con el fin de continuar capitalizando la participada, en el resto se exige que se destine una cantidad superior al 5 por 100 de los beneficios como forma de ir rentabilizando la inversión efectuada.

Finalmente, el criterio del poder negociador de los clientes es irrelevante para la ECR de mayor dimensión –las operaciones aprobadas se producen en empresas cuyos clientes tienen un elevado poder–, mientras que en el resto el valor alcanzado por dicha variable para la aprobación de un proyecto es de nivel medio.

La tercera cuestión planteada al comienzo de este apartado estaba relacionada con el grado de exigencia de las distintas ECR encuestadas para aprobar un determinado proyecto. En este sentido, y a la vista del cuadro núm. 2, se puede señalar que las ECR de mayor dimensión (1 y 3) son más exigentes en variables como la rentabilidad del proyecto y el volumen de fondos que destinan a una sola inversión, mientras que aquellas ECR de ámbito geográfico y volumen de recursos más reducido (5 y 6) hacen más hincapié en aspectos tales como la aportación del empresario o el poder de negociación de los clientes. En la última fila del citado cuadro número 2 se puede apreciar el orden que ocupa cada entidad en función de lo estricto de su política de inversiones conforme al conjunto total de variables analizadas en el trabajo.

#### IV. CONCLUSIONES

El análisis desarrollado en las páginas precedentes nos lleva a sintetizar a continuación las conclusiones más relevantes que se derivan del mismo.

1. La financiación vía capital-riesgo, por sus propias características, conlleva que el período que transcurre desde la toma de contacto entre la ECR y el emprendedor/promotor del proyecto hasta su aprobación definitiva se sitúe en un intervalo que habitualmente va de tres a doce meses de duración. Este tiempo abarca cuatro de las seis fases de que consta el ciclo de financiación del capital-riesgo.

2. Una de las causas fundamentales que se encuentran detrás del elevado número de proyectos rechazados –en torno al 75 por 100 son rápidamente descartados– es su no adecuación a la política general de inversiones de la ECR.

3. El mayor riesgo en que incurren las ECR al financiar una inversión en ausencia de garantías tratan de paliarlo mediante un adecuado seguimiento de la misma, que irá encaminado a lograr la obtención de las plusvalías perseguidas tras la venta de la participación o, en el peor de los casos, a intentar recuperar los fondos aportados.

4. Uno de los principales obstáculos que están impidiendo un mayor desarrollo de esta actividad financiera se encuentra en las dificultades para concluir su relación con la participada, esto es, el proceso de desinversión o salida. La inexistencia de segundos mercados de valores lo suficientemente desarrollados provoca importantes problemas a las ECR en el momento de vender su participación.

5. El análisis del sector en España nos ha permiti-

tido observar cinco rasgos básicos de carácter cualitativo comunes a las participadas por estos intermedarios, a saber: experiencia superior a dos años en el mercado; en fase de *start-up* o *expansion*, si bien existe cada vez una tendencia más acusada hacia los estadios más avanzados del desarrollo de la empresa; con una producción diversificada; cuyo ámbito de actuación sea nacional (con independencia del sector) y, finalmente, que permitan la participación de la ECR en la gestión del proyecto mediante su entrada en el Consejo de Administración con voz y voto.

6. Igualmente, es preciso señalar que existe un grupo de variables en las que el grado de acuerdo sobre el nivel a exigir a la empresa que solicita los recursos goza de una considerable uniformidad entre las distintas entidades inversoras; nos referimos al margen de operaciones (superior al 15 por 100 de las ventas); la cuota de mercado (inferior al 15 por 100 de las ventas del sector); las barreras de entrada (medias); el poder de negociación de proveedores (medio); la posibilidad de aparición de sustitutivos (nivel medio); y el nivel de competencia interna del sector (medio).

7. En el lado opuesto, hay un conjunto de criterios en los que los requisitos para cada uno de ellos varían en función de la entidad que financia el proyecto, lo que determina el nivel de exigencia de cada una de las ECR, como son: rentabilidad esperada, aportación del empresario, tamaño de la inversión en relación con el volumen de recursos que gestiona la ECR, tasa de crecimiento de las ventas del proyecto, distribución de dividendos y poder negociador de los clientes.

8. Cabe indicar que hay otro grupo de variables que, tras el análisis efectuado, podemos calificar como poco significativas para tomar una decisión de inversión en capital-riesgo, si bien en algunos casos pueden ser utilizadas para complementar el resto de criterios. Nos referimos a la cuota de exportación, nivel de inversión en I+D y estacionalidad de la producción.

9. Por último, es preciso hacer referencia a que los valores obtenidos por las diversas variables nos han permitido establecer unas pautas de actuación diferenciadas en función del tipo de ECR al que nos estemos refiriendo. Así, las de mayor dimensión prestan especial atención a unos parámetros que no son tan relevantes para las de menor tamaño, y con un horizonte geográfico limitado en buena parte de las ocasiones, como máximo, a su respectiva comunidad autónoma. Es más, en estas últimas ECR suele

subyacer, a pesar de su carácter privado, un objetivo final basado en la promoción y el desarrollo económico del ámbito en el que se desenvuelven.

Finalmente, es necesario señalar que aun cuando algunos de los problemas que el sector tenía desde su aparición en España –ausencia de una regulación específica, régimen fiscal de las plusvalías obtenidas, etcétera– van encontrando vías de solución en los últimos años, todavía el principal escollo que ha de superar esta actividad para su impulso definitivo viene dado por las dificultades que se producen en el momento de la desinversión de la participación, puesto que no existe un segundo mercado de valores lo suficientemente desarrollado. No obstante, a nuestro juicio, la posibilidad –regulada en la nueva normativa– de concesión de créditos participativos puede aliviar, aunque sólo en parte, como consecuencia de la limitación existente en la legislación vigente para la utilización de este tipo de instrumentos, la dimensión de este problema.

#### NOTAS

(1) Mantendremos a lo largo de este trabajo la denominación de *capital-riesgo* de acuerdo con lo establecido en la normativa vigente (Ley 1/1999, de 5 de enero, reguladora de las Entidades de Capital-Riesgo y de sus sociedades gestoras), si bien en los últimos años dicha acepción (*venture capital* en la terminología anglosajona) ha sido sustituida, tal y como se explica en MARTÍ PELLÓN (1997), por la de *capital inversión* (o *private equity*).

(2) La profundización en los aspectos legales del capital-riesgo no es objeto de este trabajo, y se analiza en otro artículo publicado en este mismo volumen.

(3) No obstante, existe una amplia gama de instrumentos financieros susceptibles de ser utilizados por las ECR para desarrollar su objeto social. Junto a las acciones ordinarias, se pueden citar las acciones preferentes, las obligaciones convertibles, las operaciones de *buy-out* y de *joint-venture* y los empréstitos y créditos o préstamos participativos. A estos últimos la legislación vigente les otorga una especial atención cuando define la actividad de capital-riesgo.

(4) Si bien la Ley 1/1999 no restringe el ámbito de actuación en función de la dimensión, tal y como hacían anteriormente otras disposiciones normativas.

(5) Para un análisis detallado de las fases de desarrollo de las empresas, puede consultarse MARTÍ PELLÓN (1999). El caso estadounidense, que difiere en alguna medida del ahí contemplado, se puede consultar en *Venture Capital Journal* (1989).

(6) La importancia de este factor ha llevado a SILVER (1985) a señalar que es preferible contar con un equipo de gestión de primera y un proyecto de segunda que al revés.

(7) Para una mayor profundización en el proceso de determinación de estas fases, véase ALCALÁ OLID (1995).

(8) Un ejemplo ilustrativo de la importancia de la dimensión del problema es el siguiente. A mediados de los setenta existía una gran gama de ordenadores cuyos potenciales usuarios eran exclusivamente grandes compañías, dados sus elevados tamaño y pre-

cio, lo que obligaba a muchas empresas a alquilarlos. En dicha época, dos emprendedores (Steven Jobs y Stephen Wozniak) crearon un proyecto (Apple Computer) cuyo *problema* era la necesidad de unos ordenadores más manejables, utilizables incluso en el hogar, y cuyo precio no desanimara a la masa de potenciales compradores del producto (BYGRAVE y TIMMONS, 1992).

La importancia de que el *problema* sea de suficiente entidad explica también la esencial temporalidad de la participación del capital-riesgo, ya que cuando la empresa esté consolidada y empiece a obtener beneficios aceptables, querrá decir que el *problema o la carencia del mercado* se ha resuelto y, por tanto, la sociedad participada dejará de ser atractiva para este tipo de intermediarios.

(9) El estudio de estos criterios se efectuará en el siguiente apartado.

(10) Aun cuando estas entidades no se pueden calificar en sentido estricto como ECR, sí que realizan actividades propias de capital-riesgo/inversión y, de hecho, se les considera como integrantes del sector en España, al incluirse como miembros de pleno derecho de la Asociación Española de Capital Inversión (ASCRI), véase ALCALÁ OLID (1995) y MARTÍ PELLÓN (1999).

(11) Es necesario indicar que la referencia expresa por parte de la normativa vigente a la posibilidad de conceder créditos participativos por parte de las ECR como instrumento de participación, viene a recoger una práctica que un número importante de las mismas ya había comenzado a desarrollar con anterioridad a la promulgación de la citada legislación.

(12) El volumen de fondos vendrá determinado por tres factores: el montante de recursos que solicite el emprendedor, el riesgo que esté dispuesta a asumir la ECR y el porcentaje de participación que desee mantener el promotor del proyecto.

(13) El precio por acción deberá estar en función del valor actual de la empresa y del estimado en el momento de la desinversión. Ahora bien, se plantea un problema importante, como es la ausencia de un mercado transparente para este tipo de empresas, ya que no se están valorando activos tangibles, sino ideas con grandes posibilidades en potencia. Para el cálculo de la rentabilidad de la inversión, la EVCA recomienda, en su informe anual de 1994 (EVCA, 1995), la utilización de tres tasas internas de rendimiento que mejoren el conocimiento sobre la rentabilidad de las distintas carteras, que son: rentabilidad bruta de cada inversión, de todas las inversiones y del accionista. Estas cuestiones se tornan más complejas cuanto menor es el estado de desarrollo en que se encuentra la empresa solicitante. Así, normalmente, la ECR exigirá un precio por acción más reducido o un mayor número de acciones cuanto más incipiente sea el estadio en que se encuentra la empresa que se va a financiar. Para profundizar en estas cuestiones puede consultarse, además del referido informe de la EVCA, MARTÍ PELLÓN (1999).

(14) Esta salida a Bolsa es lo que, en la terminología anglosajona, se conoce como *Initial Public Offering* (IPO).

(15) A diferencia de lo que ocurre en Estados Unidos, cuyo mercado no organizado (*over-the-counter*), conocido como NASDAQ, constituye una posibilidad real para efectuar las desinversiones de las ECR por esta vía. Las principales experiencias desarrolladas en Europa en los últimos años pueden consultarse en ALCALÁ OLID (1995) y MARTÍ PELLÓN (1999).

(16) A diferencia de lo que ocurre cuando la financiación se obtiene a través del endeudamiento bancario, por ejemplo, en que el deudor ha de aportar unas garantías que respalden la devolución del principal y los intereses, en el capital-riesgo la ausencia de tales garantías provoca, de forma automática, una elevación del riesgo asociado a cualquier operación de inversión.

(17) A modo de síntesis, es necesario indicar que el estudio tuvo dos fases. Una primera en la que se encuestó a la totalidad de

miembros de pleno derecho de ASCRI, recibiendo respuesta del 65 por 100 de ellos. De esta forma, se obtuvo información sobre la política de inversiones de cada entidad, así como de las variables utilizadas y el orden de importancia concedido a éstas para evaluar un proyecto susceptible de ser financiado. En una segunda etapa, se seleccionaron seis ECR, todas ellas de carácter privado, de las que cuatro eran de ámbito nacional y dos limitaban su actuación a la provincia y/o comunidad autónoma en que radicaba su domicilio social. En este caso, se elaboró un cuestionario estandarizado, de tipo estructurado, formado por 22 preguntas, todas ellas cerradas, de las que siete eran clasificatorias y el resto trataban de medir las características económicas, financieras y estratégicas de la empresa participada. El número total de encuestas válidas fue de sesenta y ocho, y recogían las variables antes referidas de la totalidad de proyectos aprobados y financiados por las ECR encuestadas. Para conocer en mayor detalle el planteamiento de este estudio, véase ALCALÁ OLID (1995).

(18) Valga, a título de ejemplo, señalar que el esfuerzo que supone la adquisición del 20 por 100 del capital social de una PYME es sensiblemente diferente para una ECR que gestiona 500 millones de pesetas que para otra que dispone de 10.000.

(19) Hemos de aclarar que existen ECR cuya política de inversiones no contempla la participación en determinadas actividades de la economía.

(20) No obstante, lo más importante no es el valor numérico de la TIR, sino el diferencial en puntos porcentuales con respecto a otras inversiones más seguras, como por ejemplo los títulos públicos, puesto que en los últimos años la reducción que están experimentando los tipos de interés está rebajando sensiblemente la rentabilidad esperada por las entidades de capital-riesgo.

(21) El procedimiento de Kruskal-Wallis se basa en la combinación de todas las observaciones en las muestras aleatorias para formar un solo conjunto de  $N$  observaciones; a partir de ahí, ordenadas de forma creciente, se asigna un rango a cada observación comenzando por 1 y terminando por  $N$ . Cuando el rango de todas las observaciones está completo, se determina la suma de los rangos para cada muestra. Sea  $R_j$  la suma de los rangos de la  $j$ -ésima muestra. En esencia, esta prueba determina si la disparidad entre las  $R_j$  con respecto a los tamaños  $n_j$  de la muestra es suficiente para garantizar el rechazo de la hipótesis nula. Ésta se rechaza para valores grandes de la estadística de la prueba de Kruskal-Wallis. Para tamaños  $n_j$  relativamente grandes de las muestras, se puede aproximar, de forma adecuada, por una distribución chi-cuadrado con  $k-1$  grados de libertad. Esta aproximación es satisfactoria excepto cuando  $k = 3$  y ninguno de los tamaños de las muestras  $n_j$  sea mayor que cinco. En el caso que nos ocupa  $k = 6$  (número de entidades de capital-riesgo).

(22) Para conocer con mayor detalle el planteamiento, desarrollo y resultado de este análisis, véase ALCALÁ OLID (1995).

## BIBLIOGRAFÍA

- ABAD, A. (1993), "La experiencia del capital-riesgo en la Comunidad Autónoma del País Vasco", PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO, número extra, págs. 167-184.
- ALCALÁ OLID, F. (1995), *El capital-riesgo en España: análisis del procedimiento de actuación*, Civitas, Madrid.
- BENOIT, J. L. (1975), *Venture capital investment behavior: the risk-capital investor in new company formation and expansion in France*, Unpublished doctoral dissertation, University of Texas, Austin.
- BESSIS, J. (1988), *Capital-risque et financement des entreprises*, Ed. Economica, París.

- BYGRAVE, W. D., y TIMMONS, J. A. (1992), *Venture capital at the crossroads*, Harvard Business School Press, Boston, Massachusetts.
- CENTELLES, E. (1983), "La actividad de capital-riesgo ("Venture capital"): características y posibilidades en España", *Economía Industrial*, nº 231, mayo-junio, págs. 131-143.
- (1985), "La intervención de las sociedades de capital-riesgo en la empresa", *Esic-Market*, nº 47, enero-marzo, págs. 169-182.
- COUTARELLI, S. (1977), *Venture capital in Europe*, Nueva York.
- EUROPEAN VENTURE CAPITAL ASSOCIATION, EVCA (1992), *Venture capital in Europe 1992. EVCA Yearbook*, Peat Marwick McLintock, Londres.
- (1995), *EVCA Yearbook 1995*, Ernst & Young, Bélgica.
- GLADSTONE, D. J. (1981), "Venture Capital Investment", *Pension World*, vol. 17, nº 11, págs. 82-84.
- HOBAN, J.P. (1976), *Characteristics of venture capital investments*, Unpublished doctoral dissertation, University of Utah.
- HOFFMAN, C. A. (1972), *The venture capital investment process: a particular aspect of regional economic development*, Unpublished doctoral dissertation, University of Texas, Austin.
- MARTÍ PELLÓN, J. (1994), *La financiación de Pymes mediante capital-riesgo*, IMPIVA, Valencia.
- (1997), *El capital inversión en España, 1996*, Civitas, Madrid.
- (1999), *El capital inversión en España, 1998 (capital-riesgo y capital desarrollo)*, Civitas, Madrid.
- POINDEXTER, J. B. (1976), *The efficiency of financial markets: the venture capital case*, Unpublished doctoral dissertation, Nueva York University.
- PRATT, S. E. (1981), *Guide to Venture Capital Sources*, Capital Publishing Corp., Wellesley, Massachusetts.
- SACHS, L. (1978), *Estadística Aplicada*, Labor, Barcelona.
- SILVER, A. D. (1985), *Venture capital: The complete guide for investors*, Ronald Press, Nueva York.
- TYEBJEE, T. T., y BRUNO, A. V. (1984), "A model of venture capitalist investment activity", *Management Science*, vol. 30, nº 9, páginas 1051-1066.
- VENTURE CAPITAL JOURNAL (1989), "Venture capital disbursements decline 21% to \$3 billion in 1988", junio, págs. 10-19.
- WELLS, W. A. (1974), *Venture capital decision making*, Unpublished doctoral dissertation, Carnegie Mellon University.
- ZOPOUNIDIS, C. (1990), *La gestion du capital-risque*, Ed. Economica, París.

# Pasado, presente y futuro del capital-riesgo en España

José Martí Pellón

## I. INTRODUCCIÓN

No resulta fácil encontrar una definición para el término capital-riesgo que sea de generalizada aceptación y que represente la actividad financiera que los inversores profesionales desarrollan. El concepto original de capital-riesgo procede de la traducción de *venture capital*. En su acepción original, se identifica como la participación temporal y minoritaria de un inversor profesional en el capital de empresas pequeñas y medianas (PYME), en proceso de arranque o de expansión, aportando también credibilidad y experiencia (Dominguez, 1974).

Sin embargo, la actividad desarrollada por los operadores europeos se ha concretado en cualquier tipo de participación, temporal o permanente, minoritaria o mayoritaria, en empresas que no cotizan en los mercados oficiales de valores. Aunque en foros no especializados se sigue utilizando la acepción original, poco a poco se está extendiendo una nueva denominación, *private equity*, que describe mejor la actividad que realmente se desarrolla. En España, el término que parece imponerse es *capital inversión*, para eliminar también las connotaciones negativas que en nuestro diccionario tiene la palabra riesgo (1).

A los efectos de este artículo, se considera que el capital-riesgo es una actividad financiera orientada a la provisión de recursos a medio y largo plazo, generalmente de forma minoritaria, a empresas no cotizadas en los mercados de valores, sin vocación de permanencia ilimitada en su accionariado. Los recursos son asignados por un inversor profesional, que suele incorporar un valor añadido a la empresa financiada, aportando credibilidad frente terceros y ofreciendo su experiencia ante situaciones difíciles. La contrapartida por el riesgo asumido y el largo período

de maduración necesario suele producirse, en caso de éxito, en forma de plusvalías.

El objetivo del artículo es estudiar las claves de la implantación del capital-riesgo en España como instrumento para proveer recursos financieros a empresas que no pueden acudir a los mercados de valores, identificando los factores que podrían incidir en su utilización de forma generalizada para proyectos empresariales con cualquier grado de desarrollo.

Con este fin, en el segundo apartado se ofrece una visión histórica de la evolución del capital-riesgo en España desde los años setenta hasta mediados de los años noventa. En el tercero, se identifican los elementos que debe reunir el entorno para facilitar el ajuste entre la oferta de fondos por parte de los inversores y la demanda de recursos por parte de las empresas. En el cuarto apartado se ofrecen las principales claves de la actividad desarrollada en los últimos años por los operadores radicados en España. Finalmente, el quinto apartado plantea las premisas sobre la evolución futura de esta actividad financiera en nuestro país, como parte de un auténtico mercado interior europeo.

## II. EVOLUCIÓN HISTÓRICA DEL CAPITAL-RIESGO EN ESPAÑA

La evolución del capital-riesgo desde su introducción en España puede representarse a través de las siguientes etapas (Martí Pellón, 1999a):

- Iniciativa pública (1972-1986)
- Entrada de inversores extranjeros (1986-1991)
- Redefinición de la actividad (1992-1996)

## 1. Iniciativa pública (1972-1986)

La participación temporal y minoritaria en el capital de empresas fue utilizada por el sector público estatal en Galicia en 1972, por primera vez, como herramienta para la promoción empresarial en zonas económicamente desfavorecidas, con la creación de la Sociedad para el Desarrollo Industrial de Galicia (SODIGA).

A mediados de los años setenta se formaron sociedades similares, también participadas mayoritariamente por el desaparecido Instituto Nacional de Industria, en Andalucía (SODIAN), Canarias (SODICAN) y Extremadura (SODIEX). A principios de los ochenta, se terminó este proceso con la constitución de SODICAMAN, SODICAL y SODIAR.

Esto no significó que no se crearan más sociedades similares, sino que la iniciativa empezó a ser tomada directamente por las comunidades autónomas, e incluso por algunas corporaciones locales.

Por el contrario, en el ámbito privado sólo se pueden identificar un total de cuatro de las veintidós sociedades inversoras constituidas en el mismo período de tiempo. La primera fue SEFINNOVA, aparecida en 1975 y liquidada en 1988, que fue seguida por la Sociedad de Promoción y Desarrollo TALDE, ubicada en el País Vasco.

En relación con la actividad realizada, un alto porcentaje de las inversiones se realizó en empresas en proceso de constitución o arranque, con el objetivo de revitalizar el tejido empresarial de la comunidad autónoma correspondiente. Las inversiones se componían de aportaciones en capital complementadas por préstamos simples. La mayor parte de aquéllas llevaban aparejados *pactos de recompra* que imposibilitaban que el resultado obtenido dependiese del éxito de la empresa, ya que el precio de recompra solía establecerse aplicando una tasa de rentabilidad mínima anual no superior al tipo de interés del mercado. En la práctica, la inversión en acciones con pacto de recompra venía a ser como una especie de préstamo con varios años de carencia.

Pese a que no existe información sistematizada sobre los resultados de las entidades inversoras en este período, en el que entre el 90 y el 98 por 100 del volumen invertido anualmente correspondió a entidades públicas, los procesos de saneamiento desarrollados desde 1984 en varias de ellas no permiten un excesivo optimismo sobre los resultados financieros obtenidos en su gestión. No obstante, la participación en

un gran número de proyectos empresariales sí que tuvo, salvo contadas excepciones, un impacto positivo sobre el tejido empresarial de su zona de influencia.

Las principales limitaciones para el desarrollo de la actividad de capital-riesgo en esta primera etapa fueron:

- La escasa difusión del concepto entre los empresarios.
- La ausencia de un marco legal y fiscal específico (2).
- La dificultad para desinvertir las participaciones.
- La falta de profesionales con experiencia suficiente en este campo, agravada por la presión de los responsables políticos para la realización de inversiones de dudosa viabilidad.

## 2. Entrada de inversores extranjeros (1987-1991)

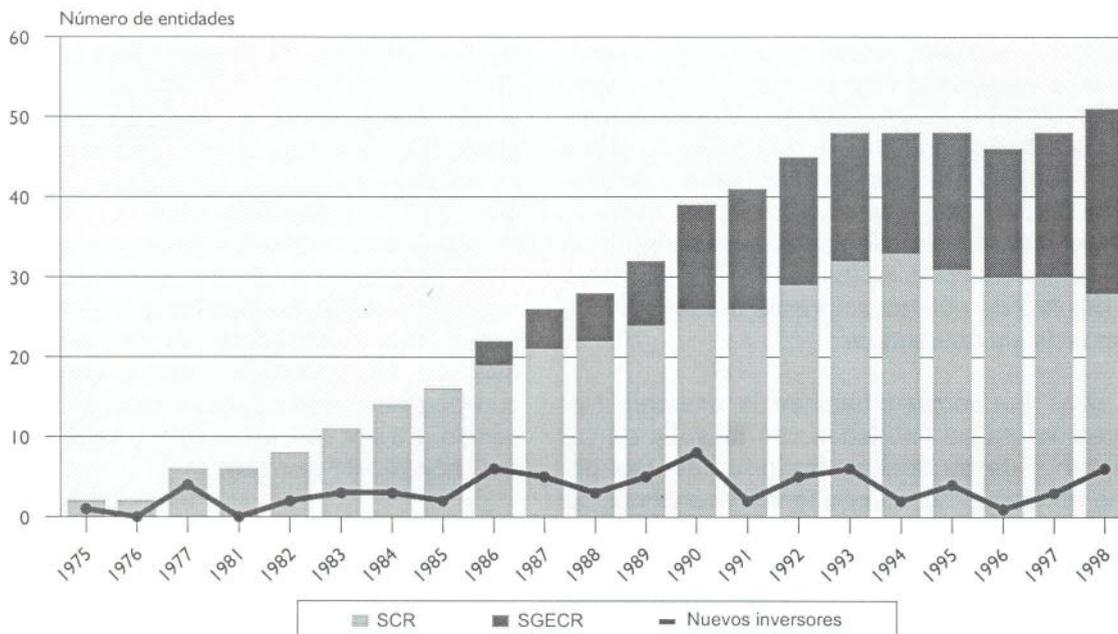
La incorporación de España a la Unión Europea fue el momento elegido por los operadores internacionales de capital-riesgo para introducirse en nuestro país. En la mayor parte de los casos, el instrumento utilizado fue la sociedad gestora de entidades de capital-riesgo (SGECR). A diferencia de las sociedades de capital-riesgo (SCR), las SGECR no invierten sus propios recursos, sino que promueven la constitución de diversos fondos cuya gestión es cedida a estas entidades (3).

Estas entidades, que representaban un 31 por 100 del número de inversores existentes en 1991, administraban un 65 por 100 de los recursos totales cuando, en 1986, inició su actividad la primera de ellas (gráficos 1 y 2).

Su participación permitió el fuerte crecimiento de los capitales en gestión. En esta etapa, el incremento medio anual de los recursos totales de las entidades de capital-riesgo (ECR) ascendió al 31 por 100, alcanzándose una media anual de 20.932 millones de pesetas. Como resultado, las entidades con mayoría de capital privado, nacional o extranjero, pasaron de aglutinar el 14,5 por 100 de los recursos en 1986 a tener a su cargo el 66,8 por 100 en 1991.

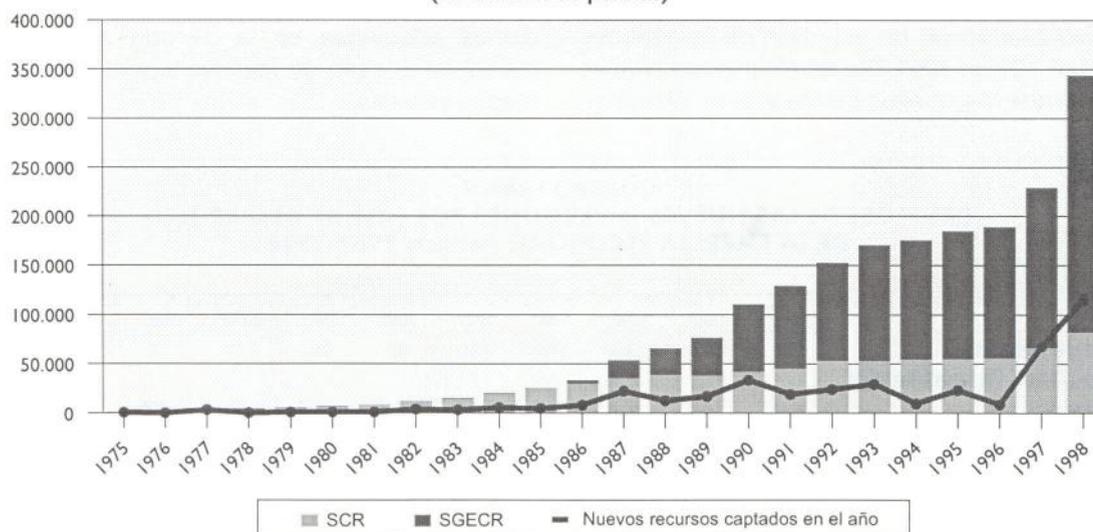
Aunque continuaron surgiendo algunas sociedades promovidas por el sector público, su aparición fue

GRÁFICO I  
EVOLUCIÓN DEL NÚMERO DE ENTIDADES:  
Período 1975-1998



Fuente: Elaboración propia.

GRÁFICO 2  
CAPITALES GESTIONADOS POR LAS ENTIDADES DE CAPITAL-RIESGO:  
Período 1975-1998  
(En millones de pesetas)



Fuente: Elaboración propia.

mucho más esporádica. Tanto los inversores públicos como los privados se incorporaron a la Asociación Española de Entidades de Capital-Riesgo (ASCRI), hoy conocida como Asociación Española de Capital Inversión, que se había constituido en 1986.

El notable incremento de los recursos que se produjo en esta etapa determinó un aumento constante en el número y en el volumen de las inversiones realizadas, que se mantuvo hasta el año 1990. En dicho año se registró una disminución en el número de operaciones contabilizadas y la mayor cifra de inversión total del período. A partir de ese momento, se inició un proceso de reducción en los volúmenes invertidos y en el número de nuevas empresas incorporadas a las carteras de los operadores.

Las cifras del sector difuminan la diferente filosofía inversora de las entidades con mayoría de capital público y de las sociedades privadas. Las primeras se concentraron en pequeñas inversiones en empresas en creación, o de reducido tamaño, en áreas geográficas limitadas. Las segundas, en gran medida de origen foráneo, realizaron un menor número de inversiones, aunque de una dimensión muy superior, en empresas en crecimiento o ya consolidadas.

Como resultado, a lo largo del período fue cambiando la orientación inversora del sector en su conjunto. Como muestra el cuadro núm. 1, aunque la concentración de las inversiones en empresas en etapas iniciales (semilla y arranque) era cercana al 80 por 100 al final de la primera fase, el inicio de las actividades de las sociedades gestoras de fondos implicó un progresivo cambio (4) de este tipo de inversiones hasta el 61 por 100 en 1991. No se alcanzaron niveles más bajos porque los nuevos inversores se caracteri-

zaron por realizar pocas operaciones, pero de un volumen muy superior a la media invertida por los operadores entonces existentes, en su mayoría con predominio de capital público.

### 3. Redefinición de la actividad (1992-1996)

En este período, se ralentizó el ritmo de crecimiento de los capitales netos gestionados (5) por los operadores radicados en España. Pese a que siguieron incorporándose nuevos inversores, los recursos anuales captados en ningún momento superaron el máximo de 33.541 millones de pesetas alcanzado en 1990. Por otra parte, un total de trece entidades dejaron de operar en este período, mientras que sólo tres lo habían hecho en el anterior. Como consecuencia, aunque el crecimiento medio anual ascendió al 8 por 100, entre 1994 y 1996 igualó o estuvo por debajo del 5 por 100.

Entre las causas que determinaron esta situación, pueden destacarse:

- Los altos precios pagados por la participación en empresas en el período 1987-1990, por la coincidencia del primer ciclo inversor de los operadores privados con los momentos posteriores a la incorporación de España a la Unión Europea (6).

- La abundancia de recursos pendientes de inversión, en relación con la escasez de inversiones que se ajustaran al perfil buscado.

- Las dificultades para desinvertir las participaciones adquiridas en la década anterior, especialmente en el caso de las inversiones en empresas en etapas iniciales.

CUADRO NÚM. 1  
DESGLOSE DE LAS NUEVAS INVERSIONES POR FASE DE DESARROLLO  
DE LA EMPRESA RECEPTORA: Período 1987-1998

	AÑOS											
	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Número total de empresas . . . . .	121	133	159	114	136	99	96	116	107	91	155	158
<b>Desglose por fases (en porcentaje)</b>												
Semilla ( <i>Seed</i> ) . . . . .	n.d.	4,5	6,3	3,6	13,2	3,0	12,5	6,9	0,9	7,7	9,0	3,2
Arranque ( <i>Start up</i> ) . . . . .	71,1	60,2	61,6	50,9	47,8	37,4	42,7	39,7	47,7	38,5	29,0	32,9
Expansión . . . . .	28,9	33,8	30,8	41,2	35,3	63,5	39,6	43,1	39,3	45,1	50,3	44,3
Sustitución ( <i>Replacement</i> ) . . . . .	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	0,7	0,0	0,0	0,0	0,9	0,0	0,6	3,8
LBO/MBO/MBI . . . . .	n.d.	1,5	0,6	0,9	2,2	4,0	1,0	7,8	9,3	4,4	11,0	14,6
Reorientación ( <i>Turnaround</i> ) . . . . .	n.d.	n.d.	0,6	4,4	0,7	2,0	4,2	2,6	1,9	4,4	0,0	1,3
SUMA . . . . .	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

Fuente: MARTÍ PELLÓN (1999a).

La entrada de operadores internacionales determinó una acumulación de una parte significativa de los recursos totales en pocas entidades. A finales de este período, las cinco entidades de mayor dimensión concentraban casi la mitad de los fondos del sector. También se consolidó la figura de las SGECR como principal vehículo de actuación. En 1996, estas entidades representaban el 34,8 por 100 del número de entidades y tenían a su cargo el 70,5 por 100 de los recursos totales del sector.

En relación con la actividad desarrollada, al principio de esta etapa se produjo una reducción en los volúmenes invertidos, acompañada por una progresiva disminución en el número de transacciones contabilizadas. El número de empresas receptoras de las inversiones experimentó un continuado descenso desde 226 en 1991 hasta 146 en 1996.

Detrás de esta contracción se encuentran las dificultades antes señaladas, que además determinaron cambios en el enfoque de las inversiones. Los inversores públicos optaron por orientarse hacia operaciones en empresas existentes o por paralizar su actividad inversora. Las entidades privadas, que ya participaban en proyectos de arranque en muy contadas ocasiones, se concentraron aún más en empresas consolidadas de gran dimensión, pretendiendo adquirir en muchos casos participaciones no minoritarias.

Como consecuencia, se produjo una menor atención a empresas en fases iniciales, ya iniciada en la etapa anterior. En 1996 se alcanzaron los porcentajes de participación en este tipo de empresas, en el entorno del 5 por 100 del volumen total de inversión, que fueron habituales en el conjunto de los países euro-

peos desde finales de la década de los ochenta. Por el contrario, una parte significativa de las inversiones empezó a orientarse hacia empresas consolidadas, destacando las operaciones de compra con apalancamiento, tipo *leveraged buy-out* (LBO), *management buy-out* (MBO) o *management buy-in* (MBI).

Además del cambio de orientación por fase de desarrollo y tamaño de la empresa receptora, se registró un notable incremento en los volúmenes medios invertidos por operación (7) y empresa. A modo de referencia, el peso de las inversiones inferiores a 50 millones de pesetas descendió de forma paulatina desde el 69,9 por 100 en 1991 hasta el 49,1 por 100 en 1995.

### III. ELEMENTOS FUNDAMENTALES PARA LA EXISTENCIA DE CAPITAL-RIESGO

El entorno necesario para la adecuada regulación entre oferta y demanda de recursos de capital-riesgo debería incluir las siguientes condiciones:

- Un amplio mercado interior.
- Un mercado de valores que admita títulos de empresas de reducida dimensión y/o historia.
- Una regulación específica neutral y un tratamiento fiscal no confiscatorio para las plusvalías a largo plazo.
- Un saludable ritmo de natalidad de empresas.

La ausencia de estas condiciones puede ser la causa de distorsiones en el mercado como las obser-

CUADRO NÚM. 2  
DESGLOSE POR FASES DE LA INVERSIÓN TOTAL SUSCRITA:  
Período 1991-1998

	AÑOS							
	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
<b>Inversión total del año</b> (cifras en millones de pesetas) . . . . .	20.258	17.008	16.725	18.549	26.481	31.023	43.549	60.747
<b>Inversión total por fases</b> (en porcentaje)								
Semilla ( <i>Seed</i> ) . . . . .	3,1	1,5	1,6	0,4	0,0	1,1	0,9	1,3
Arranque ( <i>Start up</i> ) . . . . .	20,7	21,8	12,4	8,7	10,8	5,1	7,2	11,7
Expansión . . . . .	71,4	67,1	83,4	73,3	71,2	86,0	64,6	39,2
Sustitución ( <i>Replacement</i> ) . . . . .	1,7	0,0	0,0	0,0	3,0	0,0	2,3	5,3
Compra apalancada (LBO/MBO/MBI) . . . . .	3,1	8,8	1,2	15,0	14,6	6,1	25,0	42,3
Reorientación ( <i>Turnaround</i> ) . . . . .	0,1	0,7	1,3	2,7	0,4	1,8	0,0	0,3
<b>SUMA</b> . . . . .	<b>100</b>							

Fuente: MARTÍ PELLÓN (1999a).

vadas desde la década anterior en la mayor parte de los países del continente europeo. Desde mediados de los años ochenta, la actividad de los operadores se ha venido concentrando crecientemente en grandes operaciones en empresas consolidadas (European Venture Capital Association, 1993-1999; 1987-1992), abandonando casi totalmente la intervención en empresas en proceso de puesta en marcha y relegando a un segundo plano la participación en empresas existentes en crecimiento.

Esta circunstancia fue la causante de la sustitución del término original de capital-riesgo, *venture capital*, casi específicamente orientado a la participación en empresas en proceso de arranque o en crecimiento, por un término más amplio que abarcara cualquier inversión en una empresa no cotizada en los mercados oficiales de valores: *private equity*.

Nuestro país no fue ajeno a este proceso, aunque se incorporó con algún retraso, según lo expuesto en el apartado anterior, por la existencia de un número importante de inversores públicos.

La causa última del alejamiento de las operaciones de arranque tiene que ver con las peores rentabilidades relativas obtenidas en ellas en el primer ciclo inversor de los operadores europeos (Martí Pellón, 1999b). El uso del capital-riesgo se generalizó en Europa a mediados de la década de los años setenta. La estrategia de estos primeros inversores fue una copia de la experiencia americana –de Estados Unidos vinieron gran número de especialistas– que se tradujo en la constitución de carteras compensadas entre operaciones en empresas inmaduras, empresas en crecimiento y, en menor medida, empresas consolidadas.

Al cerrarse el ciclo inversor de los fondos de capital-riesgo, que tiene una duración de unos diez años, los gestores pudieron constatar las dificultades para desinvertir en las empresas participadas. Sólo las empresas consolidadas tenían una dimensión suficiente como para poder considerar su introducción en los mercados de valores oficiales. Las restantes tuvieron que venderse a los antiguos propietarios o a terceros relacionados con éstos y, en el mejor de los casos, colocarse en los segundos mercados bursátiles o venderse a un inversor estratégico.

En contra de lo que establece la lógica financiera, las inversiones más arriesgadas y con mayores plazos de recuperación, que además requieren una mayor atención de los gestores, generaron rentabilidades sistemáticamente inferiores a las obtenidas en operaciones en empresas consolidadas (8).

La explicación a este hecho no se encuentra en una inadecuada selección de las empresas, sino en los menores ritmos de crecimiento y la dificultad para realizar las participaciones al finalizar el período de vida de un fondo de capital-riesgo. En otras palabras, casi todas las operaciones de este tipo terminaban siendo malas para el inversor de capital-riesgo.

Además del mayor porcentaje de proyectos fallidos, habitual en empresas en etapas iniciales, las buenas operaciones acababan resultando malas por el insuficiente grado de consolidación alcanzado en el momento de la desinversión de la participada. Generalmente, el lento proceso de crecimiento no permitía que la empresa resultase suficientemente atractiva al final del período de vida del fondo de capital-riesgo que había invertido en ella, dificultando la venta y/o la obtención de un precio que incorporase el valor creado hasta la fecha.

Esta situación es preocupante por dos motivos. En primer término, se limita la atención del capital-riesgo a la financiación de la innovación y al arranque de empresas (Martí Pellón, 1999b; Murray y Marriot, 1998). Ambas actuaciones tienen una indudable importancia para la mejora de la competitividad del tejido empresarial.

En segundo término, la dificultad para rentabilizar inversiones en fase de arranque reduce las posibilidades de ajuste entre oferta y demanda. En Estados Unidos, un exceso de recursos disponibles para inversión determina una presión al alza sobre los precios de las empresas más consolidadas. La consiguiente reducción de la rentabilidad esperada en estas operaciones incentiva a los inversores a buscar participaciones en empresas más inmaduras, más abundantes en número, afrontando mayores riesgos. A cambio, las rentabilidades medias esperadas en ellas son sustancialmente más elevadas.

La dimensión del mercado interior facilita un rápido crecimiento para las empresas competitivas, independientemente de su tamaño inicial. Para ello, también son precisos abundantes recursos financieros, que pueden recabarse en un mercado de valores conocido como NASDAQ (National Association of Securities Automated Quotation), que, en su segmento más bajo, admite la colocación de títulos de empresas que ni siquiera han llegado a alcanzar beneficios. De este modo, el potencial de crecimiento puede aprovecharse, al disponerse de financiación casi ilimitada para financiarlo.

Paralelamente, la existencia de un mercado de

estas características ofrece liquidez al inversor de capital-riesgo, que puede realizar su participación a precios de mercado incluso si la empresa no finalizó su proceso de consolidación. Así, las mayores rentabilidades esperadas pueden finalmente materializarse, respondiendo a las expectativas de los operadores. Con ello, éstos no tiene inconveniente en desplazarse hacia abajo en la pirámide del tamaño de las empresas, facilitando la autorregulación entre oferta y demanda de recursos.

De este modo, la oferta y la demanda de recursos pueden alcanzar situaciones de equilibrio, atendiendo satisfactoriamente inversiones en empresas con muy diferentes grados de desarrollo. Una entrada masiva de recursos terminará traducándose en una mayor atención a empresas en etapas iniciales (9). En este contexto, es posible entender el papel jugado por el capital-riesgo en la aparición de nuevos sectores, como la microinformática o la biotecnología (Bygrave y Timmons, 1992).

Sin embargo, la ausencia de las referidas condiciones impide que la válvula que alivie la presión sobre los precios de las acciones de las empresas más consolidadas, que determinarán la rentabilidad futura de las operaciones, sea la entrada en proyectos empresariales más inmaduros, porque los inversores no conseguirían rentabilizar su participación en ellos.

En consecuencia, las carencias del entorno limitan la participación en empresas pequeñas o en proceso de puesta en marcha, y pueden desestabilizar el mercado en momentos de fuerte afluencia de recursos a esta actividad. Al no considerarse la participación en empresas en etapas iniciales, por los argumentos antes expuestos, la abundancia de recursos determinará un aumento desproporcionado de los precios de las acciones de las empresas más consolidadas o la no inversión de volúmenes comprometidos en fondos.

En el primer caso, se produciría un proceso de subasta en las escasas participaciones interesantes para los operadores. En el segundo, una parte significativa de los capitales comprometidos por inversores institucionales en fondos de capital-riesgo, por los que estarían pagando comisiones de gestión de un 2 a un 3 por 100 anual, no sería invertida ante la falta de oportunidades interesantes. Ambas situaciones son poco deseables, y concluirían con la insatisfacción de los inversores que aportaron sus recursos a los fondos de capital-riesgo.

Cabe preguntarse cómo es esto así cuando en

Europa existe un teórico mercado único, mayor que el de Estados Unidos, que admite la libre circulación de capitales y mercancías. En la práctica, la existencia de monedas diferentes y barreras administrativas y, sobre todo, culturales, han limitado el ámbito real de este concepto. Esto significa que el arranque de una empresa con éxito en un país no implica su extensión inmediata a los demás. En cada uno de ellos se afrontaría el riesgo inicial y el lento despegue de la empresa.

Por otra parte, los mercados de valores de los países europeos no estaban preparados para admitir emisiones de empresas poco maduras. Aunque desde principios de los años ochenta se empezaron a crear los llamados *segundos mercados bursátiles*, su implantación puede considerarse como un fracaso. Al tener la consideración de mercados de transición hacia el mercado oficial, nunca llegaron a consolidarse. Las empresas que evolucionaban con éxito promocionaban al primer mercado, mientras que el resto iba quedándose en el segundo, con una liquidez muy limitada para sus títulos.

A medio plazo, el advenimiento del euro como moneda única permite anticipar un cambio sustancial en el marco de referencia para el desarrollo de la actividad inversora profesional en el capital de empresas no cotizadas en los mercados de valores. En primer término, creará la base para el desarrollo de un verdadero mercado interior europeo. De este modo, en la medida en que el tiempo vaya reduciendo las barreras administrativas y culturales, se cumplirá la primera de las condiciones antes mencionadas.

Igualmente, la aparición de un auténtico mercado europeo único tendrá consecuencias sobre el tamaño óptimo de las empresas. Las empresas europeas, cotizadas y no cotizadas, deberán ajustar su dimensión para poder competir en el nuevo entorno. Las empresas cotizadas llevan años inmersas en procesos de concentración, gracias a la posibilidad de apelar a los mercados de valores para financiarlos.

Las PYME, que también se verán afectadas por este cambio en el entorno, casi no han iniciado el proceso de ajuste por falta de recursos o de empuje para afrontar la nueva situación. El capital-riesgo puede jugar un papel muy importante facilitando tanto los recursos como el asesoramiento necesarios para permitir el crecimiento, interno o externo, de las empresas.

De este modo, las necesidades de crecimiento de las PYME incrementarán la demanda de fondos de capital-riesgo y permitirán la potenciación de los mer-

cados de valores para empresas en desarrollo, al anticiparse la existencia de una abundante oferta y demanda de títulos de este tipo de empresas.

En este sentido, los fracasados segundos mercados bursátiles han sido sustituidos por nuevas iniciativas que pretenden desarrollar un papel similar al que juega el NASDAQ en Estados Unidos:

- EASDAQ (European Association of Securities Dealers Automated Quotation).

Está situado en Bruselas. Inició su andadura el 27 de noviembre de 1996 con el respaldo del NASDAQ. Una parte importante de las empresas cotizadas procede del NASDAQ.

- Mercados EURO.NM.

Se trata de una red integrada por el Nouveau Marché (París, 1996), el Neuer Markt (Frankfort, 1997), el NMAX (Amsterdam, 1997), Euro.Nm Belgium (Bruselas, 1997) y el Nuovo Mercato (Milán, 1998) (10). Se trata de mercados creados al amparo de las bolsas oficiales que, desde el 1 de enero de 1999, funcionan de forma integrada cotizando en euros. Estos mercados admiten la cotización dual en cualquier otro mercado.

- Alternative Investment Market (AIM).

Está situado en Londres. Inició su andadura en

junio de 1995 en sustitución del Unlisted Securities Market (USM), que había sido creado en 1980.

Transcurridos casi tres años desde el inicio de todos ellos, es posible identificar una diferencia en el funcionamiento de las opciones existentes. En el EASDAQ, la dimensión de las empresas introducidas es muy elevada y la evolución de su cotización no es espectacular, salvo contadas excepciones. Una parte significativa de ellas procede del NASDAQ, con la intención de acceder a una mayor franja horaria de cotización, permitiendo también su conocimiento por parte de inversores y potenciales clientes del continente europeo.

Como se recoge en el cuadro núm. 3, el EASDAQ parece haber optado, al menos en un primer momento, por limitar el acceso a empresas con una trayectoria contrastada. De este modo, sus promotores parecen querer evitar que una inversión fallida dañe el proceso de lanzamiento del mercado. Sin embargo, esta circunstancia puede provocar una evolución no espectacular de las empresas introducidas en este mercado, reduciendo su interés para los inversores como alternativa a los mercados oficiales. De hecho, el ritmo de incorporación de nuevas entidades ha sido sustancialmente inferior a lo planificado originalmente. Después de casi tres años, ni se han alcanzado las cincuenta empresas marcadas como objetivo para el primer año.

Pese al elevado número de compañías que han pasado por el AIM, una gran parte procedía del extinto mer-

CUADRO NÚM. 3  
REFERENCIAS BÁSICAS DE LOS NUEVOS MERCADOS  
(Datos a 1-10-1999)

MERCADO	AIM	EASDAQ	EURO.NM
<b>Inicio</b>	19/6/1995	27/11/1996	20/3/1996
<b>Empresas introducidas</b>	Más de 260	49	291
<b>Requisitos de acceso</b>		<ul style="list-style-type: none"> <li>• Activos &gt; 3,5 M. euros</li> <li>• Rec. propios &gt; 2 M. euros</li> <li>• Más de 100 actas.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Activos - No hay un mínimo</li> <li>• Rec. Propios &gt; 1,5 M. euros</li> </ul>
<b>Oferta inicial mínima</b>		<ul style="list-style-type: none"> <li>• 100.000 acciones</li> <li>• 20 por 100 del capital social</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 100.000 acciones</li> <li>• 20 por 100 del capital social</li> <li>• Valor de la emisión &gt; 5 M. euros</li> <li>• Incremento del capital &gt; 50 por 100 del volumen emitido</li> </ul>
<b>Requisitos contables</b>	Normas IAS Normas US GAAP	Normas IAS Normas US GAAP	Normas IAS Normas US GAAP

Fuente: [www.easdaq.be](http://www.easdaq.be), [www.euronm.com](http://www.euronm.com).

cado USM, que le precedió en el tiempo. Por otra parte, está considerado por los inversores como un mercado de emisión más que como un mercado secundario.

Los mercados EURO.NM existentes han podido contar con la masa crítica de un gran número de compañías que ofrecían sus títulos a través de mercados *over-the-counter* (OTC). Sobre todo en los casos del Neuer Markt y del Nouveau Marché se ha tenido el acierto de incorporar a las empresas con mayor proyección del mercado OTC existente, algunas de tamaño bastante reducido, apreciándose una evolución muy positiva en los momentos posteriores a la oferta pública de los títulos. Como resultado, los inversores y otras compañías similares tomaron la decisión de probar suerte en esta iniciativa.

Esta orientación diferenciada reduce la confrontación inicial entre las alternativas expuestas. Sin embargo, es posible que esta situación no pueda prolongarse por mucho tiempo. No existe masa crítica para sostener un funcionamiento eficiente de tantos mercados con objetivos similares. Si bien los mercados EURO.NM funcionan de forma integrada, siguen existiendo el EASDAQ y el AIM para cubrir los mismos objetivos: la negociación de títulos de empresas no cotizadas en los mercados oficiales. Si se desea alcanzar un mercado con la profundidad que tiene el NASDAQ, incorporando desde empresas prácticamente recién nacidas hasta gigantes como Microsoft, se hace necesario un proceso de integración.

Si este proceso no tuviese lugar, la consolidación de un mercado llegaría con la marginación de las restantes iniciativas; o incluso no llegaría nunca.

#### **IV. ACTIVIDAD DESARROLLADA EN 1997 Y 1998 EN ESPAÑA**

Los operadores radicados en España desarrollaron su labor en el pasado (11) sin que se cumplieran las condiciones referidas en el apartado anterior. Como consecuencia se produjo el abandono de las inversiones en empresas en etapas iniciales y, en algunos casos, la retirada del inversor de esta actividad financiera.

Sin embargo, en los últimos dos años se están produciendo o anticipando cambios que animan la actividad. Entre ellos, deben destacarse:

- La implantación de la moneda única, que será un primer paso para contar con un auténtico mercado interior europeo.

- La aparición de los nuevos mercados de valores en Europa.

- La aprobación de la Ley 1/1999, de 5 de enero, reguladora de las entidades de capital-riesgo y de sus sociedades gestoras (12).

- La mejora del tratamiento fiscal de las plusvalías a largo plazo (13).

- La mayor sensibilidad hacia la PYME en las autoridades económicas, aunque no siempre se ve reflejada en medidas coordinadas por las distintas administraciones que resulten realmente operativas.

Con base en las expectativas generadas por estos cambios, y animadas por el ciclo económico, las entidades de capital-riesgo y capital desarrollo radicadas en España fueron responsables de la atracción de 115.638 millones de pesetas en 1998, superando en un 70,8 por 100 la cifra registrada un año antes, que también había constituido un máximo histórico (gráfico 2).

De este modo, los capitales totales que gestionan casi duplicaron su volumen en sólo dos años. Partiendo de los 188.911 millones de pesetas existentes a finales de 1996, se alcanzaron 343.981 millones de pesetas a finales de 1998 (14).

La importante entrada de fondos en el año 1998, y la eliminación de algunos fondos liquidados en el cómputo total de los capitales bajo gestión, determinaron algunos cambios en el peso relativo en el sector de los diferentes inversores nacionales y extranjeros. Como se recoge en el gráfico 3, los inversores extranjeros aumentaron su importancia relativa del 37,4 al 40,2 por 100 de los recursos entre 1997 y 1998. En su mayoría, se trata de entidades financieras y fondos de pensiones.

En segundo término, los inversores públicos redujeron significativamente su peso del 26 al 17,5 por 100. El abandono de la actividad de algunos operadores públicos de ámbito estatal y el moderado importe de las nuevas aportaciones procedentes de las Comunidades Autónomas causaron la mayor caída de la importancia relativa de estos inversores en los últimos diez años. Esto no significa que no siga siendo necesario su concurso, en actuaciones selectivas, para atender a los segmentos no cubiertos por los inversores privados, como las inversiones en etapas iniciales y en empresas con mayores componentes tecnológicos.

También debe ponerse de manifiesto que la administración de casi un 10 por 100 de los 60.431 mi-

llones de pesetas comprometidos por inversores públicos fue cedida a sociedades gestoras privadas para acometer inversiones de un perfil definido y en un entorno geográfico limitado.

Los grandes ausentes siguen siendo los fondos de pensiones y otros inversores institucionales radicados en España. Los fondos de pensiones constituyen la principal fuente de recursos en Estados Unidos. Dedicando una media de entre el 1 y el 2 por 100 de su patrimonio a esta actividad, estas entidades son responsables del 50 al 67 por 100 de los recursos captados anualmente en su país para esta actividad financiera.

Como consecuencia de la atracción de capitales registrada en los dos últimos años, los operadores radicados en España continuaron aumentando su actividad inversora (Gráfico 4). Durante el año 1998 se invirtieron 60.747 millones de pesetas, frente a los 43.549 millones de pesetas contabilizados en el año anterior. De este modo, el incremento experimentado en cada uno de los dos últimos años ascendió a un 40 por 100, ofreciendo continuidad a un aumento ininterrumpido del volumen invertido en los últimos cinco años.

Como el número de nuevas inversiones fue similar al registrado en 1997, el aumento del volumen com-

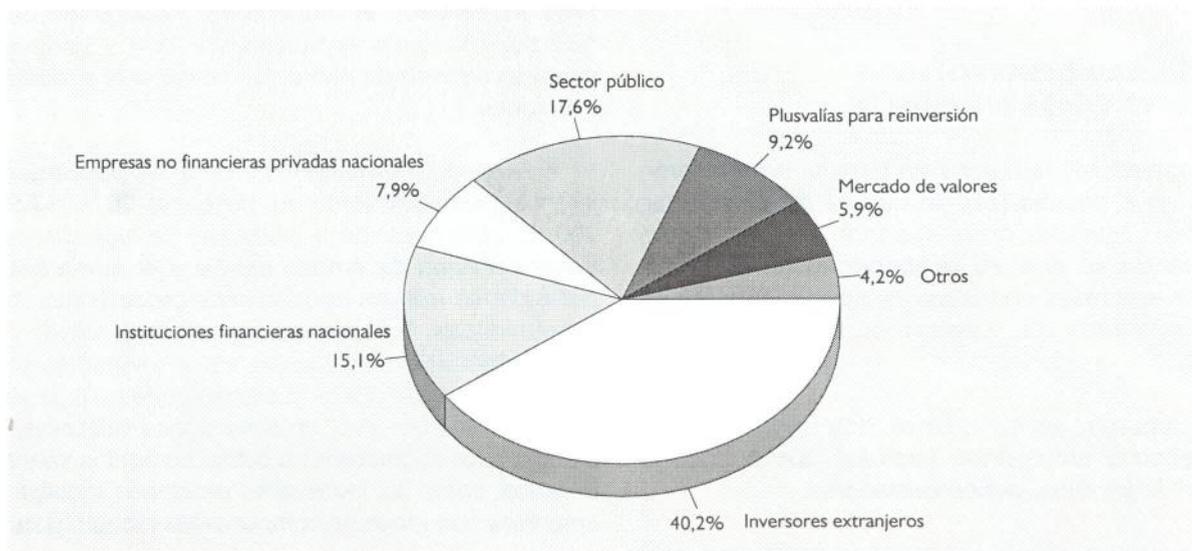
prometido se tradujo en un notable incremento de los valores medios registrados por operación. Cada nueva empresa participada recibió un promedio de 352 millones de pesetas de un mismo operador de capital-riesgo, frente a los 238 millones de pesetas registrados en 1997.

El hecho más relevante de la actividad desarrollada en 1998 fue la identificación del patrón inversor de los operadores radicados en España con la experiencia observada en el conjunto de los países europeos. Después de un proceso de acercamiento, iniciado a principios de los años noventa, el desglose de las inversiones por fase de desarrollo registrado en el año 1998 fue muy similar al representativo del conjunto de los países incorporados en el informe anual de la EVCA.

Las inversiones en MBO/MBI, que hasta el año 1997 nunca habían alcanzado más del 15 por 100 del volumen invertido, se convirtieron en las principales destinatarias de los recursos de capital-riesgo, acumulando el 42,3 por 100 del total en 1998. Por número de operaciones, la participación de los MBO/MBI se incrementó hasta el 13,5 por 100.

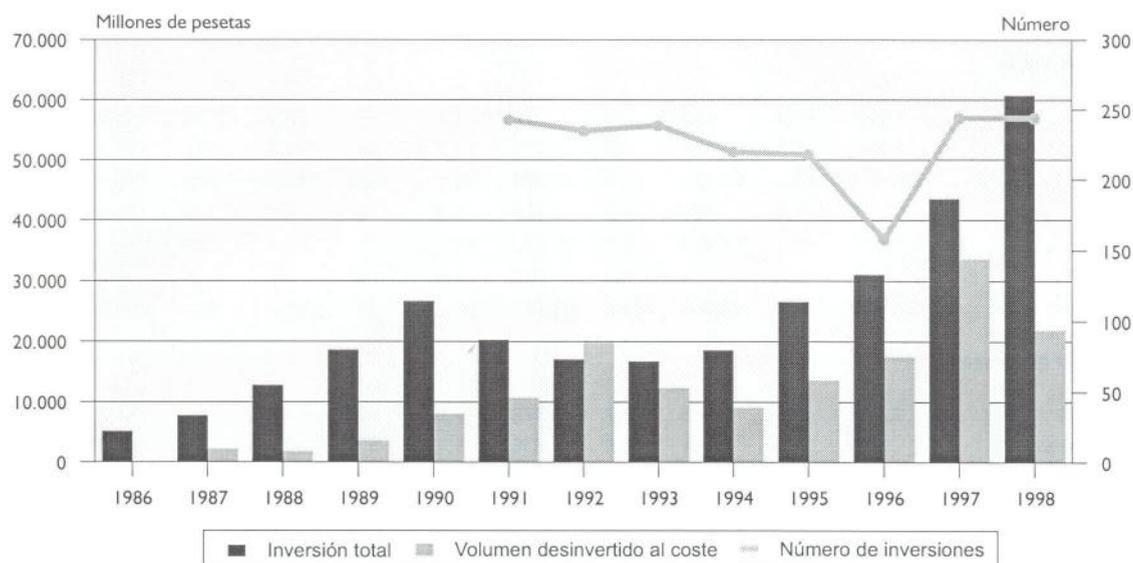
El aumento en el volumen invertido por operación tuvo como consecuencia la orientación hacia empresas de mayor dimensión. Las empresas con más de

GRÁFICO 3  
**PROCEDENCIA DE LOS RECURSOS DE LAS SOCIEDADES  
 Y FONDOS DE CAPITAL-RIESGO**  
 (A 31 de diciembre de 1998)



Fuente: MARTÍ PELLÓN (1999a).

GRÁFICO 4  
INVERSIONES Y DESINVERSIONES ANUALES



Fuente: Elaboración propia.

doscientos trabajadores aglutinaron el 50 por 100 del total comprometido en 1998, frente al 44,9 por 100 registrado un año antes. Por el contrario, las empresas con menos de veinte trabajadores recibieron 4.914 millones de pesetas, que representaron el 8,1 por 100 del total, cuando en 1997 su participación ascendió al 16,1 por 100.

Por sectores, las inversiones englobadas en la categoría *productos de consumo* acumularon el 40,5 por 100 del total, seguidas por las inversiones en *informática y comunicaciones*, que recibieron más del 11 por 100 cada uno, poniendo de manifiesto una creciente de atención hacia las empresas con mayores contenidos tecnológicos.

En el apartado de las desinversiones, a precio de coste, las cifras contabilizadas en 1997 y 1998 ascendieron a 33.577 y 21.791 millones de pesetas, respectivamente. Estos valores superaron cualquier valor registrado anteriormente mostrando la coincidencia con una evolución favorable de la situación económica y del mercado bursátil (15). Pese a ello, estas cifras se encuentran a gran distancia de los valores de inversión mencionados en párrafos anteriores.

El mecanismo de desinversión más utilizado fue el de las ventas a terceros, que representaron el 37,5 por 100 del total en 1998, seguido por las colocaciones de títulos en el mercado de valores, con el 28,1 por 100. Sin embargo, en número de operaciones, estas últimas

sólo significaron el 3,3 por 100 del total, reflejando que los mercados de valores españoles sólo están preparados para aceptar los títulos de las empresas más consolidadas, que comenzaron a atraer la atención de los operadores radicados en España a principios de la década de los años noventa.

Las salidas por recompra de los accionistas originarios limitaron su participación en 1998 hasta el 17,6 por 100, después de experimentar una disminución del 62,6 por 100 en relación con el año anterior. No debe olvidarse que hasta el año 1996 constituían la principal vía de desinversión, manteniendo todavía el 30,6 por 100 en 1997.

En relación con los tamaños de las desinversiones, las realizadas a través del mercado de valores alcanzaron un promedio de 765 millones de pesetas, frente a los 241 y los 51 registrados, respectivamente, en las ventas a terceros o en las operaciones de recompra. En todas ellas el período medio de mantenimiento fue de unos cinco años.

El volumen desinvertido mediante el reconocimiento de minusvalías disminuyó en un 16,4 por 100, aunque aumentó en número desde las 29 registradas en 1997 hasta 55 operaciones en 1998. El período medio de mantenimiento de estas participaciones, hasta el momento de reconocimiento de la minusvalía, ascendió a diez años, frente a siete en los dos años anteriores.

**CUADRO NÚM. 4  
DESGLOSE DE LAS INVERSIONES**

	CANTIDADES INVERTIDAS (M. PESETAS)						NÚMERO DE OPERACIONES REALIZADAS					
	1996	%	1997	%	1998	%	1996	%	1997	%	1998	%
<b>Por fase de desarrollo</b>												
Semilla .....	327	1,1	412	0,9	772	1,3	7	4,4	14	5,7	5	2,0
Arranque .....	1.570	5,1	3.129	7,2	7.118	11,7	35	22,2	51	20,9	52	21,3
Expansión .....	26.681	86,0	28.117	64,6	23.791	39,2	106	67,1	152	62,3	144	59,0
Sustitución .....	0	0,0	998	2,3	3.198	5,3	0	0,0	1	0,4	8	3,3
LBO/MBO/MBI .....	1.895	6,1	10.893	25,0	25.679	42,3	6	3,8	26	10,7	33	13,5
Reorientación .....	550	1,8	0	0,0	189	0,3	4	2,5	0	0,0	2	0,8
<b>Inversión del año .....</b>	<b>31.023</b>	<b>100,0</b>	<b>43.549</b>	<b>100,0</b>	<b>60.747</b>	<b>100,0</b>	<b>158</b>	<b>100,0</b>	<b>244</b>	<b>100,0</b>	<b>244</b>	<b>100,0</b>
<b>Por tamaño de la empresa</b>												
0 a 9 trabajadores .....	2.748	8,9	5.968	13,7	4.276	7,0	50	31,6	85	34,8	63	25,8
10 a 19 trabajadores .....	770	2,5	1.141	2,6	638	1,1	17	10,8	25	10,2	20	8,2
20 a 99 trabajadores .....	8.892	28,7	7.900	18,1	17.161	28,3	58	36,7	82	33,6	84	34,4
100 a 199 trabajadores .....	2.458	7,9	9.016	20,7	8.302	13,7	9	5,7	22	9,0	26	10,7
200 a 499 trabajadores .....	4.833	15,6	13.395	30,8	19.262	31,7	11	7,0	20	8,2	35	14,3
500 ó más trabajadores .....	11.322	36,5	6.130	14,1	11.108	18,3	13	8,2	10	4,1	16	6,6
<b>Inversión del año .....</b>	<b>31.023</b>	<b>100,0</b>	<b>43.549</b>	<b>100,0</b>	<b>60.747</b>	<b>100,0</b>	<b>158</b>	<b>100,0</b>	<b>244</b>	<b>100,0</b>	<b>244</b>	<b>100,0</b>
<b>Por tamaño de la inversión</b>												
0 a 9 millones .....	114	0,4	154	0,4	80	0,1	27	17,1	41	16,8	21	8,6
10 a 49 millones .....	1.366	4,4	1.693	3,9	1.529	2,5	53	33,5	67	27,5	62	25,4
50 a 99 millones .....	1.621	5,2	2.662	6,1	3.034	5,0	23	14,6	41	16,8	42	17,2
100 a 199 millones .....	2.678	8,6	3.921	9,0	5.801	9,5	19	12,0	33	13,5	44	18,0
200 a 499 millones .....	6.823	22,0	10.787	24,8	11.649	19,2	21	13,3	37	15,2	39	16,0
≥ 500 millones .....	18.422	59,4	24.332	55,9	38.655	63,6	15	9,5	25	10,2	36	14,8
<b>Inversión del año .....</b>	<b>31.023</b>	<b>100,0</b>	<b>43.549</b>	<b>100,0</b>	<b>60.747</b>	<b>100,0</b>	<b>158</b>	<b>100,0</b>	<b>244</b>	<b>100,0</b>	<b>244</b>	<b>100,0</b>
<b>Por sectores</b>												
Informática .....	81	0,3	3.129	7,2	6.918	11,4	3	1,9	9	3,7	16	6,6
Otros electrónica .....	270	0,9	813	1,9	815	1,3	3	1,9	6	2,5	6	2,5
Productos/Serv. Industr. ....	4.511	14,5	9.373	21,5	5.762	9,5	36	22,8	41	16,8	42	17,2
Productos de consumo .....	1.161	3,7	6.179	14,2	24.624	40,5	17	10,8	34	13,9	60	24,6
Agricultura/Ganadería/Pesca	3.793	12,2	2.189	5,0	1.530	2,5	15	9,5	14	5,7	10	4,1
Energía/Recursos naturales .	591	1,9	1.723	4,0	762	1,3	6	3,8	14	5,7	14	5,7
Química/Plásticos .....	1.893	6,1	4.634	10,6	2.704	4,5	17	10,8	28	11,5	12	4,9
Construcción .....	1.887	6,1	1.230	2,8	349	0,6	5	3,2	13	5,3	7	2,9
Atención sanitaria/Medicina .	291	0,9	824	1,9	1.387	2,3	3	1,9	10	4,1	4	1,6
Hostelería/Ocio .....	3.334	10,7	360	0,8	1.196	2,0	9	5,7	6	2,5	9	3,7
Comunicaciones .....	1.485	4,8	1.782	4,1	6.862	11,3	10	6,3	16	6,6	13	5,3
Biotec./Ingeniería Genética..	7	0,0	1.016	2,3	44	0,1	1	0,6	7	2,9	2	0,8
Aut. Ind./Robótica .....	55	0,2	84	0,2	257	0,4	2	1,3	2	0,8	3	1,2
Servicios financieros .....	493	1,6	212	0,5	103	0,2	4	2,5	6	2,5	1	0,5
Otros servicios .....	10.799	34,8	8.587	19,7	1.991	3,3	23	14,6	26	10,7	26	10,7
Otros .....	375	1,2	144	0,3	2.279	3,8	4	2,5	7	2,9	12	4,9
Transporte .....	0	0,0	1.270	2,9	1.916	3,2	0	0,0	5	2,0	2	0,8
Otros producción .....	0	0,0	0	0,0	1.248	2,1	0	0,0	0	0,0	5	2,0
<b>Inversión del año .....</b>	<b>31.023</b>	<b>100,0</b>	<b>43.549</b>	<b>100,0</b>	<b>60.747</b>	<b>100,0</b>	<b>158</b>	<b>100,0</b>	<b>244</b>	<b>100,0</b>	<b>244</b>	<b>100,0</b>

Fuente: MARTÍ PELLÓN (1999a).

## V. OPORTUNIDADES Y AMENAZAS FUTURAS

El progresivo ajuste del entorno a las condiciones expuestas es la principal incertidumbre que afronta la financiación mediante capital-riesgo, constituyendo el origen de las principales amenazas que podrían presentarse en el futuro.

En primer término, la comparación de los gráficos 2 y 4 pone de manifiesto el desfase registrado entre los recursos captados y los invertidos en los dos últimos años. Una situación de sobreabundancia de fondos, en relación con el número de oportunidades de inversión, podría conducir a un proceso de inflación de precios o a la devolución de fondos a los aportantes sin haber sido invertidos en el período acordado para ello.

Dado el carácter cíclico de los procesos de captación de fondos, esta situación es normal en intervalos cortos de tiempo, pero no sería admisible de forma sostenida. De hecho, si se pasa revista al período 1986-1998, en siete años los recursos captados superaron el importe invertido y en seis años ocurrió a la inversa.

Sin contar los recursos que pudieran aportar los fondos paneuropeos, los fondos disponibles para inversión ascendían a 157.000 millones de pesetas (16) a finales de 1998. A este importe habría que añadirle también los nuevos fondos que están siendo captados a lo largo del año 1999. Si se desea evitar una excesiva presión sobre los precios de las empresas, la

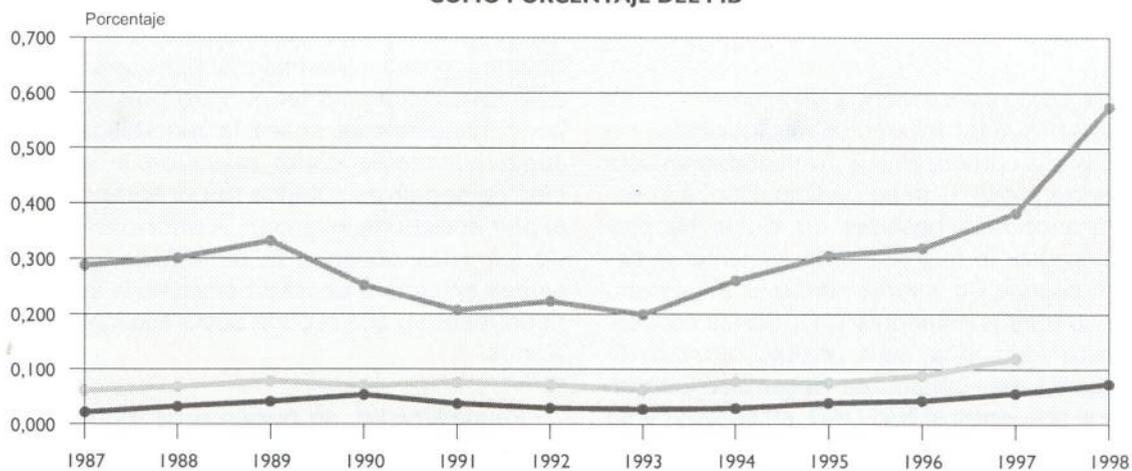
cifra de inversiones para este año debería superar suficientemente los niveles del año 1998. Esta circunstancia debería repetirse en los años siguientes para dar salida a los abundantes fondos que estarán disponibles.

En este sentido, el importante salto experimentado por las cifras de inversión en los últimos años no debe inducir a pensar que no existe margen para mayores crecimientos en el futuro. El gráfico 5, que muestra la relación entre la inversión anual suscrita y el producto interior bruto (PIB) en España, el Reino Unido y el conjunto de los países europeos pertenecientes a la OCDE, ilustra sobre la diferencia tanto respecto de la media europea como respecto del país europeo en donde esta actividad financiera ha alcanzado un mayor grado de desarrollo (17).

En segundo término, debe destacarse el desajuste entre los fondos invertidos y las desinversiones, contabilizadas éstas últimas a precio de coste (18). Como recoge el gráfico 4, considerando el período de doce años que arrancó en 1987, sólo en 1992 fue superior el volumen desinvertido a la cifra de inversión suscrita. De este modo, se manifiestan las dificultades de los operadores para desinvertir las participaciones que toman, motivadas por la ausencia de un mercado interior grande y de mercados de valores para empresas en crecimiento.

Sin embargo, la introducción de la moneda única constituye el origen de algunas oportunidades para esta actividad financiera. En primer lugar, las empresas deberán alterar su dimensión para adaptarse a

GRÁFICO 5  
INVERSIÓN ANUAL DE CAPITAL-RIESGO  
COMO PORCENTAJE DEL PIB



Fuente: Cálculos propios, con datos tomados de MARTÍ PELLÓN (1999a), EVCA (1993-1999) y OCDE.

un mercado más grande y competitivo. Los inversores de capital-riesgo podrían desempeñar un papel relevante en este proceso, aportando financiación y asesoramiento externo a los procesos de crecimiento interno y externo.

Una posibilidad para aliviar la presión de la elevada oferta de recursos sobre los precios consistiría en participar activamente en las decisiones de concentración y/o agregación empresarial (19). El objetivo de esta actuación sería involucrarse en el proceso de aumento de la dimensión de empresas medianas para mejorar su posición competitiva en un mercado crecientemente unificado. La operación consistiría en capitalizar a una empresa determinada y utilizarla como catalizador en un proceso de fusiones y adquisiciones de empresas compatibles con ella, hasta alcanzar la dimensión deseada.

Los recursos que potencialmente absorberían este tipo de inversiones podrían dejar pequeñas las actuales disponibilidades del sector, especialmente si la estrategia se desarrolla en empresas de cierto tamaño. Sin embargo, se trataría de operaciones más alejadas del concepto original de capital-riesgo, en el que el protagonismo de la evolución de la empresa se cedía en exclusiva al empresario, en lugar de ser asumido más directamente por el inversor financiero.

En segundo lugar, además de asignar grandes volúmenes de fondos, esta actuación tendría repercusiones en la fluidez de los procesos de desinversión. Muchos de los grupos empresariales resultantes de estas operaciones tendrían la dimensión suficiente como para ser introducidos en los mercados de valores oficiales ya existentes. De este modo, la entrada en empresas de tamaño medio no sería un obstáculo para alcanzar la vía de salida más deseada, como ocurría hasta ahora.

Finalmente, como consecuencia de lo anterior, sería razonable pensar que los inversores institucionales radicados en España comenzaran a involucrarse en esta actividad financiera (20). Con su participación, aumentarían las transacciones basadas en títulos de empresas no cotizadas, lo que permitiría sustentar el desarrollo de mercados de valores similares a los mencionados en apartados anteriores (21). Con la consolidación de estos mercados, sería posible introducir títulos de empresas más inmaduras, desempeñando un papel similar al que juega el NASDAQ, en su segmento más ilíquido, en Estados Unidos.

Como resultado de esta sucesión de acontecimientos, sería posible pensar en la reducción de los

períodos de permanencia de las inversiones en empresas en etapas iniciales, de modo que los inversores privados de capital-riesgo volvieran a afrontar el reto de asumir mayores riesgos, pero con mejores expectativas de rendimiento. Con ello se permitiría la autorregulación entre oferta y demanda para evitar que los excesos de recursos desestabilizaran esta actividad financiera de vital importancia para el tejido empresarial.

## VI. CONCLUSIONES

La financiación mediante capital-riesgo es una actividad financiera difícil de acotar que admite desde interpretaciones restrictivas, que sólo consideran la participación temporal o minoritaria en empresas inmaduras, hasta otras más amplias que aceptan cualquier tipo de participación en una empresa no cotizada en los mercados oficiales de valores. Para el desarrollo del artículo, la evolución de la actividad en España determinó el uso de la segunda.

El arranque inicial del capital-riesgo en España se produjo con el protagonismo del sector público, que lo utilizó como herramienta para promover el desarrollo regional. Los inversores privados, en su mayoría extranjeros, no empezaron a interesarse hasta la incorporación de España a la Unión Europea, concentrándose en menos operaciones y en empresas de mayores tamaños.

El proceso de crecimiento inicial de esta actividad financiera en España se vio interrumpido a principios de los años noventa. Una de las causas del parón fue el impacto de la incorporación de España a la Unión Europea, que provocó un desproporcionado aumento en los precios de las empresas por el interés estratégico de inversores industriales procedentes de otros países comunitarios. Esta circunstancia, que sólo tuvo incidencia en nuestro país, vino a agravar las consecuencias sobre la rentabilidad de lo que suele conocerse como *curva de la experiencia* o efectos negativos sufridos por el aprendizaje durante el primer ciclo de inversión. A principios de la década de los años noventa, la rentabilidad de las operaciones en cartera se vio amenazada al iniciarse un período recesivo que recortó sustancialmente las valoraciones.

Paralelamente, se pusieron de manifiesto las dificultades para desarrollar al ritmo esperado los proyectos en empresas en proceso de arranque, como ya había ocurrido anteriormente en otros países europeos. El reducido tamaño del mercado interior y la au-

sencia de mercados al estilo del NASDAQ americano, fundamentalmente, están en el origen de los mayores plazos requeridos para rentabilizar este tipo de proyectos en períodos de tiempo asumibles para el inversor de capital riesgo.

El resultado conjunto de ambos factores determinó la contracción en el número de operaciones y la salida de algunos inversores ante el escaso abanico de inversiones interesantes y las negativas expectativas sobre la evolución de la economía. Los inversores concentraron crecientemente su atención en empresas de mayores tamaños, e incluso totalmente consolidadas. Poco a poco, se fue imponiendo un patrón inversor en el que la adquisición de empresas con apalancamiento dejó en un segundo plano incluso a la financiación del crecimiento, olvidándose, salvo por la actuación de algunos inversores públicos, de las inversiones en empresas en etapas iniciales.

Sin embargo, una serie de circunstancias se han conjugado para justificar un significativo incremento de la captación de fondos y del volumen invertido por los operadores. De todas ellas, conviene destacar la existencia de un período expansivo en nuestra economía y la introducción del euro como moneda única. La coincidencia de ambas permitirá, a largo plazo, que se cumplan las condiciones necesarias para la autorregulación entre la oferta y la demanda de recursos de capital-riesgo. Éste es un requisito para evitar distorsiones graves en los procesos de asignación y para facilitar la canalización de recursos hacia todo tipo de empresas no cotizadas, y no sólo hacia las más consolidadas.

Hasta dicho momento, el fuerte crecimiento de los recursos captados y los volúmenes invertidos en España no debería producir vértigo si se aprovecha otra de las oportunidades surgidas de la futura implantación de la moneda única: la necesidad de aumentar la dimensión de las empresas. El papel a jugar por los inversores de capital-riesgo consistiría en asesorar y financiar procesos de concentración de empresas medianas para facilitar su acercamiento a la nueva dimensión requerida de cara a la supervivencia en un auténtico mercado interior europeo. Con ello, se aliviaría la presión sobre los precios de las empresas más consolidadas, dando salida a los ingentes recursos captados recientemente por los operadores, y se acercarían las cifras de inversión, en su relación con el PIB, al lugar que les corresponde dentro del concierto europeo.

## NOTAS

(1) Uno de los sinónimos de riesgo que recoge el Diccionario de la Lengua de la Real Academia Española es ruina.

(2) Hasta 1986 no apareció la primera legislación específica del sector, recogida en el Real Decreto-Ley 1/86.

(3) Esta figura aglutina la mayor parte de los capitales en gestión en los mercados de capital-riesgo más desarrollados, a través de la creación de fondos que generalmente tienen una vida limitada.

(4) Aunque el descenso sería más acusado si se analizara el volumen total invertido en cada fase, dicha información sólo está disponible a partir de 1991.

(5) Capitales existentes más nuevos fondos incorporados en el año menos fondos amortizados o recursos de entidades desaparecidas.

(6) Por el interés estratégico de inversores industriales extranjeros, preocupados por acceder con rapidez al mercado español.

(7) Siguiendo la terminología de la European Venture Capital Association (EVCA), si una sociedad gestora invierte en una misma empresa con, por ejemplo, tres de sus fondos, se contabilizan tres operaciones.

(8) Los estudios de rentabilidad realizados en distintos países europeos ponen de manifiesto esta circunstancia. A modo de referencia, puede consultarse: EUROPEAN VENTURE CAPITAL ASSOCIATION (1998), para el conjunto de Europa; JURY (1998), para el Reino Unido; ERNST & YOUNG (1998), para Francia; NEDERLANDSE VERENIGING VAN PARTICIPATIEMAATSCHAPPIJEN (1998), para Holanda.

(9) Que suelen atraer cantidades cercanas al 30 por 100 de la inversión total (VENTURE ECONOMIC, 1999).

(10) Se encuentra en estudio la incorporación de tres mercados más, promovidos por las bolsas de valores de Zurich, Estocolmo y Copenhague.

(11) Con una legislación intervencionista y sujeta a permanentes cambios, un reducido mercado interior, mercados de valores oficiales poco desarrollados y segundos mercados prácticamente inoperantes, y significativas trabas administrativas a la creación de empresas.

(12) La principal virtud de esta disposición es que pueda constituirse en un marco de referencia estable para los operadores radicados en España. En lo referente a su contenido, consolidó, con algunos avances, las paulatinas mejoras introducidas al Real Decreto-ley 1/86. Sin embargo, pese a la flexible definición de su objeto social, dado que una parte significativa de los inversores procede del exterior y que existe libertad de movimiento de capitales, no debe esperarse una generalizada acogida a la misma por parte de la mayoría de los operadores.

(13) Las modificaciones recogidas en el Real Decreto-ley 7/1996, de 7 de junio, sobre medidas urgentes de carácter fiscal y de fomento y liberalización de la actividad económica, permitieron reducir al 20 por 100 la tributación de cualquier plusvalía a largo plazo en el impuesto sobre la renta de las personas físicas.

(14) En esta cifra ya están deducidos los fondos liquidados por terminar su ciclo de vida y los recursos de las entidades que abandonaron la actividad inversora. Siguiendo la metodología de la EVCA, que acumula todos los recursos captados desde el inicio de la actividad hasta la fecha, la cifra se elevaría hasta 407.000 millones de pesetas.

(15) Una de las principales razones del menor valor computado en 1998 fue la ralentización de los procesos de venta al agudizarse la crisis asiática en el mes de agosto.

(16) Debe aclararse que los recursos totales del sector recogen importes nominales de fondos que, en parte, ya fueron invertidos, recuperados y devueltos a los aportantes originales.

(17) Lo mismo ocurre al relacionar las cifras de recursos captados con el PIB.

(18) En los casos de pérdida total o parcial, se computa el valor original de la inversión suscrita.

(19) A esta actuación se la conoce como *build-up*.

(20) No debe olvidarse que los fondos de pensiones disponen de un porcentaje de libre disposición, y que los fondos de inversión pueden colocar hasta un 10 por 100 de su patrimonio en títulos emitidos por empresas no cotizadas.

(21) Sin entrar a valorar su carácter nacional o internacional.

## REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

BYGRAVE, W., y TIMMONS J. (1992), *Venture Capital at the Crossroads*, Harvard Business School Press, Boston.

DOMINGUEZ, J. R. (1974), *Venture Capital*, Lexington Books, Lexington (Massachusetts).

ERNST & YOUNG (1998), *Mesures de la performance de l'activité du capital investissement en France (1988-1997)*, AFIC, París.

EUROPEAN VENTURE CAPITAL ASSOCIATION (1998), "New pan-european performance study", *Europe Private Equity Update*, nº 9, enero, págs. 1-4.

— (1993-1999), *1993-1999 EVCA Yearbook*, Zaventem (BE).

— (1987-1992), *Venture Capital in Europe. 1987-1992. EVCA Yearbook*, Zaventem (BE).

JURY, J. (1998), "UK private equity demonstrates consistently superior returns", *UK Venture Capital Journal*, julio-agosto, págs. 21-24.

MARTÍ PELLÓN, J. (1999a), *El capital inversión en España, 1998*, Civitas, Madrid.

— (1999b), "Financiación de la innovación con capital-riesgo", *Papeles de Economía Española*, nº 81, págs. 196-210.

MURRAY, G. C., y MARRIOT, R. (1998), "Why has the investment performance of technology-specialist, European venture capital funds been so poor?", *Research Policy*, 27, páginas 947-976.

NEDERLANDSE VERENIGING VAN PARTICIPATIEMAATSCHAPPIJEN (1998), *Venture Capital Returns in the Netherlands*, sexta edición, La Haya.

VENTURE ECONOMIC INC. (1999), *1998 National Venture Capital Association Annual Report*, Arlington (Virginia).

# El apoyo al capital-riesgo en la política empresarial de la Unión Europea

Manuel Martín Rodríguez  
Francisco Javier Sáez Fernández

## INTRODUCCIÓN

Después de más de un lustro durante el que las economías occidentales habían estado sometidas a fuertes convulsiones por el lado de la oferta, a principios de la década de los ochenta se inició una larga etapa de reestructuración y crecimiento económico, acompañada de un proceso de liberalización de flujos comerciales y financieros sin precedentes, que ha terminado produciendo, al cabo de casi dos décadas, transformaciones muy profundas en el conjunto de los sectores productivos, en la organización de los mercados y en las estrategias de las empresas. En todo este proceso, la PYME ha desempeñado un papel muy destacado, adaptándose con prontitud a las transformaciones que estaban teniendo lugar en cada momento, creando empleo en mayor medida que las grandes empresas, y protagonizando algunos de los avances tecnológicos más importantes en sectores industriales de alta tecnología y gran potencial de desarrollo.

La Unión Europea fue consciente, casi desde el primer momento, del papel esencial de las PYME y de sus limitaciones estructurales en este nuevo escenario, iniciando muy pronto el diseño de su política empresarial, que, con el paso del tiempo, ha llegado a convertirse en una de las políticas estrella de la Unión Europea (1). En el marco de esta política, las acciones encaminadas a mejorar el entorno financiero de las PYME han tenido un peso fundamental. Y, dentro de éstas, el impulso a los mercados de capital-riesgo, como instrumento de eficacia probada para PYME con proyectos innovadores y fuerte potencial de crecimiento, ha pasado a ocupar un lugar privilegiado.

El objeto de este trabajo consiste, precisamente,

en analizar las políticas de apoyo al capital-riesgo en la Unión Europea. Con este fin, en el primer apartado, se hace una revisión de las aportaciones teóricas más relevantes en este campo, a fin de poder hacer posteriormente una evaluación de las políticas comunitarias a la luz de las principales conclusiones que se derivan de ellas. En el segundo, se describen y analizan las acciones comunitarias de mayor importancia en el ámbito de los mercados de capital-riesgo, entendiendo como tales el conjunto de normas, sistemas de contratación, agentes institucionales, empresas e individuos que desarrollan la actividad de capital-riesgo. Y en el tercero, siendo la existencia de mercados organizados en los que puedan negociarse acciones de pequeñas y medianas empresas uno de los determinantes fundamentales para el desarrollo y consolidación del capital-riesgo, se pasa revista a las acciones encaminadas al fomento de este tipo de mercados. El trabajo termina con un breve resumen de las principales conclusiones que se desprenden del análisis realizado en los apartados anteriores.

## I. PRINCIPALES HIPÓTESIS SOBRE EL DESARROLLO DE LOS MERCADOS DE CAPITAL-RIESGO

El capital-riesgo es una actividad financiera que viene dada por la aportación de recursos permanentes a una empresa, que suele hacerse efectiva, generalmente, mediante la toma de una participación en su capital social, aunque existen también otras modalidades. Esta participación no tiene vocación de permanencia ni de control sobre la empresa, sino la eventual obtención de plusvalías derivadas de sus posibilidades de crecimiento y generación de beneficios. En el desarrollo de esta actividad se implican tres tipos de

agentes, a los que corresponden funciones distintas, pero complementarias. Por una parte, la empresa o empresario que precisa fondos a largo plazo para impulsar un nuevo proyecto empresarial o para consolidar sus posibilidades de crecimiento. Por otra, el inversor de riesgo, normalmente un intermediario financiero con naturaleza societaria o fiduciaria que, tras evaluar el proyecto, decide proporcionar los recursos permanentes demandados. Y, por último, el capitalista de riesgo, que suele ser un ahorrador último con escasa aversión al riesgo y dispuesto a ceder sus recursos a intermediarios especializados con la esperanza de obtener importantes plusvalías en un corto período de tiempo. Cuando el ahorrador último toma parte directamente en el capital de la empresa, esto es, sin la mediación de un inversor de riesgo, se le denomina *business angel* (2).

Además de suministrar capitales permanentes a la empresa participada, el inversor de capital-riesgo desempeña funciones adicionales, entre las que pueden destacarse como más importantes las tres siguientes:

a) *Asistencia en la gestión*. El inversor de capital-riesgo es un intermediario experimentado en el desarrollo de empresas y con gran conocimiento de los sectores reales en los que opera. Por ello, en las primeras fases de la vida de las empresas, puede desempeñar una labor de asesoramiento crucial en tareas importantes, como el reclutamiento de personal, la selección de opciones tecnológicas, las campañas de marketing, etc. (Black y Gilson, 1998).

b) *Supervisión y control*. El inversor de capital-riesgo tiene importantes incentivos para supervisar y controlar la gestión de la empresa participada. Además de la inyección inicial de recursos, el inversor suele proporcionar fondos adicionales, en forma de capital o de deuda preferente, conforme va consolidándose el desarrollo de la sociedad. Por ello, la representación que se reserva en los órganos de gestión de la empresa participada suele ser sensiblemente mayor a la que le correspondería por derecho propio. En ciertos casos, y de acuerdo con la sociedad participada, puede tener derecho de veto en determinadas cuestiones clave. Todo ello le proporciona un extraordinario poder, particularmente en decisiones estratégicas, que, en algunos casos, puede alcanzar incluso al nombramiento de gestores (Lerner, 1995).

c) *Reputación y credibilidad*. El inversor de capital-riesgo proporciona credibilidad al proyecto de la empresa participada, siendo ésta una cuestión fundamental en las relaciones que se establecen con terceras personas. Así, los gestores más cualificados se

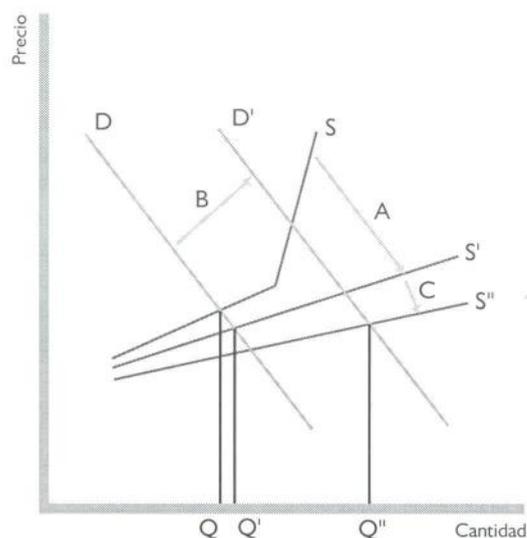
ofrecerán con menos reparos a ser contratados por una empresa de este tipo, las instituciones de crédito prestarán sus recursos con más confianza y garantía, y los clientes y proveedores gozarán de un mayor grado de seguridad en las operaciones que realicen con la sociedad participada. Y, por supuesto, a la hora de hacer una oferta pública inicial de acciones (*Initial Public Offering -IPO-*), la intervención de un inversor de capital-riesgo puede ser decisiva para el éxito de la operación (Gompers, 1996, y Meggison y Weiss, 1991).

El ciclo de este canal de financiación se cierra con la salida del inversor de capital-riesgo del capital de las empresas participadas. Además de al agotamiento de las funciones objetivas que acaban de apuntarse, esta salida responde a tres importantes razones que tienen que ver, en última instancia, con la relación existente entre el inversor de capital-riesgo y el capitalista de riesgo: el capitalista de riesgo necesita un mecanismo que le permita evaluar la destreza del inversor en la gestión de activos de riesgo, con objeto de seleccionar los mejores intermediarios a los que confiar sus recursos; el capitalista de riesgo debe evaluar, en términos del binomio rentabilidad-riesgo, las inversiones en los mercados de capital-riesgo en relación con inversiones alternativas, con miras a decidir la cuantía destinada a dichos mercados (Gompers, 1996); el capitalista de riesgo debe encontrar una vía para retirar los fondos cuando las expectativas del mercado no sean favorables.

Conocidos los rasgos básicos de esta modalidad de inversión, en lo que resta de este apartado se analizan las condiciones necesarias para que los mercados de capital-riesgo puedan desarrollarse con eficacia. Gompers y Lerner (1998) estudian, desde una perspectiva teórica y empírica, las fuerzas que han conducido el crecimiento del capital-riesgo en Estados Unidos desde principios de los años ochenta. En su análisis, distinguen entre factores de oferta y de demanda que influyen sobre el volumen de recursos en el mercado, entendiendo por factores de oferta los que afectan al deseo de los inversores de poner fondos a disposición de esta actividad, y por factores de demanda los que incitan a las empresas a demandar recursos de esta naturaleza. El modelo que se expone a continuación coincide, básicamente, con el que desarrollan estos autores, si bien contiene algunas matizaciones en cuanto a las variables explicativas y a la pendiente de las curvas de oferta y demanda.

El gráfico 1 refleja diferentes situaciones de equilibrio estático en un mercado de capital-riesgo. En el eje de abscisas se representa la cantidad de activos o recursos de riesgo intercambiados, y en el de orde-

GRÁFICO I  
OFERTA Y DEMANDA EN EL MERCADO  
DE CAPITAL-RIESGO



Fuente: GOMPERS y LERNER (1998, pág. 153).

nadas, el precio de dichos activos. La oferta de recursos depende positivamente de la tasa esperada de beneficios de las inversiones en capital-riesgo, que vendrá dada por el precio de las participaciones o activos de riesgo. Una rentabilidad (precio) creciente induce a una oferta creciente de recursos y, en consecuencia, la curva de oferta tiene pendiente positiva. Cuanto mayor sea la aversión al riesgo de los inversores, mayor la incertidumbre en el ámbito de los negocios y más gravosa la fiscalidad sobre las plusvalías obtenidas mediante esta modalidad de inversión, más rígida será la curva de oferta; y cuanto menor sea la rentabilidad y mayor el riesgo de inversiones alternativas, más plana será esta curva. Esto último induce a pensar que la curva de oferta en el mercado de capital-riesgo puede ser bastante elástica a un determinado nivel de rentabilidad esperada cuando existen buenos sustitutos para este tipo de activos. No obstante, si existen limitaciones legales a la capacidad de inversión de riesgo para los inversores institucionales, como de hecho sucede en muchos países desarrollados, la curva de oferta podría tornarse extremadamente rígida a partir del punto en que estén próximos a agotarse los recursos provenientes de inversores individuales.

La función de demanda está determinada por el volumen de capital-riesgo que buscan las empresas a una determinada tasa esperada de ganancias. Si el

precio del capital-riesgo se eleva, se demanda un menor volumen de recursos, pues el número de proyectos rentables se hace más escaso. En consecuencia, la curva de demanda tiene pendiente negativa. Cuanto mayor sea la aversión al riesgo de las empresas o mayor la incertidumbre en su entorno de actividad, más rígida será la función de demanda; y cuanto más fácil sea el acceso a otras fuentes de financiación a largo plazo y menor sea su coste, más elástica será esta función.

Los efectos de cambios en la regulación de la cartera de los inversores institucionales, en la fiscalidad de las plusvalías o en otros factores determinantes de la oferta y la demanda sobre el volumen de recursos intercambiados pueden analizarse con facilidad. Así, la liberalización parcial o total de las inversiones de los fondos de pensiones u otros inversores institucionales, con miras a facilitar su participación en sociedades no cotizadas o en operaciones de capital-riesgo, podría eliminar la rigidez de la oferta a partir del punto de inflexión y hacerla aún más elástica en su conjunto (desplazamiento desde  $S$  a  $S'$ ), provocando un aumento de las operaciones en el mercado desde  $Q$  hasta  $Q'$  (movimiento A) (3).

Una reducción de los impuestos que graven las plusvalías produce, como ya se ha sugerido, una mayor elasticidad y un desplazamiento hacia la derecha de la curva de oferta hasta  $S''$  (movimiento C). Al mismo tiempo, la reducción de impuestos sobre plusvalías puede hacer más atractiva la actividad empresarial, animando a gestores o empleados a iniciar negocios por su cuenta, por lo que también puede tener un efecto positivo sobre la demanda, desplazándola hacia la derecha hasta  $D'$  (movimiento B) y provocando, junto con el desplazamiento de la oferta, un aumento total de las operaciones desde  $Q'$  hasta  $Q''$ .

Como factores explicativos adicionales, Black y Gilson (1998) señalan que las diferentes regulaciones en los mercados de trabajo y las diferencias en la cultura empresarial de los países, particularmente la valoración social de la figura del empresario y la predisposición de las personas a la asunción de riesgos, pueden influir también en el desarrollo de los mercados de capital-riesgo. Estas razones podrían ser, precisamente, una de las principales causas explicativas del diferente nivel de desarrollo del sector del capital-riesgo en Estados Unidos y en Europa.

Por su parte, Grinblatt, Titman y Wermers (1995) ponen de manifiesto cómo el comportamiento en un pasado reciente de diferentes sectores productivos puede influir en las decisiones de inversión y en la dis-

tribución de recursos por parte de los fondos de pensiones y otros inversores institucionales, y no sólo desde la perspectiva de la selección de los activos más rentables, sino también considerando la dimensión temporal. Esto es, en períodos en los que la inversión de riesgo produce importantes ganancias de capital, se generan importantes incentivos para mantener un alto nivel de actividad en estos mercados.

Desde una perspectiva diferente, más centrada en el entorno general de los mercados de capital-riesgo, Black y Gilson (1998) analizan los rasgos del sistema financiero de los Estados Unidos y el Reino Unido, con mercados de capitales muy desarrollados que desempeñan un papel muy importante en la financiación de las empresas, y de Alemania y Japón, donde la banca tiene un mayor protagonismo en la financiación y en el gobierno de las empresas. Y sostienen que países como los anglosajones, con sistemas de financiación centrados en mercados de capitales, tienen mayor probabilidad de éxito en el desarrollo de mercados de capital-riesgo que aquellos otros cuyos canales de financiación están dominados por la banca, y que un mercado de capitales muy desarrollado, que posibilita la salida del inversor en capital-riesgo mediante una IPO, es un elemento crucial para la existencia de un mercado de capital-riesgo amplio y activo. Para entender el vínculo entre ambos mercados, es necesario conocer los compromisos implícitos y explícitos que se formalizan entre las entidades de capital-riesgo y sus inversores, por una parte, y entre aquéllas y las empresas participadas, por otra. Así, la desinversión mediante una IPO permite al inversor de capital-riesgo entablar acuerdos implícitos con los empresarios sobre el control futuro de las empresas participadas, y esos acuerdos influyen de manera decisiva en el éxito del capital-riesgo en aquellos sistemas financieros basados en mercados de capitales.

Por otra parte, Black y Gilson (1998) sostienen que la mayoría de las empresas participadas preferirán la salida del inversor de riesgo mediante una IPO a otras alternativas, porque, además de la razón apuntada anteriormente (el mantenimiento de la capacidad de control por parte del empresario), la IPO permitirá maximizar el valor de la empresa en el momento de la venta (4).

Finalmente, Mason y Harrison (1997) destacan el papel que las redes de *business angels* pueden desempeñar en el desarrollo de los mercados de capital-riesgo, tanto en proyectos de menor envergadura como en los que se encuentran en fases iniciales, y defienden la necesidad de que el sector público permanezca en estos segmentos de mercado, dado el es-

caso volumen de recursos que los inversores privados canalizan hacia ellos.

En definitiva, esta rápida revisión de la literatura sobre los mercados de capital-riesgo permite sostener que tanto los factores de entorno (percepción social de la figura del empresario, cultura del riesgo, sesgo de los sistemas financieros hacia la banca o hacia los mercados de capitales, coyuntura económica general, etc.) como los específicos del mercado (regulación de las inversiones, fiscalidad de las plusvalías, proliferación de proyectos innovadores, disponibilidad y coste de recursos alternativos, etc.) desempeñan un papel muy importante en el desarrollo de estos mercados, siendo la interacción de todos ellos la que puede explicar las importantes diferencias que actualmente existen entre Estados Unidos y la Unión Europea.

## **II. LA POLÍTICA EUROPEA DE APOYO A LA FINANCIACIÓN DE PYME: EL CAPITAL-RIESGO**

### **1. Debilidades estructurales en la financiación de las PYME y política comunitaria para la mejora de su entorno financiero**

Uno de los factores que condicionan en mayor medida el desarrollo de las PYME es el de su debilidad financiera. Numerosos trabajos han puesto de manifiesto este hecho, que deriva de ciertos rasgos estructurales de la relación entre proveedores financieros y este tipo de empresas, que pueden resumirse en los siguientes puntos (5):

a) El acopio y análisis de información, necesarios para la evaluación y seguimiento de los riesgos que subyacen en los procesos de financiación, es una actividad en la que surgen importantes economías de escala, no sólo por la indivisibilidad de la inversión necesaria para obtenerla, sino también por su carácter de bien público. Los elevados costes fijos en los que incurren los intermediarios financieros cuando analizan la viabilidad de un determinado proyecto financiero hacen que las operaciones de pequeña dimensión resulten proporcionalmente más onerosas en términos de costes unitarios. Y el menor uso de esta información en el caso de PYME encarece igualmente el coste de oportunidad de su obtención.

b) Las PYME tienen, por término medio, una historia y una esperanza de vida mucho más breve que las grandes empresas. Su falta de reputación, derivada de

su relativa juventud, y los frecuentes riesgos tecnológicos o de mercado característicos de sus actividades, sobre todo en PYME con fuerte potencial de crecimiento, hacen que sus operaciones de financiación tengan un componente de riesgo más elevado que en el caso de grandes empresas, por lo que la prima por este concepto que cargan los acreedores será también más alta. Por estas mismas razones, el acreedor tenderá a acortar los plazos, con objeto de reducir los riesgos asociados a las operaciones con PYME.

c) La variabilidad de los flujos de caja generados en un determinado período de tiempo suele estar inversamente relacionada con la dimensión de las empresas, y por ello los riesgos asociados a operaciones financieras realizadas con PYME son objetivamente mayores y deben, por tanto, soportar un mayor coste unitario.

d) El deseo de mantener el control de la empresa por parte del propietario-gestor y las dificultades para acceder a distintas fuentes de financiación, tanto a corto como a medio y largo plazo, hacen que las PYME tiendan a recurrir en mayor proporción que las grandes empresas a la mal denominada financiación sin coste (proveedores).

Este abanico de problemas estructurales relativos a su financiación ha determinado que las acciones relacionadas con el entorno financiero y con el acceso a los recursos de las PYME tengan una importancia de primer orden en la política empresarial de la Unión Europea. Ya en 1986, el *Programa de acción para las pequeñas y medianas empresas*, primer gran documento de la política empresarial europea sobre PYME, aparte otras actuaciones para mejorar su entorno financiero, contempló acciones específicas destinadas a un reforzamiento de la actividad de capital-riesgo y a la promoción de mercados de valores adaptados a sus necesidades.

Después de esta primera experiencia, la política europea de apoyo a la PYME se institucionalizó definitivamente en 1990, articulándose en torno a los llamados *programas plurianuales*, en los que se definen las acciones a realizar y se asignan los correspondientes presupuestos. El *Primer Programa Plurianual a favor de la PYME (1990-1993)*, particularmente relacionado con la implantación del mercado interior en 1993 y con los problemas que se derivarían de ello para las PYME, contemplaba tres tipos de acciones: eliminación de obstáculos de carácter administrativo, financiero o jurídico que impidieran la creación de empresas, para lo que se preveían de nuevo acciones relacionadas con el capital-riesgo; información a las

empresas en general, y a las PYME, en particular, sobre políticas, reglamentaciones y actividades comunitarias y de los estados miembros que pudieran afectarles, y fomento de la cooperación y asociación entre empresas europeas (6).

El *Segundo Programa Plurianual a favor de la PYME (1994-1996)* estableció dos grandes objetivos que, a su vez, se desglosaban en diversas acciones (7). El primero de ellos consistía en el reforzamiento de la política empresarial, a fin de estimular el crecimiento económico aprovechando el dinamismo derivado del mercado interior y de los intensos vínculos existentes con otros países europeos, particularmente de la Europa del Este. Y el segundo se refería a la necesidad de poner a disposición de las empresas europeas instrumentos de comprensión y análisis de los cambios económicos y sociales que estaban produciéndose en el mundo, y de ofrecer el apoyo de las instituciones comunitarias para coordinar y complementar las políticas empresariales de la propia Comunidad, de los estados miembros y de las regiones. Con este fin, dentro del ámbito específico de la financiación, se proponían medidas de carácter fiscal encaminadas a corregir la falta de capacidad de autofinanciación de la PYME, y se trataba de potenciar el capital-riesgo, para el que ya existían algunos programas comunitarios en el seno de otras políticas, como el *Venture Consort* o el *Eurotech Capital*.

El *Tercer Programa Plurianual en favor de la PYME (1997-2000)*, dotado con un importe de 127 millones de ecus y vigente actualmente, no contempla grandes novedades con respecto a los anteriores. Los seis grandes objetivos que se plantea son: simplificar el entorno administrativo y reglamentario de las empresas; mejorar su entorno financiero; ayudar a la PYME a dar una dimensión europea e internacional a sus estrategias; aumentar la competitividad de la PYME y facilitar su acceso a la investigación, la innovación y la formación; fomentar el espíritu empresarial y apoyar a grupos especiales, como mujeres, jóvenes, etc; y mejorar los instrumentos de la política en favor de la PYME (8). Y, dentro de las medidas encaminadas a conseguir una mejora del entorno financiero, se contemplan diversas acciones: mejorar el acceso a los créditos y al capital-riesgo; continuar realizando esfuerzos para reducir las demoras en los pagos; facilitar el desarrollo de instrumentos financieros específicos, como el capital-riesgo y las sociedades de garantía recíproca y estimular el desarrollo de mercados de capitales para PYME de fuerte crecimiento.

Además de los *programas plurianuales*, la Unión Europea ha desarrollado también otros programas operativos de financiación a PYME en el marco de

otras políticas de carácter horizontal. Además de los citados anteriormente, hay que añadir la *Iniciativa PYME (1994-1999)*, que ha hecho posible la cofinanciación con los estados miembros de determinadas acciones de apoyo a las PYME, entre ellas el capital-riesgo, en regiones beneficiarias de fondos estructurales, y los instrumentos financieros de Edimburgo y Copenhague, de aplicación a toda la Unión Europea, que han consistido, respectivamente, en la creación de un Fondo Europeo de Inversiones, dotado con 2.000 millones de ecus, destinados a aportar garantías a los préstamos concedidos a PYME y a apoyar la creación de fondos de capital-riesgo, y en la apertura en el Banco Europeo de Inversiones de una línea de crédito a PYME, con bonificaciones en los tipos de interés, por importe de 1.000 millones de ecus.

En resumen, los sucesivos *programas plurianuales a favor de la PYME*, y otras políticas comunitarias de apoyo a este tipo de empresas, reflejan una preocupación creciente de la Unión Europea por los problemas específicos de financiación de las PYME y, en particular, por el fomento de las actividades de capital-riesgo como una de las medidas más eficaces para hacer frente a ellos. En el epígrafe siguiente se analizan con mayor detenimiento la instrumentación de estas políticas de apoyo al capital-riesgo y los resultados conseguidos hasta ahora.

## **2. El apoyo comunitario al capital-riesgo**

Después de una primera operación experimental iniciada en 1989, la Comisión Europea aprobó en 1991 una acción piloto para estimular la creación de *fondos de capital de lanzamiento* en el marco del *Primer Programa Plurianual a favor de la PYME*. Las ayudas previstas eran anticipos reembolsables para cubrir el 50 por 100 de los gastos de funcionamiento en los cinco primeros años de vida. Además de estas ayudas, las que se creasen en regiones de la Unión beneficiarias de fondos estructurales recibirían una contribución en capital a través de los Centros Europeos de Empresa e Innovación (CEEI) establecidos en ellas. De acuerdo con el correspondiente informe de evaluación encargado por la Comisión, hasta mediados de 1997, con una aportación de la Comunidad en torno a 10 millones de ecus, los 23 fondos creados hasta entonces habían obtenido 49,7 millones de ecus e invertido un total de 35,0 en la creación de 207 empresas que habían generado ya 3.000 puestos de trabajo. De estos fondos, tan sólo tres habían tenido un planteamiento puramente comercial, con una selección rigurosa de un número reducido de inversiones de dimensiones relativamente importantes. Los

restantes eran fondos públicos o privados de desarrollo local.

En el marco de otras políticas de la Unión, la acción *Eurotech Capital*, que comenzó a funcionar en 1990, tiene como finalidad la de fomentar la financiación con capital privado de proyectos transnacionales de alta tecnología. A estos efectos, la Comisión apoya a entidades financieras especializadas en la aportación de fondos propios a PYME que tengan una capacidad de inversión de 50 millones de ecus, y que acepten reservar al menos un 20 por 100 para participación en PYME que desarrollen este tipo de proyectos. De acuerdo con el último informe publicado, la red contaba en 1994 con trece participantes, pertenecientes a la mayoría de los estados miembros, que se habían comprometido a invertir un total de 202 millones de ecus.

Dentro del Programa para la Innovación en Europa, el proyecto piloto *I-Tec (Innovation and Technology Equity Capital)* es una iniciativa destinada a fomentar inversiones en el capital inicial de las PYME tecnológicamente innovadoras. Con él se pretende desarrollar la capacidad de los operadores de capital-riesgo para evaluar y gestionar este tipo de operaciones que, a pesar de su viabilidad económica, no serían tomadas en consideración de otro modo. Para participar en este proyecto, en 1997 se seleccionaron nueve operadores de capital-riesgo, con una capacidad de inversión de 380 millones de ecus.

Por último, el programa *Venture Consort* trata de fomentar la inversión de sociedades de capital-riesgo en PYME mediante la formación de consorcios internacionales. Se proporciona ayuda para la búsqueda de socios y para sufragar los costes de constitución, y se hace una contribución a la propia inversión en forma de anticipo reembolsable, que puede llegar a ser hasta el 30 por 100 de la entrada ó 300.000 ecus.

Aunque este apoyo inicial al capital-riesgo continuó en el marco de la política empresarial y de las demás iniciativas comunitarias a las que acabamos de referirnos, no fue, sin embargo, hasta el *Tercer Programa Plurianual en favor de la PYME* cuando estas acciones se intensificaron y cuando la Comisión tomó conciencia definitivamente de la necesidad de apoyar la creación de mercados organizados de capitales para las PYME de rápido crecimiento y alta tecnología. Como de estos mercados se tratará expresamente en el próximo apartado, tan sólo nos referiremos aquí al *Informe de evaluación del tercer programa plurianual en favor de las pequeñas y medianas empresas (PYME) de la Unión Europea (1997-2000)* (Comisión de las Comu-

nidades Europeas, 1999), realizado por la consultora Deloitte & Touche a principios de 1999, en el que, junto a una valoración global claramente positiva de lo realizado hasta entonces, se contenían críticas menores a diversas acciones, algunas de ellas relacionadas con el fomento de las actividades de capital-riesgo.

En particular, se criticaba el lanzamiento, en noviembre de 1998, de un nuevo programa piloto de capital para PYME (CREA), destinado a subvencionar hasta treinta fondos de capital-riesgo que persigan la creación de nuevas empresas o la transmisión de empresas ya existentes, por estimar que esta nueva acción piloto no había aportado nada nuevo sobre la anterior, y que este tipo de medidas debía de ser competencia exclusiva de los estados miembros. La Comisión, no obstante, justificaba su iniciativa con los argumentos de que el suministro de capital de lanzamiento en el mercado europeo seguía mostrando importantes fallos, por lo que continuaba necesitando de apoyo, y de que la nueva acción había respondido a una petición expresa del Parlamento Europeo. En cualquier caso, el volumen de recursos destinado al conjunto de acciones relacionadas con el objetivo de mejorar el acceso a la financiación de préstamos y capital-riesgo había sido muy limitado. Entre 1997 y 1998 se asignaron a este fin un total de 527.251 ecus, previéndose una cantidad similar para el bienio 1999-2000.

Al margen de las acciones previstas en el *Tercer Programa Plurianual a favor de la PYME*, en el marco de la *Iniciativa para el crecimiento y el empleo*, el Consejo adoptó en mayo de 1998 una decisión "sobre medidas de ayuda financiera a las pequeñas y medianas empresas de carácter innovador y generadoras de empleo-iniciativa para el crecimiento y el empleo" (9). En el preámbulo, el Consejo exponía las razones que le habían llevado a adoptar esa decisión, asumiendo en su análisis la importancia de la PYME para el crecimiento económico y la generación de empleo, la relevancia de los problemas estructurales en la financiación de la PYME, y la importancia del capital-riesgo para la promoción empresarial. A partir de ahí, la decisión establecía un programa de ayuda financiera con el objetivo principal de "fomentar la creación de empleo, facilitando y fortaleciendo la creación y el crecimiento de PYME innovadoras". El programa incluía tres mecanismos financieros complementarios: el primero, denominado "Plan de ayuda inicial del MET (Mecanismo Europeo para la Tecnología)", administrado por el FEI, pretendía favorecer el desarrollo del capital-riesgo; el segundo, denominado "Empresa Conjunta Europea", administrado por la Comisión, se destinaba a estimular la creación de empresas conjuntas transnacionales integradas por PYME; y el tercero, denominado "Meca-

nismo de garantía PYME", administrado también por el FEI, pretendía potenciar el sistema de garantías de la Unión Europea.

Con el plan de ayuda inicial del MET se pretendía, según se ha dicho, facilitar capital-riesgo a PYME innovadoras o en fases de creación y desarrollo, mediante inversiones en fondos de capital-riesgo especializados, y en particular fondos de nueva creación, de ámbito regional, dirigidos a determinados sectores o tecnologías, o vinculados a centros de investigación y parques tecnológicos, en cooperación, siempre que ello procediera, con otros instrumentos de financiación establecidos por los estados miembros. La inversión máxima del FEI sería del 25 por 100 del valor total de las participaciones del fondo y hasta un 50 por 100 en casos excepcionales, no pudiendo superar, en ningún caso, los 10 millones de ecus.

En relación con este plan, en octubre de 1998, la Comisión publicó una comunicación en la que se fijaban criterios para la selección de inversiones por parte del FEI y se establecía un importe de referencia entre 150 y 190 millones de ecus, que tendrían que comprometerse antes del 31 de diciembre del 2002 (10). Aún es pronto para valorar esta acción, pero ya puede decirse que los fondos comprometidos en ella superan en mucho los del *Tercer Plan Plurianual* destinados a fines similares.

### III. LOS MERCADOS DE VALORES PARA PYME EN LA UNIÓN EUROPEA

#### 1. Las políticas de apoyo a la creación de mercados de valores para PYME. Análisis de la Comisión

Durante el tiempo de vigencia del *Segundo Programa Plurianual (1994-96)*, las diferencias, en cuanto a dimensión y funcionamiento de los mercados de valores organizados para PYME, entre Estados Unidos y la Unión Europea eran abismales. Mientras en Estados Unidos los inversores privados de capital-riesgo se mostraban muy activos y participaban en el lanzamiento de numerosas empresas de alto contenido tecnológico, algunas de las cuales llegaron a convertirse en líderes del mercado mundial pocos años más tarde (Apple Computer, Intel, Microsoft, Netscape, etc.), en Europa esta actividad no acababa de despegar. Estudios en poder de la Comisión revelaban que entre el 88 y el 95 por 100 de las empresas de Estados Unidos que recibían fondos de capital-riesgo acababan cotizando en el NASDAQ, en particular en su sección Small Cap, y que estas empresas, que representaban

el 0,04 por 100 del total, habían llegado a generar entre 1990 y 1994 el 16 por 100 de los empleos de nueva creación (Comisión de las Comunidades Europeas, 1999, págs. 5-9).

Por el contrario, a la altura de 1994, los principales mercados de valores nacionales de la Unión Europea declaraban que no estaban ni deseaban estar preparados para especializarse en transacciones de títulos de pequeñas empresas con alto potencial de crecimiento. Y todo ello a pesar de que en la década de los ochenta algunas de las principales bolsas europeas habían creado segundos mercados de valores para PYME, que nunca llegaron a despegar. No obstante, frente a esa apatía de las bolsas europeas, un creciente número de empresas comunitarias, impulsadas quizá por las campañas publicitarias de los bancos de inversión de Estados Unidos, mostraban su interés por cotizar en el NASDAQ. De hecho, en 1995, un 10 por 100 aproximadamente de las empresas que cotizaban en este mercado procedían de Europa. En esa misma fecha, los inversores institucionales de la Unión Europea eran ya también muy activos en el mercado NASDAQ, estimándose que más del 80 por 100 de los fondos de inversión y de pensiones de este lado del Atlántico invertían en él.

Consciente de todo ello, en su decisión de 14 de junio de 1993, por la que se aprobaba el *Segundo Programa Plurianual en favor de la PYME*, el Consejo había pedido a la Comisión que examinara la oportunidad y viabilidad de apoyar el desarrollo de un mercado secundario paneuropeo para PYME. La Comisión lo hizo en 1995, adoptando una comunicación *sobre la viabilidad de la creación de un mercado europeo de capitales para las empresas pequeñas caracterizadas por la eficiencia de su gestión y su crecimiento* (11), en la que se explicaba el funcionamiento del mercado electrónico NASDAQ de los Estados Unidos, se daba cuenta de los avances realizados en Europa para llegar a crear un mercado de esta naturaleza y se exponían los obstáculos que aún quedaban para conseguirlo.

En cuanto a los avances realizados, la Asociación Europea de Capital-Riesgo (EVCA), con una visión muy diferente a la de las principales bolsas europeas, en diciembre de 1993 había decidido formular una petición de apoyo financiero a la Comisión para realizar un estudio sobre la viabilidad de un mercado europeo de capitales para empresas caracterizadas por la eficiencia de su gestión. La propuesta había sido aceptada y, en junio de 1994, por iniciativa de un grupo de trabajo constituido al efecto, se había adoptado la decisión de crear la Asociación Europea de Corredores de Valores Bursátiles (EASD) y un Mercado Europeo

de Capitales para Empresas Eficientemente Gestionadas (EASDAQ).

Como punto de partida, la Comisión había dado por buenas las conclusiones del estudio de EVCA, en el que, no obstante, se habían señalado las dificultades existentes para la creación de este mercado, entre las que, como más importantes, estaban las siguientes:

a) La falta de agilidad y la ausencia de criterios homogéneos entre autoridades reguladoras de mercados de valores nacionales en materia de aprobación de folletos de emisión, sobre todo cuando correspondían a empresas de otros países. Como posible solución, se recomendaba intensificar la coordinación entre dichas autoridades.

b) Las limitaciones que afectaban a la capacidad inversora de los fondos de pensiones, que penalizaban las inversiones en títulos no cotizados. La alternativa que se sugería era que se aprobara una nueva regulación en los estados miembros que considerara los títulos cotizados en segundos mercados como idénticos, a efectos de cómputo en los correspondientes coeficientes, a los que cotizaran en primeros mercados de valores.

c) Las normas relativas a fiscalidad de las plusvalías eran extraordinariamente complejas y muy diversas entre los estados miembros, subrayándose que ni siquiera los acuerdos en materia de doble imposición garantizaban la igualdad de trato entre inversores nacionales y extranjeros. Como solución, se sugería que el Estado del inversor no nacional permitiese una desgravación total de las plusvalías y que éstas se sometiesen a la legislación fiscal del otro Estado.

d) Finalmente, se apreciaba como problema importante un aspecto concreto de la fiscalidad de los dividendos, consistente en que las retenciones sobre rentas del capital y las normas sobre exenciones para dividendos de procedencia extraterritorial que aplicaban los estados eran bastante diferentes. Para superar este obstáculo, se proponía que se garantizase, como objetivo final, que los dividendos pagados por una empresa cuyas acciones cotizaran en un mercado paneuropeo de valores recibieran un trato igual de favorable que los dividendos pagados por una empresa nacional.

Los problemas señalados coincidían, en buena medida, con los señalados por la teoría de los mercados de capital-riesgo expuesta en el primer epígrafe.

En particular, la fiscalidad de las plusvalías y las limitaciones que afectaban a la capacidad inversora de los fondos de pensiones incidían muy directamente en la oferta de recursos y, por tanto, en la liquidez de los mercados; por lo que su adecuado tratamiento normativo podría ser crucial para el éxito de la iniciativa. Precisamente, la falta de liquidez de los segundos mercados que se crearon en Europa en la década de los ochenta había sido la principal causa de su práctica desaparición tras la crisis bursátil de octubre de 1987.

Pese a todos estos obstáculos, y con el apoyo de la Comisión, el proyecto pudo seguir adelante, y el 30 de septiembre de 1996 dio comienzo a sus operaciones el mercado EASDAQ, que finalmente había nacido como una iniciativa independiente de todos los mercados europeos de valores existentes en la Unión Europea, con sede en Bruselas pero con cobertura europea, y de acuerdo con la legislación belga. Nos referiremos a sus realizaciones más adelante.

Dos años más tarde de su primera comunicación sobre mercados bursátiles para PYME, en mayo de 1997, la Comisión elaboró un nuevo documento sobre *Mercados europeos de capital para pequeñas y medianas empresas*, en el que, sin aportar grandes novedades, se analizaban con mayor profundidad las perspectivas y los posibles obstáculos para el desarrollo de los mercados europeos de capitales para PYME (Comisión de las Comunidades Europeas, 1997). Después de repasar los avances que se habían producido en los dos últimos años, durante los cuales se habían puesto en marcha el EASDAQ y otras iniciativas de segundos mercados con fines lucrativos (el Alternative Investment Market de la Bolsa de Londres, y el EURO.NM), el documento se planteaba algunos interrogantes a los que se enfrentaban estos mercados u otros que pudieran crearse en un futuro: ¿existe un número suficiente de PYME europeas aptas y maduras para cotizar en Bolsa y, en caso afirmativo, cómo se les puede identificar?; ¿están dispuestos los titulares de este tipo de PYME a aceptar la disminución de control sobre sus empresas derivada de la emisión de acciones?; ¿tienen estas PYME la disposición y capacidad financiera suficiente para cumplir los elevados requisitos de información y transparencia que exigen los mercados de valores?; ¿tienen acceso al asesoramiento técnico y al apoyo necesario para preparar una IPO?; ¿son capaces y están dispuestas a sufragar los gastos derivados de la IPO y de la posterior cotización en el mercado?

La respuesta al primero de estos interrogantes era afirmativa, incluso desde 1994, cuando se había pre-

sentado el informe de EVCA. Sin embargo, no era fácil la identificación de las empresas susceptibles de cotizar en estos mercados. Para solventar el problema, se proponía que un organismo experto, público o privado, preparase una metodología europea de autoevaluación que facilitara a las PYME determinar sus posibilidades reales de salir con ciertas garantías de éxito al mercado de capitales.

Para salvar las eventuales reticencias que pudieran tener los titulares de PYME en cuanto a sacar al mercado un porcentaje de su capital y, por tanto, a ceder parte del control de la empresa, el documento de la Comisión confiaba en que las ventajas de la cotización (menor dependencia de los recursos bancarios, ampliación de las posibilidades de crecimiento, prestigio, etcétera) acabarían imponiéndose a los temores empresariales. En cualquier caso, entendía que, en este campo, los intermediarios financieros y las propias instituciones de la Unión podrían hacer una extraordinaria labor de asesoramiento y divulgación entre las PYME.

Los problemas relacionados con la rigidez de las disposiciones informativo-contables de las empresas que cotizan y los costes derivados de las ellas, sobre todo si la empresa debía presentar sus cuentas según normas de diferentes estados, tenían, en principio y a juicio de la Comisión, difícil solución. Quizá podría avanzarse con eficacia simplificando los requisitos de información exigidos a las PYME que sacasen al mercado parte de su capital y homogeneizando las disposiciones nacionales en materia contable.

Finalmente, por lo que se refiere a la disponibilidad efectiva de asesoramiento técnico por parte de intermediarios especializados y a la voluntad de la PYME de sufragar los costes derivados tanto de la IPO como de la posterior cotización, la Comisión, consciente de la elevada carga que suponen esas operaciones (12), consideraba que, como forma de estímulo inicial, del mismo modo que ya venía haciendo la Agence Nationale pour la Valorisation de la Recherche, podrían concederse adelantos reembolsables que cubrieran parte de los costes de la IPO.

Pero, además de los problemas que pudieran surgir en las relaciones entre PYME y mercados de capitales, el informe de la Comisión analizaba, sin profundizar demasiado, las barreras que podrían entorpecer el comercio transfronterizo de acciones. Entre ellas, destacaba los problemas derivados de la variabilidad de los tipos de cambio, que incrementan el riesgo de las transacciones internacionales de títulos; la persistencia de apreciables diferencias nacionales

en la regulación del comercio de valores, a pesar de que las directivas relativas a los servicios de inversión (13) y a la adecuación del capital (14) habían creado un marco legal bastante sólido y completo para el desarrollo de un único mercado de servicios financieros; las diferencias nacionales en la imposición de plusvalías y dividendos, en las normas de contabilidad y en el gobierno de las empresas (15); y la diversidad todavía vigente en cuanto a la capacidad de los inversores institucionales para determinar la composición de su cartera, que podría generar situaciones tan poco racionales como la de un fondo de inversión que no pudiera adquirir títulos de una empresa nacional por el hecho de que cotizara en un mercado internacional.

Con ese primer diagnóstico de la situación, el Consejo Europeo sobre empleo celebrado en Luxemburgo durante los días 20 y 21 de noviembre de 1997 reconoció la importancia del papel que los mercados de capital-riesgo paneuropeos de grandes dimensiones pueden tener en la creación de empleo” y solicitó a la Comisión que presentase “un informe al Consejo Europeo de junio de 1998 sobre los obstáculos al desarrollo de dichos mercados en la Unión”. Atendiendo a esta nueva petición, en marzo de 1998 la Comisión presentó una comunicación, titulada *El capital-riesgo: clave de la creación de empleo en la Unión Europea*, con un claro mensaje de política económica: lo que realmente estaba en juego con la potenciación de este tipo de mercados en la Unión Europea era, nada más y nada menos, el resurgir de un nuevo espíritu empresarial que fomentara la creatividad, las iniciativas empresariales y la predisposición de las personas a asumir mayores riesgos (Comisión de las Comunidades Europeas, 1998a).

La comunicación partía de la existencia de un amplio consenso en Europa sobre la necesidad de crear las condiciones más adecuadas para el nacimiento y desarrollo de PYME, y para que éstas pudiesen obtener capitales y cotizar en mercados específicos cuando tuviesen elevadas posibilidades de crecimiento. Para alcanzar esos objetivos, resultaba imprescindible que se dieran dos condiciones fundamentales: que los empresarios europeos tuviesen acceso a una financiación abundante y de calidad, al precio adecuado y en el momento oportuno para desarrollar sus proyectos; para lo que era necesario que se desarrollasen mercados de valores amplios y activos en los que se negociaran acciones de PYME, y que los inversores de riesgo dispusieran de continuas oportunidades de inversión de buena calidad, y que pudieran obtener una contraprestación justa por el riesgo asumido.

Y, para que se dieran esas condiciones, era neces-

sario, a su vez, superar un conjunto de obstáculos que impedían el desarrollo del capital-riesgo en Europa, que el informe, recogiendo ideas contenidas en otros anteriores de la propia Comisión, clasificaba en seis grandes categorías: elevada fragmentación de los mercados de valores; obstáculos institucionales y reglamentarios; imposición; escasez de PYME de alta tecnología; recursos humanos; y barreras culturales.

Con respecto a la fragmentación, la Comisión destacaba cómo en la Unión Europea existían treinta y tres mercados de valores y dieciocho autoridades reguladoras, mientras que en Estados Unidos había tan sólo tres grandes mercados de valores, que se elevaban a diez si se contaban los de carácter regional, y una sola autoridad de regulación, supervisión y control (la Securities and Exchange Commission). La fragmentación europea no sólo se derivaba de las normas de admisión y cotización propias de cada mercado, sino también de la falta de información y transparencia, de la fiscalidad, de las normas contables y de las leyes sobre quiebra, que no eran las mismas en todos los estados miembros y que hacían muy difícil la tarea de evaluación de riesgos.

Los obstáculos institucionales y reglamentarios señalados se referían, sobre todo, a tres cuestiones, dos de ellas ya analizadas (la existencia de límites nacionales a las inversiones institucionales en capital-riesgo, sobre todo en valores extranjeros y en títulos no cotizados, y la vigencia de normas contables y de información obligatoria muy distintas entre estados), y la tercera tenía que ver con la ausencia de regulación comunitaria en materia de creación, desarrollo y capacidad operativa de las sociedades y fondos de capital-riesgo, lo que impedía a estos inversores captar recursos en diferentes estados miembros, dificultando, en consecuencia, su objetivo de alcanzar un tamaño óptimo que les permitiera realizar sus funciones de evaluación y suministro de recursos con la debida eficacia.

Respecto a las trabas relacionadas con la imposición, que también han sido tratadas anteriormente, la Comisión había comprobado que los tipos de imposición marginales aplicados por los distintos estados miembros a la deuda (rentas de intereses) eran generalmente menores que los que gravaban las rentas del capital (dividendos y beneficios no distribuidos), lo que evidentemente penalizaba esta forma de captación de recursos.

La escasez de PYME de alta tecnología en la Unión Europea tenía su origen, a juicio de la Comisión, en diversos factores, entre los que se destacaban como

más importantes los siguientes: la ausencia de redes o concentraciones geográficas de PYME vinculadas entre sí y relacionadas con inversores financieros y centros de investigación geográficamente próximos; los procesos administrativos y reglamentarios para la creación de empresas, que eran largos, complejos y costosos, y las normas en materia de propiedad intelectual, que no favorecían la explotación empresarial de una patente.

Las dificultades relacionadas con los recursos humanos se referían, particularmente, a la escasez de especialistas en los campos de los mercados de capital-riesgo, y a la falta de iniciativas empresariales.

Por último, las barreras culturales tenían que ver con un conjunto de factores socio-culturales y reglamentarios que determinaban la existencia de unos índices de creación de empresas y de espíritu de riesgo muy pobres. Así, las sanciones excesivas tras un fracaso empresarial, el miedo a perder el control de un negocio, la escasa importancia que se concedía al gobierno de las empresas y la falta de cultura empresarial en las escuelas y universidades eran posibles causas que explicaban esos pobres resultados.

En definitiva, a juicio de la Comisión, los obstáculos al desarrollo de los mercados de capital-riesgo en la Unión Europea tenían su origen tanto en el lado de la oferta (fragmentación de los mercados, limitaciones a la capacidad inversora de los intermediarios institucionales e inadecuada fiscalidad de las plusvalías y de los rendimientos del capital) como en el de la demanda (falta de proyectos innovadores o con fuerte potencial de crecimiento, que a su vez estaba determinada por la escasez de conglomerados integrados por empresas innovadoras, centros de investigación y centros financieros, por determinadas deficiencias en la estructura de los recursos humanos y por barreras de tipo cultural) (16). Obviamente, los factores de oferta eran más controlables por las instituciones comunitarias o nacionales mediante una adecuada regulación, en tanto que los de demanda dependían de la voluntad de los inversores últimos, siendo muy poco elásticos a cualquier política institucional, por lo que su modificación requería largos períodos de tiempo.

## **2. Programas y acciones para el desarrollo de los mercados de capital-riesgo**

Tras analizar la situación y perspectivas de los mercados de capital-riesgo en la Unión Europea, la Comisión proponía, en la misma comunicación, un plan de acción para impulsar su expansión, a llevar a

cabo en el bienio 1998-1999, cuyas principales medidas quedan resumidas en el cuadro núm. 1. Como puede comprobarse en él, las propuestas se agrupaban en función de los obstáculos detectados, y en ellas se abordaban todos y cada uno de los elementos de oferta y demanda que tanto la teoría de los mercados de capital-riesgo como los propios estudios de la Comisión habían venido subrayando una y otra vez. Sin embargo, su planteamiento no parecía suficiente para cambiar por sí mismo el panorama del capital-riesgo en la Unión Europea, al menos en el corto y medio plazo.

Por el lado de la oferta, el tratamiento que se hace de la fragmentación de los mercados, que quizá sea la principal causa de la escasez de fondos, resulta muy pobre. Tras más de un lustro de estudios e informes, las propuestas en este punto pueden calificarse como propias de una fase de diagnóstico. En ellas no se formula ninguna iniciativa normativa en los campos de la coordinación o unificación de las autoridades supervisoras de la reglamentación y estandarización de la información, o de la admisión automática de valores, una vez obtenida la primera licencia de cotización en un Estado miembro. Y si no se unifican las normas, difícilmente podrá hablarse de un mercado paneuropeo de capitales.

En el campo de los obstáculos institucionales, la Comisión es, en cambio, mucho más ambiciosa, al plantear abiertamente la necesidad de una reglamentación comunitaria para los fondos de capital-riesgo y para eliminar las restricciones a la capacidad de inversión de los inversores institucionales.

Las medidas propuestas para solucionar los problemas relacionados con la tributación de los capitales vuelven a ser muy tímidas. Es cierto que la Unión Europea puede hacer poco en este punto, puesto que se trata de una competencia de los estados miembros. Sin embargo, respetando las competencias nacionales, se puede llegar mucho más lejos en la adopción de medidas que eviten la discriminación fiscal de las plusvalías y de las rentas del capital por razones de nacionalidad o por la calificación que tengan los valores negociados. Estas disfunciones, obviamente, acentúan la fragmentación de los mercados.

Por el lado de la demanda, lo que está en juego, como bien señalan los diagnósticos de la Comisión, es la creación de un nuevo espíritu empresarial en la Unión Europea. Y no parece que éste sea un reto fácil de superar. La simplificación de los trámites burocráticos y el fomento de las relaciones entre universidades, empresas, investigadores e inversores puede

**CUADRO NÚM. 1**  
**ELEMENTOS DE UN PLAN DE ACCIÓN CON MIRAS**  
**A SUPERAR LOS OBSTÁCULOS AL DESARROLLO**  
**DE LOS MERCADOS DE CAPITAL-RIESGO**  
**EN LA UNIÓN EUROPEA**

**Fragmentación**

- a) Mesa redonda sobre "El impacto de la fragmentación del mercado europeo en el suministro de capital-riesgo".
- b) Vigilancia del mercado y desarrollo de la información y las estadísticas en todos los niveles de capital-riesgo.

**Obstáculos institucionales y reglamentarios**

- a) Fondos de capital-riesgo: legislación comunitaria relativa a fondos limitados especializados.
- b) Inversores institucionales: aprobación de normas cautelares para facilitar la inversión en capital-riesgo.
- c) Refuerzo de la cooperación para formentar la participación en el capital social transfronterizo y la convergencia de la normativa.
- d) Modificación de legislación sobre folletos, para implantar un *pasaporte único* en grandes empresas y PYME.

**Imposición**

- a) Examen de la imposición deuda/recursos propios.
- b) Aclaración del marco fiscal de los fondos de capital-riesgo.
- c) Evaluación del impacto del impuesto sobre plusvalías en el capital-riesgo.
- d) Examen del tratamiento fiscal de las opciones de compra de acciones para fomentar la puesta en marcha de empresas de alta tecnología.

**Escasez de PYME de alta tecnología**

- a) Desarrollo de redes y reagrupación de universidades y centros de investigación; búsqueda de socios, medios de financiación y especialistas; clasificación de los mercados y las empresas.
- b) Simplificar trámites administrativos para la creación de empresas, basándose en las mejores prácticas de los estados miembros.
- c) Reforma del sistema de patente europea.
- d) Estimular la creación y el crecimiento de empresas de alta tecnología, incluida la creación de un *club paneuropeo* de alta tecnología que sirva de ejemplo y como fuente de contactos.

**Recursos humanos**

- a) Determinar las necesidades de formación de las empresas europeas de capital-riesgo y de las sociedades gestoras de alta tecnología.
- b) Evaluar las ventajas de los sistemas de remuneración en forma de acciones.

**Barreras culturales**

- a) Revisar la legislación en materia de insolvencia y quiebra para evitar una "sanción excesiva" del fracaso.
- b) Examen de la práctica europea en el campo del "gobierno de las empresas".

*Fuente:* COMISIÓN DE LAS COMUNIDADES EUROPEAS (1998a, págs. 26-29).

ayudar al nacimiento de nuevas ideas y nuevos proyectos empresariales con fuerte potencial de crecimiento, pero hace falta que esos valores penetren en la mentalidad y en el espíritu empresarial de los europeos, y ese proceso, además de precisar de un entorno político, social y jurídico apropiado (reconocimiento institucional y social de la labor del empresario, justa retribución de los riesgos y de los esfuerzos asumidos, etcétera), puede necesitar mucho tiempo (17).

**3. El desarrollo real de los mercados de valores para PYME en la Unión Europea**

A principios de los noventa, la distancia que separaba a los mercados de valores para PYME de Estados Unidos y de la Unión Europea era realmente abismal. Mientras el mercado estadounidense NASDAQ había llegado a convertirse en la primera Bolsa del mundo por número de sociedades cotizadas y en la segunda por volumen de contratación, en Europa los segundos mercados de valores creados en la década de los ochenta languidecían con cifras realmente insignificantes.

Había sido precisamente esta situación, que implicaba una grave limitación para las PYME europeas, la que había llevado a las instituciones comunitarias a diseñar la política de apoyo al nacimiento y desarrollo de nuevos mercados de valores para PYME, que ha sido descrita más arriba. Y esta política comenzó a dar sus primeros resultados en el trienio 1994-1996, en el que se crearon en Europa dos importantes mercados de este tipo (EASDAQ y EURO.NM) (18) —el primero de ellos con un apoyo decidido de la Comisión—, que en muy poco tiempo consiguieron llenar, al menos parcialmente, el vacío existente en este campo (19).

El mercado EASDAQ se había creado, efectivamente, en septiembre de 1994, por acuerdo entre la European Association of Securities Dealers (EASD), un importante grupo de instituciones financieras y entidades de capital-riesgo europeas, y el mercado NASDAQ, con objeto de promover una nueva Bolsa de valores en Europa, independiente del resto de mercados existentes y dirigida a PYME con gran potencial de crecimiento. Tiene sede social en Bruselas y está sujeto a la legislación belga. No obstante, el mercado opera de forma completamente automatizada mediante una red de telecomunicaciones entre operadores autorizados, por lo que no cuenta con espacio físico para el desarrollo de las sesiones de contratación. Dio comienzo a sus operaciones el 30 de septiembre de 1996, con una doble lista de valores, una para empresas europeas y otra para empresas inscritas en el mercado NASDAQ.

Los requisitos de admisión en el mercado EASDAQ continúan siendo muy exigentes para la mayor parte de las PYME europeas: deben tener unos activos mínimos de 3,5 millones de ecus y unos recursos propios de al menos 2 millones de ecus; contar con el apoyo de un *sponsor*, un agente miembro del mercado que asesora a la empresa en el momento de su introducción en Bolsa y mientras sus títulos coticen en ella, y tener registrados al menos dos creadores de mercado para garantizar la liquidez de los títulos. Las obligaciones sobre información son similares a las existentes en el mercado NASDAQ, y consisten básicamente en un folleto de admisión aprobado por la autoridad competente, en el que deben figurar los estados financieros de los tres últimos ejercicios y proyecciones de resultados para ejercicios siguientes, y en la presentación de las cuentas anuales auditadas y de estados financieros trimestrales no auditados. Se exige también que las empresas tengan un Consejo de Administración con al menos dos consejeros independientes, y, con objeto de evitar que los gestores abandonen la empresa en una situación financiera precaria, los promotores o directivos han de comprometerse a mantener su participación durante al menos seis meses después de la salida al mercado.

Por otra parte, en febrero de 1995, la Bolsa de París hizo pública su intención de crear un Nouveau Marché para PYME de reciente creación o que desearan ampliar su base accionarial, pertenecientes a sectores de alta tecnología, caracterizadas por la eficacia de su gestión y con grandes posibilidades de crecimiento, con el objetivo final de crear una red a escala europea de centros financieros al servicio de este tipo de empresas, que utilizarían un sistema unificado de requisitos para la admisión y cotización en el mercado, y que constituirían conjuntamente el EURO.NM (Comisión de las Comunidades Europeas, 1995, páginas 9-17). A principios de 1996, la Bolsa de Bruselas se sumó a esta iniciativa, creando el EURO.NM-Belgium, y desde entonces se han adherido, siguiendo

procedimientos similares, el Neuer Markt de la Bolsa Alemana (marzo de 1997), el Nieuwe Markt de la Bolsa de Amsterdam (marzo de 1997), y el Nuovo Mercato de la Bolsa de Milán (enero de 1999).

Aunque cada miembro del EURO.NM tiene autonomía para la organización y gestión de su propio mercado y está sujeto a la supervisión del órgano rector correspondiente, en la práctica, como consecuencia de la firma entre las partes implicadas, en diciembre de 1996 y abril de 1998, de unos "Acuerdos de armonización del mercado", los requisitos de admisión y cotización son prácticamente idénticos. En el momento de la admisión, la empresa solicitante deberá tener unos recursos propios de 1,5 millones de ecus, de los cuales, se colocarán en el mercado al menos 100.000 títulos representativos de un mínimo del 20 por 100 del capital. También se ha establecido un requisito de no disposición de las acciones para los promotores o gestores, quienes tendrán que mantener la totalidad de su inversión durante al menos seis meses o el 80 por 100 de la misma durante al menos un año. En cuanto a requisitos de información, los acuerdos establecen que deberá presentarse para su aprobación un folleto de emisión con la información exigida en la normativa europea y un análisis sobre los factores específicos de riesgo; una vez aceptada la admisión, se presentarán cuentas anuales auditadas y estados financieros trimestrales no auditados. En la admisión, y mientras se mantenga la cotización, la sociedad deberá contar con el apoyo de un asesor y al menos un creador de mercado, que podrán coincidir en un mismo intermediario.

El desarrollo de estos dos mercados ha sido espectacular en sus apenas tres años de vida. En el cuadro núm. 2 se resume la evolución del número de empresas que han entrado a cotizar en ellos, número de acciones en circulación y capital emitido entre diciembre de 1996 y junio de 1998. En los últimos meses, se ha mantenido el crecimiento, y en septiembre de 1999 eran ya cuarenta y nueve las compa-

CUADRO NÚM. 2  
TAMAÑO DE LOS MERCADOS DE VALORES PARA PYME EN LA UNIÓN EUROPEA

	NÚMERO DE EMPRESAS		ACCIONES EN CIRCULACIÓN (MILL.)		CAPITAL EMITIDO (MILL. DE ECUS)	
	EASDAQ	EURO.NM	EASDAQ	EURO.NM	EASDAQ	EURO.NM
Diciembre 1996 .....	4	18	69,6	90,8	200,8	233,8
Marzo 1997 .....	8	26	137,3	133,9	288,7	324,1
Junio 1997 .....	10	37	170,4	303,2	319,3	533,3
Septiembre 1997 .....	16	50	253,7	357,5	438,4	776,7
Diciembre 1997 .....	23	62	340,8	426,5	655,0	1.125,0
Marzo 1998 .....	25	70	403,3	458,6	943,1	1.319,3
Junio 1998 .....	30	111	459,3	630,5	1.113,6	2.054,8

Fuente: SOLER (1999)

ñas admitidas en el EASDAQ y 291 las que cotizaban en el EURO.NM. Por otra parte, entre enero y septiembre de este mismo año se han llevado a cabo diez nuevas emisiones en el mercado EASDAQ, que totalizan una cifra de 535,5 millones de ecus, lo que representa el 48 por 100 de la cifra acumulada hasta junio de 1998. Y en el mercado EURO.NM, la capitalización ha crecido en este mismo período un 82,12 por 100 con respecto a diciembre de 1998, a pesar de la caída que se ha producido en las cotizaciones.

El volumen de contratación en ambos mercados también ha crecido extraordinariamente, tanto en cifras totales como en operaciones por empresa y en términos de contratación efectiva (cuadro núm. 3). Esta última es la que mejor indica el grado de liquidez del mercado, siendo especialmente elevado en el caso del EURO.NM., donde en abril de 1998 se hicieron operaciones por un importe veintiuna veces superior al valor de todos los títulos admitidos.

Las cotizaciones, por su parte, con la excepción del presente ejercicio en el mercado EURO.NM, también han presentado una evolución muy favorable. Así, los rendimientos medios de los inversores de EASDAQ han sido del 190,44 por 100 desde el 31 de diciembre de 1996, del 88,87 por 100 desde finales de 1997, y del 9,57 por 100 en el presente ejercicio. El índice general de EURO.NM se ha revalorizado un 324,38 por 100 desde el 31 de diciembre de 1996, y un 129 por 100 desde el 30 de diciembre de 1997, aunque ha descendido algo más de un 30 por 100 en los nueve primeros meses de 1999.

En definitiva, el comportamiento de los mercados paneuropeos de capitales para PYME ha sido hasta ahora muy brillante. Los indicadores relacionados con

el tamaño y la liquidez de EASDAQ y EURO.NM han evolucionado de forma muy positiva. No obstante, la comparación de estas cifras con las correspondientes del mercado NASDAQ indica que aún queda un largo camino por recorrer en la Unión Europea. Baste con recordar que, a finales de 1997, cuando la preocupación de la Comisión por los mercados de valores para PYME era mayor, en el mercado NASDAQ cotizaban unas 5.500 sociedades, con una capitalización de casi 1,7 billones de ecus.

## CONCLUSIONES

En las dos últimas décadas, las PYME han desempeñado un papel esencial en el proceso de reestructuración productiva de las economías desarrolladas, en el crecimiento económico, en la creación de empleo y en el impulso de nuevas tecnologías. El nacimiento de un tipo singular de PYME, eficientemente gestionadas, innovadoras y con fuerte potencial de crecimiento, ha sido el principal impulsor de todos estos cambios, y en todo este proceso los mercados de capital riesgo han desempeñado, al menos en Estados Unidos, un papel fundamental como proveedores de capitales propios. En la Unión Europea, sin embargo, todos estos cambios se han producido con menos intensidad, pudiendo ser ésta una de las causas que explicarían el menor dinamismo global de las economías comunitarias en relación con Estados Unidos.

En este trabajo, se han analizado algunos de los factores que podrían explicar este comportamiento, no del todo satisfactorio, de las actividades de capital-riesgo y de los mercados de valores para PYME en la Unión Europea. Y, en este sentido, la revisión de la teoría sobre el desarrollo de las actividades de ca-

CUADRO NÚM. 3  
CONTRATACIÓN EN LOS MERCADOS EUROPEOS DE VALORES PARA PYME

	VOLUMEN MENSUAL/EMPRESA (a)		CONTRATACIÓN EFECTIVA (b)	
	EASDAQ	EURO.NM	EASDAQ	EURO.NM
Diciembre 1996.....	7,4	2,6	4,26	5,37
Febrero 1997.....	2,8	2,6	1,61	4,39
Abril 1997.....	2,0	5,8	1,42	8,61
Junio 1997.....	7,1	17,7	3,77	20,26
Agosto 1997.....	7,2	12,1	3,75	13,51
Octubre 1997.....	8,2	15,4	3,56	16,69
Diciembre 1997.....	5,0	12,5	2,47	13,12
Febrero 1998.....	10,3	37,1	2,94	26,28
Abril 1998.....	24,1	44,0	5,08	21,11

Notas:

(a) Mill. ecus.

(b) Volumen mensual negociado respecto a capitalización a final de mes.

Fuente: SOLER (1999).

pital-riesgo y el análisis de las políticas diseñadas por las instituciones comunitarias en este campo permiten comprender este pobre comportamiento, así como las acciones de política empresarial emprendidas por la Unión Europea para mejorarlo.

1. La revisión de la literatura sobre el desarrollo de los mercados de capital-riesgo indica que tanto las condiciones de entorno como las específicas del propio mercado determinan los niveles de eficacia y desarrollo que pueden alcanzar estas actividades. Dentro del primer grupo, el sesgo de los sistemas financieros hacia los mercados de capitales en detrimento de la financiación bancaria, la existencia de un arraigado espíritu empresarial y de un sistema de valores sociales en el que el riesgo y el esfuerzo encuentren una adecuada retribución, o la permanencia de una coyuntura económica favorable para la expansión de los negocios, pueden favorecer su desarrollo. En cuanto a las condiciones de mercado, por el lado de la oferta, factores como un adecuado tratamiento de las plusvalías y de los rendimientos del capital, una relajación de los límites cuantitativos a la inversión en acciones de sociedades no cotizadas que afectan a los inversores institucionales, y la existencia de mercados eficientes en los que se negocien valores de PYME, y que permitan la salida de los inversores de riesgo una vez alcanzados sus objetivos, pueden impulsar la afluencia de recursos hacia el sector del capital-riesgo. Por el lado de la demanda, nuevamente los aspectos fiscales, junto con la regulación laboral, el grado de complejidad administrativa en relación con la creación de nuevas empresas y el estímulo institucional a las actividades de I+D, pueden influir en el ritmo de aparición de proyectos rentables y, por tanto, en la intensidad de demanda de recursos de capital-riesgo.

Estos condicionantes de mercado, tanto de oferta como de demanda, pueden ser objeto de regulación por parte de las autoridades reguladoras. Sin embargo, los factores de entorno, particularmente los que se refieren a la idiosincrasia de los pueblos, que afectan de manera fundamental a la demanda estructural de recursos, sólo pueden ser alterados tras largos períodos de cambio y maduración.

2. Los diagnósticos de la Comisión Europea sobre el estado de los mercados de capital-riesgo en la Unión Europea revelan que las instituciones comunitarias han sido, al menos durante el último decenio, plenamente conscientes de las dificultades, tanto de entorno como de oferta y demanda, que cercenan las posibilidades de desarrollo del sector. Las limitaciones de oferta que derivan de la fragmentación de los mercados europeos, de los defectos de regulación en

cuestiones tan importantes como la fiscalidad, la capacidad inversora de los intermediarios institucionales o los trámites administrativos para la creación de nuevas empresas, y otros problemas de carácter estructural que entorpecen la aparición de proyectos rentables, como las barreras de tipo cultural, las deficiencias en la estructura de los recursos humanos, y la inadecuada articulación de los ejes y polos de innovación y crecimiento en la Unión Europea, son disfunciones que la propia Comisión ha calificado como obstáculos importantes para el desarrollo del sector de capital-riesgo en Europa.

Sin embargo, los programas y planes diseñados por las instituciones comunitarias para superar esta situación se han centrado, casi exclusivamente, en aquellas cuestiones que afectan a las condiciones de mercado y, particularmente, en la oferta de recursos, descuidando aquellos problemas de carácter estructural que inciden sobre la demanda, cuya solución requiere otro tipo de medidas y un largo proceso de maduración. Las acciones concretas que se han adoptado en el marco de los *programas plurianuales en favor de las PYME*, si bien se han centrado en un segmento crítico del capital-riesgo (el capital lanzamiento), se han dotado con unos recursos financieros tan escasos que es bastante dudoso que puedan tener efectos reales; y el Plan de ayuda inicial del MET, con una dotación presupuestaria mucho más importante y con unas prioridades de financiación adecuadas a aquellos sectores en los que se observan los mayores fallos de mercado (fondos de capital-riesgo especializados en sectores de alta tecnología, fondos regionales o que financien la explotación de resultados de investigación), ha vuelto a incidir casi exclusivamente sobre la oferta de recursos de riesgo, descuidando de nuevo los estímulos a la generación de proyectos rentables.

3. A pesar de las limitaciones señaladas, los dos mercados paneuropeos de valores para PYME con fuerte potencial de crecimiento, el EASDAQ y el EURO.NM, el primero de ellos creado con el apoyo de la Comisión, han tenido un desarrollo espectacular. El número de empresas admitidas a cotización, los capitales emitidos y la liquidez del mercado se han multiplicado en pocos años, y la evolución de las cotizaciones ha permitido acumular importantes plusvalías desde 1996. No obstante, estos resultados deben relativizarse al compararlos con el éxito del mercado NASDAQ de los Estados Unidos, que se ha convertido en el primer mercado de ese país por número de sociedades admitidas a cotización y en el segundo por cifras de capitalización.

Debe tenerse presente, además, que la coincidencia

en el tiempo del nacimiento de estos mercados paneuropeos de valores para PYME con un período de euforia bursátil a ambos lados del Atlántico ha favorecido extraordinariamente su comportamiento, y que una mayor incertidumbre sobre la evolución de los tipos de interés y sobre el movimiento de los índices bursátiles podría afectar de modo importante a su futuro.

## NOTAS

(1) Sobre la importancia de la política empresarial en el seno de la Unión Europea, véase MARTÍN RODRÍGUEZ y MARTÍN PASCUAL (1998). Resulta muy significativo al respecto que, en su primer discurso ante el Parlamento Europeo, el nuevo Presidente de la Comisión, el italiano Romano Prodi, haya enunciado como uno de los objetivos prioritarios de su mandato el apoyo a la PYME y al artesano.

(2) Sobre la naturaleza, las características generales y el papel de los distintos agentes en la actividad de capital-riesgo, véase GORMAN y SAHLMAN (1989).

(3) Esto es lo que sucedió en Estados Unidos cuando, en 1978, se produjo la clarificación legal del concepto *prudent man* en la *Employment Retirement Income Security Act*, y se abrió la puerta para que los fondos de pensiones invirtieran en capital-riesgo. Es también lo que esperaban las autoridades españolas cuando en 1996 permitieron que los fondos de pensiones invirtieran una parte de sus recursos en acciones no cotizadas.

(4) GOMPERS (1995) encuentra evidencia sobre esta hipótesis, destacando que, para los fondos de capital-riesgo, el promedio de ganancias anuales asociadas a desinversiones mediante una IPO (en torno a un 60 por 100) es muy superior al de las que proceden de otras formas de salida (15 por 100).

(5) Para el caso español, pueden consultarse, entre otros, los trabajos de OCAÑA, SALAS y VALLÉS (1994), MARTÍN RODRÍGUEZ (1995) o SÁEZ (1996). En el ámbito europeo, las instituciones de la Unión Europea realizan periódicamente informes sobre la situación económica y financiera de las empresas europeas que, naturalmente, tienen una gran influencia en el diseño de las políticas de apoyo a la PYME. Entre estos, la Comunicación de la Comisión "sobre los problemas financieros de las pequeñas y medianas empresas" ha sido particularmente interesante (COMISIÓN DE LAS COMUNIDADES EUROPEAS, 1993).

(6) Decisión del Consejo 89/490/CEE, de 28-7-1989, relativa a la mejora del entorno empresarial y al fomento del desarrollo de las empresas, en especial de las pequeñas y medianas empresas (DO nº L 239 de 16.8.1989), revisada por la Decisión 91/319/CEE (DO nº L 175, de 4-7-1991), por la que se amplía la dotación presupuestaria hasta los 135 millones de ecus.

(7) Decisión del Consejo 93/379/CEE, de 14-6-1993, relativa a un programa plurianual de acciones comunitarias para reforzar los ejes prioritarios y para garantizar la continuidad y la consolidación de la política empresarial en la Comunidad, en particular a favor de las pequeñas y medianas empresas (DO nº L 161 de 2-7-1993).

(8) Decisión del Consejo 97/15/CEE, de 9-12-1996, relativa al tercer programa plurianual en favor de las pequeñas y medianas empresas de la Unión Europea (1997-2000) (D.O. nº L 6/25 de 10-1-1997).

(9) Decisión del Consejo 98/347/CE, de 19 de mayo de 1998 (DO nº L 155/43 de 29-5-98).

(10) Comunicación de la Comisión 98/C 302/07 "sobre la aplicación del Plan de ayuda inicial del MET y el Mecanismo de garantía

PYME en virtud de la iniciativa sobre crecimiento y empleo" (DO nº C 302/8 de 1-10-98).

(11) COM(95) 498 final, de 25 de octubre de 1995.

(12) Citando como fuente al Nouveau Marché, la Comisión sostiene que el coste de salida a Bolsa puede suponer, aproximadamente, un 13 por 100 de los recursos captados.

(13) Directiva 93/22/CEE, de 10 de mayo de 1993, sobre servicios de inversión. (DO nº L de 10-5-93).

(14) Directiva 93/6/CEE, sobre la adecuación de capital en las empresas de inversión y las entidades de crédito (DO nº L 141 de 11-6-93).

(15) Esto último, en la medida en que afecta a los niveles de información que los gestores deben proporcionar a los accionistas y a otros grupos de interés, así como a los mecanismos que se diseñan para el control de la gestión.

(16) Es evidente que la fragmentación de los mercados y la fiscalidad del capital inciden tanto en el lado de la oferta como de la demanda; no obstante, sus efectos pueden ser bastante más notables sobre la oferta de recursos.

(17) Las instituciones de la Unión Europea son plenamente conscientes de la importancia y de las dificultades que se pueden presentar para conseguir el necesario cambio en la mentalidad empresarial. Buena prueba de ello son los estudios y acciones que la Comisión ha emprendido en este campo. Sobre el alcance de estas iniciativas, puede verse COMISIÓN DE LAS COMUNIDADES EUROPEAS (1998b).

(18) Además de estos dos, existe también, como ya se ha señalado, el Alternative Investment Market (AIM), que fue creado por la Bolsa de Londres a mediados de 1995, habiendo conseguido, en poco más de cuatro años, la inscripción de más de trescientas sociedades y una capitalización cercana a los 8.000 millones de ecus. Nuestro análisis se centrará, no obstante, en EASDAQ y EURO.NM, pues son los dos únicos mercados que tienen carácter paneuropeo.

(19) Una buena síntesis del proceso de creación de los mercados europeos de valores para PYME y de su evolución desde sus orígenes se recoge en el trabajo de SOLER (1999).

## REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

BLACK, B.S., y GILSON, R.J. (1998), "Venture capital and the structure of capital markets: bank versus stock markets", *Journal of Financial Economics*, nº 47, págs. 243-277.

COMISIÓN DE LAS COMUNIDADES EUROPEAS (1993), Comunicación de 10 de noviembre sobre "Los problemas financieros de las pequeñas y medianas empresas", COM (93) 528 final.

— (1995), Comunicación de 25 de octubre sobre "La viabilidad de la creación de un Mercado Europeo de Capitales para las empresas pequeñas caracterizadas por la eficacia de su gestión y su crecimiento", COM (95) 498 final.

— (1997), Comunicación de 5 de mayo sobre "Mercados europeos de capital para las pequeñas y medianas empresas: perspectivas y posibles obstáculos al progreso", COM (97) 187 final.

— (1998a), Comunicación de 31 de marzo sobre "El capital de riesgo: clave de la creación de empleo en la Unión Europea", SEC (98) 552 final.

— (1998b), Comunicación de 30 de septiembre sobre el "Fomento del espíritu empresarial y la competitividad", COM (98) 550 final.

- (1999), Comunicación de 29 de junio sobre el "Informe de evaluación del tercer programa plurianual en favor de las pequeñas y medianas empresas (PYME) de la Unión Europea (1997-2000)", COM (99) 319 final.
- GOMPERS, P.A. (1995), "Optimal investment, monitoring, and the staging of venture capital", *Journal of Finance*, vol. L, nº 5, páginas 1461-1489.
- (1996), "Grandstanding in the venture capital industry", *Journal of Financial Economics*, nº 42, págs. 133-156.
- GOMPERS, P.A., y LERNER, J. (1998), "What drives venture capital underpricing?", *Brookings Papers: Microeconomics*.
- GORMAN, M., y SAHLMAN, W. (1989), "What do venture capitalists do?", *Journal of Business Venturing*, nº 4, págs. 231-248.
- GRINBLATT, M.; TITMAN, S., y WERMERS, R. (1995), "Momentum investment strategies, portfolio performance and herding: A study of mutual fund behavior", *American Economic Review*, nº 85, páginas 1088-1105.
- LERNER, J. (1995), "Venture capitalists and the oversight of private firms", *The Journal of Finance*, vol. 50, nº 1, págs. 301-318.
- MARTÍN RODRÍGUEZ, M. (1995), "El sistema financiero y la financiación de las PYME", *Papeles de Economía Española*, nº 65, páginas 235-240.
- MARTÍN RODRÍGUEZ, M., y MARTÍN PASCUAL, C. (1998), "La política europea para las PYMES: entorno financiero", *XIII Jornadas de Alicante sobre economía española*, Ed. Civitas, Madrid (en prensa).
- MASON, C.M., y HARRISON, R.T. (1997), "Business angels networks and the development of the informal venture capital market in the U.K.: Is there still a role for the public sector?", *Small Business Economics*, nº 9, págs. 111-123.
- MEGGISON, W., y WEISS, K. (1991), "Venture capital certification in initial public offerings", *Journal of Finance*, nº 46, páginas 879-903.
- OCAÑA, C.; SALAS, V., y VALLÉS, J. (1994), "Un análisis empírico de la financiación de la pequeña y mediana empresa manufacturera española, 1983-1989", *Documento de Trabajo*, nº 9401, Banco de España.
- SÁEZ, F.J. (1996), "La financiación de la PYME española: evidencia empírica para el período 1991-1994", *Cuadernos de Información Económica*, nº 109, págs. 78-86.
- SOLER MOVILLA, M.A. (1999), "EASDAQ y EURO.NM: mercados paneuropeos para PYMES", *Actualidad Financiera*, enero.

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

Ernesto Eseverri  
Clotilde Martín Pascual

## INTRODUCCIÓN

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

#### IV. RECAPITULACIÓN

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

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

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

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

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

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

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

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

#### NOTAS

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

(19) COM (1996), DGXIII.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

## BIBLIOGRAFÍA

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

# Aspectos jurídicos del capital-riesgo

Agustín Madrid Parra

## I. INTRODUCCIÓN

La expresión "capital-riesgo" responde a los términos anglosajones *venture capital*. Se refiere a una modalidad de inversión distinta de la tradicional adquisición de acciones (*risk capital*). Evidentemente, toda inversión en una actividad empresarial implica un riesgo. En el caso del capital-riesgo se quiere poner de manifiesto una especial situación de asunción de riesgo.

La aportación de capital-riesgo consiste en una actividad económica que admite una pluralidad de variantes (Alcalá, 1995, págs. 87-94). De ahí que en la doctrina se puedan encontrar diferentes definiciones o conceptos, subrayándose más unos u otros aspectos. En esencia, se describe el capital-riesgo como una actividad financiera mediante la cual el inversor aporta recursos a una pequeña o mediana empresa, con alto potencial de desarrollo, asumiendo más riesgo del habitual, pero con la expectativa de obtener una elevada plusvalía mediante la venta de su participación una vez que la actividad empresarial ha conseguido un nivel de desarrollo apropiado.

El capital-riesgo en sentido amplio, como actividad "no organizada" (participación en una actividad empresarial ajena), se puede considerar tan antiguo como la propia actividad comercial humana. En sentido más estricto, sin embargo, como actividad "organizada", se sitúa su origen en 1946, con la creación en Estados Unidos de la American Research and Development Corporation (ARD), primera sociedad de capital-riesgo, que se dedicó a la financiación de nuevas empresas del sector industrial que contaban con una elevada utilización de tecnología. Desde un punto de vista jurídico, tiene gran relevancia el siguiente paso, que fue la promulgación de la *Small Business Investment Companies Act* estadounidense, en 1958. Esta ley regulaba las Small Business Investment Companies bajo la supervisión de la Small Business Invest-

ment Administration. El gobierno federal pretendía así desempeñar un papel activo en la provisión de capital-riesgo y, por ende, en la promoción de pequeñas y medianas empresas (Alcalá, 1995, págs. 96, 134-135).

La actividad de capital-riesgo se desarrolló con posterioridad y bajo el liderazgo de Estados Unidos. El país europeo donde con más arraigo se ha implantado ha sido el Reino Unido. Le siguen, en orden de importancia, Francia, Alemania, Holanda, Italia, Bélgica y España (Alcalá, 1995, pág. 97). El desarrollo del capital-riesgo en Europa estuvo vinculado a la necesidad de incentivar el avance en la utilización de las modernas tecnologías en el ámbito empresarial. Este objetivo se podía conseguir mejor actuando sobre las pequeñas y medianas empresas que sobre las grandes. Las primeras ofrecen una mayor flexibilidad, que permite una mejor adaptación a los cambios (Medina, 1988, pág. 113).

La aparición del capital-riesgo en España es tardía respecto de otros países. Se produce en los años setenta del siglo XX de la mano del desarrollo regional. Pero no será hasta la década siguiente cuando aparezca la primera regulación específica de las entidades de capital-riesgo.

En el presente trabajo, se ofrece al lector un examen de la legislación actualmente vigente en la materia. La regulación fundamental se encuentra en la reciente Ley 1/1999, de 5 de enero, reguladora de las entidades de capital-riesgo y de sus sociedades gestoras (BOE nº. 5, de 6 de enero). Dada la importancia que tiene el régimen jurídico fiscal de las entidades de capital-riesgo, éste es objeto de estudio en otro trabajo publicado en este mismo número de PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO. En consecuencia, a pesar del título "Aspectos jurídicos del capital-riesgo", no se examina en este estudio el régimen fiscal. Más bien se hará hincapié, aunque no de forma exclusiva

ni exhaustiva, en los aspectos mercantiles del régimen jurídico sustantivo de las entidades de capital-riesgo y de sus sociedades gestoras.

## II. ANTECEDENTES

En el primer párrafo de la exposición de motivos de la Ley 1/1999, de 5 de enero, se afirma que dicha "Ley viene a establecer un marco jurídico estable y completo a las entidades de capital-riesgo españolas". Tal es la pretensión del legislador. Otra cosa es que lo consiga. En cualquier caso, sí es cierto que existía la necesidad, y por eso mismo la demanda del sector, de una regulación completa y más estable del régimen jurídico aplicable al capital-riesgo.

La referida necesidad era consecuencia de la historia legislativa española en la materia y la situación de constantes modificaciones en la legislación aplicable. Conviene, por ello, hacer un pequeño repaso sobre los antecedentes legislativos.

### 1. Precedentes más lejanos

Hay coincidencia al situar las primeras manifestaciones de la actividad de capital-riesgo en torno a la regulación y creación de las primitivas sociedades de desarrollo regional y, más concretamente, la Sociedad para el Desarrollo Industrial de Galicia (Medina, 1988, página 114). El modelo tenía su origen en Francia, donde se inició en 1955. La finalidad principal de dichas sociedades fue la participación en proyectos que permitieran la creación o reconversión de empresas, con el fin de acelerar la industrialización o evitar la recesión (Alcalá, 1995, págs. 212-213).

La Sociedad para el Desarrollo Industrial de Galicia se creó mediante el Decreto 2182/1972, de 21 de julio, por el que se constituía la Sociedad para el Desarrollo Industrial de Galicia (SODIGA), publicado en el *BOE* número 197, de 17 de agosto. Se pretendía con tal sociedad desarrollar un instrumento que sirviera para equilibrar las diferencias interregionales y generar riqueza mediante la industrialización. Para ello, podía participar en el capital social de otras sociedades, sin rebasar el 35 por 100 de éste y por plazo máximo general de siete años.

Unos años más tarde, en una segunda etapa, se aprueba la creación de dos nuevas sociedades de desarrollo industrial, mediante sendos reales decretos: Real Decreto 3029/1976, de 10 de diciembre, por el que se crea la Sociedad de Desarrollo Industrial de

Andalucía (SODIAN), y Real Decreto 3030/1976, de 10 de diciembre, por el que se crea la Sociedad de Desarrollo Industrial de Canarias (SODICAN), ambos publicados en el *BOE* nº. 11, de 13 de enero de 1977. Dichos Reales Decretos se dictaron al amparo de la autorización contenida en el artículo 14 del Real Decreto-Ley 18/1976, de 8 de octubre, sobre medidas económicas (*BOE* nº. 244, de 11 de octubre), que autorizaba al Gobierno para regular por decreto el contenido, funciones y régimen fiscal y financiero de las sociedades que se constituyan al objeto de promover el desarrollo regional.

Estas sociedades, además de poder participar en el capital social de otras sociedades, podían otorgar préstamos y avales a medio y largo plazo a las "empresas" (sociedades) participadas. Así, pues, se confiere a estas entidades la condición de intermediarios financieros, si bien con carácter restringido (López Pinto, 1984, pág. 169).

Como hecho relevante, hay que mencionar que el citado Real Decreto-Ley 18/1976, de 8 de octubre, creó el Instituto de la Pequeña y Mediana Empresa Industrial (IMPI), como organismo autónomo, que luego fue suprimido por el Real Decreto 2492/1996, de 5 de diciembre. Entre los objetivos que se establecían para el IMPI, se encontraba la asistencia a la promoción y desarrollo de sociedades o agrupaciones para mejorar la consolidación 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 permitieran obtener la financiación necesaria para este tipo de empresas. No se encomendaba una actuación directa del sector público en el ámbito del capital-riesgo, pero sí una acción indirecta de impulso a través de su participación en sociedades de acción colectiva. Son sociedades constituidas por la agrupación de empresas y empresarios para la realización de actividades que no podrían realizar aisladamente en condiciones económicas rentables (Alcalá, 1995, pág. 240).

En un tercer período, se crean nuevas sociedades de desarrollo industrial mediante los siguientes reales decretos: Real Decreto 1019/1981, de 27 de mayo, por el que se crea la Sociedad de Desarrollo Industrial de Castilla y León (SODICAL), publicado en *BOE* número 133, de 4 de junio; Real Decreto 3004/1981, de 13 de noviembre, por el que se crea la Sociedad de Desarrollo Industrial de Castilla-La Mancha (SODICAMAN), publicado en *BOE* nº. 303, de 19 de diciembre, y Real Decreto 2884/1983, de 28 de septiembre, por el que se crea la Sociedad de Desarrollo Industrial de Aragón

(SODIAR), publicado en *BOE* nº. 276, de 18 de noviembre.

La legislación que configuró el régimen jurídico de las sociedades de desarrollo industrial llevó a cabo la regulación de una actividad económica que, en buena medida, coincide con el contenido fundamental de la actividad financiera que luego sería conceptuada como capital-riesgo. Eran sociedades públicas mercantiles de promoción industrial mediante la participación accionarial minoritaria y temporal, la concesión de préstamos y avales a medio y largo plazo, y la prestación de servicios. No obstante, en aquel primer momento, el ámbito de aplicación se circunscribía a las actuaciones de carácter regional del ámbito propio asignado a cada entidad. Así pues, las limitaciones existentes en el marco jurídico aplicable no permiten hablar aún de capital-riesgo en sentido estricto.

El precedente más claro de las sociedades y fondos de capital-riesgo en España lo constituyen las sociedades de promoción de empresas (Alcalá, 1995, páginas 235, 238 y 245), que aparecieron en el panorama legislativo español con la Ley 61/1978, de 27 de diciembre, reguladora del Impuesto sobre Sociedades (*BOE* nº. 312, de 30 de diciembre), cuyos artículos 13 y 26 se referían, respectivamente, a la promoción industrial, y a las sociedades que tengan por objeto exclusivo la promoción o fomento de empresas mediante participación temporal en su capital. El marco jurídico regulador de dichas sociedades se estableció en los artículos 77 y siguientes del Real Decreto 3061/1979, de 29 de diciembre, por el que se regula el régimen fiscal de la inversión empresarial (*BOE* nº 20, de 23 de enero de 1980). Así, se consideran como "sociedades de promoción de empresas" las que cumplan los siguientes requisitos:

1. Que su objeto social exclusivo consista en la promoción o el fomento de empresas mediante participación temporal en su capital, y la realización de las operaciones que se indican a continuación.

2. Que efectúen exclusivamente las siguientes operaciones:

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, fondos de inversión mobiliaria, sociedades de cartera ni sociedades de mera tenencia de bienes.

b) Adquisición de las acciones o participaciones a

que se refiere la letra anterior por compra de las mismas.

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

d) Prestación, en 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 las sociedades participadas, con su estructura financiera o con sus procesos productivos o de comercialización.

3. Que tengan la siguiente estructura del activo:

a) El 50 por 100, como mínimo, compuesto por participaciones superiores al 10 por 100 del capital de sociedades que no coticen en Bolsa.

b) El 15 por 100, por títulos de renta fija de las sociedades en que participen o en créditos concedidos a éstas por un plazo superior a cinco años.

c) Hasta un 35 por 100 en caja, cuentas corrientes, bonos, depósitos o imposiciones a plazo. Asimismo, en acciones de sociedades de cotización calificada en Bolsa; en este caso, no podrá exceder el 25 por 100 del total activo de la sociedad de promoción de empresas.

4. En ningún caso podrán participar con más de un 25 por 100 en cada uno de los capitales propios de las sociedades en que estén interesadas, ni poseer obligaciones o conceder créditos a más de cinco años por un importe que, sumado al valor nominal de las acciones, excediese el total del 25 por 100 de su capital.

Sobre este esquema básico, se llevaría luego a cabo la regulación específica de las sociedades y fondos de capital-riesgo en el Real Decreto-Ley 1/1986, de 14 de marzo, de medidas urgentes administrativas, financieras, fiscales y laborales (*BOE* nº. 73, de 26 de marzo).

## 2. Antecedentes más próximos

Con anterioridad al Real Decreto-Ley 1/1986, de 14 de marzo, hay que hacer también mención del Real Decreto-Ley 8/1983, de 30 de noviembre, de reconversión y reindustrialización (*BOE* nº. 289, de 3 de diciembre). Interesa referirse a la regulación del Centro para el Desarrollo Tecnológico Industrial y a los préstamos participativos.

Dicho Centro había sido creado mediante el Real Decreto 2341/1977, de 5 de agosto, por el que se crea el Centro para el Desarrollo Tecnológico Industrial (CEDETI), publicado en el *BOE* nº. 218, de 12 de septiembre. El artículo 36 del Real Decreto-Ley 8/1983, de 30 de noviembre, transformó la naturaleza jurídico-pública del CEDETI, y entre sus funciones contemplaba: "Participar en operaciones de capital-riesgo mediante la toma de acciones minoritarias de nuevas empresas con tecnología emergente". El régimen jurídico del CEDETI establecido en el Real Decreto-Ley 8/1983 fue luego objeto de desarrollo y reglamentación mediante el 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 Centro para el Desarrollo Tecnológico Industrial (*BOE* nº. 4, de 5 enero), y el Real Decreto 1406/1986, de 6 de junio, por el que se aprueba el reglamento del Centro para el Desarrollo Tecnológico e Industrial (*BOE* nº. 162, de 8 julio). El CEDETI fue configurado para ayudar y fomentar el desarrollo tecnológico mediante la financiación de proyectos que contribuyeran a mejorar la posición competitiva española, a partir de una estrategia innovadora (Vallori, 1984, pág. 166; García-Pozuelo, 1987, pág. 33).

Los préstamos participativos son un instrumento útil para la actividad financiera de capital-riesgo. Dichos préstamos se regulaban en el artículo 36.2 del Real Decreto-Ley 8/1983 con las siguientes características:

a) La entidad concedente del préstamo participará en los beneficios líquidos, con independencia de que, además, se acuerde un interés fijo.

b) El prestatario no podrá anticipar la amortización de dichos créditos excepto que esta amortización anticipada se compense con una aportación equivalente de fondos propios, siempre y cuando esta amortización no provenga de regularización de activos. En ningún caso, la amortización anticipada del crédito participativo podrá alterar la relación existente entre recursos propios y recursos ajenos.

c) Los préstamos participativos se deberán inscribir en una línea especial de los balances del prestamista y del prestatario, y tendrán la consideración de fondos propios para apreciar la solvencia financiera de la empresa deudora; si bien los intereses de aquéllos, así como la participación prevista en el apartado a), se considerarán partida deducible a efectos de la base imponible del Impuesto sobre Sociedades.

d) En orden a la prelación de créditos, los acreedores por préstamos participativos se sitúan después

de los acreedores comunes. Los créditos participativos son de igual rango.

Posteriormente, los préstamos participativos han sido objeto de regulación en el artículo 20 del Real Decreto-Ley 7/1996, de 7 de junio, sobre medidas urgentes de carácter fiscal y de fomento y liberalización de la actividad económica (*BOE* nº. 139, de 8 de junio; corrección de errores en *BOE* nº. 147, de 18 de junio).

En sentido estricto, no se puede hablar de legislación española sobre capital-riesgo hasta la publicación del Real Decreto-Ley 1/1986, de 14 de marzo, de medidas urgentes administrativas, financieras, fiscales y laborales (*BOE* nº. 73, de 26 de marzo), cuyo capítulo IV (arts. 12 a 20), intitulado "Sociedades y fondos de capital-riesgo", regulaba de forma explícita esta materia por primera vez en España. El artículo 12 describía la actividad de capital-riesgo como "la promoción o fomento de sociedades no financieras mediante participación temporal en su capital". Se establecía un capital mínimo de 200 millones de pesetas para las sociedades y un patrimonio inicial mínimo de 275 millones de pesetas para los fondos. Los accionistas o partícipes no podían ser menos de cinco, ni cada uno superar el 20 por 100 del capital o patrimonio (art. 13). El 75 por 100, al menos, de su activo debía estar invertido en acciones o participaciones de sociedades no susceptibles de cotización en Bolsa, debiendo situarse dicha inversión entre el 10 y el 30 por 100 del capital de la sociedad participada (art. 14). Si bien se incluían algunas normas más, algunas de ellas estableciendo beneficios fiscales, lo cierto es que la regulación contenida en el Real Decreto-Ley 1/1986, de 14 de marzo, en materia de capital-riesgo era realmente parca, insuficiente y excesivamente rígida. Se percibe la precipitación en la elaboración de la disposición tanto por la redacción (por ejemplo, en el primer párrafo de la exposición de motivos se decía "las orientaciones de la política económica deben orientarse") como por omisiones (en el art. 13.3.a faltaba el número del artículo de la Ley de instituciones de inversión colectiva al que se remitía). De ahí que enseguida se produjeran sucesivas modificaciones de dicha regulación.

Un desarrollo reglamentario mínimo en materia administrativa del Real Decreto-Ley 1/1986 se llevó a cabo mediante la Orden de 6 de septiembre de 1987, por la que se regula el acceso al Registro Administrativo de Sociedades y Fondos de Capital-riesgo (*BOE* número 238, de 4 de octubre), luego derogada expresamente por la Ley 1/1999.

La disposición adicional tercera de la Ley 33/1987,

de 23 de diciembre, de Presupuestos Generales del Estado para 1988 (BOE nº. 307, de 24 de diciembre), dio nueva redacción a los artículos 13.3 y 14 del Real Decreto-Ley 1/1986. Las modificaciones introducidas dotaron de mayor flexibilidad al régimen jurídico sustantivo de sociedades y fondos de capital-riesgo. Entre las medidas adoptadas se encontraban:

— La desaparición del número mínimo de cinco socios o partícipes.

— La desaparición del 20 por 100 como tope máximo de participación de un socio en la sociedad de capital-riesgo o de un partícipe en el fondo de capital-riesgo. La nueva redacción establecía que dicha participación no podía ser mayoritaria.

— Se rebajó el porcentaje del activo de necesaria inversión en el capital de sociedades participadas que no cotizaran en el primer mercado bursátil. Se bajó del 75 al 50 por 100, si bien había que llegar hasta el 75 por 100 mediante fórmulas de financiación ajena de las sociedades participadas con determinados requisitos adicionales.

— A su vez, se incrementó el tope máximo de participación en el capital de una determinada sociedad participada, que pasó del 30 al 45 por 100, desapareciendo el mínimo del 10 por 100 anterior.

— En relación con la inversión de activo, se incluyó un nuevo párrafo estableciendo la aplicación de “las normas generales sobre inversiones previstas en la normativa reguladora de las Instituciones de Inversión Colectiva”.

El Real Decreto-Ley 2/1992, de 21 de julio, de medidas presupuestarias urgentes (BOE nº. 176, de 23 de julio) manifestaba, en el número 4 de su exposición de motivos, que la regulación contenida en el Real Decreto-Ley 1/1986 se había mostrado insuficiente para conseguir las finalidades que estaba llamada a cumplir, lo cual determinaba la necesidad de su urgente modificación con objeto de definir un nuevo marco que ayudara al incremento de la capacidad de competencia de las empresas españolas con vistas a la puesta en marcha del mercado interior comunitario. En consecuencia, se modificaron los artículos 12.1, 14, 16.2.b) y 20 del Real Decreto-Ley 1/1986. Se definieron las sociedades de capital-riesgo como “aquellas sociedades anónimas cuyo objeto social exclusivo sea la promoción o fomento, mediante la toma de participaciones temporales en su capital, de empresas no financieras, de dimensión pequeña o mediana, que desarrollen actividades relacionadas con la

innovación tecnológica o de otra naturaleza, en los términos que reglamentariamente se determinen” (artículo 12,1). Se remitió la política de inversiones de cada sociedad o fondo de capital-riesgo a lo previsto en sus propios estatutos o reglamento, si bien se mantenía el 50 por 100 como inversión mínima del activo en acciones o participaciones en el capital de las sociedades participadas (art. 14). Se modificó la tributación.

El Real Decreto-Ley 2/1992, de 21 de julio, fue tramitado como Ley. Su contenido, pues, fue recogido en la Ley 28/1992, de 24 de noviembre, de medidas presupuestarias urgentes (BOE nº. 283, de 25 de noviembre), que derogó el Real Decreto-Ley 2/1992.

La disposición adicional cuarta de la Ley 3/1994, de 14 de abril, por la que se adapta la legislación española en materia de entidades de crédito a la Segunda Directiva de Coordinación Bancaria y se introducen otras modificaciones relativas al sistema financiero (BOE nº. 90, de 15 de abril), dio nueva redacción a los artículos 12, 14, 16.2 y 20, y derogó el artículo 19, del Real Decreto-Ley 1/1986. Desapareció en el artículo 12.2 la expresa necesidad del concurso de un depositario en el caso de los fondos de capital-riesgo. El artículo 14 pasó a contemplar la habilitación reglamentaria para poder permitir, con carácter excepcional, la inversión en sociedades que tuviesen como objeto social una actividad que no fuese la específica de aquéllas en las que están llamadas a invertir las sociedades y los fondos de capital-riesgo. Asimismo, se dejaba al desarrollo reglamentario la posibilidad de establecer limitaciones a la concentración del activo de las sociedades y fondos de capital-riesgo en una misma empresa o grupo de empresas. Se modificó la tributación. Se derogó el artículo 19, según el cual podían ser sociedades gestoras y depositarios de un fondo de capital-riesgo cualesquiera entidades que cumplieran los requisitos establecidos en el capítulo III de la Ley 46/1984, de 26 de diciembre, reguladora de las instituciones de inversión colectiva.

La Ley 43/1995, de 27 de diciembre, del Impuesto sobre Sociedades (BOE núm. 310, de 28 de diciembre) derogó el artículo 16.2 del Real Decreto-Ley 1/1986, que contenía las especialidades de tributación en el impuesto sobre sociedades.

El artículo 17 del Real Decreto-Ley 7/1996, de 7 de junio, sobre medidas urgentes de carácter fiscal y de fomento y liberalización de la actividad económica (BOE núm. 139, de 8 de junio; corrección de errores en BOE nº. 147, de 18 de junio) dio nueva redacción al artículo 12 del Real Decreto-Ley 1/1986. A tenor de la nueva redacción, apareció la categoría genérica de

entidades de capital-riesgo, que comprende las específicas de sociedades y fondos de capital-riesgo. Desapareció el requisito de objeto social exclusivo en las sociedades de capital-riesgo, así como su necesaria condición de anónimas. Las sociedades de capital-riesgo quedaron conceptualizadas como "aquellas cuyo objeto social principal sea la promoción, mediante la toma de participaciones temporales en su capital, de empresas no financieras que no cotizan en el primer mercado de las Bolsas de Valores ni en ningún mercado secundario organizado y que no estén participadas en más de un 25 por 100 por empresas que cotizan en dichos mercados o que tengan la consideración de entidad financiera". Se disponía que, para el desarrollo de su objeto principal, las sociedades de capital-riesgo podían facilitar préstamos participativos u otras formas de financiación a las sociedades participadas. Asimismo, se reconocía que podían realizar actividades de asesoramiento.

El artículo 18 del citado Real Decreto-Ley 7/1996, de 7 de junio, dio también nueva redacción al artículo 14, modificando de nuevo los porcentajes de inversión. Se estableció en el 60 por 100 del propio activo la inversión mínima en acciones y participaciones en el capital de las sociedades participadas. También se establecían otros límites de inversión. En cuanto a la concentración de riesgo, se limitaba al 15 por 100 de una misma sociedad o el 35 por 100 de un mismo grupo. El artículo 19 del mismo Real Decreto-Ley 7/1996 modificó el artículo 69.1 de la Ley 43/1995, de 27 de diciembre, reguladora del Impuesto sobre Sociedades, en relación con las entidades de capital-riesgo.

Finalmente, la Ley 1/1999, de 5 de enero, reguladora de las entidades de capital-riesgo y de sus sociedades gestoras (BOE nº. 5, de 6 de enero) lleva a cabo una nueva regulación global y más completa de las entidades de capital-riesgo, y deroga los artículos 12 a 20 del Real Decreto-Ley 1/1986 (cuyo art. 19, por cierto, ya había sido derogado por la Ley 3/1994, de 14 de abril) y la Orden de 26 de septiembre de 1986, por la que se regulaba el acceso al registro administrativo de sociedades y fondos de capital-riesgo.

### III. NECESIDAD DE NUEVA REGULACIÓN

La exposición hecha de los antecedentes legislativos pone de manifiesto no sólo la conveniencia, sino la necesidad de una ley que regule, de forma conjunta y suficiente, la actividad relativa al capital-riesgo. La historia legislativa vista es suficientemente expresiva de las dudas y desaciertos a la hora de regular esta materia. Es ya un tópico entre los juristas la máxima

por la cual se afirma que el Derecho va la zaga de la realidad. Sin embargo, en el caso del capital-riesgo el legislador ha pretendido "tirar" de la realidad para que ésta fuese por los derroteros previamente marcados por la ley. Pero no ha sido así. En consecuencia, el propio legislador ha tenido que cambiar una y otra vez la norma, intentando acertar y despertar el interés hacia el objetivo que él pretendía. No obstante, hay quien piensa que el escaso desarrollo de la inversión en capital-riesgo hasta 1997 en España no se debe a que existiera un marco jurídico estrecho e insuficiente, sino que es consecuencia "de una sociología empresarial española que hace difícil en determinadas ocasiones la aportación en el capital de la empresa de empresas de capital-riesgo que entran a formar parte del capital y, como consecuencia, en los órganos de dirección de empresa" (1).

En cualquier caso, la permanente y dispersa modificación de las normas jurídicas sin orden ni concierto es una práctica en la que ya ha incurrido el legislador de forma generalizada. Cuando la modificación de las normas de manera anárquica supera los límites de lo razonable, se atenta contra la seguridad jurídica. La doctrina clama ya de forma unánime contra esa práctica que, especialmente concentrada a final de año, pone en peligro el principio constitucional de seguridad jurídica y supone una amenaza que hace tambalearse al conjunto de ordenamiento jurídico. El interrogante acerca de cuál sea la norma vigente en cada momento comienza a ser una preocupación inquietante. La publicación de las normas tiene como finalidad facilitar su conocimiento y, por ende, su cumplimiento. Cuando el seguimiento de la publicación deviene prácticamente imposible, queda frustrada la finalidad pretendida. Piénsese en el recorrido legislativo hecho en materia de capital-riesgo. La composición del puzzle derivado de las sucesivas modificaciones resulta difícil. Y desde luego, no se cuenta con un cuerpo normativo único. De ahí la necesidad y la oportunidad de una sola ley que regule de forma única y más completa la materia, con derogación expresa de toda la normativa anterior.

Desde un punto de vista económico, también el incremento de recursos destinados al capital-riesgo demandaba la existencia de una legislación más completa y flexible, que, además, encomendase la supervisión a la Comisión Nacional del Mercado de Valores en pro de una mayor información y transparencia por parte de las entidades del sector. El hecho es que la demanda de fondos de inversión para operaciones de capital-riesgo en España está creciendo con fuerza en el nuevo entorno del euro. En 1998, y por segundo año consecutivo, las inversiones suscritas por enti-

dades de capital-riesgo crecieron un 40 por 100. Los 115.638 millones de pesetas de fondos captados en 1998 supusieron un incremento del 71 por 100 sobre la cifra de 1997. La Ley 1/99 es el final de un proceso muy demandado por los operadores para facilitar un marco estable en el desarrollo de una actividad de inversión a largo plazo. Dicha Ley supone la consolidación de la mayor parte de los cambios habidos en los últimos años (2).

La nueva ley supone un mejor encuadramiento de la normativa sobre capital-riesgo en el marco normativo que regula nuestro sistema financiero. Así, como se dice en el cuarto párrafo de la exposición de motivos de la propia Ley 1/99, entre las principales novedades se encuentra el establecimiento de un régimen jurídico de autorización, supervisión, inspección y sanción homologable al resto de los sujetos que actúan en nuestros mercados financieros. En coherencia, se atribuye a la Comisión Nacional del Mercado de Valores el grueso de las potestades de supervisión.

En todo caso, la nueva ley, al igual que todos los textos legales precedentes, pretende impulsar la inversión en capital-riesgo mediante el establecimiento de beneficios fiscales. Se entiende que es importante para el desarrollo competitivo de nuestro tejido empresarial propiciar la creación e implantación de empresas innovadoras. Por eso se establece un marco jurídico que proporcione un cauce financiero adecuado e incentivado fiscalmente.

#### **IV. CONCEPTO LEGAL DE CAPITAL-RIESGO**

Se mantiene la expresión "capital-riesgo" frente a otras que se podrían utilizar como "capital inversión". En tal sentido, se presentó la enmienda número 17 por parte del Grupo Parlamentario Mixto, a iniciativa de D. Guillermo Vázquez Vázquez, Diputado por Pontevedra (BNG), ante la Mesa de la Comisión de Economía, Comercio y Hacienda (3). Se defendía la enmienda argumentando que el término capital-riesgo está ligado a un concepto puramente especulativo de búsqueda exclusiva de rendimientos financieros; con el término capital-riesgo se hizo referencia a aplicaciones de capital en proyectos nuevos o innovadores en los que confluían un alto riesgo y perspectivas de rendimientos muy altos. La historia del capital-riesgo demuestra que, en contra de lo que se pensó inicialmente, los rendimientos más altos de las inversiones en el capital asociado a las empresas se dieron precisamente en las empresas ya establecidas y con mayores garantías en su gestión. Esta realidad hace aconsejable utilizar el término más amplio de capital

inversión, como de hecho ya lo hacen asociaciones profesionales del sector. El término capital inversión es más comprensivo de actividades que, siendo necesario que sean visibles y rentables, están además guiadas por criterios y objetivos de desarrollo sectorial o territorial. No obstante, la enmienda no prosperó, y se mantuvo la expresión capital-riesgo ya utilizada con anterioridad por el legislador.

La Ley 1/99, siguiendo los precedentes legislativos, introduce el concepto legal de capital-riesgo al definir las sociedades de capital-riesgo. Según el artículo 2.1 de la Ley, las sociedades de capital-riesgo son sociedades anónimas cuyo objeto social principal consiste en la toma de participaciones temporales en el capital de empresas no financieras cuyos valores no coticen en el primer mercado de las bolsas de valores. La Ley utiliza la técnica de la remisión al referirse a los fondos de capital-riesgo. En el artículo 3 se dice que éstos tendrán como destino el desarrollo de la misma actividad que la señalada como objeto principal de las sociedades de capital-riesgo.

Dentro de la gama de posibilidades definitorias del capital-riesgo desde el punto de vista económico, el legislador opta por un concepto legal bastante amplio. Cristaliza así una evolución que va desde su consideración como objeto social exclusivo de las sociedades de capital-riesgo (RDL 1/1986), pasando por una mención expresa de la inversión en actividades relacionadas con la innovación tecnológica (RDL 2/1992), hasta la desaparición de la condición de objeto social exclusivo (RDL 7/1996). El capital-riesgo, pues, conforme a la Ley 1/99, ha de reunir los siguientes requisitos.

#### **1. Participación en el capital de empresas**

La inversión ha de consistir en la toma de participaciones en el capital de empresas no financieras. El tenor literal de la Ley sigue los precedentes legislativos y utiliza el término "empresas" y no "sociedades" (salvo algún caso, como en el art. 2.2, donde dice "sociedades participadas"). En consecuencia, una pretendida interpretación literal llevaría a la conclusión de que las empresas participadas podrían pertenecer tanto a empresarios sociales como individuales. Evidentemente, tal interpretación implicaría una contradicción en sus propios términos. Desde el momento que se habla de "empresas participadas", porque se toma una participación en ellas, se está haciendo referencia a una forma colectiva de empresario. Aunque puede haber clases de empresarios colectivos o de colaboración empresarial que no sean de naturaleza societaria, como las fundaciones o las cuentas en par-

ticipación, lo cierto es que en el ámbito del capital-riesgo la realidad que tiene presente el legislador es la del empresario social. Así se pone de manifiesto, por ejemplo, cuando en el artículo 16 de la Ley 1/99 se habla de la inversión "en acciones o participaciones en el capital de empresas". De forma clara se está aludiendo a las sociedades anónimas y a las sociedades de responsabilidad limitada, si bien una interpretación amplia del término "participaciones" permite abarcar cualquier otro tipo societario.

Lo que sí resulta criticable desde un punto de vista estrictamente jurídico es la deficiencia técnica que supone el uso, cada vez más frecuente, del término "empresa" como sujeto. Se subjetiva la empresa y es ésta la que decide. Sin embargo, en la estructura general de nuestro ordenamiento, la empresa sigue siendo objeto y no sujeto de derechos. El sujeto es el empresario, individual o colectivo. La empresa, pues, no es titular de un capital. La empresa no posee un capital. El titular del capital social es la sociedad. Por tanto, en puridad, cuando se habla de participación en el capital de empresas hay que entender que se refiere al capital de empresarios colectivos, generalmente sociedades, y, en particular, anónimas y limitadas. La fuerza atractiva del proyecto empresarial, que tanta relevancia tiene para obtener financiación por la vía del capital-riesgo, aflora desde el primer momento en el propio texto legal que lleva a la personalización de la empresa. Por tanto, aun cuando haya casos en estas páginas en que, siguiendo la opción adoptada por el legislador, se utilice el término empresa de forma personalizada, entiéndase que ésta no es sujeto, sino objeto, de derechos.

## **2. Inversión en empresas no financieras**

Las empresas participadas han de ser de índole no financiera. De lo contrario, se abriría un camino subrepticio para que una entidad teóricamente calificada como de capital-riesgo no estuviese actuando como tal, y sometida a su específica legislación. Pero no hay que considerar este requisito como una limitación a las posibilidades de actuación de las entidades de capital-riesgo. Al contrario, aquí hay que destacar el amplio campo de actuación abierto legalmente para la actuación de dichas entidades. El Real Decreto-Ley 2/1992, de 21 de julio, había modificado el concepto legal de capital-riesgo apuntando hacia la promoción o fomento de actividades relacionadas con la innovación tecnológica. Ahora, en la Ley 1/99, desaparece tal alusión restrictiva, si bien en el propio Real Decreto-Ley 2/1992 parece que se quería dejar una puerta abierta al delimitado ámbito de la innovación

tecnológica, puesto que se decía: "actividades relacionadas con la innovación tecnológica o de otra naturaleza, en los términos que reglamentariamente se determinen". Nunca se supo bien qué quería decir "o de otra naturaleza", ya que el desarrollo reglamentario no llegó a ver la luz.

La Ley 1/99 no establece, pues, limitación alguna en relación con la actividad a la que se dediquen las empresas participadas. El legislador ha dejado al margen tal cuestión. Desde un punto de vista teórico, serán los economistas quienes hayan de señalar si hay unos sectores especialmente significados por ser demandantes o destinatarios de capital-riesgo. Desde una perspectiva práctica, será una decisión de gestión empresarial de cada concreta entidad de capital-riesgo la que se adopte para optar o no por la inversión de recursos de capital-riesgo en un determinado proyecto empresarial. La Ley no asume un particular concepto económico de capital-riesgo. Lo da por sentado. Lo que hace es establecer algunos requisitos para que sea objeto de aplicación del régimen jurídico contenido en la propia Ley 1/99.

Hay, pues, que entender que la Ley parte de un concepto amplio de capital-riesgo, en el que lo sustancial es la inversión temporal en una empresa donde el ánimo de lucro se dirige hacia la futura plusvalía, a medio o largo plazo, tras la enajenación de la participación en la empresa ya en desarrollo. Evidentemente, la inversión se dirigirá con carácter prioritario hacia aquellos sectores donde las innovaciones y la introducción de nuevas tecnologías ofrezcan mayores perspectivas de plusvalías, que, a su vez, retribuyan el mayor riesgo asumido.

## **3. Temporalidad**

La inversión ha de consistir en la toma de participaciones temporales. Este requisito se sustenta en el concepto entendido de capital-riesgo que se acaba de señalar. La actividad de capital-riesgo implica una inversión esencialmente temporal. Se trata de hacer realidad un proyecto empresarial, probablemente con elevado riesgo, pero con expectativas de generar elevadas plusvalías en un determinado plazo. Queda fuera la inversión ordinaria en acciones o participaciones donde la motivación que guía al inversor puede ser muy variada: obtención regular de un dividendo o beneficio, revalorización de los títulos, consecución de mayorías de control, etcétera.

Se ha criticado la indeterminación que supone el requisito de las participaciones temporales. La Ley no

concreta con carácter jurídico sustantivo qué plazo es el adecuado para considerar temporal una participación. Desde una perspectiva realista, resulta difícil fijar una concreta delimitación temporal. Dependerá de cada proyecto y de cada caso. En términos económicos se habla de medio y largo plazo. La fijación que hace la Ley 1/99 a efectos fiscales (Impuesto sobre Sociedades) se encuentra en la disposición adicional segunda, que da nueva redacción al artículo 69.1 de la Ley 43/1995, de 27 de diciembre, del Impuesto sobre Sociedades, estableciendo, con carácter general, que permite excepciones, una exención a partir del tercer año y hasta el duodécimo inclusive. Por tanto, si una finalidad fundamental perseguida por la Ley es impulsar la actividad de capital-riesgo mediante incentivos fiscales, el referido plazo de tres a doce años es indiciario de qué se debe entender por participación temporal en el contexto de la Ley 1/99.

#### **4. Participación en empresas cuyos valores no coticen en el primer mercado bursátil**

Se entiende que las sociedades que cotizan en el primer mercado de las bolsas de valores ya cuentan con una vía adecuada y suficiente de financiación y de liquidez para facilitar la desinversión. Con la actividad específica del capital-riesgo se pretende facilitar un cauce de financiación propio para aquellas sociedades que no están en condiciones de acceder al primer mercado bursátil.

La no pertenencia al primer mercado de las bolsas está evocando la existencia de un segundo mercado. Ya el artículo 17 del Real Decreto-Ley 1/1986, de 14 de marzo, disponía que las sociedades y fondos de capital-riesgo podrían cotizarse en los segundos mercados de las bolsas oficiales de comercio, "cuando éstos se establezcan". La regulación del segundo mercado se llevó a cabo mediante el Real Decreto 710/1986, de 4 de abril, por el que se crea un segundo mercado de valores y se modifican las condiciones de puesta en circulación de títulos de renta fija en las bolsas oficiales de comercio (BOE número 90, de 15 de abril), desarrollado por Orden de 26 de septiembre de 1986. En la práctica, el segundo mercado bursátil no se ha desarrollado como para permitir una fácil desinversión de las participaciones de las entidades de capital-riesgo en las sociedades participadas. En consecuencia, se ha tenido que acudir a cauces externos a los mercados organizados para llevar a cabo la transmisión de las participaciones empresariales.

#### **V. ÁMBITO DE APLICACIÓN DE LA LEY**

Aun contemplando la Ley 1/99 un concepto legal amplio de capital-riesgo, el ámbito de aplicación de la Ley no se limita al mismo. Junto a éste, incluye también algunas actividades más. Desde un punto de vista formal, la Ley delimita su ámbito de aplicación haciendo una clasificación. Posteriormente, se da contenido cuando se fijan las características o requisitos de cada una de las instituciones jurídicas clasificadas.

El propio título de la Ley ("reguladora de entidades de capital-riesgo y de sus sociedades gestoras") indica ya la clasificación y extensión del ámbito de aplicación. Expresamente, la Ley comienza diciendo, en su artículo 1.1, que la "presente Ley tiene por objeto la regulación de las entidades de capital-riesgo y las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo". A pesar de tan tajante afirmación inicial, en el penúltimo párrafo de la exposición de motivos de la Ley se confiesa que no es totalmente cierto que el objeto de la Ley sea sólo la regulación de la entidades mencionadas. Se regulan tales entidades, pero la Ley se ocupa de regular algo más. Ciertamente, su objeto principal es la regulación del capital-riesgo. Pero no sólo se ocupa de esa materia. En el aludido párrafo de la exposición de motivos, se dice que la Ley incorpora una disposición adicional que, sin estar estrictamente relacionada con el capital-riesgo, persigue potenciar y favorecer la actividad financiera conocida como *factoring*. Se argumentó en contra de la permanencia de tal disposición en los siguientes términos: "un proyecto de ley que pretende regular el capital-riesgo y su desarrollo no es el lugar idóneo; no nos parece bien que se incorpore aquí una cuestión de tipo económico y de importancia económica y que nada que tiene que ver con la regulación del capital-riesgo. Por eso nosotros, en relación con esta cuestión, que es de forma y no de fondo, hubiésemos preferido que se hubiese buscado una regulación de determinadas cesiones de crédito, más conocido como *factoring*, en otro texto legislativo y no incorporarlo a un proyecto de ley. Nos gustaría que, si se habla del mercado de valores, se regule el mercado de valores; si se habla del capital-riesgo, que se regule el capital-riesgo y que no estemos permanentemente aprovechando los trámites parlamentarios para regular cuestiones que nada tienen que ver en determinado texto legislativo" (4). No obstante, se mantuvo la disposición adicional tercera regulando determinadas cesiones de crédito.

Haciendo, pues, esa salvedad, el ámbito de aplicación de la Ley 1/99 son las entidades de capital-riesgo y sus sociedades gestoras. Se consagra la expresión genérica "entidades de capital-riesgo", que introduce

el artículo 17 del Real Decreto-Ley 7/1996, de 7 de junio. Hasta entonces se repetía en los textos legales la expresión "sociedades y fondos de capital-riesgo", sin que legalmente existiera un término que englobase a las unas y los otros.

La clasificación que establece la Ley 1/99 para fijar su ámbito de aplicación (art. 1) es la siguiente:

1. La Ley se ocupa de las entidades de capital-riesgo y de las sociedades gestoras de las entidades de capital-riesgo.

2. Son entidades de capital-riesgo las sociedades y los fondos de capital-riesgo.

El concreto ámbito de aplicación de la Ley viene determinado al ofrecerse los conceptos de cada uno de los tres institutos jurídicos mencionados. Como puede constatarse, no se limita al campo del capital-riesgo en los términos examinados anteriormente.

## 1. Entidades de capital-riesgo

A) Sociedades de capital-riesgo: son sociedades anónimas cuyo objeto social principal consiste en la toma de participaciones temporales en el capital de empresas no financieras cuyos valores no coticen en el primer mercado de las bolsas de valores. Para el desarrollo de su objeto social principal, las sociedades de capital-riesgo podrán facilitar préstamos participativos, así como otras formas de financiación, en este último caso, únicamente para sociedades participadas. De igual modo, podrán realizar actividades de asesoramiento (art. 2).

B) Fondos de capital-riesgo: son patrimonios administrados por una sociedad gestora, que tendrán el mismo objeto principal que el definido en el artículo anterior, correspondiendo a la sociedad gestora la realización de las actividades de asesoramiento previstas en el mismo (art. 3).

## 2. Sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo

Sociedades anónimas cuyo objeto social principal es la administración y gestión de fondos de capital-riesgo y de activos de sociedades de capital-riesgo. Como actividad complementaria, podrán realizar tareas de asesoramiento a las empresas con las que mantengan vinculación como consecuencia del ejercicio de su actividad principal (art. 4).

Por tanto, el ámbito de aplicación de la Ley abarca:

- La actividad de inversión en capital-riesgo propiamente dicha.
- La concesión de préstamos participativos.
- Otras formas de financiación para sociedades participadas.
- Actividades de asesoramiento para sociedades participadas.
- Administración y gestión de los recursos destinados a la inversión en capital-riesgo.

Se trata, pues, de una actividad fundamentalmente financiera, si bien puede estar acompañada de una actividad asesora para ayudar al desarrollo del proyecto empresarial participado. En un sentido amplio, todo ello constituye la actividad de capital-riesgo. En la exposición de motivos del Real Decreto-Ley 1/1986, se decía que las entidades de capital-riesgo reúnen características de entidad financiera y *holding*. Sin embargo, la exposición de motivos de la Ley 1/99 comienza diciendo que el capital-riesgo es una actividad financiera consistente en proporcionar recursos a medio y largo plazo, pero sin vocación de permanencia ilimitada, a empresas que presentan dificultades para acceder a otras fuentes de financiación. Son, pues, consideradas como entidades financieras. No se trata de entidades *holding* ni de cartera. De hecho, el artículo 18.2 prohíbe la inversión en empresas pertenecientes al propio grupo.

## VI. EJERCICIO DE LA ACTIVIDAD

Las entidades de capital-riesgo, al igual que otras entidades financieras, están sometidas al cumplimiento de determinados requisitos para el ejercicio de su actividad. El artículo 14.1 de la Ley 1/99 dispone que las entidades de capital-riesgo deberán cumplir en todo momento los siguientes requisitos:

- a) Los exigidos por la Ley 1/99 para su autorización.
- b) Los porcentajes de inversión en determinados activos fijados por la Ley 1/99 y por la normativa que la desarrolle.

Lo dispuesto en el artículo 14 se ha de completar con lo establecido en el artículo 7. Para poder dar comienzo a su actividad, las entidades de capital-riesgo deberán:

a) Haber obtenido la autorización previa del proyecto de constitución por el ministro de Economía y Hacienda, a propuesta de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

b) Haberse constituido mediante escritura pública e inscribirse en el Registro Mercantil.

c) Estar inscritas en el registro administrativo correspondiente de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Por tanto, para llegar y mantenerse en el ejercicio de la actividad propia de la entidad de capital-riesgo (sociedad o fondo) se han de dar los siguientes pasos:

1) Autorización administrativa previa.

2) Escritura pública e inscripción en el Registro Mercantil.

3) Inscripción en la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

4) Cumplimiento de los coeficientes de inversión.

## 1. Autorización administrativa previa

Para la constitución de una entidad de capital-riesgo se ha de comenzar tramitando la correspondiente autorización administrativa. Se ha de presentar la solicitud en modelo normalizado (art. 10.3.a), acompañada, también en modelo normalizado, de los siguientes documentos como mínimo (art. 10.3.b):

- Proyecto de estatutos (en caso de sociedad) o de reglamento (si se trata de un fondo).
- Folleto informativo.
- Memoria sobre el proyecto de entidad.

El folleto informativo contendrá los estatutos o el reglamento, según proceda, así como aquellos aspectos principales de la institución de carácter financiero y jurídico (art. 10.5). La memoria explicativa del proyecto deberá contener cuanta información se precise para permitir una correcta evaluación de la entidad que se pretende crear y, entre ella, necesariamente, la correspondiente a la identificación de los promotores, los aportantes y sus respectivas participaciones, relación de los mismos con otras entidades financieras y posibles vínculos entre ellos, fines y objetivos de la futura sociedad de capital-riesgo o fondo

de capital-riesgo, política de inversiones y de distribución de resultados, así como el ámbito personal y geográfico en el que operará la correspondiente entidad (art. 10.4). Se exige que aparezca la política de inversiones en la memoria explicativa y en los estatutos (art. 23.5) o reglamento (art. 25.2.k), que también se presentan integrando el folleto informativo.

El artículo 10.3 de la Ley dispone que el ministro de Economía y Hacienda o, con su habilitación expresa, la Comisión Nacional del Mercado de Valores, determinará para cada tipo de entidad de capital-riesgo, atendiendo a sus especialidades, los requisitos y los modelos normalizados de solicitud de autorización y los documentos que se deberán acompañar, entre los que figurarán, necesariamente, los que se acaban de mencionar. En virtud de lo dispuesto en artículo 10.3, se dictó la Orden de 17 de junio de 1999 por la que se desarrolla parcialmente la Ley 1/1999, de 5 de enero, reguladora de las entidades de capital-riesgo y sus sociedades gestoras, habilitando a la Comisión Nacional del Mercado de Valores para dictar disposiciones en materia de procedimiento de autorización de nuevas entidades, normas contables y obligaciones de información de las entidades de capital-riesgo y sus sociedades gestoras (BOE nº. 155, de 30 de junio). Sobre la base de esta habilitación, se publicó la Circular 4/1999, de 22 de septiembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre procedimientos administrativos y modelos normalizados de las entidades de capital-riesgo y de sus sociedades gestoras (BOE número 248, de 16 de octubre). Toda la documentación solicitando la autorización previa de una entidad de capital-riesgo o sociedad gestora de entidad de capital-riesgo se deberá presentar conforme a los modelos normalizados establecidos en la Circular 4/1999, de 22 de septiembre. Conforme a la norma 1ª.2 de esta circular, la Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá requerir la presentación de los documentos en soporte informático o a través de sistemas de transmisión electrónica o informática de acuerdo con los requerimientos técnicos que se establezcan.

Para la obtención de la autorización administrativa previa, se deben cumplir los siguientes requisitos (artículo 8):

a) Limitar el objeto de la entidad a las actividades de capital-riesgo contempladas en la Ley.

b) Disponer del capital social o del patrimonio establecidos para cada tipo de entidad.

c) Presentar un proyecto financiero.

Las sociedades de capital-riesgo deben cumplir, además, los siguientes requisitos:

a) Contar con una buena organización administrativa y contable, así como con los medios humanos y técnicos adecuados a las características y volumen de su actividad.

b) Que su consejo de administración esté formado por, al menos, tres miembros y sus consejeros, así como que sus directores generales y asimilados tengan una reconocida honorabilidad comercial, empresarial o profesional. A este fin, deberán cumplimentar la declaración que se recoge en el anexo 5 de la Circular 4/1999, de 22 de septiembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre procedimientos administrativos y modelos normalizados de las entidades de capital-riesgo y de sus sociedades gestoras (norma 2ª.6 de esta circular).

c) Que ninguna de las personas mencionadas en la letra anterior esté procesada o tenga antecedentes penales por determinados delitos o esté declarada en quiebra o concurso de acreedores sin haber sido rehabilitada. Al relacionar la Ley los concretos delitos, se sigue el precedente del artículo 2.2 del Real Decreto 1245/1995, de 14 de julio, sobre creación de bancos, actividad transfronteriza y otras cuestiones relativas al régimen jurídico de las entidades de crédito (BOE número 181, de 31 de julio), y del artículo 5.1.e) del Real Decreto 692/1996, de 26 de abril, sobre el régimen jurídico de los establecimientos financieros de crédito (BOE nº. 126, de 24 de mayo). En dichos preceptos, se establece una doble presunción. Por una parte, se entiende que concurre honorabilidad comercial y profesional en quienes hayan venido observando una trayectoria personal de respeto a las leyes mercantiles u otras que regulan la actividad económica y la vida de los negocios, así como las buenas prácticas comerciales, financieras y bancarias. Por otro lado, se entenderá que, en todo caso, carecen de tal honorabilidad quienes tengan antecedentes penales o se encuentren procesados por delitos de falsedad contra la Hacienda pública y contra la seguridad social, de infidelidad en la custodia de documentos y violación de secretos, de blanqueo de capitales, de receptación y otras conductas afines, de malversación de caudales públicos, o contra la propiedad; y quienes estén inhabilitados o suspendidos, penal o administrativamente, para ejercer cargos públicos o de administración o dirección de entidades financieras.

d) Que la mayoría de dichas personas cuenten con conocimientos y experiencia adecuados en materias financieras o de gestión empresarial. Los mismos ar-

tículos de los dos reales decretos citados en el párrafo anterior establecen que se poseen conocimiento y experiencia adecuados cuando se haya desempeñado, durante un plazo no inferior a dos años, funciones de alta administración, dirección, control o asesoramiento de entidades financieras, o funciones de similar responsabilidad en otras entidades, públicas o privadas, de dimensión al menos análoga a la entidad que se pretenda crear.

Conforme a lo previsto en el artículo 7.a) y en el artículo 10.1 de la Ley 1/99, corresponde al ministro de Economía y Hacienda autorizar las entidades de capital-riesgo, a propuesta de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. La resolución será motivada y deberá notificarse dentro de los tres meses siguientes a la recepción de la solicitud, que se entenderá desestimada, con los efectos previstos en la Ley de Régimen Jurídico de las Administraciones Públicas y del procedimiento administrativo común, si transcurrido el plazo anterior no hubiera recaído resolución sobre la misma.

La concesión o denegación de la autorización no implica el ejercicio de una competencia discrecional de la Administración. Al contrario, se trata de una competencia reglada. Si se cumplen los requisitos establecidos, se ha de conceder la autorización. De ahí que la resolución haya de ser siempre motivada y que sólo se pueda denegar la autorización por la siguientes causas tasadas (art. 10.2):

a) Por incumplimiento de los requisitos previstos en el artículo 8 (limitación del objeto, capital o patrimonio y proyecto financiero).

b) Por la existencia de graves dificultades para obtener información que la Comisión Nacional del Mercado de Valores estime necesaria para el adecuado desarrollo de sus funciones supervisoras.

Una vez concedida la autorización, y estando la entidad de capital-riesgo ejerciendo su actividad, se podrá revocar la autorización, previo expediente con audiencia del interesado, por las siguientes causas (artículo 13):

a) Por el incumplimiento sobrevenido de los requisitos exigidos para su autorización.

b) Por incurrir, en su caso, en suspensión de pagos o quiebra.

c) Como sanción, en los casos contemplados en el título IV (arts. 34 a 40).

Dicha revocación será acordada por el Consejo de Ministros, a propuesta del ministro de Economía y Hacienda e iniciativa de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. La revocación de la autorización implicará la exclusión del correspondiente registro administrativo en la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

## **2. Escritura pública e inscripción en el Registro Mercantil**

El artículo 11.1 de la Ley 1/99 dice literalmente: "Una vez autorizada, la entidad de capital-riesgo podrá proceder a su constitución en escritura pública." Se entiende lo que la norma quiere decir: una vez obtenida la autorización para constituir la proyectada entidad de capital-riesgo, se podrá llevar a cabo la constitución de la misma. Pero se constata que la dicción literal de la Ley adolece de imprecisión jurídica. No es la entidad de capital-riesgo la que procede a su propia constitución. Si se trata de una sociedad de capital-riesgo que, de acuerdo con el artículo 2.1, ha de ser anónima, la constitución se llevará a cabo mediante otorgamiento de la correspondiente escritura pública e inscripción en el Registro Mercantil. Normalmente, la fundación será simultánea, por lo que, conforme al artículo 14 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas (LSA), serán fundadores las personas que otorguen la escritura social y suscriban todas las acciones. Podrán ser una o varias personas, pero nunca la propia sociedad cuya fundación se está llevando a cabo, y que no tendrá personalidad jurídica mientras no se produzca la inscripción en el Registro Mercantil. El artículo 7 de la LSA es tajante al respecto: "La sociedad se constituirá mediante escritura pública, que deberá ser inscrita en el Registro Mercantil. Con la inscripción adquirirá la sociedad anónima su personalidad jurídica." Si se tratase de la constitución de un fondo de capital-riesgo, el otorgamiento de la escritura corresponderá a la sociedad gestora; en ningún caso al propio fondo, que además nunca llegará a tener personalidad jurídica.

El artículo 11.2 de la Ley 1/99 dice literalmente: "Las aportaciones para la constitución del capital social o del patrimonio podrán realizarse en efectivo o, si se trata de sociedad de capital-riesgo, en especie, según los criterios que se establecen en el artículo 23." Habría que precisar que se constituye la sociedad o el fondo; el capital social o el patrimonio se integran con las aportaciones. A fin de facilitar la implantación de sociedades de capital-riesgo, la Ley 1/99 introduce como novedad la expresa consideración de posibilitar, junto al desembolso en efectivo, las aporta-

ciones *in natura*. Pero, en este segundo caso de aportaciones no dinerarias, se establecen dos requisitos o límites concurrentes: que integren el inmovilizado del patrimonio social y que los bienes aportados no superen el 10 por 100 del capital social (art. 23).

El número 3 del artículo 11 pone fin al precepto disponiendo que las entidades de capital-riesgo, una vez constituidas en escritura pública, se inscribirán en el Registro Mercantil.

## **3. Inscripción en la Comisión Nacional del Mercado de Valores**

Cuando una actividad económica se desarrolla plenamente en el ámbito de la autonomía de la voluntad, sin supervisión administrativa, la regla general que impera para el nacimiento de las personas jurídicas es la constitución e inscripción, en su caso, en el Registro Mercantil. Sin embargo, cuando, por razones de orden público económico, la Administración pública ejerce funciones supervisoras, aunque sea dentro de un marco reglado, que no discrecional, se suelen imponer requisitos administrativos previos o posteriores. En el caso de las entidades de capital-riesgo, se exige tanto el requisito visto de la autorización administrativa previa como la inscripción en un registro administrativo, una vez constituida e inscrita la entidad en el Registro Mercantil.

Dicho registro administrativo se encuentra entre los que lleva la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Pero no está establecido, como otros, en el artículo 92 de la Ley del Mercado de Valores (LMV). A los contemplados en este precepto hay que sumar los establecidos en el artículo 9 de la Ley 1/99, que dice: "En la Comisión Nacional del Mercado de Valores se llevarán los siguientes registros públicos:

- a) Registro de sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo.
- b) Registro de sociedades de capital-riesgo.
- c) Registro de fondos de capital-riesgo.
- d) Registro de participaciones significativas.
- e) Registro de folletos y memorias anuales."

Los dos últimos registros mencionados tienen coincidencia en su contenido con los previstos en las letras c) (auditoría), d) (folletos), e i) (participaciones significativas) del artículo 92 de la LMV. Es una cuestión de coherencia legislativa en materia administra-

tiva que no tiene mayor relevancia desde el punto de vista sustantivo.

Desde una perspectiva jurídico sustantiva, sí tiene mayor importancia el hecho de condicionar el ejercicio propio de una entidad, ya nacida para el Derecho, incluso con personalidad jurídica, como en caso de las sociedades de capital-riesgo, que, sin embargo, no puede dar comienzo a su actividad hasta que no cumple con un requisito administrativo, cual es la inscripción en el registro correspondiente de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. El requisito de la autorización previa constituye un *prius* o *conditio iuris* de naturaleza administrativa que condiciona el nacimiento propio de la entidad. Sin embargo, la posterior inscripción en el registro de la Comisión Nacional del Mercado de Valores es un requisito que afecta a un ente jurídico ya existente.

Antes de tener personalidad jurídica, una sociedad de capital-riesgo no puede actuar, ya que, como tal, no existe. Otra cosa es que, llegado el caso, se aplique el régimen jurídico previsto con carácter general en la LSA (ex art. 23.1 Ley 1/99) para la sociedad en formación (art. 15 LSA) o la sociedad irregular (artículo 16 LSA). Sin embargo, una vez inscrita la sociedad en el Registro Mercantil, tiene personalidad jurídica y, en consecuencia, puede actuar en el tráfico. Lo que sucede es que no podrá actuar como "entidad de capital-riesgo". Por lo que no le serán aplicables los beneficios fiscales propios de las entidades de capital-riesgo (cfr. disposición transitoria 1ª.2 y transitoria 3ª *in fine* Ley 1/99), y podrán ser objeto de sanción por utilización indebida de denominación (art. 34.d, y artículo 38.1 Ley 1/99).

En todo caso, el artículo 12.3 de la Ley 1/99 establece: "Transcurrido un año desde la autorización sin haberse producido la inscripción en el registro de la Comisión Nacional del Mercado de Valores por causas no imputables a la Administración, aquélla se entenderá caducada." No es, pues, un caso de revocación, donde se pueden haber producido efectos jurídicos con anterioridad en el ejercicio de la actividad de la entidad de capital-riesgo. La caducidad de la autorización implica que ésta nunca ha producido efecto jurídico alguno en el desarrollo de la actividad propia de la entidad de capital-riesgo. Si, de hecho, la entidad ha desarrollado alguna actividad, se generará responsabilidad en las relaciones jurídico privadas, así como en el ámbito administrativo, por el desarrollo de una actividad sin el cumplimiento de los requisitos administrativos establecidos.

El artículo 12.1 de la Ley 1/99 dispone: "Para ob-

tener su inscripción en el registro administrativo correspondiente de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, las entidades de capital-riesgo presentarán ante el mismo las escrituras de constitución debidamente inscritas en el Registro Mercantil y la autorización expedida por el Ministerio de Economía y Hacienda. La inscripción sólo podrá ser denegada cuando se hubiera producido cualquier alteración del proyecto inicialmente autorizado." En relación con el tenor literal de la norma, hay que señalar una imprecisión por lo que a los fondos de capital-riesgo y entidades gestoras se refiere. La norma personaliza cuando dice que "las entidades de capital-riesgo presentarán". Evidentemente, las sociedades de capital-riesgo son personas jurídicas que pueden actuar y, por tanto, presentar su escritura de constitución. Sin embargo, los fondos de capital-riesgo no tienen personalidad jurídica. Por tanto, no pueden actuar ni presentar escritura alguna. Lo ha de hacer la correspondiente sociedad gestora, quien, por cierto, conforme al artículo 1 de la Ley 1/99, no tiene la condición de entidad de capital-riesgo.

La misma precisión hay que hacer en relación con el artículo 7, donde se establece el requisito de la inscripción en el registro administrativo correspondiente para el acceso a la actividad. El referido precepto dice: "Para poder dar comienzo a su actividad, las entidades de capital-riesgo deberán:

(...)

c) Estar inscritas en el registro administrativo correspondiente de la Comisión Nacional del Mercado de Valores."

En puridad, los fondos de capital-riesgo no dan comienzo a actividad alguna. Es la correspondiente sociedad gestora la que actúa. El fondo no tiene personalidad jurídica.

La inscripción en el registro administrativo correspondiente no es automática, pero tampoco discrecional por parte de la Administración. Se trata de una actuación reglada. La Comisión Nacional del Mercado de Valores ha de verificar que la constitución en escritura pública y la inscripción en el Registro Mercantil se han llevado a cabo conforme al proyecto inicialmente presentado a la Administración y autorizado por el ministro de Economía y Hacienda (art. 7.a Ley 1/99). Sólo se puede denegar la inscripción en el registro administrativo si se ha producido alguna alteración en el proyecto inicialmente autorizado. Según el artículo 12.2 de la Ley 1/99, reglamentariamente se determinará el plazo y contenido de la verificación previa a la inscripción en el registro administrativo correspondiente.

#### 4. Cumplimiento de los coeficientes de inversión

El artículo 14.1. de la Ley 1/99 establece que se han de cumplir "en todo momento" tanto los requisitos exigidos para la autorización de las entidades de capital-riesgo como los porcentajes de inversión en determinados activos fijados por dicha Ley o normas de desarrollo. Hay que relativizar la expresión "en todo momento". La propia Ley, como se verá a continuación, admite "incumplimientos temporales" de las inversiones.

La norma principal en cuanto a coeficientes de inversión es la contenida en el artículo 16.2, que dice: "En todo caso deberán mantener, como mínimo, el 60 por 100 de su activo en acciones y participaciones en el capital de empresas que sean objeto de su actividad. Dentro de este porcentaje podrán dedicar hasta 30 puntos porcentuales del total de su activo a préstamos participativos a empresas que sean objeto de su actividad, estén participadas o no por la entidad de capital-riesgo." El porcentaje mínimo de participación (en relación con el propio activo) en empresas que sean objeto de su actividad es el 60 por 100. Pero esto es así sólo *prima facie*. El criterio general y básico contenido en esta norma resulta en realidad modificado por el inciso siguiente, que permite que la mitad de esa inversión lo sea en préstamos participativos, con independencia de que en el patrimonio de la entidad de capital-riesgo figuren o no acciones o participaciones de la sociedad prestataria, aunque ésta ha de reunir en todo caso los requisitos del artículo 2.1 de la Ley 1/99.

Por tanto, más que hablar de un porcentaje mínimo del 60 por 100 de inversión en acciones o participaciones, hay que referirse a un coeficiente de participación, en sentido amplio, ya que la mitad tendrá que estar siempre invertido en acciones o participaciones, pero la otra mitad (30 por 100) puede consistir en acciones, participaciones o préstamos participativos, sin que en este último caso la sociedad prestataria deba tener la condición de "participada" por la entidad de capital-riesgo. En realidad, desde un punto de vista económico, la sociedad prestataria deviene "participada", si bien es criticable la consideración de los fondos obtenidos por esta vía como recursos propios (Broseta, 1984, págs. 259-262; Uría, 1984, páginas 89-93; Molina, 1987, pág. 71; Fradejas, 1994, páginas 340-341; García Villaverde, 1999, págs. 662 y 668).

Las sociedades de capital-riesgo podrán tener hasta un 20 por 100 de su capital social en elementos

de inmovilizado necesarios para el desarrollo de su actividad (art. 17, f). Por otro lado, las entidades de capital-riesgo no podrán invertir más del 25 por 100 de su activo en una misma empresa, ni más del 35 por 100 en empresas pertenecientes al mismo grupo de sociedades, entendiéndose por tal el definido en el artículo 4 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del mercado de valores (art. 18, 1).

En relación con los coeficientes anteriormente reseñados, el artículo 19.1 de la Ley 1/99 dispone:

"1. Los porcentajes previstos en el número 2 del artículo 16, letra f) del artículo 17 y número 1 del artículo 18 podrán ser incumplidos por las entidades de capital-riesgo durante los siguientes períodos:

a) Durante los primeros tres años, a partir desde su constitución.

b) Durante veinticuatro meses, a contar desde que se produzca una desinversión característica del coeficiente obligatorio.

2. En el supuesto de devolución de aportaciones a partícipes o socios, los coeficientes se computarán teniendo en cuenta el patrimonio inicial.

3. La Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá, con carácter excepcional, eximir del cumplimiento de los porcentajes previstos en el apartado 2 del artículo 16, o autorizar la ampliación de los plazos a que se refiere el apartado 1 de este artículo, a solicitud de la sociedad de capital-riesgo o de la sociedad gestora del fondo, en atención a la situación del mercado y a la dificultad de encontrar proyectos para cubrir, adecuadamente, el porcentaje mencionado."

Aunque la norma hable de "incumplimiento" temporal, en puridad no se trata de un incumplimiento en sentido técnico jurídico. El incumplimiento significa infracción de una norma o la no realización de una prestación debida sobre la base de una obligación. En este caso, lo que está haciendo el artículo 19 de la Ley 1/99 es fijar el supuesto de hecho de aplicación de la norma. Si éste resulta infringido, habrá incumplimiento. Pero si se respetan los parámetros establecidos en dicho precepto, no se estará produciendo incumplimiento alguno. El artículo 19 citado atempera la formulación amplia de los artículos anteriores. Ajusta la exigencia de los coeficientes en razón del tiempo y, en definitiva, de las peculiaridades propias de la inversión en capital-riesgo. Tanto la inversión como la desinversión adolecen de una cierta rigidez, o mayor dificultad, que cuando se trata de inversión en valores

cotizados en un primer mercado bursátil. Existe una dificultad real para encontrar proyectos empresariales adecuados donde invertir. En términos económicos, se trata del llamado "coste de búsqueda de nuevos proyectos" (Vendrell, 1999, pág. 7). En atención a esa realidad, el legislador establece márgenes de flexibilidad a la hora de exigir el cumplimiento de los coeficientes de inversión. De tal manera, que éstos se exigen en realidad una vez transcurridos los tres primeros años de vida de la entidad de capital-riesgo.

Por tanto, aunque el artículo 14 diga que, para el ejercicio de la actividad propia, se han de cumplir en todo momento los coeficientes de inversión, lo cierto es que la exigencia comienza en el cuarto año, y que tras toda desinversión hay un margen de tolerancia de un año para la recuperación del coeficiente afectado.

La Ley establece coeficientes mínimos o máximos, según el caso, como límite de garantía. Por supuesto, asegurado este límite, se puede incrementar la garantía estableciendo coeficientes más exigentes en los estatutos de las sociedades de capital-riesgo o en los reglamentos de los fondos de capital-riesgo, en aplicación de la propia política de inversiones establecida. A partir del límite legal, entra en juego la autonomía de la voluntad. Evidentemente, los porcentajes que, respetando el marco legal, se fijen en estatutos o reglamento serán de obligado cumplimiento. Su modificación requerirá el seguimiento del procedimiento previsto en el artículo 15 de la Ley, que luego se verá.

## VII. OTROS REQUISITOS GENERALES

### 1. Domicilio

Conforme al artículo 5 de la Ley 1/99, tanto las entidades de capital-riesgo como sus sociedades gestoras han de estar domiciliadas en territorio nacional y tener en éste su administración central.

Dadas las ventajas o incentivos fiscales que la Ley establece a favor de las entidades de capital-riesgo, se opta por exigir que el domicilio y el centro de toma de decisiones se encuentre en España. Se establece, pues, una norma especial para este tipo de entidad financiera.

Con carácter general, no se exige el domicilio en España ni tener aquí la administración central para que una entidad se dedique a una actividad financiera. Así, en el caso de las entidades financieras por antonomasia, esto es, las entidades de crédito, se pueden constituir, por ejemplo, bancos que, para ser

españoles, han de tener, evidentemente, su domicilio en España (art. 2.h RD1245/1995, de 14 de julio). Pero el ejercicio de la actividad financiera propia de las entidades de crédito no se limita a las de nacionalidad española. Los artículos 9 a 12 del citado RD1245/1995 se dedican a regular la apertura de sucursales y libre prestación de servicios en España por entidades de crédito extranjeras.

Sin embargo, la Ley 1/99 no contiene una regulación similar para el desarrollo de la actividad de capital-riesgo por entidades extranjeras en España. Tal posibilidad, pues, necesitaría de una regulación específica. La Ley 1/99 sigue a la Ley 46/1984, de 26 de diciembre, reguladora de las instituciones inversión colectiva, importando el tenor literal de su artículo 3.

## 2. Denominación

Como suele ser habitual cuando se utilizan términos determinados para identificar una específica actividad, la norma jurídica hace una reserva de uso exclusivo de dichos términos en la denominación de las entidades especializadas. En particular, así sucede en los mercados financieros, y especialmente por lo que a las instituciones de inversión colectiva se refiere (art. 8.7 Ley 46/1984, de 26 de diciembre). En el ámbito del capital-riesgo, el artículo 6.1 de la Ley 1/99 dispone: "Las denominaciones «Sociedad de Capital-riesgo», «Fondo de Capital-riesgo» y «Sociedad Gestora de Entidades de Capital-riesgo», o sus abreviaturas «SCR», «FCR» y «SGECR» quedarán reservadas a las instituciones autorizadas al amparo de esta Ley e inscritas en el registro administrativo que al efecto se cree en la Comisión Nacional del Mercado de Valores."

Pero no se limita la Ley a la creación de una reserva de denominación como derecho. Se va más allá. No sólo existe derecho al uso reservado en exclusiva de una denominación, sino que se impone la obligación de su uso. Así, el artículo 6.2 de la Ley 1/99 establece: "Las sociedades de capital-riesgo, los fondos de capital-riesgo y las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo están obligados a incluir en su razón social la denominación respectiva o su abreviatura." De esta forma se tutela el interés de los terceros y, en general, el orden público económico, en cuanto se propicia la certidumbre y transparencia. Ya en la propia denominación se está haciendo referencia a la actividad a que se dedica la entidad y, por ende, al régimen jurídico que le es aplicable. No obstante, hay que hacer una observación en relación con el empleo de los términos "razón social" y "denominación" en esta norma. De la lectura del precepto podría deducirse

que la razón social es el género o concepto amplio, mientras que el término "denominación" sería la especie o concepto restringido a las expresiones específicas en relación con el capital-riesgo.

Sin embargo, en el ámbito del Derecho de sociedades es más bien al contrario. Históricamente, se utilizaba una razón social para dar nombre a una sociedad. La razón social puede incluir nombres y apellidos de los socios o incluso hacer referencia al objeto social (denominación objetiva). Éste es el uso que permanece por lo que a las sociedades personalistas se refiere (art. 402 Reglamento del Registro Mercantil). En relación con las sociedades capitalistas, empero, se dio el paso hacia la libertad de nombre, de forma que la denominación puede ser incluso de fantasía, sin referencia alguna a los nombres de los socios ni a la actividad a la que se dedique la sociedad. El término denominación viene a incluir, por tanto, la razón social y la denominación de fantasía, siendo esta última ampliamente utilizada. Lo que en realidad hace el artículo 6 de la Ley 1/99 es obligar a que la denominación de la entidad, aunque sea de fantasía, tenga siempre una referencia objetiva a la actividad de capital-riesgo. Con ello se pretende subrayar más el carácter de razón social de la entidad (como denominación objetiva) que los posibles componentes de fantasía de la denominación. Esta pretensión, no obstante, queda en alguna medida aminorada si lo que se incorpora a la denominación son únicamente las abreviaturas, ya que éstas pueden resultar insuficientemente elocuentes respecto del objeto de la entidad. Por cierto, que tampoco resulta apropiado referir, como hace el artículo 6.2, la expresión "razón social" a los fondos de capital-riesgo, ya que éstos no son precisamente una sociedad. Tendrán denominación, objetiva en su caso, pero no razón social.

Finalmente, el artículo 6 de la Ley 1/99 contiene un mandato para que no se proceda a inscripción alguna en los registros públicos en caso de infracción de las disposiciones de esta ley sobre denominación. Se establece la máxima sanción jurídica para el caso de que, no obstante, se llegase a producir la inscripción contraviniendo las normas legales. Tal inscripción será nula de pleno derecho. En todo caso, quedan a salvo los derechos de terceros de buena fe, adquiridos sobre la base de la inscripción que, a pesar de ser nula, consta de hecho, como si no lo fuere, en el correspondiente registro. Hay que entender que la norma se refiere tanto a los supuestos en que se pretenda la inscripción de una entidad de capital-riesgo sin respetar, en la configuración de su denominación, lo previsto en el propio artículo 6 sobre inclusión de la referencia a la actividad de capital-riesgo como a los

casos en que se pretendiera la inscripción de una entidad ajena a la actividad inversora en capital-riesgo, pero incluyendo en su denominación una referencia a éste. La Ley pretende evitar toda posible confusión de los terceros. Se quiere que cuando la actividad es de capital-riesgo se ponga así de manifiesto en la propia denominación de la entidad. Y a la inversa: cuando una entidad no se dedica a tal actividad en el ámbito de la Ley 1/99, se prohíbe la utilización de esta expresión en la denominación. No obstante, permanece la posibilidad de ejercer la actividad de capital-riesgo sin someterse a la Ley 1/99 (ni beneficiarse de sus incentivos fiscales), de forma que la actividad será la de inversión en capital-riesgo, pero sin que esta expresión reservada aparezca en la denominación.

El mencionado número 3 del artículo 6 dice literalmente: "El Registro Mercantil y los demás registros públicos no inscribirán aquellas entidades cuya denominación sea contraria al régimen establecido en la presente Ley. Cuando, no obstante, tales inscripciones se hayan practicado, serán nulas de pleno derecho. Dicha nulidad no perjudicará los derechos de terceros de buena fe, adquiridos conforme al contenido de los correspondientes registros."

### **3. Modificación de estatutos y reglamentos**

Como ya se indicó, la constitución de una entidad de capital-riesgo está sometida a un procedimiento de autorización administrativa previo y a una verificación, también administrativa, posterior a la constitución y anterior al inicio de la actividad propia de la entidad. Para la obtención de la autorización, hay que presentar el proyecto de estatutos de la sociedad o reglamento del fondo. El contenido de los unos o del otro constituye un presupuesto básico del objeto de la autorización. Después, como requisito previo para la inscripción en el registro administrativo correspondiente de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, se ha de verificar que la entidad efectivamente constituida responde al proyecto autorizado.

La Administración realiza un control de legalidad, no meramente formal, sino que entra en el contenido material del proyecto y valora si de hecho se cumplen en los términos exigidos los requisitos establecidos en la Ley. La inscripción en el Registro Mercantil y en el Registro de la Comisión Nacional del Mercado de Valores hace públicas las características de una determinada entidad. Ésta queda fundamentalmente configurada en sus estatutos o reglamento. De ahí que la Ley exija que, si se decide el cambio de éstos, se ha de pasar de nuevo por el mismo procedimiento de la au-

torización administrativa previa. La autonomía de la voluntad, pues, se encuentra especialmente condicionada a la hora de llevar a cabo modificaciones. No basta con la propia consideración de que se respetan los límites generales de la autonomía de la voluntad (artículo 1255 Código Civil), sino que se requiere la comprobación de que es así y la subsiguiente autorización por parte de la Administración.

No obstante, en el caso de modificaciones menores, esto es, de escasa relevancia, la Ley establece (artículo 15.2) que baste la mera comunicación, que no autorización, a la Comisión Nacional del Mercado de Valores. La Ley prevé que reglamentariamente se determinen los supuestos de modificaciones de escasa importancia que no requerirán autorización, basando la mera comunicación.

Por razones de "economía procedimental", cuando en una sociedad de capital-riesgo se pretenda la modificación de los estatutos, se puede solicitar la autorización administrativa condicionada a la posterior aprobación de la modificación por la Junta General de accionistas. De esta forma se evita el riesgo de adoptar un acuerdo de modificación estatutaria que luego no sea autorizado por la Administración. Así se establece en el artículo 15.1: "Se ajustarán al mismo procedimiento previsto para la autorización, si bien la solicitud de autorización de las modificaciones estatutarias podrá realizarse, de forma condicionada, por los administradores de la sociedad de capital-riesgo con anterioridad a la aprobación por la Junta General de accionistas."

Es sabido que el título o encabezamiento de los artículos no forma parte del texto legal. Sin embargo, en el caso del citado artículo 15.1 se constata que falta el sujeto del verbo "se ajustarán". De forma curiosa, se produce una implícita incorporación del encabezamiento del artículo al texto de éste. La coherencia sintáctica lleva a tal conclusión. El título del artículo reza: "Modificaciones de los estatutos de las sociedades de capital-riesgo y de los reglamentos de gestión de los fondos de capital-riesgo." Tales modificaciones son las que se "ajustarán al mismo procedimiento previsto para la autorización".

#### **4. Régimen de inversiones**

Como ya se indicó, conforme a los artículos 2 y 3 de la Ley 1/99, las entidades de capital-riesgo tienen como objeto principal la toma de participaciones temporales en el capital de empresas no financieras. Además, pueden facilitar financiación a través de pres-

tamos participativos y otras formas de financiación. Esta norma general es objeto de concreción en los artículos 16 a 20, donde se fijan coeficientes y límites en relación con la inversión.

El coeficiente obligatorio mínimo de inversión, susceptible de incremento en los estatutos o reglamentos de gestión, es del 60 por 100 del activo propio. Ha de estar invertido en acciones o participaciones en el capital de empresas que reúnan los requisitos del artículo 2.1 de la Ley 1/99 (no cotización en primer mercado bursátil). No obstante, hasta el 30 por 100 puede consistir en préstamos participativos a empresas que sean objeto de su actividad, aunque no estén participadas por la entidad de capital-riesgo (art. 16, Ley 1/99).

El resto del activo no sujeto al coeficiente obligatorio se califica como coeficiente de libre disposición. Conforme al artículo 17, el coeficiente de libre disposición se puede mantener en:

a) Valores de renta fija negociados en mercados secundarios organizados.

b) Participaciones en el capital de empresas que no cumplan los requisitos exigidos en el número 1 del artículo 2 de la Ley 1/99.

c) Efectivo, a título de coeficiente de liquidez, o demás activos especialmente líquidos que reglamentariamente se precisen, en aquellos casos en los que estatutaria o reglamentariamente se prevean reembolsos periódicos.

d) Préstamos participativos.

e) Financiación de cualquier tipo a empresas participadas.

f) En el caso de sociedades de capital-riesgo, hasta el 20 por 100 de su capital social, en elementos de inmovilizado necesarios para el desarrollo de su actividad.

Baste con subrayar que, dentro del coeficiente de libre disposición, se pueden mantener inversiones en sociedades que coticen en el primer mercado bursátil. Asimismo, los préstamos participativos, que pueden computar en el coeficiente obligatorio en los términos vistos, también pueden formar parte del coeficiente de libre disposición. En todo caso, dentro de este coeficiente, la Ley deja abierta la posibilidad de que se proporcione financiación por cualquier vía a las empresas participadas, esto es, las sociedades de las que la entidad de capital-riesgo sea socio.

A fin de evitar la excesiva concentración de riesgo, se ponen los siguientes límites: no se invertirá más del 25 por 100 del propio activo en una misma empresa, ni más del 25 por 100 en empresas pertenecientes al mismo grupo de sociedades. Las entidades de capital-riesgo no podrán invertir en empresas del propio grupo. A estos efectos, se considera que las empresas en las que participen directamente las entidades de capital-riesgo, que cumplan los requisitos establecidos en el artículo 2.1 de la Ley 1/99, no son empresas pertenecientes al grupo de la entidad de capital-riesgo de que se trate (art. 18).

Con estas limitaciones se consigue, además de limitar la concentración de riesgo, ampliar el espectro de actuación de las entidades de capital-riesgo. Por otra parte, el mismo artículo 18 de la Ley 1/99 remite al artículo 4 de la LMV por lo que al concepto de grupo de sociedades se refiere. Según el primer párrafo del artículo 4 de la LMV, se consideran "pertenecientes a un mismo grupo las entidades que constituyan una unidad de decisión porque alguna de ellas ostente o pueda ostentar, directa o indirectamente, el control de las demás, o porque dicho control corresponda a una o varias personas físicas que actúen sistemáticamente en concierto". En el párrafo siguiente del mismo precepto se establece la presunción de "que existe en todo caso unidad de decisión cuando concurra alguno de los supuestos contemplados en el número 1 del artículo 42 del Código de Comercio, o cuando al menos la mitad más uno de los consejeros de la dominada sean consejeros o altos directivos de la dominante, o de otra dominada por ésta". Los supuestos del citado artículo 42.1 del Código de Comercio son:

- a) Poseer la mayoría de los derechos de voto.
- b) Tener la facultad de nombrar o destituir a la mayoría de los miembros del órgano de administración.
- c) Disponer, en virtud de acuerdos celebrados con otros socios, de la mayoría de los derechos de voto.
- d) Haber nombrado exclusivamente con sus votos la mayoría de los miembros del órgano de administración.

En el artículo 19.1 de la Ley 1/99, anteriormente transcrito, se establecen "márgenes" temporales durante los cuales se pueden sobrepasar los coeficientes y limitaciones establecidos por la Ley con carácter general. Así, se establece un período de "carencia" de coeficientes en los tres primeros años de vida de la entidad, y un período de veinticuatro meses para aquel coeficiente que se vea afectado por una desinversión.

La Comisión Nacional del Mercado de Valores está facultada para ampliar los anteriores plazos en atención a la situación del mercado y a la dificultad de encontrar proyectos para financiar.

Ha quedado apuntado el marco general de coeficientes que la Ley establece. No obstante, el mercado es una realidad cambiante que demanda criterios de actuación adecuados a las circunstancias de las diversas coyunturas. De ahí que la Ley no descienda a mayores detalles en la fijación de coeficientes para determinados tipos de activos o para garantizar la liquidez de los fondos. Tampoco se ocupa de los conceptos contables que han de integrar el activo de las entidades de capital-riesgo a efectos de determinación de los coeficientes, ni del establecimiento de límites a la financiación ajena de estas entidades. La Ley deja todas estas cuestiones en manos del Gobierno, que las podrá desarrollar por vía reglamentaria. En el caso de los criterios contables, incluso habilita directamente al ministro de Economía y Hacienda. Así se establece en el artículo 20 de la Ley 1/99:

"1. Reglamentariamente, podrán establecerse limitaciones a la inversión en determinados tipos de activos, así como un coeficiente mínimo de liquidez a mantener, en su caso, los fondos de capital-riesgo.

2. A los efectos de calcular los porcentajes previstos en los artículos precedentes, se habilita al ministro de Economía y Hacienda para determinar los conceptos contables que integran el activo de las entidades de capital-riesgo.

3. Reglamentariamente, podrán establecerse límites a la financiación ajena que puedan obtener las entidades de capital-riesgo."

## 5. Obligaciones de información y auditoría

La Ley 1/99 formula, en su artículo 21, un doble mandato:

a) Las entidades de capital-riesgo han de proporcionar a la Comisión Nacional del Mercado de Valores toda la información necesaria para transmitir la imagen fiel de la situación patrimonial y de la estructura de la entidad. Así se establece en el artículo 21.2. de la Ley 1/99, que dispone: "Las sociedades de capital-riesgo, las sociedades gestoras de fondos de capital-riesgo, así como las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva que gestionen fondos de capital-riesgo deberán facilitar a la Comisión Nacional del Mercado de Valores cuanta infor-

mación se les requiera y, en particular, sobre actividades, inversiones, recursos, patrimonio, estados financieros, accionistas o partícipes, situación económico-financiera, así como en lo concerniente a hechos relevantes, con la frecuencia, alcance y contenido que establezca el ministro de Economía y Hacienda, y, con su habilitación expresa, la Comisión Nacional del Mercado de Valores.”

b) Dichas entidades deben someter a informe de auditoría sus estados financieros conforme a lo establecido en la legislación sobre auditoría de cuentas (artículo 21.3 Ley 1/99). La legislación básica sobre auditoría se encuentra en la Ley 19/1988, de 12 de julio, de auditoría de cuentas, y en las normas de desarrollo como el Real Decreto 1636/1990, de 20 de diciembre.

La actividad de capital-riesgo se inserta en el contexto de los mercados financieros. Se trata de una actividad de financiación donde concurren inversores (accionistas o partícipes) y destinatarios de la inversión, fundamentalmente sociedades participadas. La transparencia es requisito fundamental para el correcto funcionamiento del mercado. De ahí la obligación de aportar la información fidedigna necesaria a partícipes (art. 21.1 Ley 1/99) y terceros (mercado) a través de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

## **6. Régimen de participaciones significativas**

Ya se indicó en los antecedentes que, conforme al artículo 13 del Real Decreto-Ley 1/1986, de 14 de marzo, los accionistas o partícipes no podían ser menos de cinco, ni cada uno superar el 20 por 100 del capital o patrimonio. Más tarde, la disposición adicional tercera de la Ley 33/1987, de 23 de diciembre, de Presupuestos Generales del Estado para 1988 (BOE nº. 307, de 24 de diciembre), dio nueva redacción a los artículos 13.3 y 14 del Real Decreto-Ley 1/1986. Entre las modificaciones se encontraban:

— La desaparición del número mínimo de cinco socios o partícipes.

— La desaparición del 20 por 100 como tope máximo de participación de un socio en la sociedad de capital-riesgo o de un partícipe en el fondo de capital-riesgo. La nueva redacción establecía que dicha participación no podía ser mayoritaria.

La vigente Ley 1/99 admite ya la participación mayoritaria, que incluso puede llegar a ser del 100 por 100. Lo que hace la Ley es establecer medidas de

transparencia, de forma que sean conocidas las posiciones mayoritarias de un mismo accionista o partícipe. Se impone un deber de comunicación cuando la participación alcance, exceda o quede por debajo del 20 por 100 o sus múltiplos. El régimen que establece el artículo 22 es el siguiente: “Cuando un mismo socio o partícipe, por sí o por persona interpuesta, adquiera o transmita acciones o participaciones de una entidad de capital-riesgo y, como resultado de dichas operaciones, el porcentaje de capital suscrito o patrimonio que quede en su poder alcance, exceda o quede por debajo del 20 por 100 y todos sus múltiplos, hasta el 100 por 100 del capital social, en los casos permitidos por esta Ley, deberá comunicarse a la entidad y a la Comisión Nacional del Mercado de Valores en el plazo de diez días hábiles a partir de la adquisición o transmisión, el porcentaje del capital o patrimonio que haya quedado en su poder tras la operación.”

Atendiendo a los intereses de los inversores y a las especialidades de la inversión, reglamentariamente se podrá variar dicho porcentaje para determinados supuestos.

El texto transcrito hace residir el deber de comunicación a la entidad y a la Comisión Nacional del Mercado de Valores en el socio o partícipe afectado. El artículo 38.2.b. de la propia Ley 1/99 tipifica como infracción grave “de las personas físicas y jurídicas a las que se refieren los artículos 34 y 35 de la Ley” el incumplimiento del régimen de participaciones significativas previsto en el artículo 22. En los referidos artículos 34 y 35, no se cita a los socios o partícipes de las entidades de capital-riesgo. Tan sólo se menciona en el artículo 35 a las personas que ostenten cargos de administración o dirección de éstas. En consecuencia, sólo quedarían dentro del supuesto de infracción tipificado los socios o partícipes que ostentasen dichos cargos.

## **VIII. SOCIEDADES DE CAPITAL-RIESGO**

### **1. Concepto**

Son sociedades anónimas cuyo objeto social principal consiste en la toma de participaciones temporales en el capital de empresas no financieras cuyos valores no coticen en el primer mercado de las bolsas de valores (art. 2.1 Ley 1/99).

Vuelve al concepto legal la mención expresa de la condición de anónimas. Dicha mención había permanecido en los antecedentes legislativos, salvo en la

modificación de 1996. En la redacción del concepto legal de sociedad de capital-riesgo dada por el artículo 17 del Real Decreto-Ley 7/1996, de 7 de junio, desapareció la referencia a su condición de sociedad anónima. Ahora en la Ley 1/99 se recupera dicha mención en la definición legal.

El citado Real Decreto-Ley 7/1996 cambió el objeto social "exclusivo" por objeto social "principal". Este criterio se mantiene en la Ley 1/99. La actividad específica de inversión en capital-riesgo ya no tiene que constituir objeto exclusivo de la sociedad. Ha de ser su objeto principal. Para la consecución de éste, puede facilitar otras vías de financiación y desarrollar otras actividades como las de asesoramiento. Pero tampoco la Ley permite que una sociedad de capital-riesgo puede dedicarse también a cualquier otra actividad. Sus posibilidades de actuación quedan circunscritas a las mencionadas por la Ley 1/99. Desde este punto de vista, su objeto social es exclusivo en el sentido de que puede dedicarse "exclusivamente" (únicamente) a las actividades mencionadas por la Ley 1/99. Pero no es exclusivo en sentido excluyente; esto es, en cuanto que se prohíba la realización de dichas actividades por otras entidades. Otras entidades pueden realizar todas o algunas de las actividades que la Ley 1/99 contempla para las sociedades de capital-riesgo (Medina, 1988, página 115-117). Pero si aquellas entidades no se someten al régimen jurídico contenido en la Ley 1/99, no pueden utilizar la expresión "capital-riesgo" ni gozar de los beneficios fiscales legalmente establecidos para las entidades de capital-riesgo.

El concepto legal de sociedad de capital-riesgo viene dado por dos notas fundamentales:

a) Su condición de sociedad anónima.

b) Su objeto social limitado a:

1. Actividad principal: capital-riesgo propiamente dicho, esto es, toma de participaciones temporales en el capital de empresas no financieras cuyos valores no coticen en un primer mercado bursátil, cuyas características ya han sido examinadas.

2. Otras actividades: concesión de préstamos participativos, financiación de cualquier otro tipo a sociedades participadas, así como actividades de asesoramiento.

El artículo 2 de la Ley 1/99 contiene el concepto o configuración legal de sociedad de capital-riesgo. Pero, por remisión del artículo 3, que se ocupa de la definición de fondos de capital-riesgo, el artículo 2 ofrece el con-

cepto legal de capital-riesgo. Es un concepto amplio. El artículo permite la realización tanto de la inversión en capital-riesgo propiamente dicha como otras actividades relacionadas con ésta. Su concreción en coeficientes o porcentajes se encuentra en los artículos 16 y 17.

Entre estas otras actividades accesorias, que coadyuvan a la realización de la actividad principal, se encuentra la concesión de préstamos participativos. Este instrumento de financiación se sitúa en un término medio entre la actividad principal de capital-riesgo y otras formas de financiación. Mediante el préstamo participativo, como el propio nombre indica, el prestamista participa en los resultados empresariales. No es un mero aportante de financiación ajena. El préstamo se convierte en un instrumento de participación. De ahí se derivan dos consecuencias:

a) Que no se limite la concesión de dichos préstamos a sociedades de las que la entidad de capital-riesgo sea ya titular de acciones o participaciones.

b) Que los referidos artículos 16 y 17 contemplen la posibilidad de computar los préstamos participativos tanto en el coeficiente obligatorio (hasta un 30 por 100) como en el de libre disposición.

Las demás formas de financiación (efectos de comercio, préstamos ordinarios, adquisición de obligaciones, pagarés, etc.) que se utilicen han de estar siempre dirigidas a sociedades participadas (arts. 2.2 y 17.e Ley 1/99). Sin embargo, dentro del coeficiente de libre disposición, en aplicación del artículo 17.a), las entidades de capital-riesgo pueden adquirir valores de renta fija negociados en mercados secundarios organizados, con lo que en realidad se están financiando sociedades "no participadas". Es más, la letra b) del mismo artículo 17 permite incluso la adquisición de participaciones en el capital de sociedades que no cumplan los requisitos del artículo 2.1, es decir, se sitúa fuera del ámbito del capital-riesgo.

La actividad de inversión en capital-riesgo es una realidad previa a su regulación legal. Es una actividad financiera con características peculiares. Una sociedad que se dedica a la inversión en capital-riesgo no es una entidad que se ocupe de la intermediación en el crédito o a la gestión de patrimonios ajenos. No puede ser calificada como entidad de crédito ni como sociedad gestora de carteras. Tampoco es un *holding*. Es entidad financiera porque aporta financiación a proyectos nuevos o ya en marcha. Pero no se configura ni como entidad de crédito ni como institución de inversión colectiva, aunque pueda tener "similitud funcional" con las sociedades de inversión colectiva (Embry, 1986, página

368), ni siquiera como un “interesamiento” en negocios ajenos al viejo modo de las cuentas en participación (Uría, 1984, páginas 93-94; Iglesias, 1989, página 47).

Probablemente, en el caso de los fondos de capital-riesgo, en razón de un posible mayor número –en su caso– de partícipes, haya más incidencia en los mercados de capitales y, por tanto, más necesidad de supervisión por parte de la Administración. Pero las sociedades de capital-riesgo desarrollan una actividad empresarial para impulsar y llevar a buen fin proyectos, generalmente innovadores, que no requiere especial control o supervisión por parte de la Administración. Al contrario, lo que necesita es impulso e incentivos por parte del legislador. La finalidad primordial, pues, al regular la materia ha sido establecer incentivos en forma de beneficios fiscales para la inversión en capital-riesgo. Aunque se establece un régimen jurídico para las sociedades de capital-riesgo, su finalidad última no es regular dicha actividad empresarial, sino las condiciones en que se ha de ejercer para disfrutar de los beneficios fiscales y de la exclusividad en el uso de la expresión “capital-riesgo”.

En consecuencia, las sociedades de capital-riesgo, que eran una realidad con anterioridad a la legislación en la materia (Medina, 1988, pág. 118), pueden seguir existiendo al margen de la Ley 1/99. La eficiencia de esta Ley, en comparación con sus denostados antecedentes legislativos, estará en función de su atractivo para decidir a las sociedades existentes dedicadas a la financiación temporal de empresas a inscribirse como sociedades de capital-riesgo sometidas a dicha Ley. Si en la práctica se constata que son más los inconvenientes de encorsetarse dentro de la Ley 1/99 que los beneficios que se obtienen, una vez más habrá fracasado el intento del legislador de incentivar la actuación de estas entidades para impulsar el desarrollo de pequeñas y medianas empresas innovadoras.

## 2. Legislación aplicable

Es evidente que, de conformidad con el artículo 1 de la Ley 1/99, la legislación aplicable a las sociedades de capital-riesgo es precisamente dicha Ley 1/99, de 5 de enero, reguladora de las entidades de capital-riesgo y de sus sociedades gestoras.

La cuestión acerca de la legislación aplicable surge al hilo de lo último que se acaba de exponer. La propia Ley 1/99 no contiene un régimen jurídico completo de esta clase de sociedades. Como se ha indicado, no es ésta su finalidad. Por eso la Ley se limita a establecer los rasgos específicos de estas so-

ciudades y los requisitos particulares que se han de cumplir.

La doctrina mercantilista se planteó la cuestión acerca las normas que debían integrar el resto del régimen jurídico aplicable a las sociedades de capital-riesgo. Se propugnó que la solución de los problemas planteados por la brevedad e insuficiencia del régimen jurídico propio debía buscarse en los textos reguladores de las instituciones de inversión colectiva, y *también* en la Ley de Sociedades Anónimas (Embido, 1986, página 369). Por el contrario, desde otra posición doctrinal, se arguyó que la regulación de las sociedades de capital-riesgo se ha llevado a cabo mediante el establecimiento de singulares excepciones a la disciplina general prevista para las sociedades anónimas, por lo que esta disciplina no es de carácter meramente supletorio, sino más bien la directamente aplicable en defecto de excepción prevista en la regulación especial, sin que quepa la aplicación supletoria de la legislación sobre instituciones de inversión colectiva por falta de identidad de razón (Iglesias, 1989, pág. 52). Así, se concluyó que el único régimen supletorio aplicable a las sociedades de capital-riesgo es el de la Ley de Sociedades Anónimas, en cuanto que las sociedades de capital-riesgo son sociedades anónimas dotadas de ciertos elementos que las configuran como sociedades anónimas especiales (Bauzá, 1994, págs. 646-647).

En la actualidad, el debate ha quedado zanjado. El artículo 23.1 de la Ley 1/99 dispone: “Las sociedades de capital-riesgo se regirán por lo establecido en esta Ley y, en lo no previsto por ella, por el texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, aprobado por Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre.”

## 3. Características específicas

La Ley 1/99 es realmente parca en normas específicas relativas a las sociedades de capital-riesgo. Formalmente, se les dedica al capítulo I del título II. Pero dicho capítulo está integrado por un solo artículo, el 23, subdividido en 5 apartados. De forma dispersa, se encuentran algunas normas a lo largo del articulado, como las que se ocupan del concepto de sociedad de capital-riesgo (art. 2), organización administrativa y consejo de administración (art. 8.2, y art. 14.2), o el coeficiente en elementos del inmovilizado (art. 17.f).

El número mayor de preceptos que establecen características específicas para las sociedades de capital-riesgo lo hacen de forma conjunta para todas las entidades de capital-riesgo, esto es, sociedades y fondos de capital-riesgo. Baste, pues, aquí una remi-

sión al examen ya hecho de los requisitos para la autorización previa, el domicilio, la denominación, la constitución e inscripción, así como el régimen de inversiones, información y participaciones significativas.

Como especialidades en relación con el régimen general contenido en la Ley de Sociedades Anónimas, la Ley 1/99 establece las siguientes:

a) El capital social suscrito será al menos de 200 millones de pesetas, debiéndose desembolsar en el momento de su constitución el 50 por 100 y, el resto, en una o varias veces, dentro de un plazo de tres años desde la constitución de la sociedad. Los desembolsos deberán realizarse en efectivo o en bienes que integren su inmovilizado, no pudiendo superar estos últimos el 10 por 100 de su capital social (art. 23.2).

En el régimen general, el artículo 4 de la LSA establece un capital social mínimo de 10 millones de pesetas. Para las sociedades de capital-riesgo se exige un capital social mínimo de 200 millones de pesetas. Como es sabido, la fijación de una cifra de capital social mínimo pretende asegurar la viabilidad de la iniciativa empresarial que se pretende llevar a cabo. El legislador entiende que la inversión en capital-riesgo necesita contar con más recursos que los exigidos con carácter general como mínimos para cualquier otra actividad empresarial. La finalidad con la que se constituye una sociedad de capital-riesgo es la de financiar una diversidad de proyectos empresariales de los que se ocuparán otras sociedades. Parece, pues, evidente que tal pluralidad demande un mayor capital mínimo.

Ahora bien, que 200 millones de pesetas sea poco o mucho es una cuestión que depende del diseño que se haga de las sociedades de capital-riesgo. Cuanto mayor sea la envergadura mínima que se pretenda mayor será el capital mínimo exigido. Se ha dicho que es difícil emitir un juicio al respecto (Embid, 1986, página 369). También se ha afirmado que tal cifra de capital social mínimo es excesivamente exigua (Bauzá, 1994, pág. 649). En todo caso, no se trata tanto de una valoración jurídica cuanto económica, que responderá a las diferentes apreciaciones que en términos económicos se puedan hacer. Desde un punto de vista jurídico, lo relevante es señalar que se trata de un mínimo, no de un máximo. En consecuencia, se entiende que con ese capital mínimo se puede llevar a cabo el desarrollo, aunque sólo fuera mínimo, de la actividad consistente en inversión de capital-riesgo. Por supuesto, si se desea ir hacia una actividad empresarial de mayor volumen, la sociedad de capital-riesgo deberá contar con mayores recursos, que podrán ser propios o ajenos. En el primer caso, pues, la sociedad tiene la

posibilidad de establecer una cifra de capital superior a los 200 millones de pesetas. Téngase presente que en 1988 el valor medio por operación de financiación en capital-riesgo iba de 137 a 165 millones de pesetas (5). Así pues, si se constituye una sociedad de capital-riesgo con sólo 200 millones de pesetas de capital social, sus posibilidades de actuación quedarán bastante constreñidas.

Conforme al artículo 12 de la LSA, el capital social deberá estar completamente suscrito. Dicho artículo permite, sin embargo, que el desembolso no sea completo. Basta con que se desembolse la cuarta parte de cada acción. La Ley 1/99, por el contrario, duplica la cifra de desembolso mínimo en el momento de la constitución. Se tiene que desembolsar el 50 por 100 al menos. El 50 por 100 restante se puede aportar en una o varias veces, y en un plazo de tres años. También aquí la Ley 1/99 establece una regla específica para las sociedades de capital-riesgo. Ni el artículo 12 ni el 42 de la LSA establecen plazo máximo para los dividendos pasivos. La Ley 1/99 establece tres años como plazo máximo para el desembolso de la totalidad del capital, sea éste el mínimo o cualquier otra cifra superior. La actividad de inversión en capital-riesgo exige la disponibilidad efectiva de recursos para la financiación de empresas. Por tanto, no se puede prolongar excesivamente la existencia de dividendos pasivos. El legislador tiene en cuenta la dificultad de encontrar proyectos para financiar, y entiende que en los tres primeros años puede no estar aún normalizada la vida de la sociedad. Por eso, la exige del cumplimiento de los coeficientes de inversión y permite que hasta el 50 por 100 de su capital pueda no estar todavía desembolsado. A partir de ese plazo, se entiende que la actividad empresarial de la sociedad de capital-riesgo está normalizada y, en consecuencia, ha de disponer de la totalidad de los recursos suscritos conforme a la cifra de capital social.

Con anterioridad a la Ley 1/99, había surgido la duda acerca de si se podía hacer el desembolso mediante aportaciones *in natura*. Quienes propugnaban la aplicación de la Ley de Sociedades Anónimas afirmaban tal posibilidad (Bauzá, 1994, pág. 649), "aunque en la práctica no es habitual el recurso a las aportaciones *in natura*" (Iglesias, 1995, pág. 6350). Por el contrario, si se partía de la aplicación prioritaria de la Ley de Instituciones de Inversión Colectiva (art. 9.1), entonces se afirmaba que las aportaciones se harían exclusivamente en dinero, valores mobiliarios o demás activos financieros aptos para cubrir los coeficientes de dichas instituciones (Embid, 1986, pág. 371). La Ley 1/99 ha establecido una regla clara: los desembolsos se deberán realizar en efectivo, si bien admite un solo supuesto de aportación

*in natura* cual es la aportación de bienes que se integran en el inmovilizado de la propia sociedad de capital-riesgo, sin que estos bienes puedan superar el 10 por 100 del capital social. Así, por ejemplo, si se aporta un inmueble para sede social y administrativa, su valor no puede superar el 10 por 100 del capital social. En esta materia serán de aplicación los artículos 38 a 40 de la LSA en relación con la valoración y responsabilidad en caso de aportaciones no dinerarias. Los dos límites establecidos por la Ley 1/99 a las aportaciones *in natura* se aplican de forma conjunta:

— Han de ser bienes que se integren en el inmovilizado de la sociedad, quedando excluidos los demás.

— El valor de éstos no puede superar el 10 por 100 del capital social. A este respecto, se ha de señalar que el artículo 17.f) de la Ley establece, dentro del coeficiente de libre disposición, la posibilidad de tener, como máximo, un 20 por 100 del capital social invertido en inmovilizado. Hasta ese porcentaje, pues, se podría haber llegado en la admisión de aportaciones no dinerarias con ese destino (inmovilizado).

b) El capital social estará representado por acciones con igual valor nominal y con los mismos derechos, representadas mediante títulos, en cuyo caso serán nominativas, o mediante anotaciones en cuenta (artículo 23.3). Se excluyen, pues, las acciones privilegiadas (de las que se ocupa el art. 50 LSA) o incluso la simple diferencia de valor nominal entre las acciones. Coherentemente con la prohibición de la existencia de acciones privilegiadas, el número 4 del mismo artículo 22 prohíbe las remuneraciones o ventajas de los fundadores o promotores previstas en la Ley de Sociedades Anónimas (art. 11). Pero nada se dice respecto de los bonos de disfrute tras la amortización de acciones (artículo 48.3 LSA). Sin entrar en un examen más detenido, habría que aplicar el mismo criterio de la prohibición de las acciones privilegiadas y de las ventajas de los fundadores a los bonos de disfrute, ya que, de lo contrario, por esta vía se podría burlar la eficacia de la prohibición establecida por la Ley 1/99.

Como medida de control y transparencia que, entre otras cosas permite comprobar la existencia de participaciones significativas, se establece que las acciones han de ser nominativas. Queda, pues, excluida la posibilidad de acciones al portador que contempla el artículo 52 de la LSA. La Ley 1/99 recoge la doble posibilidad existente de representación de las acciones: títulos o anotaciones en cuenta (art. 51). Si se representan mediante títulos, éstos han de ser necesariamente nominativos, quedando excluida la emisión al portador. Conforme a la Ley 1/99, también se

puede acudir a la forma más moderna de representación mediante anotaciones en cuenta, que garantiza en todo caso la nominatividad y se basa en un registro de soporte electrónico, sin necesidad de emitir títulos en papel. Será, pues, de aplicación el régimen general de las anotaciones en cuenta contenido en los artículos 5 a 12 de la Ley del Mercado de Valores y normas de desarrollo.

c) "En sus estatutos sociales se recogerán, además de las especificaciones previstas en la Ley de Sociedades Anónimas, la política de inversiones, así como la posibilidad de que la gestión de las inversiones, previo acuerdo de la Junta General, la realice una sociedad gestora de entidades de capital-riesgo con la que contrate el mencionado servicio" (artículo 23.5). Al largo enunciado del contenido de los estatutos que realiza el artículo 9 de la LSA, hay, pues, que añadir, en el caso de las sociedades de capital-riesgo, la inclusión en los estatutos de la política de inversiones y la posibilidad de exteriorizar la gestión de éstas. Su desglose se contiene en el anexo 4 de la Circular 4/1999, de 22 de septiembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre procedimientos administrativos y modelos normalizados de las entidades de capital-riesgo y de sus sociedades gestoras.

A la hora de la fijación del coeficiente obligatorio de inversión, la Ley 1/99 da prelación a los criterios expresamente establecidos en su política de inversiones recogida en los estatutos (art. 16.1). La Ley 1/99 dice que se entiende por política de inversiones en el artículo 25.4 relativo a los fondos de capital-riesgo. Pero por la remisión que hace al artículo 16.1 (que abarca sociedades y fondos de capital-riesgo) es aplicable también a las sociedades de capital-riesgo. Por razones de índole sistemática, las materias de las que ha de ocuparse la política de inversiones se exponen después en el apartado dedicado a los fondos de capital-riesgo.

Por otra parte, la posibilidad de exteriorizar la gestión de las inversiones se contempla también en los artículos 4, 31 y 32 de la Ley 1/99. Aunque el artículo 22.5 se refiera sólo a las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo, estos otros artículos ponen de manifiesto que la encomienda se puede realizar también a sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva. No se limita la Ley a establecer la posibilidad de exteriorizar la gestión de las inversiones. En aras de la transparencia, dispone que se incluya expresamente tal posibilidad legal en los propios estatutos sociales. De esta forma, la disposición legal entra también en el ámbito de la publicidad del Registro Mercantil y del registro administrativo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

El requisito del previo acuerdo de la Junta General para contratar la gestión de las inversiones puede ser sustituido en el acto fundacional por pacto recogido en la escritura en tal sentido, si desde un primer momento los fundadores tienen ya decidida la exteriorización de la gestión. Así lo permite el artículo 10 de la LSA, según el cual en la escritura se podrán incluir, además de las menciones establecida en el artículo 8 y las de los estatutos, regulados en el artículo 9, todos los pactos y condiciones que los socios fundadores juzguen conveniente establecer, siempre que no se opongan a las leyes ni contradigan los principios configuradores de la sociedad. El pacto incluido en la escritura fundacional equivaldría a un acuerdo en junta universal. Por otra parte, el contrato de gestión tendría que ser calificado como comisión mercantil para la gestión de negocios ajenos, si bien sin limitarse a un único acto, sino de tracto sucesivo, por lo que probablemente habría que acudir al régimen del contrato de agencia para extraer aquellas normas aplicables por analogía como contrato de duración.

d) Por lo que se refiere a las demás especialidades ya examinadas, baste aquí su simple enunciado:

— Que su Consejo de Administración esté formado por, al menos, tres miembros, y sus consejeros, así como sus directores generales y asimilados, tengan una reconocida honorabilidad comercial, empresarial o profesional (art. 8.2.b). Se impone, pues, como forma de administración la existencia de un Consejo de Administración. La Ley de Sociedades Anónimas no impone esta forma de administración con carácter general. Sólo cuando la administración se confíe conjuntamente a más de dos personas, éstas constituirán el Consejo de Administración (art. 136 LSA). En la práctica, la existencia de Consejo de Administración suele ser la regla general en las sociedades anónimas de mediana o gran dimensión. Las modificaciones que tengan lugar en el seno de su Consejo de Administración deberán notificarse a la Comisión Nacional del Mercado de Valores en el plazo y forma que se determinen reglamentariamente (artículo 14.2).

— Que ninguna de las mencionadas personas esté procesada o tenga antecedentes penales por determinados delitos o esté declarada en quiebra o concurso de acreedores sin haber sido rehabilitada (artículo 8.2.c).

— Que la mayoría de dichas personas cuenten con conocimientos y experiencia adecuados en materias financieras o de gestión empresarial (art. 8.2.d).

— Contar con una buena organización administra-

tiva y contable, así como con los medios humanos y técnicos adecuados a las características y volumen de su actividad (art. 8.2.a).

e) Finalmente, recuérdese que las sociedades de capital-riesgo:

— Han de tener su domicilio social y su administración central en territorio español (art. 5).

— En su denominación ha de figurar "Sociedad de Capital-Riesgo" o su abreviatura "SCR" (art. 6). Aunque el artículo 403 del Reglamento del Registro Mercantil no contemple expresamente las sociedades de capital-riesgo, parece que, por analogía, se ha de aplicar el criterio en él contenido, según el cual, cuando se utilice la abreviatura, se incluirá al final de la denominación.

— Tras obtener autorización administrativa, se constituyen mediante escritura pública e inscripción en el Registro Mercantil (arts. 8 y 11).

— Una vez inscritas en el Registro Mercantil, y antes de dar comienzo a su actividad, se han de inscribir en el Registro de Sociedades de Capital-Riesgo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (artículos 7, 9 y 12).

— El desarrollo de su vida, desde un punto de vista jurídico, hasta la extinción, llegado el caso, se llevará a cabo conforme a la Ley de Sociedades Anónimas (artículo 23.1).

## IX. FONDOS DE CAPITAL-RIESGO

### 1. Concepto

Los fondos de capital-riesgo (FCR) son patrimonios administrados por una sociedad gestora, que tienen como objeto principal la toma de participaciones temporales en el capital de empresas no financieras cuyos valores no coticen en el primer mercado de las bolsas de valores. Aunque formalmente no integre el concepto, el artículo 3 de la Ley 1/99 incluye en el mismo la afirmación de que la sociedad gestora podrá realizar actividades de asesoramiento a las sociedades participadas.

Los FCR constituyen un patrimonio separado con un régimen propio. Aunque se haya hablado de "su existencia como persona jurídica" (Medina, 1988, página 117), hay que entender que la referencia se hace a su existencia como "ente" jurídico. Los fondos carecen de personalidad jurídica, aunque tengan acceso

al Registro Mercantil. Precisamente porque no son una persona jurídica, es necesaria la presencia de una entidad con personalidad jurídica para actuar en el tráfico y llevar a cabo la gestión del patrimonio. De ahí que en el propio concepto del fondo aparezca la sociedad gestora, como ente con personalidad jurídica que lleva a cabo la administración del fondo y realiza todos los actos de representación necesarios en el ámbito jurídico y económico. La propiedad del patrimonio corresponde a los partícipes. La sociedad gestora ostenta la representación legal frente a terceros. Entre partícipe y sociedad gestora existe una relación fiduciaria (trasunto del *trust* anglosajón) basada en la confianza.

Aunque el artículo 3 de la Ley 1/99 no lo diga expresamente, la configuración jurídica de la institución permite concluir que efectivamente los fondos son patrimonios separados sin personalidad jurídica. Así se dice expresamente en los casos de los fondos de titulización hipotecaria (art. 5.1 Ley 19/1992, de 7 de julio) o de los fondos de titulización de activos (art. 1.1 RD 926/1998, de 14 de mayo).

Al igual que los fondos de titulización se diferencian de los fondos de inversión mobiliaria por la finalidad principal, los FCR también difieren por el objetivo al que se dirigen. La naturaleza jurídica de los fondos como patrimonios separados sin personalidad jurídica, pertenecientes a una pluralidad de partícipes, es coincidente. Hay una estructura básica común en términos jurídicos. Pero la función económica primordial encomendada a cada uno de ellos, como instrumento al servicio del fin principal perseguido, es específica y diferente. Pero no necesariamente excluyente. La función principal en un caso puede pasar a ser secundaria en otro. Así sucede entre los fondos de inversión mobiliaria y los fondos de capital-riesgo.

El objeto exclusivo de los fondos de inversión mobiliaria es la adquisición, tenencia, disfrute, administración en general y enajenación de activos financieros, para compensar, por una adecuada composición de sus activos, los riesgos y los tipos de rendimiento. Se trata de un instrumento de inversión que busca rentabilidad minimizando los riesgos mediante la diversificación de inversiones y la pluralidad de inversores. En el caso de los FCR, sin embargo, se busca también la rentabilidad, pero como instrumento jurídico y económico se asigna al fondo en sí una función específica y principal: la inversión en capital-riesgo. No cualquier inversión. Su objeto principal, pues, condicionará el funcionamiento del fondo. Así, por ejemplo, habrá una mayor rigidez en las inversiones y desinversiones, tanto del patrimonio del fondo como de los partícipes mediante la adquisición o reembolso de participaciones.

La diferencia de elementos integrantes del patrimonio del fondo hace que en el caso de los FCR desaparezca la imposición legal de depositario, cuando en los demás casos de fondos de inversión es una institución exigida junto con la sociedad gestora.

## 2. Legislación aplicable

Como se acaba de señalar, en el caso de los FCR se utiliza un instrumento de inversión colectiva con un fin específico, cual es propiciar la inversión en capital-riesgo, y con ello proporcionar financiación a pequeñas y medianas empresas, especialmente en proyectos innovadores (Maroto, 1993, pág. 53) que tienen dificultades de financiación por otras vías. No hay duda en cuanto al hecho de que los fondos son una institución de inversión colectiva. El legislador utiliza dicho instrumento con la finalidad señalada. Para ello, establece un régimen jurídico específico de estos fondos acorde con su especial naturaleza. En lo que no se haya dispuesto una especial regulación, se aplicará el régimen general de las instituciones de inversión colectiva, concretamente en lo que a los fondos de inversión se refiere.

Conforme al artículo 1 de la Ley 1/99, los FCR se rigen por esta Ley. En ella se contiene una regulación bastante completa de los FCR, que podrá ser objeto de desarrollo reglamentario. La regulación específica de las sociedades de capital-riesgo en la Ley 1/99 es bastante parca. Por eso contiene una expresa remisión (art. 23.1) a la Ley de Sociedades Anónimas como régimen supletorio aplicable. Sin embargo, en el caso de los FCR, la Ley 1/99 no contiene una norma similar de remisión a la Ley reguladora de las instituciones de inversión colectiva, aunque se cite la Ley 46/1984, de 26 de diciembre, reguladora de dichas instituciones, a propósito de la posibilidad que se establece para que las entidades gestoras de las instituciones de inversión colectiva puedan gestionar los FCR y los activos de las sociedades de capital-riesgo.

La regulación extensa de los FCR y la falta de una norma expresa de remisión para indicar el régimen supletorio ponen de manifiesto la vocación totalizadora de la Ley 1/99 en esta materia. Esta Ley se ocupa de la constitución, de la administración y hasta de la fusión, disolución y liquidación de los FCR. Se pretende dotar a estos fondos de un régimen completo en esta Ley y en normas de desarrollo. Por tanto, sólo en el caso de que se presentase una situación para la que no existiera norma en el régimen específico, habría que acudir al régimen general de las instituciones de inversión colectiva. Esta conclusión era compartida por la doctrina

cuando aún era parca la legislación existente sobre FCR con anterioridad a la Ley 1/99 (Embid, 1986, páginas 368-369; Bauzá, 1994, pág. 658).

### 3. Constitución

Tras la obtención de la autorización administrativa previa (arts. 7, 8 y 10 Ley 1/99), el fondo de capital-riesgo se constituirá mediante la puesta en común del efectivo que integrará su patrimonio (art. 25.2) El patrimonio mínimo inicial de los FCR será de 275 millones de pesetas. Las aportaciones para la constitución inicial y posteriores del patrimonio se realizarán exclusivamente en efectivo (art. 24).

A diferencia de las sociedades de capital-riesgo, donde cabe la aportación limitada de bienes, en el caso de los FCR no se admiten las aportaciones *in natura*. La Ley es tajante al imponer las aportaciones al patrimonio exclusivamente en efectivo. Tal norma se justifica porque el destino del patrimonio del fondo es, fundamentalmente, la financiación de proyectos empresariales, lo que exige disponer de efectivo para tal fin. La cifra de patrimonio inicial es superior en 75 millones a la exigida para constituir una sociedad de capital-riesgo. Sin embargo, es sensiblemente inferior a los 500 millones de pesetas exigidos para la constitución de un fondo de inversión mobiliaria (art. 34.1.c RD 1393/1990, de 2 de noviembre). Se pretende así facilitar la constitución de los FCR.

El contrato de constitución se formalizará en escritura pública, otorgada por la sociedad gestora (artículo 25.5), en la que deberá constar expresamente (artículo 24.2):

a) La denominación del fondo. De ella formará parte la expresión "Fondo de Capital-Riesgo" o la abreviatura "FCR" (art. 6).

b) El objeto, circunscrito exclusivamente a las actividades contempladas en el artículo 3 de la Ley 1/99, esto es, la inversión en capital-riesgo fundamentalmente (coeficiente obligatorio: art. 16), otras inversiones (coeficiente de libre disposición: art. 17) y prestaciones accesorias de asesoramiento por parte de la sociedad gestora (art. 25.4.g).

c) El patrimonio del fondo en el momento de su constitución, que será, como mínimo, de 275 millones de pesetas.

d) El nombre y domicilio de la sociedad gestora, que será una sociedad gestora de entidades de ca-

pital-riesgo o una sociedad gestora de instituciones de inversión colectiva regida por la Ley 46/1984, de 26 de diciembre (art. 4 Ley 1/99).

e) El reglamento de gestión del fondo.

### 4. Reglamento de gestión

El reglamento de gestión del fondo de capital-riesgo se redactará conforme al modelo normalizado establecido en el anexo 4 de la Circular 4/1999, de 22 de septiembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre procedimientos administrativos y modelos normalizados de las entidades de capital-riesgo y de sus sociedades gestoras, que desarrolla el contenido mínimo establecido por el artículo 25.3 de la Ley 1/99. Según el precepto legal, el reglamento del fondo debe recoger como mínimo los siguientes extremos:

a) El plazo de duración del fondo, en su caso. En la práctica, es habitual que los FCR se constituyan por tiempo determinado (Mínguez, 1998, pág. 7).

b) El régimen de emisión y reembolso de las participaciones, incluyendo, en su caso, los reembolsos que se garantizan, periodicidad de éstos, y régimen de preavisos si los hubiera.

c) El plazo de duración de la prohibición de suscripción y reembolso, si las hubiese. Como se viene reiterando, las dificultades en la inversión y desinversión en el ámbito del capital-riesgo aconsejan el establecimiento de cautelas, como la determinación de períodos durante los cuales no se pueden realizar suscripciones o reembolsos de participaciones.

d) La periodicidad con la que habrá de calcularse el valor de las participaciones a efectos de suscripción y reembolso. En los fondos de inversión mobiliaria, en los cuales los activos que constituyen su patrimonio son objeto de negociación diaria en mercados organizados, la valoración del patrimonio y las participaciones puede ser diaria, puesto que hay unos valores diarios y objetivos de los elementos patrimoniales del fondo. Sin embargo, en otros fondos, como los de inversión inmobiliaria o de capital-riesgo, cuyos elementos patrimoniales específicos no son objeto de cotización en un mercado organizado, la tarea de valoración es más compleja y, por ende, ha de espaciarse, realizándose sólo en determinados momentos, tras períodos de tiempo predeterminados.

e) Normas para la administración, dirección y representación del fondo.

f) Determinación y forma de distribución de resultados.

g) Requisitos para la modificación del contrato de constitución y del reglamento de gestión, y condiciones para ejercer, en su caso, el derecho de separación por parte del partícipe. El artículo 29.1 contempla un supuesto de derecho de separación del partícipe en el caso de fusión de FCR. Como regla general, las modificaciones del reglamento de gestión han de someterse al procedimiento de autorización administrativa previsto para la constitución (art. 15). Puesto que la escritura de constitución es objeto de inscripción en el Registro Mercantil y en el registro administrativo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, la modificación de cualquier elemento que conste en la escritura tendrá que ser inscrita en dichos registros, por lo que se someterá a la correspondiente calificación del registrador y a verificación administrativa.

h) Sustitución de la sociedad gestora. Hay que prever los supuestos y procedimiento de sustitución de la sociedad gestora. La citada Circular 4/1999, de 22 de septiembre, añade que se incluya la composición y régimen de funcionamiento, en su caso, del Comité de Inversiones. Su existencia, pues, es facultativa.

i) Normas para la disolución y liquidación del fondo. La Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá condicionar la eficacia de la disolución o sujetar el desarrollo de ésta a determinados requisitos, con el fin de disminuir los posibles perjuicios que se ocasionen en las entidades participadas (art. 29.3).

j) Tipos de remuneración de la sociedad gestora.

k) La política de inversiones. A la hora de la fijación del coeficiente obligatorio de inversión, la Ley 1/99 da prelación a los criterios expresamente establecidos en su política de inversiones recogida en el reglamento de gestión del fondo (art. 16.1).

## 5. Política de inversiones

El contenido de este apartado, que obligatoriamente ha de aparecer en el reglamento de gestión del fondo (art. 25.2.k) –y en los estatutos de las sociedades de capital-riesgo (art. 23.5)–, se encuentra establecido en el artículo 25.4 de la Ley 1/99. A tales efectos, y a los del artículo 16.1 (coeficiente obligatorio de inversión), se entenderá por política de inversiones el conjunto de decisiones coordinadas orientadas al cumplimiento de su objeto sobre los siguientes aspectos:

a) Sectores empresariales hacia los que se dirigirán dichas inversiones.

b) Áreas geográficas hacia las que se dirigirán dichas inversiones.

c) Tipos de sociedades en las que se pretende participar y criterios para su selección.

d) Porcentajes generales de participación máximos y mínimos que se pretenda ostentar.

e) Criterios temporales máximos y mínimos de mantenimiento de las inversiones y fórmulas de desinversión.

f) Tipos de financiación que se concederán a las sociedades participadas.

g) Prestaciones accesorias que la sociedad gestora del fondo podrá realizar a favor de las sociedades participadas, tales como el asesoramiento o servicios similares.

h) Modalidades de intervención de la entidad gestora en las sociedades participadas, y fórmulas de presencia en sus correspondientes órganos de administración.

Todos ellos son datos fundamentales que, en términos jurídicos, constituyen la base del negocio por el cual los partícipes deciden suscribir participaciones del fondo (o, en las sociedades de capital-riesgo, adquirir la condición de accionistas). De ahí su relevancia y, por ende, sometimiento de las modificaciones (como cualquier otra del reglamento o escritura constitutiva: artículo 15 Ley 1/99) al mismo régimen de autorización y consiguientes inscripciones registrales (art. 12) que la constitución del fondo (o sociedad).

## 6. Inscripciones

El artículo 25.5 de la Ley 1/99 dispone que la escritura de constitución del fondo deberá inscribirse en el Registro Mercantil y en el Registro de Fondos de Capital-Riesgo, de conformidad con los artículos 9, 11 y 12 de la misma Ley.

Salvo que se dictasen normas específicas para la inscripción en el Registro Mercantil de los FCR, el régimen aplicable será el contenido en los artículos 277 a 284 del Reglamento del Registro Mercantil para la inscripción de los fondos de inversiones. Como ya se dijo, por analogía (art. 4.1 Código Civil),

se aplicará como derecho supletorio, para llenar lagunas como ésta, el régimen de los fondos de inversión colectiva. No obstante, la aplicación de las normas se deberá hacer con las adaptaciones que deriven de la naturaleza y régimen jurídico propios de los FCR. Así, cuando el artículo 281 del Reglamento del Registro Mercantil dispone que la inscripción de las modificaciones del reglamento de gestión se practicará en virtud de escritura en la que deberá expresarse, bajo manifestación de las entidades gestora y depositaria, que se ha realizado la notificación de la modificación a los partícipes, para que, en su caso, ejerciten su derecho al reembolso, y que ha transcurrido un mes desde tal notificación, es evidente que en el caso de los FCR bastará la manifestación de la entidad gestora, ya que la Ley 1/99 prescinde de la entidad depositaria, y dispone (art. 25.5) que la escritura pública de constitución del fondo es otorgada sólo por la sociedad gestora. En todo caso, hay que tener presente que mientras el artículo 8.2 de la Ley 46/1984, de 26 de diciembre, reguladora de las instituciones de inversión colectiva, impone la obligación de inscribir la escritura de constitución de los fondos de inversión en el Registro Mercantil, el proyecto de ley de instituciones de inversión colectiva publicado en el *Boletín Oficial de las Cortes* (6) prescinde de tal requisito, exigiendo sólo la inscripción en la Comisión Nacional del Mercado de Valores (art. 9).

La inscripción en el Registro Mercantil se somete a la calificación del registrador, que ejerce un control de legalidad conforme a lo previsto en el artículo 6 del Reglamento del Registro Mercantil. Por su parte, la inscripción en el Registro Administrativo de Fondos de Capital-Riesgo, cuya llevanza está encomendada a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, va precedida de un procedimiento de verificación para comprobar la adecuación de la escritura pública inscrita en el Registro Mercantil al contenido de la autorización administrativa previa. De donde se infiere que el notario y el registrador mercantil sólo deben exigir la existencia de la autorización administrativa, pero sin entrar en el examen comparativo minucioso, que iría más allá del mero control de legalidad y dejaría sin sentido la posterior verificación por parte de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

## 7. Participaciones

El patrimonio de los FCR ha de estar dividido en participaciones de iguales características, que conferirán a sus titulares un derecho de propiedad sobre aquél. Dichas participaciones serán nominativas, tendrán la consideración de valores negociables y podrán

estar representadas mediante títulos o anotaciones en cuenta (art. 24.3 Ley 1/99).

De acuerdo con la naturaleza de todo fondo, se establece la copropiedad de los partícipes sobre el patrimonio del fondo. Pero éstos se limitan a tener la propiedad ("titularidad") legal o formal. Están privados de las facultades de administración y representación. En todo fondo, en cuanto institución de carácter fiduciario, es la entidad gestora la que ostenta la representación y administración ("titularidad" real o efectiva ante terceros). Pero la entidad gestora no es la propietaria del fondo. Por eso, el artículo 28.3 de la Ley 1/99 dispone: "En ningún caso el patrimonio del Fondo responderá por las deudas de la sociedad gestora."

Las participaciones son todas de iguales características. El valor de cada participación será el resultado de dividir el patrimonio del fondo por el número de participaciones en circulación, valorando aquél de acuerdo con los criterios que establezca el ministro de Economía y Hacienda (art. 26.2). El requisito de que las participaciones sean de iguales características es coincidente en los FCR y en los fondos de inversión mobiliaria. Sin embargo, por lo que a la valoración del patrimonio del fondo se refiere, son necesarias reglas especiales de valoración del patrimonio de los FCR. En el caso de éstos, el porcentaje más elevado de sus elementos patrimoniales serán participaciones en empresas a medio o largo plazo (de tres a doce años, normalmente), que, por lo general, no son objeto de cotización en un mercado, a diferencia de lo que ocurre con el patrimonio de un fondo de inversión mobiliaria. De ahí que sean necesarias normas especiales sobre valoración.

En los mismos términos que lo hace el artículo 20.1 de la Ley 46/1984, de 26 de diciembre, se dispone en la Ley 1/99 que las participaciones serán nominativas y tendrán la consideración de valores negociables. Sin embargo, la Ley reguladora de las entidades de capital-riesgo tiene ya presente la Ley del Mercado de Valores de 1988, que reguló con carácter general las anotaciones en cuenta. De ahí que la Ley 1/99 añada a la representación mediante títulos la posibilidad de la representación también mediante anotaciones en cuenta. En todo caso, son valores nominativos, como las acciones de las sociedades de capital-riesgo, pero se puede optar por la representación cartácea (títulos) o electrónica (anotaciones en cuenta). Lo que no cabe en ningún caso es la emisión de participaciones mediante títulos al portador. En el mismo sentido del artículo 24.3 de la Ley 1/99 se pronuncia el artículo 12.1 del mencionado proyecto de ley de instituciones de in-

versión colectiva, donde ya se añade la posibilidad de representar las participaciones en los fondos de inversión mediante anotaciones en cuenta.

Aunque se califican las participaciones como valores negociables, la realidad es que no son objeto de transmisión frecuente, ni siquiera en el caso de los fondos de inversión, de cuya transmisión se ocupa el artículo 41.4 del Reglamento de Instituciones de Inversión Colectiva (RD 1393/1990, de 2 de noviembre). Cuando realmente la liquidez de un valor viene dada por su cotización en un mercado secundario, entonces el legislador incluso impone las anotaciones en cuenta como única forma de representación. Así sucede en el caso de los valores que representan la participación en un fondo de titulización (art. 5.9, Ley 19/1992, de 7 de julio). Pero en los fondos de inversión, tanto mobiliaria como de inversión en activos financieros, la liquidez se obtiene por la vía del reembolso, no de la transmisión de la participación. Así sucede también en los FCR, aunque normalmente, por la propia naturaleza de estos fondos, la liquidez será menor, debido a la reiterada dificultad o rigidez para las inversiones y desinversiones en capital-riesgo. De ahí que el artículo 26.1 de la Ley 1/99 disponga: "La sociedad gestora emitirá y reembolsará las participaciones en el Fondo de acuerdo con las condiciones establecidas en su Reglamento de Gestión."

Cuando un partícipe necesite liquidez y, conforme a las normas de reembolso del reglamento de gestión aquél no sea posible hasta dentro de un determinado período de tiempo, la única posibilidad que tiene es precisamente la transmisión de sus participaciones. A facilitar la liquidez viene la disposición contenida en el artículo 26.3 de la Ley 1/99: "La sociedad gestora podrá gestionar por cuenta del emisor la suscripción y reembolso de participaciones en fondos de capital-riesgo, así como por cuenta propia o ajena su transmisión." El uso del término emisor no parece muy afortunado. Parece referirse al fondo, cuando en el número 1 del mismo artículo 26 se ha dicho que es la sociedad gestora la que emite y reembolsa las participaciones. El inciso final del artículo está facilitando la transmisión de las participaciones. La norma está permitiendo que la sociedad gestora actúe como intermediario que facilite la negociación en la transmisión de participaciones, apuntando hacia un esbozo de mercado interno. Con tal fin, la Ley permite su interposición, actuando tanto por cuenta ajena como por cuenta propia. Sería este último un supuesto de autotransmisión del comisionista (art. 267 Código de Comercio), que aquí se puede justificar, como en el caso de intermediarios autorizados en los mercados de valores, porque existen unos criterios preestablecidos de

valoración. En todo caso, se deberá actuar siguiendo normas de conducta éticas y de transparencia como las contenidas en los artículos 79 y 80 de la Ley del Mercado de Valores. La propia Ley 1/99 dice, en su artículo 32.1, que las sociedades gestoras actuarán "en interés de los partícipes", del mismo modo que dispone el artículo 29 de la Ley 46/1984, de 26 de diciembre (criterio que se recoge en el artículo 43.2 del citado proyecto de ley de instituciones de inversión colectiva).

Ese apuntado "mercado interno" sería la alternativa que proporcionase liquidez a las participaciones en los períodos en que no fuesen susceptibles de reembolso. Sería una solución alternativa a un pretendido mercado secundario organizado. Dadas las peculiaridades de la inversión en capital-riesgo, probablemente la cotización de las participaciones de un FCR en un mercado secundario organizado resulte difícil, ya que el volumen de negociación quizá no alcance los mínimos imprescindibles. Quien invierte en capital-riesgo sabe que se trata de financiar proyectos a medio y largo plazo. La rentabilidad, pues, se prolonga en el tiempo. Si se pretende desinvertir antes, no sólo se renuncia a las buscadas ganancias futuras, sino que, con toda probabilidad, se incurrirá en pérdidas. En consecuencia, la regla general será que los partícipes entren en el FCR con la intención de permanecer en él. La excepción será la necesidad de reembolsar o transmitir las participaciones con anterioridad a lo previsto. En consecuencia, el volumen real de participaciones que serían objeto de movilización en un mercado secundario sería relativamente pequeño, so pena de la intervención de creadores de mercado que, con transmisiones "provocadas" de participaciones, creasen una liquidez "ficticia", cuyo coste habría que examinar para comprobar si justifica el grado de liquidez "real" (participaciones verdaderamente necesitadas de liquidez o transmisión anticipada) proporcionada.

Como se ha dicho, el valor de la participación será el resultado de dividir el valor del patrimonio por el número de participaciones en circulación. El artículo 28.1 de la Ley 1/99 dispone que el valor del patrimonio del fondo será el resultado de deducir de la suma de sus activos reales las cuentas acreedoras, determinándose el valor de éstas conforme a los criterios que se establezcan por el ministro de Economía y Hacienda. Por otro lado, los resultados serán la consecuencia de deducir de la totalidad de los ingresos obtenidos por el fondo la comisión de la sociedad gestora, así como los demás gastos previstos en el reglamento de gestión del fondo, entre los cuales se incluirán los de auditoría.

## 8. Administración

La dirección y administración de los FCR debe recaer necesariamente en una sociedad gestora de entidades de capital-riesgo o en una sociedad gestora de instituciones de inversión colectiva, con los requisitos que, en su caso, se fijen en este último supuesto reglamentariamente. La gestión del fondo se deberá hacer conforme a lo dispuesto en el reglamento de éste (arts. 4 y 27.1 Ley 1/99).

La Ley 1/99 va más allá de la simple indicación de las dos clases de sociedades que pueden realizar la gestión de los FCR. Impone un criterio amplio acerca del ámbito de representación y facultades de la sociedad gestora. Se trata de un supuesto de representación legal, probablemente aún más amplio y con criterio más exigente que el contemplado en la Ley de Sociedades Anónimas tras la reforma de 1989. Aun cuando el artículo 129 de la LSA contiene, en su número dos, una regla contraria a la tesis de los actos *ultra vires*, en principio, en el número uno del precepto se establece que la representación de los administradores se extiende a los actos comprendidos en el objeto social delimitado en los estatutos. Todos los actos comprendidos en el objeto social constituyen ámbito mínimo y necesario de la representación legal de la sociedad que ostentan los administradores. Ninguna limitación estatutaria tendrá efectos externos, sólo internos, en su caso. Por el contrario, el número dos del artículo 129 de la LSA dispone que la sociedad quedará obligada frente a terceros que hayan obrado de buena fe y sin culpa grave, aun cuando se desprenda de los estatutos inscritos en el Registro Mercantil que el acto no está comprendido en el objeto social.

Como ya se dijo, la institución del fondo constituye un trasunto del *trust* anglosajón. Hay una disociación entre propiedad real y aparente. La institución anglosajona tiene difícil encaje en nuestra dogmática jurídica. No obstante, se puede calificar como un negocio fiduciario. Los propietarios del patrimonio del fondo son los partícipes. Pero éstos carecen de toda facultad dominical. Es la sociedad gestora la que ejerce las facultades dominicales. El fondo constituye un patrimonio separado que es administrado por una sociedad gestora. Los partícipes no otorgan poder de representación a la gestora. Se trata de un supuesto que va más allá de la representación legal y necesaria de los administradores en las sociedades capitalistas (artículo 129 LSA, y art. 63 de la Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada, que reproduce el texto del art. 129 de la LSA). En el caso del fondo, la gestora "aparece" frente a terceros como titular de los

bienes que constituyen el patrimonio de aquél, aun sin serlo realmente. Pero, a todos los efectos legales, es como si lo fuese, y ejerce plenamente todas las facultades, incluida la dispositiva. Una actuación de la sociedad gestora en perjuicio intencionado del interés de los partícipes, por ejemplo, enajenando elementos patrimoniales del fondo, podrá generar responsabilidad frente a éstos, pero frente a terceros los actos de disposición resultarán inatacables (salvo en caso de probado dolo del tercero actuando fraudulentamente en connivencia con la gestora). El reconocimiento expreso de las facultades de dominio que ejerce la sociedad gestora se recoge expresamente en el artículo 37.2 del citado proyecto de ley de instituciones de inversión colectiva, que dice: "Las facultades del dominio sobre el patrimonio del Fondo le corresponden –a la sociedad gestora– sin ser propietaria del mismo, ejerciéndolas en interés de los partícipes".

La seguridad del tráfico jurídico requiere que los terceros de buena fe no tengan que preocuparse de constatar hasta dónde llegan las facultades de administración o disposición de las sociedades gestoras. Basta saber que se trata de una sociedad gestora de un FCR, o de una sociedad gestora de instituciones de inversión colectiva que gestiona un determinado FCR, para tener la seguridad de que cuenta con plenas facultades de administración y disposición sobre el patrimonio del fondo. Así se consagra en el número 2 del artículo 27 de la Ley 1/99: "En ningún caso podrán impugnarse por defecto de facultades de administración y disposición los actos y contratos realizados por la sociedad gestora del Fondo con terceros en el ejercicio de las atribuciones que le corresponden conforme a lo previsto en la presente Ley."

El mismo artículo comienza diciendo, en el número 1, que la dirección y administración de los FCR se regirá por lo dispuesto en el reglamento de gestión de cada fondo. Integrando el contenido de ambas normas, hay que concluir que el reglamento del fondo no puede limitar frente a terceros las plenas facultades de que goza la sociedad gestora como ente fiduciario legalmente reconocido. Por tanto, toda limitación, regla, pauta de comportamiento o criterio de inversión tendrá efectos internos que obligan y vinculan a la sociedad gestora frente a los partícipes, pero sin relevancia externa frente a terceros.

El artículo 25.2 dice que el "contrato de constitución deberá formalizarse en escritura pública". El fondo, pues, se constituye mediante un contrato formalizado en documento público. La suscripción de participaciones implica, al modo como sucede en la suscripción

de obligaciones (Resolución de la Dirección General de los Registros y del Notariado de 14 de enero de 1999), una manifestación de voluntad unilateral, dirigida a la sociedad gestora, ratificando plenamente el contrato de constitución del fondo. En consecuencia, en caso de incumplimiento, se aplicará el régimen jurídico de los contratos e incumplimiento de las obligaciones. Será, pues, aplicable el artículo 1101 del Código Civil, que establece: "Quedan sujetos a indemnización de los daños y perjuicios causados los que en el cumplimiento de sus obligaciones incurrieren en dolo, negligencia o morosidad, y los que de cualquier modo contravinieren el tenor de aquéllas."

Será, pues, exigible responsabilidad a la sociedad gestora. En el artículo 32.2 de la Ley 1/99 se dice expresamente que las sociedades gestoras serán responsables frente a los partícipes de todos los perjuicios que les causaren por el incumplimiento de sus obligaciones. El artículo 35.1 de la Ley 1/99 establece, con carácter general: "Las sociedades gestoras de las Entidades de Capital-Riesgo serán responsables en el ejercicio de su actividad de todos los incumplimientos de esta Ley y su normativa de desarrollo, respecto a las entidades que gestionen." En relación con las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva, el artículo 29.2 de la Ley 46/1984, de 26 de diciembre, se pronuncia en los mismos términos cuando dice que la sociedad gestora será responsable "frente a los partícipes de todos los perjuicios que se causaren a aquéllos por el incumplimiento" de sus obligaciones (criterio que se recoge en el artículo 10.2.d) del citado proyecto de ley de instituciones de inversión colectiva).

Que el fondo constituye un patrimonio separado, administrado por la sociedad gestora, queda puesto de manifiesto, a efectos de responsabilidad, cuando el artículo 27.3 de la Ley 1/99 dispone: "Los acreedores del Fondo no podrán hacer efectivos sus créditos sobre el patrimonio de los partícipes, cuya responsabilidad se limita a sus participaciones." Hay, pues, una cierta "entitación" del fondo, como patrimonio separado, en cuanto se le imputan derechos y obligaciones, al menos a efectos de responsabilidad patrimonial. De forma que los acreedores del fondo lo son de éste, aunque no tenga personalidad jurídica, y sólo pueden hacer efectivos sus créditos sobre el patrimonio del fondo, sin que se vea afectado ni el patrimonio de la sociedad gestora ni el patrimonio de los partícipes más allá de su participación en el fondo. La parte del fondo que corresponde a cada partícipe se segrega del resto de su patrimonio personal para constituir, junto a las partes correspondientes a los demás partícipes, el fondo, que tiene vida propia como patrimonio separado. En el pa-

trimonio de los partícipes, lo que se integran son las participaciones en el fondo, con el valor y los derechos inherentes a éstas en cuanto valores negociables, que representan determinados derechos, pero que en sí no son los elementos patrimoniales del fondo, sino la representación de éstos en el patrimonio del partícipe.

Los acreedores del fondo no pueden, pues, atacar el patrimonio de los partícipes, sino sólo el del fondo. De esta forma, las participaciones de los partícipes en el fondo disminuirán su valor en la medida en que se hagan efectivos los créditos contra el patrimonio del fondo. En términos económicos, hay una limitación del riesgo. El partícipe sólo arriesga lo que aporta al fondo. En términos jurídicos, el artículo 27.3 de la Ley 1/99 utiliza el concepto de responsabilidad limitada del partícipe: "su responsabilidad se limita a sus participaciones". Aquí se pone de manifiesto la ya mencionada dificultad de encaje del *trust* anglosajón en nuestro ordenamiento jurídico. En el caso de las sociedades capitalistas, se produce el mismo fenómeno de limitación del riesgo al participar en una actividad económica. Los socios sólo arriesgan lo que aportan. Pero tanto el artículo 1 de la Ley de Sociedades Anónimas como el mismo de la Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada dicen, de forma clara y contundente, que los socios no responden por las deudas sociales. Quien responde sin limitación alguna es la propia sociedad. Pero tal afirmación es posible porque la sociedad tiene personalidad jurídica. En el caso de los fondos, éstos no tienen personalidad jurídica. Contrata la sociedad gestora en nombre del fondo. Pero el fondo no es de la sociedad gestora, sino de los partícipes. De ahí que no quede más alternativa que hacer responsables a los partícipes, pero con una limitación de la responsabilidad por el montante de sus aportaciones al fondo. Tanto desde un punto de vista jurídico como práctico parece más coherente hablar de esa cierta "entitación" del fondo como patrimonio separado que de "responsabilidad" imputable a los partícipes, dada la división de la propiedad que supone la relación fiduciaria sobre la que descansa la institución del fondo, y que implica la atribución de las facultades dominicales a la sociedad gestora y no a los partícipes.

La configuración del fondo como patrimonio separado implica:

— Que no responde por las deudas de los partícipes, aunque los acreedores de éstos puedan hacer efectivos sus créditos sobre las participaciones, que integran su patrimonio personal.

— Que los acreedores del fondo no pueden ir más

allá del patrimonio de éste, y por tanto no pueden hacer efectivos sus créditos sobre el patrimonio de los partícipes o de la sociedad gestora.

— Que no responde por las deudas de la sociedad gestora. Así lo establece taxativamente el artículo 28.3 de la Ley 1/99: "En ningún caso el patrimonio del Fondo responderá por las deudas de la sociedad gestora."

## 9. Extinción

La extinción del fondo puede producirse tras su disolución y liquidación o bien como consecuencia de un proceso de fusión. Pero no todo proceso de fusión implica la disolución y extinción de un fondo. Así sucederá en el caso de creación de un nuevo fondo con desaparición de los que son objeto de fusión. Pero si hay fusión por absorción, se extingue el fondo o los fondos que sean objeto de la absorción, permaneciendo el fondo absorbente.

La posibilidad de fusión entre FCR está contemplada en el artículo 29.1 de la Ley 1/99, que admite tanto la fusión mediante absorción como la creación de un nuevo fondo. Evidentemente, en este segundo caso se deberán seguir todos los trámites de creación de un nuevo FCR. La Ley 1/99 requiere que sean fondos de la misma naturaleza, es decir, FCR. En este mismo sentido se pronuncia el artículo 25.1 del citado proyecto de ley de instituciones de inversión colectiva, que introduce la posibilidad de fusión de las instituciones de inversión colectiva entre sí cuando tengan la misma forma jurídica y compartan el carácter financiero o no financiero.

La iniciación del procedimiento requerirá el previo acuerdo de la sociedad gestora de los fondos que vayan a fusionarse. La fusión será previamente autorizada por el ministro de Economía y Hacienda a propuesta de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (art. 29.1 Ley 1/99).

Como ya se indicó, los procesos de fusión deberán ser objeto de comunicación a los partícipes para que, en el plazo de un mes a partir de aquélla, pueda ejercerse el derecho de separación, con reembolso de las participaciones sin gasto alguno, al valor liquidativo correspondiente al día en que finalice el plazo del ejercicio del derecho de separación. Este derecho se reconoce para todos los partícipes, incluidos los del fondo absorbente, en caso de fusión por absorción. En todo caso, hay que tener presente que, en la medida en que un determinado fondo no

esté configurado de forma cerrada, esto es, en la medida en que esté diseñado de forma abierta, se podrá producir el mismo resultado final de la fusión por absorción de otro fondo sin que técnicamente se plantee tal fusión. Bastará con la suscripción de participaciones del fondo absorbente por parte de los partícipes del fondo disuelto. Ciertamente, esta vía puede resultar aceptable si se trata de pocos partícipes. Si fuesen muchos, la sociedad gestora preferirá la incorporación en bloque, haciendo recaer sobre los partícipes la necesidad de ejercitar el derecho de separación si desearan el reembolso.

En relación con la disolución de los FCR, la Ley 1/99 dispone con carácter general, en su artículo 29.2: "El Fondo quedará disuelto, abriéndose en consecuencia el período de liquidación, por el cumplimiento del término o plazo, o por las causas que se establezcan en su reglamento de gestión del Fondo." Efectivamente, en caso de disolución por cumplimiento del término, y por otras causas que se puedan establecer en el reglamento de gestión, se abrirá el período de liquidación. Pero no se puede entender tal afirmación en el sentido de que siempre que se disuelva un fondo la liquidación implique necesariamente reembolso a los partícipes. Siempre cabe tal posibilidad si se ejercita el derecho de separación en caso de fusión. Pero, si no es así, en los supuestos de fusión, excepción hecha del fondo absorbente, en su caso, se produce la disolución de los demás fondos sin que su disolución y liquidación implique reembolso de participaciones, sino integración en un fondo preexistente o en otro de nueva creación.

La liquidación del fondo se realizará por su sociedad gestora. La Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá condicionar la eficacia de la disolución o sujetar el desarrollo de ésta a determinados requisitos, con el fin de disminuir los posibles perjuicios que se ocasionen a las entidades participadas (artículo 29.3 Ley 1/99). Esta medida preventiva se deduce de la propia naturaleza de los FCR. Mientras la transmisión de los valores pertenecientes a un fondo de inversión en un mercado secundario no suele tener mayor relevancia respecto de la entidad emisora (si no se trata de cuantías especialmente relevantes), en el caso de los FCR puede hacer peligrar incluso el propio proyecto empresarial de la sociedad participada. Habrá, pues, en cada caso, que examinar las consecuencias de la liquidación del fondo. Si se pudieran derivar perjuicios para las sociedades participadas, la Comisión Nacional del Mercado de Valores está facultada para imponer condiciones o requisitos para proceder a la efectiva liquidación del fondo.

## X. SOCIEDADES GESTORAS DE ENTIDADES DE CAPITAL-RIESGO

### 1. Concepto y características

Las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo son sociedades anónimas cuyo objeto social principal es la administración y gestión de fondos de capital-riesgo y de activos de sociedades de capital-riesgo. Como actividad complementaria, podrán realizar tareas de asesoramiento a las empresas con las que mantengan vinculación como consecuencia del ejercicio de su actividad principal. También podrán gestionar fondos de capital-riesgo y activos de sociedades de capital-riesgo las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva reguladas en la Ley 46/1984, de 26 de diciembre (artículo 4 Ley 1/99).

Los FCR, pues, podrán estar gestionados por una sociedad gestora de entidades de capital-riesgo o por una sociedad gestora de instituciones de inversión colectiva. Los activos de una sociedad de capital-riesgo podrán ser gestionados por la propia sociedad (consejo de administración), por una sociedad gestora de entidades de capital-riesgo o por una sociedad gestora de instituciones de inversión colectiva. La administración de un fondo por una sociedad gestora es "un elemento ineludible y esencial para la existencia del mismo" (Tapia, 1998, pág. 238), mientras que la gestión global de los activos que componen el patrimonio de una sociedad de capital-riesgo por parte de una sociedad gestora es una mera posibilidad.

En todo lo relativo a la gestión de FCR y de activos de sociedades de capital-riesgo, las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva estarán sujetas a la Ley 1/99 y sus disposiciones de desarrollo. Las referencias a las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo contenidas en la Ley 1/99 se han de entender también hechas a las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva que gestionen FCR o activos de sociedades de capital-riesgo (art. 31 Ley 1/99).

Las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo deberán ser sociedades anónimas, y habrán de reunir los siguientes requisitos (art. 30.1 Ley 1/99):

a) Un capital social mínimo inicial de 50 millones de pesetas, íntegramente desembolsado. Es, pues, superior a los 10 millones de pesetas que, con carácter general, establece el artículo 4 de la LSA. La necesidad de desembolso íntegro se aparta de la posi-

bilidad de dividendos pasivos que contempla el artículo 12 de la LSA.

b) Las acciones representativas de su capital social podrán representarse mediante títulos nominativos o mediante anotaciones en cuenta. Se establece en este punto el mismo régimen que el visto para las sociedades de capital-riesgo.

c) Todos sus administradores y directivos deberán cumplir los requisitos de honorabilidad e idoneidad establecidos en las letras b), c) y d) del artículo 8.2 de la Ley 1/99. Se establecen, pues, las mismas exigencias que las vistas para los administradores y directivos de las sociedades de capital-riesgo. La forma de administración, pues, ha de ser mediante Consejo de Administración de tres miembros al menos.

d) La denominación social ha de incluir la expresión "Sociedad Gestora de Entidades de Capital-Riesgo" o su abreviatura "SGECR" (art. 6.1 Ley 1/99). Téngase presente lo dicho a propósito de la denominación de las sociedades de capital-riesgo.

El artículo 30.2 de la Ley 1/99 dispone: "Las condiciones y requisitos para la autorización e inscripción de las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo serán los establecidos en el capítulo I del Título I y la sección 1.<sup>a</sup> del capítulo II del mismo Título I, con las especialidades recogidas en el presente Título de esta Ley." Es decir, se aplican los artículos 7 a 15 de la Ley. En puridad, hay que entender que el artículo 14.1.b), que obliga a cumplir los coeficientes de inversión, no se aplica al patrimonio de la sociedad gestora, sino al del FCR, si bien es la sociedad gestora la que tiene la obligación de invertir el patrimonio del fondo respetando los coeficientes de inversión.

En consecuencia, hay que dar aquí por reproducido, y aplicable a las sociedades gestoras, el régimen jurídico de las sociedades de capital-riesgo en lo que se refiere a:

— Autorización administrativa previa.

— Constitución: escritura pública e inscripción en el Registro Mercantil, siguiendo el modelo de menciones estatutarias establecido en el anexo 4 de la Circular 4/1999, de 22 de septiembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre procedimientos administrativos y modelos normalizados de las entidades de capital-riesgo y de sus sociedades gestoras.

— Inscripción en el registro administrativo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores: Registro

de Sociedades Gestoras del Entidades de Capital-Riesgo.

— Modificaciones de los estatutos y del consejo de administración.

El ministro de Economía y Hacienda está habilitado para establecer, en su caso, el régimen de recursos propios de las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo (art. 30.3 Ley 1/99).

## 2. Obligaciones

La Ley 1/99 especifica (art. 32.3) una relación de funciones que deben desempeñar las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo, y que constituyen verdaderas obligaciones que han de cumplir dichas sociedades. Son las siguientes:

- a) Redacción del reglamento de gestión de los fondos.
- b) Llevanza de la contabilidad de los fondos de capital-riesgo y de los activos de la sociedad de capital-riesgo, con separación de la suya propia.
- c) Determinación del valor de las participaciones y acciones conforme al régimen establecido en el reglamento de gestión.
- d) Emisión de certificados de participaciones y demás documentos previstos en la Ley 1/99.
- e) Distribución de resultados del ejercicio.
- f) Establecimiento de los criterios de inversión.
- g) Designación de las personas que participarán en los órganos de gestión o administración de las sociedades participadas.
- h) Determinación de los medios y programas de asesoramiento técnico, económico y financiero.
- i) Sometimiento a informe de auditoría de los estados financieros, conforme a lo establecido en la legislación sobre auditoría. Dicho informe será remitido a la Comisión Nacional del Mercado de Valores en el plazo que se determine reglamentariamente (art. 32.4 Ley 1/99).

Naturalmente, la anterior relación no constituye un enunciado exhaustivo de las obligaciones de la sociedad gestora. Hay que añadir toda obligación que

se derive de la concreción de su objeto: la gestión del patrimonio de un fondo de capital-riesgo o de una sociedad de capital-riesgo en beneficio ajeno. Las actuaciones para la consecución de su objeto social se concretan en el cumplimiento de una serie de funciones, como las ya mencionadas, pero sin limitarse a ellas. La doctrina mercantilista, al estudiar estas funciones de las sociedades gestoras, las ha clasificado en los tres grupos siguientes (Tapia, 1998, pág. 240, siguiendo a Broseta):

a) Funciones en el proceso constitutivo de los fondos. Deben presentar la solicitud y demás documentación para recabar la autorización administrativa previa. Como documento relevante que ha de redactar la sociedad gestora se encuentra el reglamento de gestión del fondo de capital-riesgo. A su interpretación deben aplicarse las técnicas propias de las condiciones generales de la contratación, especialmente, la *interpretatio contra proferentem*, conforme al artículo 1288 del Código Civil. Si las participaciones están representadas mediante anotaciones en cuenta, la sociedad gestora deberá otorgar la escritura prevista en el artículo 6 de la Ley del Mercado de Valores.

b) Funciones de gestión burocrática. No comportan un ejercicio de discrecionalidad volitiva por parte de la sociedad gestora, sino que se trata de funciones de administración conservativa. Entre ellas se encuentran las relativa a la llevanza de la contabilidad y a la remisión de información a los partícipes, sociedad de capital-riesgo o Comisión Nacional del Mercado de Valores.

c) Funciones de gestión decisoria o volitiva. Comportan un elemento decisorio en la acción de la sociedad gestora. Entre ellas se encuentran la decisión de las concretas inversiones a realizar y la designación de las personas que han de participar en los órganos de gestión o administración de las sociedades participadas.

## 3. Responsabilidad

Como ya se ha indicado, las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo actuarán en interés de los partícipes o accionistas en las inversiones y patrimonios que gestionen, ajustándose a las disposiciones de la Ley 1/99. Serán responsables frente a los partícipes o accionistas de todos los perjuicios que les causaren por el incumplimiento de las obligaciones establecidas en dicha Ley (art. 32.1 y 2). Conforme al anexo 3.A de la Circular 4/1999, de 22 de septiembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre

procedimientos administrativos y modelos normalizados de las entidades de capital-riesgo y de sus sociedades gestoras, en el folleto de la sociedad gestora debe figurar el siguiente párrafo: "La dirección y administración del Fondo corresponde a una sociedad gestora quien, conforme a la legislación vigente, tendrá las más amplias facultades de dominio, representación y administración del patrimonio del Fondo, sin que ello suponga ostentar la propiedad del mismo. La sociedad gestora del FCR, ajustándose a las disposiciones vigentes, debe actuar siempre en interés de los partícipes en las inversiones que gestionen y será responsable frente a ellos de todo perjuicio que les pudiera causar por incumplimiento de sus obligaciones." La obligación legal se incorpora así, por la vía del folleto, a la relación contractual entre partícipes y sociedad gestora en pro de la transparencia en dicha relación jurídica.

La referencia a las obligaciones establecidas en la Ley 1/99 no ha de ser entendida en sentido restrictivo. La responsabilidad no se limita a las obligaciones expresa y directamente establecidas de forma concreta en el texto legal. Incluye todas aquellas obligaciones asumidas por vía contractual para la realización de su objeto social: la gestión de un patrimonio ajeno. Dicha gestión se ha de llevar a cabo con la diligencia de un ordenado empresario y de un representante leal, cumpliendo con las normas de conducta que la actuación en interés ajeno requiere (artículo 37.5 del proyecto de ley de instituciones de inversión colectiva). Deberán actuar en el ejercicio de sus actividades con imparcialidad y sin anteponer los intereses propios a los de sus clientes (art. 1 del Código General de Conducta de los Mercados de Valores, aprobado por RD 629/1993, de 3 de mayo; artículo 2.2.g, Orden de 7 de octubre de 1999 de desarrollo del RD 629/1993).

El artículo 32 de la Ley 1/99 reconoce la responsabilidad de la sociedad gestora frente a los partícipes o accionistas de las entidades de capital-riesgo gestionadas. Se confiere, pues, a éstos una acción directa contra la sociedad gestora por los daños y perjuicios que, por incumplimiento de sus obligaciones, puedan padecer los partícipes o accionistas. La Ley equipara a estos efectos a partícipes y accionistas. No hace mención, sin embargo, de un hecho relevante: a diferencia del fondo, la sociedad de capital-riesgo sí tiene personalidad jurídica. El reconocimiento de acción directa a favor de los accionistas no debe ir en detrimento de la propia sociedad de capital-riesgo.

En el caso de gestión de un fondo de capital-riesgo,

es evidente que, al carecer éste de personalidad jurídica, sólo los partícipes pueden ejercitar la acción de responsabilidad contra la sociedad gestora. Pero en el supuesto de gestión de los activos de una sociedad de capital-riesgo, esta sociedad es la titular de su patrimonio, no los accionistas. El artículo 23.5 de la Ley 1/99 exige que se incluya en los estatutos de las sociedades de capital-riesgo la posibilidad de que la gestión de las inversiones, previo acuerdo de la junta general, la realice una sociedad gestora de entidades de capital-riesgo con la que contrate el mencionado servicio. Este contrato se formaliza entre la sociedad gestora y la sociedad de capital-riesgo. Los accionistas de una y otra sociedad no son parte en el contrato, aunque, desde un punto de vista económico, tanto unos como otros puedan beneficiarse de la ejecución del mismo.

No cabe aquí una interpretación restrictiva *contrario sensu*. El reconocimiento de una acción de responsabilidad a favor de los accionistas de la sociedad de capital-riesgo frente a la sociedad gestora de su patrimonio no debe implicar la negación de dicha acción a favor de la propia sociedad de capital-riesgo. Sobre la base del contrato de gestión celebrado entre ésta y la sociedad gestora, tanto una como otra gozarán de las acciones pertinentes para exigirse mutuamente responsabilidad por todo incumplimiento contractual.

Ahora bien, si nada se dijese, sobre la base de dicho contrato, salvo pacto en contrario a favor de los accionistas de la sociedad de capital-riesgo, éstos no tendrían acción directa contra la sociedad gestora en caso de daños y perjuicios por incumplimiento de esta última. La Ley 1/99 les concede tal acción como un instrumento de defensa de sus intereses, que constituye un medio de protección especialmente útil para los accionistas minoritarios en caso de que la sociedad de capital-riesgo misma no decidiera exigir responsabilidad a la sociedad gestora. En lugar de tener que accionar contra la propia sociedad de capital-riesgo (artículos 115, 117, 134 y 135 LSA) para que, a su vez, exija responsabilidad a la gestora, se permite que los accionistas de aquélla se dirijan directamente contra ésta sin tener que acudir a la vía de la acción subrogatoria prevista en el artículo 1111 del Código Civil. Es, pues, un régimen más favorable que el establecido por el artículo 302 de la LSA, cuando hace pasar a los obligacionistas por el tamiz del sindicato al establecer: "Las acciones judiciales o extrajudiciales que correspondan a los obligacionistas podrán ser ejercitadas individual o separadamente cuando no contradigan los acuerdos del sindicato dentro de su competencia y sean compatibles con las facultades que al mismo se hubiesen conferido."

#### 4. Sustitución

La Ley 1/99 contempla, en su artículo 33, una vía voluntaria y otra forzosa de sustitución de la sociedad gestora.

a) Sustitución voluntaria. La sociedad gestora de entidades de capital-riesgo podrá solicitar su sustitución cuando lo estime procedente, mediante solicitud formulada conjuntamente con la nueva sociedad gestora ante la Comisión Nacional del Mercado de Valores, en la que la nueva sociedad gestora se manifieste dispuesta a aceptar tales funciones.

b) Sustitución forzosa. En caso de procedimiento concursal de la sociedad gestora, ésta deberá solicitar el cambio conforme al procedimiento descrito en el apartado anterior. La Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá acordar dicha sustitución cuando no sea solicitada por la sociedad gestora.

En uno y otro caso, los efectos de la sustitución se producirán desde el momento de la inscripción de la modificación reglamentaria o estatutaria en la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

La Ley no contempla expresamente un derecho de separación del partícipe cuando se produce la sustitución de la entidad gestora del fondo, como sucede en el caso de fusión de fondos de capital-riesgo (art. 29.1 Ley 1/99). Aunque nada diga la Ley, evidentemente el hecho de la sustitución puede constituir un motivo para que el partícipe decida dejar el fondo y solicitar el reembolso de sus participaciones. La dificultad surge si, conforme al reglamento del fondo, en ese momento no ha lugar al reembolso. Entonces sólo queda al partícipe la posibilidad de transmitir sus participaciones si encuentra adquirente, cosa que puede resultar difícil si la propia sociedad gestora no lo propicia actuando incluso por cuenta propia (artículo 26.3 Ley 1/99).

Sería, pues, oportuno regular en el apartado relativo a la sustitución de la sociedad gestora, que necesariamente ha de figurar en el reglamento de gestión del FCR (art. 25.2.h Ley 1/99), un derecho de separación del partícipe. Se deberá tener en cuenta que el ejercicio de tal derecho de separación puede perjudicar (por ejemplo, cuando se ejerza de forma masiva) a las sociedades participadas, ya que tendría lugar una desinversión anticipada y probablemente precipitada. De ahí que se deban establecer ciertas cautelas buscando un punto de equilibrio entre los intereses en presencia (partícipes y socie-

dades participadas), de forma que se evite un perjuicio desproporcionado a los unos o a las otras, al modo como se establece en el inciso final del artículo 29 de la Ley 1/99.

## XI. RÉGIMEN DE SUPERVISIÓN Y SANCIÓN

### 1. Competencias

La Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá recabar cuantas informaciones estime necesarias sobre los extremos que interese relacionados con las materias objeto de la Ley 1/99. Con el fin de allegar dicha información o de confirmar su veracidad, la Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá realizar cuantas inspecciones considere necesarias.

Las sociedades de capital-riesgo y las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo están obligadas a poner a disposición de la Comisión Nacional del Mercado de Valores cuantos libros, registros y documentos ésta considere precisos, incluidos los programas informáticos y los archivos magnéticos, ópticos o de cualquiera otra clase.

Las actuaciones de comprobación e investigación podrán desarrollarse, a elección de los servicios de la Comisión Nacional del Mercado de Valores:

a) En cualquier despacho, oficina o dependencia de la entidad inspeccionada o de su representante.

b) En los propios locales de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Cuando las actuaciones de comprobación e investigación se desarrollen en los lugares señalados en el apartado a) anterior, se observará la jornada laboral de los mismos, sin perjuicio de que pueda actuarse de común acuerdo en otras horas y días.

La competencia para la incoación e instrucción de los expedientes sancionadores corresponde a la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

La imposición de sanciones por infracciones muy graves corresponderá al ministro de Economía y Hacienda, a propuesta de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, salvo la de revocación de la autorización, que se impondrá por el Consejo de Ministros.

La imposición de sanciones por infracciones graves y leves corresponderá a la Comisión Nacional del Mercado de Valores (art. 36 Ley 1/99).

## 2. Responsabilidad administrativa

Están sujetos a responsabilidad administrativa, y, por tanto, al régimen de supervisión, inspección y sanción previsto en la Ley 1/99 (arts. 34 y 35):

- a) Las sociedades de capital-riesgo.
- b) Las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo.
- c) Los fondos de capital-riesgo.
- d) Cualquier entidad, a los efectos de comprobar la infracción de la reserva de denominación prevista en el artículo 6 de la Ley 1/99.
- e) Las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva, en todo lo relativo a la gestión de fondos de capital-riesgo y de activos de sociedades de capital-riesgo.
- f) Quienes ostenten cargos de administración o dirección de las entidades mencionadas en los apartados anteriores o actúen de hecho como si los ostentaran. Se entienden incluidos en este apartado los administradores o miembros de los órganos colegiados de administración, así como los directores generales y asimilados, entendiéndose por tales aquellas personas que desarrollen en la entidad funciones de alta dirección bajo la dependencia directa de su órgano de administración o de comisiones ejecutivas o consejeros delegados del mismo.

## 3. Régimen sancionador

En todo lo no previsto por la Ley 1/99, el procedimiento sancionador aplicable a las sociedades de capital-riesgo y a las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo se regirá por lo dispuesto en los artículos 19 a 25 de la Ley 26/1988, de 26 de julio, sobre disciplina e intervención de las entidades de crédito, entendiéndose hechas a la Comisión Nacional del Mercado de Valores las referencias contenidas en la misma al Banco de España, así como por la Ley 30/1992, de 26 de noviembre, de régimen jurídico de las administraciones públicas y del procedimiento administrativo común, y su normativa de desarrollo (artículo 37 Ley 1/99).

Entre las infracciones muy graves (art. 38.1) se encuentran:

- Carencia de contabilidad.

- Declaraciones falsas para obtener la autorización.
- Incumplimiento grave de los coeficientes obligatorios de inversión.
- Ocultación de información a la Comisión Nacional del Mercado de Valores.
- Entre las infracciones graves (art. 38.2) se encuentran:
  - Incumplimiento de información a socios y partícipes.
  - Incumplimiento del régimen de participaciones significativas.
  - Fijación de remuneraciones o ventajas a los fundadores.
  - Determinación indebida del valor de las participaciones en un FCR.
  - Dejación en la llevanza de la contabilidad.
  - Incumplimiento grave de los coeficientes de libre disposición.
  - Incumplimiento del régimen de suscripción y reembolso de participaciones en perjuicio grave para los partícipes de un FCR.
  - Falta de remisión de información a la Comisión Nacional del Mercado de Valores.
  - Adopción de decisiones que privilegien a unos socios o partícipes en perjuicio de otros.

Constituyen infracciones leves (art. 38.1): cualquier infracción de la Ley 1/99 o sus disposiciones de desarrollo que no constituya infracción grave o muy grave.

Las sanciones se establecen en el artículo 39 de la Ley 1/99. Por la comisión de infracciones muy graves se impondrá al infractor una o más de las siguientes sanciones:

- a) Multa por importe de 25 a 50 millones de pesetas.
- b) Multa por importe no inferior al tanto ni superior al doble de los beneficios fiscales obtenidos.
- c) Revocación de la autorización como entidad de capital-riesgo.

Las sanciones por infracciones muy graves serán publicadas en el *Boletín Oficial del Estado* una vez sean firmes en vía administrativa. En todo caso, la entidad que hubiese cometido una infracción calificada como muy grave deberá ingresar en el Tesoro el importe no prescrito de todos los beneficios fiscales de que hubiere disfrutado, con los intereses de demora correspondientes.

Por la comisión de infracciones graves se impondrá al infractor una o más de las siguientes sanciones:

- a) Multa por importe no superior a 25 millones de pesetas.
- b) Multa por importe no superior a los beneficios fiscales obtenidos.
- c) Amonestación pública, con publicación en el *Boletín Oficial del Estado*.

Por la comisión de infracciones leves se impondrá al infractor una de las siguientes sanciones:

- a) Amonestación privada.
- b) Multa de hasta un millón de pesetas.

Además de la sanción que corresponda imponer al infractor por la comisión de infracciones graves o muy graves, se podrá imponer una de las siguientes sanciones a quienes, ejerciendo cargos de administración o dirección en la misma, sean responsables de la infracción:

- a) Multa por importe de hasta tres millones de pesetas a cada uno de los responsables.
- b) Suspensión en el ejercicio de todo cargo directivo por plazo no superior a tres años.
- c) Separación del cargo con inhabilitación para ejercer cargos de administración o dirección en la misma entidad por un plazo no superior a cinco años.

Al objeto de graduación de las sanciones establecidas, se atenderá, con las necesarias especialidades, a los criterios fijados en el artículo 14 de la Ley 26/1988, de 29 de julio, de disciplina e intervención de las entidades de crédito.

En relación con el régimen sancionador en el ámbito de la inversión en capital-riesgo, se ha de tener en cuenta la naturaleza del régimen jurídico conte-

nido en la Ley 1/99. No se trata de un régimen que necesariamente se haya de aplicar con carácter general para invertir en capital-riesgo. Esta actividad de inversión bajo la modalidad de capital-riesgo puede constituir el objeto de una sociedad o fondo sin necesidad de someterse al régimen jurídico establecido en la Ley 1/99. No se podrá utilizar en la denominación la expresión "capital-riesgo", pero sí se podrá desarrollar dicha actividad inversora. Se tratará de una actividad financiera sujeta, en su caso, a la legislación sobre instituciones de inversión colectiva o de sociedades, pero no a la específica sobre capital-riesgo.

La legislación especial sobre capital-riesgo contiene el régimen jurídico al que se han de ajustar unas determinadas entidades con la única finalidad de conseguir unos beneficios fiscales. Es un instrumento del legislador para incentivar la actividad financiera en la modalidad de capital-riesgo, a fin de propiciar la disponibilidad de recursos con destino a la financiación de pequeñas y medianas empresas, especialmente para la realización de proyectos empresariales innovadores, sin perjuicio de la búsqueda de rentabilidad por parte de los inversores (Bergareche, 1984, pág. 121).

En la medida, pues, en que existen beneficios fiscales, se establecen instrumentos de control por parte de la Administración pública. Pero no se hace aquí siguiendo los cauces habituales en estos casos, es decir, atribuyendo a la Administración tributaria la competencia para comprobar el cumplimiento de determinados requisitos que confieren el derecho a un determinado beneficio fiscal. Por el contrario, se establece un régimen jurídico sustantivo completo que configura y regula unas determinadas instituciones jurídicas: fondos y sociedades. No es un régimen de carácter necesario al que haya de someterse toda institución de capital-riesgo. Pero sí es exclusivo y excluyente. Sólo las entidades que a él se sometan podrán utilizar la denominación "capital-riesgo" y tendrán derecho a su régimen fiscal específico.

Si el legislador se hubiese limitado a establecer unos meros requisitos adicionales para obtener beneficios fiscales, el régimen sancionador se hubiese centrado en la denegación de éstos si faltasen aquéllos. Pero no. Los beneficios fiscales no son el único elemento que el legislador tiene en cuenta a la hora de establecer las sanciones. El ingreso de las cantidades correspondientes al beneficio fiscal sólo se contempla en el supuesto de infracciones muy graves. El legislador se ocupa de establecer una variedad de posibles sanciones para las diferentes infracciones, al modo como se hace, con carácter general, cuando

se establece un régimen único y obligatorio para el desempeño de una determinada actividad sujeta a supervisión administrativa (como son, por ejemplo, la aseguradora o la de intermediación en el crédito).

En consecuencia, en cada caso se sopesará y decidirá si los beneficios fiscales buscados justifican el sometimiento a un régimen jurídico más estricto, o si se prescinde de aquéllos y del uso de la denominación "capital-riesgo" con tal de no someterse al régimen de supervisión administrativa, que va desde la autorización administrativa previa al control permanente de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Históricamente, los operadores del sector han considerado que los beneficios fiscales no han sido suficientes para compensar el sometimiento al régimen jurídico específico de capital-riesgo (Martí, 1988, pág. 164). Sólo el 17 por 100 de los recursos captados en 1998 con destino a la inversión en capital-riesgo pertenecen a entidades de capital-riesgo sometidas al régimen jurídico específico de estas entidades (7).

#### 4. Intervención y sustitución

El artículo 40 de la Ley 1/99 dispone: "Será de aplicación a las sociedades de capital-riesgo y a las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo lo dispuesto para las entidades de crédito en el Título III de la Ley 26/1988, de 26 de julio de Disciplina e Intervención de las Entidades de Crédito. La competencia para acordar las medidas de intervención o sustitución corresponderá a la Comisión Nacional del Mercado de Valores." Aquí la competencia se confiere a esta Comisión, mientras que la Ley de Disciplina e Intervención de las Entidades de Crédito la confiere al Banco de España.

El Título III de la Ley 26/1988, de 26 de julio, abarca de los artículos 31 a 38. Según el artículo 31, únicamente cuando una entidad se encuentre en una situación de excepcional gravedad, que ponga en peligro la efectividad de sus recursos propios o su estabilidad, liquidez o solvencia, podrá acordarse la intervención de la misma o la sustitución provisional de sus órganos de administración o dirección. Estas medidas se mantendrán hasta que se supere la situación mencionada.

De igual modo se procederá cuando, existiendo indicios fundados de que concurre la situación de excepcional gravedad, la verdadera situación de la entidad no pueda deducirse de su contabilidad.

Los acuerdos de intervención o sustitución se adop-

tarán previa audiencia de la sociedad durante un plazo no inferior a cinco días, salvo que se haya procedido a instancias de la misma, o cuando el retraso que tal trámite origine comprometa gravemente la efectividad de la medida o los intereses económicos afectados.

El acuerdo designará a la persona o personas que hayan de ejercer las funciones de intervención o hayan de actuar como administradores provisionales, e indicará si tales personas deben actuar conjunta, mancomunada o solidariamente. Dicho acuerdo, de carácter inmediatamente ejecutivo, será objeto de publicación en el *Boletín Oficial del Estado* y de inscripción en los registros públicos correspondientes. Tanto la publicación como la inscripción citadas determinarán la eficacia del mismo frente a terceros.

En el supuesto de intervención, los actos y acuerdos de cualquier órgano de la sociedad que se adopten en cualquier fecha posterior a la publicación del acuerdo en el *Boletín Oficial del Estado* no serán válidos ni podrán llevarse a efecto sin la aprobación expresa de los interventores designados (art. 35, Ley 26/1988, de 26 de julio).

En el caso de sustitución del órgano de administración, los administradores provisionales designados tendrán el carácter de interventores respecto de los actos o acuerdos de la junta general de la sociedad, de forma que no serán válidos ni podrán llevarse a efecto sin su aprobación expresa (artículo 36, Ley 26/1988, de 26 de julio).

## XII. CONSIDERACIÓN FINAL

La disposición transitoria primera de la Ley 1/99 establece:

"1. Las entidades y sociedades gestoras de capital-riesgo inscritas en el registro especial dependiente del Ministerio de Economía y Hacienda a la entrada en vigor de la presente Ley, deberán adaptar su actividad y reglamento o estatutos a lo establecido en esta Ley en el plazo de un año.

2. En caso de no procederse a la adaptación a que se refiere el número anterior será revocada la autorización, cancelándose de oficio su inscripción en el Registro de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. A partir de dicha fecha, la entidad afectada no podrá utilizar la denominación reservada por esta Ley a las entidades inscritas y perderá los beneficios fiscales previstos para las entidades de capital-riesgo.

3. Los actos y documentos legalmente necesarios para que las sociedades constituidas con arreglo a la legislación anterior puedan, dentro de los plazos señalados en estas disposiciones transitorias, dar cumplimiento a lo establecido en la presente Ley quedarán exentos del Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados.

El Gobierno, a propuesta conjunta del Ministro de Economía y Hacienda y del Ministro de Justicia, fijará una reducción en los derechos arancelarios que los notarios y los registradores mercantiles aplicarán al otorgamiento e inscripción en el Registro de los actos y documentos necesarios para la adaptación de las sociedades y fondos existentes a lo previsto en la presente Ley."

El inciso final del número 2 de esta disposición pone de manifiesto el verdadero alcance de esta Ley. Constituye un régimen jurídico opcional para las entidades que decidan someterse a él. El ejercicio de la actividad inversora en capital-riesgo no tiene que estar necesariamente sometido a la Ley 1/99. Ahora bien, el uso del nombre y el disfrute de los beneficios fiscales se limita a las entidades que se sometan al régimen legal que dicha Ley establece. Una vez se opta por este régimen jurídico, se aplica en su totalidad, con carácter necesario e ineludible. Dicho régimen constituye un todo que se toma o se deja en su integridad, no parcialmente.

Así, cuando en la disposición transitoria segunda se establece el régimen transitorio de las entidades y sociedades gestoras de capital-riesgo, las dos únicas consecuencias jurídicas que se contemplan en caso de falta de adaptación son la pérdida de la denominación reservada "capital-riesgo" y los beneficios fiscales. No se impone la disolución o la prohibición del ejercicio de la actividad a que se dedican. No hay, por otra parte, sanción alguna, puesto que no se trata de "castigar" infracción de ningún tipo.

El mismo principio se repite en la disposición transitoria tercera en relación con la autorización de entidades ya existentes pero que no habían accedido a la inscripción en el correspondiente Registro administrativo especial.

## NOTAS

(\*) Ley 1/1999, de 5 de enero, reguladora de las entidades de capital-riesgo y de sus sociedades gestoras.

(1) MARTÍNEZ SANJUÁN, *Diario de Sesiones del Congreso de los*

*Diputados*, Comisión de Economía, Comercio y Hacienda, 1998, VI Legislatura, núm. 544, 7 de octubre de 1998.

(2) *El País*, 18 de julio de 1999, "Negocios", págs. 1 y 23.

(3) *Boletín Oficial de las Cortes Generales*, VI Legislatura, Serie A: Proyectos de Ley, 29 de septiembre de 1998, núm. 115-7.

(4) MARTÍNEZ SANJUÁN, Grupo Parlamentario Socialista, *Diario de Sesiones del Congreso de los Diputados*, Comisión de Economía, Comercio y Hacienda, 1998, VI Legislatura, núm. 544, 7 de octubre de 1998.

(5) *El País*, 18 de julio de 1999, "Negocios", pág. 23.

(6) Congreso de los Diputados, serie A, 19 de julio de 1999, número 178-1.

(7) *El País*, *loc. cit.* en nota 5.

## BIBLIOGRAFÍA

ALCALÁ OLID, F. (1995), *El capital-riesgo en España: Análisis del procedimiento de actuación*, Madrid.

BAUZÁ MORÉ, F. (1994), "Sociedades de capital-riesgo y fondos de capital-riesgo", en *Derecho del Mercado Financiero* (Dir.: ALONSO UREBA y MARTÍNEZ-SIMANCAS y SÁNCHEZ), tomo I, vol. 1, páginas 641-669.

BERGARECH BUSQUET, S. (1984), "La banca privada y la financiación por capital-riesgo", en *La financiación capital-riesgo (venture capital) y el desarrollo de nuevas empresas*, Madrid, páginas 117-130.

BROSETA PONT, M. (1984), «Régimen de los "préstamos participativos". (El art. 11 del Real Decreto-Ley 8/1983, de 30 de noviembre, de Reconversión y Reindustrialización)», *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, nº. 14, abril-junio, págs. 247-290.

EMBID IRUJO, J.M. (1986), "Aproximación al significado jurídico de las sociedades y fondos de capital-riesgo", *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, nº. 22, págs. 365-379.

FRADEJAS RUEDA, O. M. (1994), "Créditos participativos", en *Derecho del Mercado Financiero*, tomo II, vol. 1, (Dir.: ALONSO UREBA, y MARTÍNEZ-SIMANCAS y SÁNCHEZ), Madrid, págs. 331-354.

GARCÍA VILLAVEVERDE, R. (1999), "Créditos participativos", en *Instituciones del mercado financiero* (Dir.: ALONSO UREBA, y MARTÍNEZ-SIMANCAS), vol II, págs. 657-678.

GARCÍA-POZUELO BONALES, M. (1987), "Significado y evolución de los instrumentos de financiación industrial: el capital-riesgo", *Papeles de Economía Española*, SUPLEMENTOS SOBRE EL SISTEMA FINANCIERO, nº. 20, págs. 21-44.

IGLESIAS PRADA, J.L. (1989), "Aproximación al estudio de las sociedades de capital-riesgo", *Revista de Derecho Mercantil*, nº. 191, 1989, págs. 45-66, reproducido en *Nuevas entidades, figuras contractuales y garantías en el mercado financiero* (Coord.: A. ALONSO UREBA; R. BONARDELL LENZANO; R. GARCÍA VILLAVEVERDE), Madrid, 1990, págs. 69-91.

— (1995), "Sociedad y fondo de capital-riesgo", en *Enciclopedia Jurídica Básica*, IV, Madrid, págs. 6349-6351.

LÓPEZ PINTO, V. (1984) "Política de las Sociedades de Desarrollo Industrial (SODIS) en la financiación de nuevas empresas", en *La financiación capital-riesgo (venture capital) y el desarrollo de nuevas empresas*, Madrid, págs. 169-173.

- MAROTO ACÍN, J. A. (1993), "El capital-riesgo y la financiación empresarial", *Alta Dirección*, nº. 167, págs. 79-88.
- MARTÍ PELLÓN, J. (1988), "La actividad de las sociedades y fondos de capital-riesgo en España durante 1987", *Información Comercial Española*, nº. 662, págs. 137-165.
- MEDINA FERNÁNDEZ, E. (1988), "Consideraciones y aspectos legales del capital-riesgo en España", *Economía Industrial*, nº. 260, páginas 113-121.
- MÍNGUEZ PRIETO, R. (1998), "Novedades normativas en materia de entidades de capital-riesgo", *Actualidad Financiera*, nº. 6, págs. 3-8.
- MOLINA RUIZ, J. (1987), "Reflexiones a la consideración de los créditos participativos como fondos propios", *Revista de Economía y Empresa*, nº. 19, septiembre-diciembre, págs. 69-76.
- TAPIA HERMIDA, A. J. (1998), *Sociedades y fondos de inversión y fondos de titulización*, Madrid.
- URÍA MERUÉNDANO, R. (1984), "La problemática de los contratos de capital-riesgo en España", en *La financiación capital-riesgo (venture capital) y el desarrollo de nuevas empresas*, Madrid, páginas 83-96.
- VALLORI BENNASAR, J. (1984), "El papel del CDTI en el desarrollo tecnológico de la empresa española", en *La financiación capital-riesgo (venture capital) y el desarrollo de nuevas empresas*, Madrid, págs. 163-168.
- VENDRELL VILANOVA, A. (1999), "Un nuevo impulso para la actividad de capital-riesgo", *Actualidad Financiera*, nº. 4, abril, págs. 3-13.

## **Ley 1/1999, de 5 de enero, reguladora de las Entidades de Capital-Riesgo y de sus sociedades gestoras**

---

### EXPOSICIÓN DE MOTIVOS

El Capital-Riesgo es una actividad financiera consistente en proporcionar recursos a medio y largo plazo, pero sin vocación de permanencia ilimitada, a empresas que presentan dificultades para acceder a otras fuentes de financiación. La presente Ley viene a establecer un marco jurídico estable y completo a las entidades de capital-riesgo españolas.

El régimen jurídico vigente de las presentes instituciones financieras tiene sus orígenes en las prescripciones contenidas en el Real Decreto-ley 1/1986, de 14 de marzo sobre Medidas urgentes administrativas, financieras, fiscales y laborales (artículos 12 a 16).

Estas previsiones legales han sido objeto de sucesivas reformas. Entre ellas cabe destacar las introducidas por la Ley 33/1987, de 23 de diciembre; la contenida en la disposición adicional cuarta de la Ley 3/1994, de 14 de abril, por la que se adapta la legislación española en materia de entidades de crédito a la segunda Directiva de Coordinación Bancaria y se introducen otras modificaciones relativas al sistema financiero; y, finalmente, las producidas por el Real Decreto-ley 7/1996, de 7 de junio, sobre Medidas urgentes de carácter fiscal y de fomento y liberalización de la actividad económica.

Entre las principales novedades de la Ley se encuentra el establecimiento de un régimen jurídico de autorización, supervisión, inspección y sanción homologable al resto de los sujetos que actúan en nuestros mercados financieros. En coherencia, se atribuyen a la Comisión Nacional del Mercado de Valores el grueso de las potestades de supervisión sobre los nuevos sujetos: Sociedades de Capital-Riesgo, Fondos de Capital-Riesgo y sociedades gestoras de entidades de Capital-Riesgo. La Ley admite incluso que las sociedades gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva gestionen Fondos de Capital-Riesgo o los activos de las Sociedades de Capital-Riesgo, independientemente de que tales gestoras se encuentren reguladas en otra sede normativa (Ley 46/1984, de 26 de diciembre, reguladora de las Instituciones de Inversión Colectiva).

En cuanto a la política de inversión a desarrollar por las Sociedades y Fondos de Capital-Riesgo, se ha seguido y profundizado en la línea marcada por el Real Decreto-ley 7/1996, de 7 de junio, sobre Medidas Urgentes de Carácter Fiscal y de Fomento y Liberalización de la Actividad Econó-

mica. Así, junto a su objeto social tradicional de participación temporal en el capital de empresas no financieras y no cotizadas, se unen dos importantes funciones. De una parte, el otorgamiento de préstamos participativos (y, con ciertas limitaciones, cualquier otra forma de financiación), y, de otra, el asesoramiento profesional respecto de las empresas participadas.

El texto también incorpora algunas modificaciones en el régimen fiscal actualmente aplicable a las Entidades de Capital-Riesgo. Así, se abre la posibilidad de alargamiento del período de exención de las rentas que se obtengan de la transmisión de acciones o participaciones de empresas que constituyan el objeto principal de su actividad. De igual modo, se extiende la exención en materia del Impuesto sobre el Valor Añadido a la gestión de activos de Sociedades de Capital-Riesgo.

La Ley incorpora una disposición adicional que, sin estar estrictamente relacionada con el capital-riesgo, persigue potenciar y favorecer la actividad financiera conocida como «factoring». Con la presente disposición se refuerza especialmente la protección de determinadas cesiones de crédito frente a la insolvencia del cedente.

Por último, debe señalarse que esta Ley se dicta en aplicación de los títulos competenciales previstos en la norma 11.<sup>a</sup> y 6.<sup>a</sup> del artículo 149.1 de la Constitución.

### TÍTULO PRELIMINAR

#### Ámbito de aplicación

##### Artículo 1. *Ámbito de aplicación.*

1. La presente Ley tiene por objeto la regulación de las Entidades de Capital-Riesgo y las sociedades gestoras de Entidades de Capital-Riesgo.

2. Son Entidades de Capital-Riesgo las Sociedades y Fondos de Capital-Riesgo.

##### Artículo 2. *Sociedades de Capital-Riesgo.*

1. Las Sociedades de Capital-Riesgo son sociedades anónimas cuyo objeto social principal consiste en la toma

de participaciones temporales en el capital de empresas no financieras cuyos valores no coticen en el primer mercado de las Bolsas de Valores.

2. Para el desarrollo de su objeto social principal, las Sociedades de Capital-Riesgo podrán facilitar préstamos participativos, así como otras formas de financiación, en este último caso únicamente para sociedades participadas. De igual modo, podrán realizar actividades de asesoramiento.

3. Dentro del objeto social no se podrán comprender actividades no amparadas en esta Ley.

#### Artículo 3. *Fondos de Capital-Riesgo.*

Los Fondos de Capital-Riesgo son patrimonios administrados por una sociedad gestora, que tendrán el mismo objeto principal que el definido en el artículo anterior, correspondiendo a la sociedad gestora la realización de las actividades de asesoramiento previstas en el mismo.

#### Artículo 4. *Sociedades gestoras de Entidades de Capital-Riesgo.*

1. Las sociedades gestoras de Entidades de Capital-Riesgo son sociedades anónimas cuyo objeto social principal es la administración y gestión de Fondos de Capital-Riesgo y de activos de Sociedades de Capital-Riesgo. Como actividad complementaria podrán realizar tareas de asesoramiento a las empresas con las que mantengan vinculación como consecuencia del ejercicio de su actividad principal.

2. También podrán gestionar Fondos de Capital-Riesgo y activos de Sociedad de Capital-Riesgo, las sociedades gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva reguladas en la Ley 46/1984, de 26 de diciembre, reguladora de las Instituciones de Inversión Colectiva.

#### Artículo 5. *Domiciliación.*

Las Entidades de Capital-Riesgo reguladas en la presente Ley, así como sus sociedades gestoras, han de estar domiciliadas en territorio nacional y tener en éste su administración central.

#### Artículo 6. *Denominación.*

1. Las denominaciones «Sociedad de Capital-Riesgo», «Fondo de Capital-Riesgo» y «Sociedad Gestora de Entidades de Capital-Riesgo», o sus abreviaturas «SCR», «FCR» y «SGECR» quedarán reservadas a las instituciones autorizadas al amparo de esta Ley e inscritas en el Registro administrativo que al efecto se cree en la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

2. Las Sociedades de Capital-Riesgo, los Fondos de Ca-

pital-Riesgo y las sociedades gestoras de Entidades de Capital-Riesgo están obligados a incluir en su razón social la denominación respectiva o su abreviatura.

3. El Registro Mercantil y los demás Registros públicos no inscribirán aquellas entidades cuya denominación sea contraria al régimen establecido en la presente Ley. Cuando, no obstante, tales inscripciones se hayan practicado, serán nulas de pleno derecho. Dicha nulidad no perjudicará los derechos de terceros de buena fe, adquiridos conforme al contenido de los correspondientes registros.

## TÍTULO I

### Disposiciones generales

#### CAPÍTULO I

### Régimen de autorización

#### Artículo 7. *Condiciones de acceso a la actividad.*

Para poder dar comienzo a su actividad, las Entidades de Capital-Riesgo deberán:

- a) Haber obtenido la autorización previa del proyecto de constitución por el Ministro de Economía y Hacienda a propuesta de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.
- b) Haberse constituido en escritura pública e inscribirse en el Registro Mercantil.
- c) Estar inscritas en el registro administrativo correspondiente de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

#### Artículo 8. *Autorización previa.*

1. Las Entidades de Capital-Riesgo para obtener la autorización exigida en el apartado a) del artículo anterior deberán cumplir los siguientes requisitos:

- a) Limitar su objeto al establecido por esta Ley.
- b) Disponer del capital social o del patrimonio establecidos en esta Ley para cada tipo de entidad.
- c) Presentar un proyecto financiero de la entidad.

2. Las Sociedades de Capital-Riesgo deberán cumplir, además de los anteriores, los requisitos siguientes:

- a) Contar con una buena organización administrativa y contable, así como con los medios humanos y técnicos adecuados a las características y volumen de su actividad.

b) Que su Consejo de Administración esté formado por, al menos, tres miembros y sus consejeros, así como sus directores generales y asimilados tengan una reconocida honorabilidad comercial, empresarial o profesional.

c) Que ninguno de los miembros de su Consejo de Administración, así como ninguno de sus directores generales o asimilados, haya sido, en España o en el extranjero, declarado en quiebra o concurso de acreedores sin haber sido rehabilitado, se encuentre procesado, o, tratándose del procedimiento a que se refiere el Título III del Libro IV de la Ley de Enjuiciamiento Criminal, se hubiera dictado auto de apertura del juicio oral, o tenga antecedentes penales, por delitos de falsedad, contra la Hacienda Pública y contra la Seguridad Social, de infidelidad en la custodia de documentos y violación de secretos, de blanqueo de capitales, de receptación y otras conductas afines, de malversación de caudales públicos, contra la propiedad, o esté inhabilitado o suspendido, penal o administrativamente, para ejercer cargos públicos o de administración o dirección de entidades financieras.

d) Que la mayoría de los miembros de su Consejo de Administración, así como todos los directores generales y asimilados cuenten con conocimientos y experiencia adecuados en materias financieras o de gestión empresarial, así como las personas físicas que representen a las personas jurídicas que sean consejeros.

#### Artículo 9. *Registros.*

En la Comisión Nacional del Mercado de Valores se llevarán los siguientes Registros públicos:

- a) Registro de sociedades gestoras de Entidades de Capital-Riesgo.
- b) Registro de Sociedades de Capital-Riesgo.
- c) Registro de Fondos de Capital-Riesgo.
- d) Registro de Participaciones Significativas.
- e) Registro de Folletos y Memorias Anuales.

#### Artículo 10. *Procedimiento de autorización.*

1. Corresponderá al Ministro de Economía y Hacienda autorizar las Entidades de Capital-Riesgo a propuesta de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

La resolución será motivada y deberá notificarse dentro de los tres meses siguientes a la recepción de la solicitud, que se entenderá desestimada con los efectos previstos en la Ley de Régimen Jurídico de las Administraciones Públicas y del Procedimiento Administrativo Común, si transcurrido el plazo anterior no hubiera recaído resolución sobre la misma.

2. La solicitud de autorización sólo podrá denegarse por las siguientes causas:

a) Por incumplimiento de los requisitos previstos en el artículo 8.

b) Por la existencia de graves dificultades para obtener información que la Comisión Nacional del Mercado de Valores estime necesaria para el adecuado desarrollo de sus funciones supervisoras.

3. El Ministro de Economía y Hacienda o, con su habilitación expresa, la Comisión Nacional del Mercado de Valores, determinará para cada tipo de Entidad de Capital-Riesgo, atendiendo a sus especialidades:

a) Los requisitos y los modelos normalizados de solicitud de autorización.

b) Los modelos normalizados de los documentos que se deberán acompañar, entre los que figurarán, necesariamente, el proyecto de sus Estatutos o de su Reglamento, un folleto informativo y una memoria sobre el proyecto de la entidad.

4. La memoria explicativa del proyecto deberá contener cuanta información se precise para permitir una correcta evaluación de la entidad que se pretende crear y entre ella, necesariamente, la correspondiente a la identificación de los promotores, aportantes y sus respectivas participaciones, relación de los mismos con otras entidades financieras y posibles vínculos entre ellos, fines y objetivos de la futura Sociedad de Capital-Riesgo o Fondo de Capital-Riesgo, política de inversiones y de distribución de resultados, así como el ámbito personal y geográfico en el que operará la correspondiente entidad.

5. El folleto informativo contendrá los Estatutos o el Reglamento, según proceda, así como aquellos aspectos principales de la institución de carácter financiero y jurídico.

#### Artículo 11. *Constitución.*

1. Una vez autorizada, la Entidad de Capital-Riesgo podrá proceder a su constitución en escritura pública.

2. Las aportaciones para la constitución del capital social o del patrimonio podrán realizarse en efectivo o, si se trata de Sociedad de Capital-Riesgo, en especie, según los criterios que se establecen en el artículo 23.

3. Las Entidades de Capital-Riesgo, una vez constituidas en escritura pública, se inscribirán en el Registro Mercantil.

#### Artículo 12. *Inscripción.*

1. Para obtener su inscripción en el registro administrativo correspondiente de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, las Entidades de Capital-Riesgo presentarán

ante el mismo las escrituras de constitución debidamente inscritas en el Registro Mercantil y la autorización expedida por el Ministerio de Economía y Hacienda. La inscripción sólo podrá ser denegada cuando se hubiera producido cualquier alteración del proyecto inicialmente autorizado.

2. Reglamentariamente se determinará el plazo y contenido de la verificación previa a la inscripción en el Registro administrativo correspondiente.

3. Transcurrido un año desde la autorización sin haberse producido la inscripción en el Registro de la Comisión Nacional del Mercado de Valores por causas no imputables a la Administración, aquélla se entenderá caducada.

#### Artículo 13. *Revocación.*

La revocación de la autorización de una sociedad gestora o de una Entidad de Capital-Riesgo, podrá ser acordada, previo expediente con audiencia del interesado, por las siguientes causas:

a) Por el incumplimiento sobrevenido de los requisitos exigidos para su autorización.

b) Por incurrir, en su caso, en suspensión de pagos o quiebra.

c) Como sanción, en los casos contemplados en el Título IV.

Dicha revocación será acordada por el Consejo de Ministros, a propuesta del Ministro de Economía y Hacienda e iniciativa de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

La revocación de la autorización implicará la exclusión del correspondiente Registro administrativo.

## CAPÍTULO II

### Condiciones de ejercicio

#### SECCIÓN 1.ª RÉGIMEN GENERAL

#### Artículo 14. *Régimen de actuación.*

1. Las Entidades de Capital-Riesgo deberán cumplir en todo momento los siguientes requisitos:

a) Los exigidos por esta Ley para su autorización.

b) Los porcentajes de inversión en determinados activos fijados por esta Ley y por la normativa que la desarrolle.

2. Las modificaciones que tengan lugar en el seno de su

consejo de administración deberán notificarse a la Comisión Nacional del Mercado de Valores en el plazo y forma que se determinen reglamentariamente.

#### Artículo 15. *Modificaciones de los Estatutos de las Sociedades de Capital-Riesgo y de los Reglamentos de gestión de los Fondos de Capital-Riesgo.*

1. Se ajustarán al mismo procedimiento previsto para la autorización, si bien la solicitud de autorización de las modificaciones estatutarias podrá realizarse, de forma condicionada, por los administradores de la Sociedad de Capital-Riesgo con anterioridad a la aprobación por la Junta General de Accionistas.

2. Reglamentariamente se determinarán aquellas modificaciones que, por ser de escasa relevancia, requerirán únicamente la comunicación a la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

#### SECCIÓN 2.ª RÉGIMEN DE INVERSIONES

#### Artículo 16. *Coeficiente obligatorio de inversión.*

1. Las Sociedades y Fondos de Capital-Riesgo adecuarán su política de inversiones a los criterios expresamente establecidos en sus Estatutos o Reglamentos de gestión, respectivamente.

2. En todo caso deberán mantener, como mínimo, el 60 por 100 de su activo en acciones y participaciones en el capital de empresas que sean objeto de su actividad. Dentro de este porcentaje podrán dedicar hasta 30 puntos porcentuales del total de su activo a préstamos participativos a empresas que sean objeto de su actividad, estén participadas o no por la Entidad de Capital-Riesgo.

#### Artículo 17. *Coeficiente de libre disposición.*

El resto de su activo no sujeto al coeficiente obligatorio de inversión determinado en el artículo 16 anterior podrá mantenerse en:

a) Valores de renta fija negociados en mercados secundarios organizados.

b) Participaciones en el capital de empresas que no cumplan los requisitos exigidos en el número 1 del artículo 2 de la presente Ley.

c) Efectivo, a título de coeficiente de liquidez, o demás activos especialmente líquidos que reglamentariamente se precisen, en aquellos casos en los que estatutaria o reglamentariamente se prevean reembolsos periódicos.

d) Préstamos participativos.

e) Financiación de cualquier tipo a empresas participadas.

f) En el caso de Sociedades de Capital-Riesgo, hasta el 20 por 100 de su capital social, en elementos de inmovilizado necesarios para el desarrollo de su actividad.

#### Artículo 18. *Limitaciones de grupo.*

1. Las Entidades de Capital-Riesgo no podrán invertir más del 25 por 100 de su activo en una misma empresa, ni más del 35 por 100 en empresas pertenecientes al mismo grupo de sociedades, entendiéndose por tal el definido en el artículo 4 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

2. Las Entidades de Capital-Riesgo no podrán invertir en empresas pertenecientes a su grupo, tal y como éste se define en el artículo 4, anteriormente citado, de la Ley 24/1988.

A estos efectos, se considerará que las empresas en las que participen directamente las Entidades de Capital-Riesgo, que cumplan los requisitos establecidos en el artículo 2.1 de la presente Ley, no son empresas pertenecientes al grupo de la Entidad de Capital-Riesgo de que se trate.

#### Artículo 19. *Incumplimientos temporales de las inversiones.*

1. Los porcentajes previstos en el número 2 del artículo 16, letra f) del artículo 17 y número 1 del artículo 18 podrán ser incumplidos por las Entidades de Capital-Riesgo durante los siguientes períodos:

a) Durante los primeros tres años, a partir desde su constitución.

b) Durante veinticuatro meses, a contar desde que se produzca una desinversión característica del coeficiente obligatorio.

2. En el supuesto de devolución de aportaciones a partícipes o socios, los coeficientes se computarán teniendo en cuenta el patrimonio inicial.

3. La Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá, con carácter excepcional, eximir del cumplimiento de los porcentajes previstos en el apartado 2 del artículo 16, o autorizar la ampliación de los plazos a que se refiere el apartado 1 de este artículo, a solicitud de la Sociedad de Capital-Riesgo o de la sociedad gestora del Fondo, en atención a la situación del mercado y a la dificultad de encontrar proyectos para cubrir, adecuadamente, el porcentaje mencionado.

#### Artículo 20. *Otros límites a las inversiones.*

1. Reglamentariamente podrán establecerse limitaciones a la inversión en determinados tipos de activos, así como un coeficiente mínimo de liquidez a mantener, en su caso, los Fondos de Capital-Riesgo.

2. A los efectos de calcular los porcentajes previstos en los artículos precedentes, se habilita al Ministro de Economía y Hacienda para determinar los conceptos contables que integran el activo de las Entidades de Capital-Riesgo.

3. Reglamentariamente podrán establecerse límites a la financiación ajena que puedan obtener las Entidades de Capital-Riesgo.

### SECCIÓN 3.ª OBLIGACIONES DE INFORMACIÓN Y AUDITORÍA

#### Artículo 21. *Obligaciones de información, de auditoría y contables.*

1. Sin perjuicio de las obligaciones de información establecidas con carácter general, los Fondos de Capital-Riesgo deberán publicar para su difusión entre los partícipes una memoria anual y un folleto informativo, conforme a las siguientes especificaciones:

a) El folleto informativo habrá de editarse por la entidad con carácter previo a su inscripción en el Registro administrativo, y deberá actualizarse al menos anualmente.

b) La memoria anual contendrá la información que se establezca reglamentariamente.

Estos documentos deberán ser remitidos a la Comisión Nacional del Mercado de Valores para el ejercicio de sus funciones de supervisión y registro, así como puestos a disposición de los partícipes en el domicilio social de la sociedad gestora del Fondo de Capital-Riesgo, dentro de los plazos que se determinan reglamentariamente.

2. Las Sociedades de Capital-Riesgo, las sociedades gestoras de Fondos de Capital-Riesgo, así como las sociedades gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva que gestionen Fondos de Capital-Riesgo deberán facilitar a la Comisión Nacional del Mercado de Valores cuanta información se les requiera y, en particular, sobre actividades, inversiones, recursos, patrimonio, estados financieros, accionistas o partícipes, situación económico-financiera, así como en lo concerniente a hechos relevantes, con la frecuencia, alcance y contenido que establezca el Ministro de Economía y Hacienda, y, con su habilitación expresa, la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

3. Las Entidades de Capital-Riesgo deberán someter a informe de auditoría sus estados financieros conforme a lo establecido en la legislación sobre auditoría de cuentas.

#### Artículo 22. *Régimen de participaciones significativas.*

Cuando un mismo socio o partícipe, por sí o por persona interpuesta, adquiera o transmita acciones o participaciones de una Entidad de Capital-Riesgo y, como resultado

de dichas operaciones, el porcentaje de capital suscrito o patrimonio que quede en su poder alcance, exceda o quede por debajo del 20 por 100 y todos sus múltiplos, hasta el 100 por 100 del capital social, en los casos permitidos por esta Ley, deberá comunicarse a la Entidad y a la Comisión Nacional del Mercado de Valores en el plazo de diez días hábiles a partir de la adquisición o transmisión, el porcentaje del capital o patrimonio que haya quedado en su poder tras la operación.

Dicho porcentaje podrá variarse reglamentariamente en aquellos supuestos en que se considere necesario atendiendo a los intereses de los inversores y a las especialidades de la inversión.

## TÍTULO II

### Sociedades y Fondos de Capital-Riesgo

#### CAPÍTULO I

##### Las Sociedades de Capital-Riesgo

Artículo 23. *Legislación aplicable y requisitos de constitución.*

1. Las Sociedades de Capital-Riesgo se regirán por lo establecido en esta Ley y, en lo no previsto por ella, por el texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, aprobado por Real Decreto legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre.

2. El capital social suscrito será al menos de 200 millones de pesetas, debiéndose desembolsar en el momento de su constitución el 50 por 100 y, el resto, en una o varias veces, dentro de un plazo de tres años desde la constitución de la sociedad. Los desembolsos deberán realizarse en efectivo o en bienes que integren su inmovilizado, no pudiendo superar estos últimos el 10 por 100 de su capital social.

3. El capital social estará representado por acciones con igual valor nominal y con los mismos derechos, representadas mediante títulos, en cuyo caso serán nominativas, o mediante anotaciones en cuenta.

4. Quedan prohibidas las remuneraciones o ventajas de los fundadores o promotores previstas en la Ley de Sociedades Anónimas.

5. En sus Estatutos sociales se recogerán, además de las especificaciones previstas en la Ley de Sociedades Anónimas, la política de inversiones, así como la posibilidad de que la gestión de las inversiones, previo acuerdo de la Junta General, la realice una sociedad gestora de Entidades de Capital-Riesgo con la que contrate el mencionado servicio.

## CAPÍTULO II

### Los Fondos de Capital-Riesgo

Artículo 24. *Patrimonio.*

1. El patrimonio mínimo inicial de los Fondos de Capital-Riesgo será de 275 millones de pesetas.

2. Las aportaciones para la constitución inicial y posteriores del patrimonio se realizarán exclusivamente en efectivo.

3. El patrimonio estará dividido en participaciones de iguales características que conferirán a su titular un derecho de propiedad sobre el mismo. Dichas participaciones serán nominativas, tendrán la consideración de valores negociables y podrán estar representadas mediante títulos o anotaciones en cuenta.

Artículo 25. *Constitución del Fondo y especificaciones del contenido de su Reglamento.*

1. El Fondo se constituirá mediante la puesta en común del efectivo que integrará su patrimonio.

2. El contrato de constitución deberá formalizarse en escritura pública en la que deberá constar expresamente:

a) La denominación del Fondo.

b) El objeto, circunscrito exclusivamente a las actividades contempladas en el artículo 3 de la presente Ley.

c) El patrimonio del Fondo en el momento de su constitución.

d) El nombre y domicilio de la sociedad gestora.

e) El Reglamento de gestión del Fondo.

3. El Reglamento de gestión del Fondo de Capital-Riesgo se redactará conforme al modelo normalizado que reglamentariamente se establezca y deberá recoger como mínimo los siguientes extremos:

a) El plazo de duración del Fondo, en su caso.

b) El régimen de emisión y reembolso de las participaciones, incluyendo, en su caso, los reembolsos que se garantizan, periodicidad de los mismos, y régimen de preaviso si los hubiera.

c) El plazo de duración de la prohibición de suscripción y reembolso, si las hubiese.

d) La periodicidad con la que habrá de calcularse el va-

lor de las participaciones a efectos de suscripción y reembolso.

e) Normas para la administración, dirección y representación del Fondo.

f) Determinación y forma de distribución de resultados.

g) Requisitos para la modificación del contrato de constitución, del Reglamento de gestión y condiciones para ejercer, en su caso, el derecho de separación por parte del partícipe.

h) Sustitución de la sociedad gestora.

i) Normas para la disolución y liquidación del Fondo.

j) Tipos de remuneración de la sociedad gestora.

k) La política de inversiones.

4. Se entenderá por política de inversiones, a los efectos del apartado anterior y del artículo 16.1 de esta Ley, el conjunto de decisiones coordinadas orientadas al cumplimiento de su objeto sobre los siguientes aspectos:

a) Sectores empresariales hacia los que se orientarán las inversiones.

b) Áreas geográficas hacia las que se orientarán las inversiones.

c) Tipos de sociedades en las que se pretende participar y criterios de su selección.

d) Porcentajes generales de participación máximos y mínimos que se pretendan ostentar.

e) Criterios temporales máximos y mínimos de mantenimiento de las inversiones y fórmulas de desinversión.

f) Tipos de financiación que se concederán a las sociedades participadas.

g) Prestaciones accesorias que la sociedad gestora del mismo podrá realizar a favor de las sociedades participadas, tales como el asesoramiento o servicios similares.

h) Modalidades de intervención de la entidad gestora en las sociedades participadas, y fórmulas de presencia en sus correspondientes órganos de administración.

5. La escritura pública de constitución del Fondo será otorgada por la sociedad gestora, y deberá inscribirse en el Registro administrativo y en el Registro Mercantil, en la forma establecida en los artículos 11 y 12 de la presente Ley.

**Artículo 26. Régimen de suscripción y reembolso de las participaciones.**

1. La sociedad gestora emitirá y reembolsará las partici-

paciones en el Fondo de acuerdo con las condiciones establecidas en su Reglamento de Gestión.

2. El valor de cada participación será el resultado de dividir el patrimonio del Fondo por el número de participaciones en circulación, valorando aquél de acuerdo con los criterios que establezca el Ministro de Economía y Hacienda.

3. La sociedad gestora podrá gestionar por cuenta del emisor la suscripción y reembolso de participaciones en Fondos de Capital-Riesgo, así como por cuenta propia o ajena su transmisión.

**Artículo 27. Administración.**

1. La dirección y administración de los Fondos de Capital-Riesgo se regirá por lo dispuesto en el Reglamento de gestión de cada Fondo, debiendo recaer necesariamente en una sociedad gestora de Entidades de Capital-Riesgo o en una sociedad gestora de Instituciones de Inversión Colectiva con los requisitos que se fijan en este último supuesto, en su caso, reglamentariamente.

2. En ningún caso podrán impugnarse por defecto de facultades de administración y disposición los actos y contratos realizados por la sociedad gestora del Fondo con terceros en el ejercicio de las atribuciones que le corresponden conforme a lo previsto en la presente Ley.

3. Los acreedores del Fondo no podrán hacer efectivos sus créditos sobre el patrimonio de los partícipes, cuya responsabilidad se limita a sus participaciones.

**Artículo 28. Valoración del patrimonio y distribución de resultados.**

1. El valor del patrimonio del Fondo será el resultado de deducir de la suma de sus activos reales las cuentas acreedoras determinándose el valor de éstas conforme a los criterios que se establezcan por el Ministro de Economía y Hacienda.

2. Los resultados serán la consecuencia de deducir de la totalidad de los ingresos obtenidos por el Fondo la comisión de la sociedad gestora, así como los demás gastos previstos en el Reglamento de gestión del Fondo, entre los cuales se incluirán los de auditoría.

3. En ningún caso el patrimonio del Fondo responderá por las deudas de la sociedad gestora.

**Artículo 29. Fusión, disolución y liquidación.**

1. Podrán fusionarse Fondos de Capital-Riesgo ya sea mediante absorción ya con creación de un nuevo Fondo.

La iniciación del procedimiento requerirá el previo acuerdo de la sociedad gestora de los Fondos que vayan a fusionarse.

La fusión será previamente autorizada por el Ministro de Economía y Hacienda a propuesta de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Los procesos de fusión deberán ser objeto de comunicación a los partícipes para que, en el plazo de un mes a partir de aquella, pueda ejercerse el derecho de separación, con reembolso de las participaciones sin gasto alguno, al valor liquidativo determinado conforme al artículo 26.2 correspondiente al día en que finalice el plazo del ejercicio del derecho de separación.

2. El Fondo quedará disuelto, abriéndose en consecuencia el período de liquidación, por el cumplimiento del término o plazo, o por las causas que se establezcan en su Reglamento de gestión del Fondo.

3. La liquidación del Fondo se realizará por su sociedad gestora. La Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá condicionar la eficacia de la disolución o sujetar el desarrollo de la misma a determinados requisitos, con el fin de disminuir los posibles perjuicios que se ocasionen en las entidades participadas.

### TÍTULO III

#### **Sociedades gestoras de Entidades de Capital-Riesgo**

Artículo 30. *Requisitos.*

1. Las sociedades gestoras de Entidades de Capital-Riesgo deberán ser sociedades anónimas que reunirán los siguientes requisitos:

a) Un capital social mínimo inicial de 50 millones de pesetas, íntegramente desembolsado.

b) Las acciones representativas de su capital social podrán representarse mediante títulos nominativos o mediante anotaciones en cuenta.

c) Todos sus administradores y directivos deberán cumplir los requisitos de honorabilidad e idoneidad establecidos en las letras b), c) y d) del artículo 8.2 de esta Ley.

2. Las condiciones y requisitos para la autorización e inscripción de las sociedades gestoras de Entidades de Capital-Riesgo serán los establecidos en el capítulo I del Título I y la sección 1.<sup>a</sup> del capítulo II del mismo Título I, con las especialidades recogidas en el presente Título de esta Ley.

3. Se habilita al Ministro de Economía y Hacienda para establecer, en su caso, el régimen de recursos propios de las presentes entidades.

Artículo 31. *Sociedades gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva.*

1. En todo lo relativo a la gestión de Fondos de Capital-Riesgo y de activos de sociedades de Capital-Riesgo, las sociedades gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva estarán sujetas a esta Ley y sus disposiciones de desarrollo.

2. Las referencias a las sociedades gestoras de Entidades de Capital-Riesgo contenidas en esta Ley se entenderán también hechas a las sociedades gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva que gestionen Fondos de Capital-Riesgo o activos de Sociedades de Capital-Riesgo.

Artículo 32. *Funciones.*

1. Las sociedades gestoras, de Entidades de Capital-Riesgo actuarán en interés de los partícipes o accionistas en las inversiones y patrimonios que gestionen, ajustándose a las disposiciones de la presente Ley.

2. Serán responsables frente a los partícipes o accionistas de todos los perjuicios que les causaren por el incumplimiento de las obligaciones establecidas en la presente Ley.

3. Las funciones de las sociedades gestoras de Entidades de Capital-Riesgo serán las siguientes:

a) Redacción del Reglamento de gestión de los Fondos.

b) Llevanza de la contabilidad de los Fondos de Capital-Riesgo y de los activos de la Sociedad de Capital-Riesgo, con separación de la suya propia.

c) Determinación del valor de las participaciones y acciones conforme al régimen establecido en el Reglamento de gestión.

d) Emisión de certificados de participaciones y demás documentos previstos en la presente Ley.

e) Distribución de resultados del ejercicio.

f) Establecimiento de los criterios de inversión.

g) Designación de las personas que participarán en los órganos de gestión o administración de las sociedades participadas.

h) Determinación de los medios y programas de asesoramiento técnico, económico y financiero.

4. Las sociedades gestoras de Entidades de Capital-Riesgo deberán someter a informe de auditoría sus estados financieros, conforme a lo establecido en la legislación sobre auditoría. Dicho informe será remitido a la Comisión Nacional del Mercado de Valores en el plazo que se determine reglamentariamente.

### Artículo 33. *Sustitución de gestoras.*

1. La sociedad gestora de Entidades de Capital-Riesgo podrá solicitar su sustitución cuando lo estime procedente, mediante solicitud formulada conjuntamente con la nueva sociedad gestora ante la Comisión Nacional del Mercado de Valores, en la que la nueva sociedad gestora se manifieste dispuesta a aceptar tales funciones.

2. En caso de procedimiento concursal de la sociedad gestora, ésta deberá solicitar el cambio conforme al procedimiento descrito en el apartado anterior. La Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá acordar dicha sustitución cuando no sea solicitada por la sociedad gestora.

3. Los efectos de la sustitución se producirán desde el momento de la inscripción de la modificación reglamentaria o estatutaria en la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

## TÍTULO IV

### Régimen de supervisión, inspección y sanción

#### CAPÍTULO I

#### Disposiciones generales

### Artículo 34. *Sujetos.*

Quedan sujetos al régimen de supervisión, inspección y sanción de la presente Ley:

- a) Las Sociedades de Capital-Riesgo.
- b) Las sociedades gestoras de Entidades de Capital-Riesgo.
- c) Los Fondos de Capital-Riesgo.
- d) Cualquier entidad, a los efectos de comprobar la infracción de la reserva de denominación prevista en el artículo 6.
- e) Las sociedades gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva, en todo lo relativo a la gestión de Fondos de Capital-Riesgo y de activos de Sociedades de Capital-Riesgo.

### Artículo 35. *Responsabilidad.*

1. Las sociedades gestoras de las Entidades de Capital-Riesgo serán responsables en el ejercicio de su actividad de todos los incumplimientos de esta Ley y su normativa de desarrollo, respecto a las entidades que gestionen.

2. Las entidades previstas en el artículo anterior, así como

quienes ostenten cargos de administración o dirección de éstas o actúen de hecho como si los ostentaran, que infrinjan lo dispuesto en esta Ley incurrirán en responsabilidad administrativa sancionable con arreglo a lo dispuesto en este Título.

Ostentan cargos de administración o dirección en las entidades a que se refiere el párrafo anterior, a los efectos de lo dispuesto en este Título, sus administradores o miembros de sus órganos colegiados de administración, así como sus directores generales y asimilados, entendiéndose por tales aquellas personas que desarrollen en la entidad funciones de alta dirección bajo la dependencia directa de su órgano de administración o de comisiones ejecutivas o consejeros delegados del mismo.

### Artículo 36. *Competencias.*

1. La Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá recabar de las entidades señaladas en el artículo anterior cuantas informaciones estime necesarias sobre los extremos que interese relacionados con las materias objeto de esta Ley. Con el fin de allegar dicha información o de confirmar su veracidad, la Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá realizar cuantas inspecciones considere necesarias.

2. Las Sociedades de Capital-Riesgo y las sociedades gestoras de Entidades de Capital-Riesgo, quedan obligadas a poner a disposición de la Comisión Nacional del Mercado de Valores cuantos libros, registros y documentos ésta considere precisos incluidos los programas informáticos y los archivos magnéticos, ópticos o de cualquiera otra clase.

3. Las actuaciones de comprobación e investigación podrán desarrollarse, a elección de los servicios de la Comisión Nacional del Mercado de Valores:

- a) En cualquier despacho, oficina o dependencia de la entidad inspeccionada o de su representante.
- b) En los propios locales de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Cuando las actuaciones de comprobación e investigación se desarrollen en los lugares señalados en el apartado a) anterior, se observará la jornada laboral de los mismos, sin perjuicio de que pueda actuarse de común acuerdo en otras horas y días.

4. La competencia para la incoación e instrucción de los expedientes sancionadores por las infracciones que describe el siguiente capítulo corresponderá a la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

5. La imposición de sanciones por infracciones muy graves corresponderá al Ministro de Economía y Hacienda, a propuesta de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, salvo la de revocación de la autorización, que se impondrá por el Consejo de Ministros.

6. La imposición de sanciones por infracciones graves y

leves corresponderá a la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

## CAPÍTULO II

### Infracciones y sanciones

#### Artículo 37. *Procedimiento.*

1. En todo lo no dispuesto en esta Ley, el procedimiento sancionador aplicable a las Sociedades de Capital-Riesgo y a las sociedades gestoras de Entidades de Capital-Riesgo, se regirá por lo dispuesto en los artículos 19 a 25 de la Ley 26/1988, de 26 de julio, sobre Disciplina e Intervención de las Entidades de Crédito, entendiéndose hechas a la Comisión Nacional del Mercado de Valores las referencias contenidas en la misma al Banco de España, así como por la Ley 30/1992, de 26 de noviembre, de Régimen Jurídico de las Administraciones Públicas y del Procedimiento Administrativo Común, y su normativa de desarrollo.

2. Igualmente será aplicable en el ejercicio de la potestad sancionadora sobre las Sociedades de Capital-Riesgo y las sociedades gestoras de Entidades de Capital-Riesgo lo dispuesto en los artículos 7, 14, 15 y 27 de la Ley 26/1988, de 26 de julio de Disciplina e Intervención de las Entidades de Crédito.

#### Artículo 38. *Infracciones.*

1. Constituyen infracciones muy graves de las personas físicas y jurídicas a las que se refieren los artículos 34 y 35 de esta Ley, los siguientes actos u omisiones:

a) Carecer las Entidades de Capital-Riesgo o sus sociedades gestoras de la contabilidad legalmente exigida o llevarla con vicios o irregularidades esenciales que impidan conocer la situación patrimonial y financiera de la entidad.

b) Obtener la autorización como Entidad de Capital-Riesgo por medio de declaraciones falsas o por otro medio irregular, o incumplir, de manera no meramente ocasional o aislada, las condiciones que dieron lugar a su autorización.

c) Incumplir de forma grave los porcentajes de inversión obligatorios a que se refieren los artículos 16 y 18 de la presente Ley y su normativa de desarrollo cuando de dicho incumplimiento puedan derivarse consecuencias adversas para los socios y partícipes de las Entidades de Capital-Riesgo.

d) La ocultación de información a la Comisión Nacional del Mercado de Valores o el entorpecimiento o resistencia a su actuación inspectora.

e) Las infracciones graves cuando durante los cinco años anteriores a su comisión hubiera sido impuesta al infractor sanción firme por el mismo tipo de infracción.

2. Constituyen infracciones graves de las personas físicas y jurídicas a que se refieren los artículos 34 y 35 de esta Ley los siguientes actos u omisiones:

a) El incumplimiento de las obligaciones de información a socios y partícipes prevista en el artículo 21 de la presente Ley y sus disposiciones de desarrollo.

b) El incumplimiento del régimen de participaciones significativas previsto en el artículo 22 de la presente Ley y sus disposiciones de desarrollo.

c) La fijación de remuneraciones o ventajas a los fundadores a que se refiere el artículo 23.4 de la Ley.

d) La determinación del valor de las participaciones de un Fondo de Capital-Riesgo incumpliendo el régimen establecido en la normativa aplicable o en el Reglamento de gestión.

e) La llevanza de los libros de contabilidad con un retraso superior a cuatro meses, así como las irregularidades de orden contable cuando no fueran constitutivas de infracciones muy graves.

f) Incumplir de forma grave los porcentajes de inversión no obligatorios establecidos en esta Ley.

g) Incumplir en perjuicio grave para los partícipes de un Fondo de Capital-Riesgo el régimen de suscripción y reembolso de participaciones.

h) La falta de remisión a la Comisión Nacional del Mercado de Valores de cuantos documentos o informaciones no contempladas en las letras anteriores, deban remitirse, o que aquélla requiera en el ejercicio de sus funciones, siempre que dicho organismo hubiera recordado por escrito la obligación o reiterado el requerimiento.

i) Incumplir la obligación de actuar en interés de todos sus socios o partícipes, cuando se adopten decisiones que privilegien a unos en perjuicio de otros.

j) Las infracciones leves cuando, durante los dos años anteriores a su comisión, el infractor haya sido objeto de sanción firme por el mismo tipo de infracción.

3. Constituyen infracciones leves de las entidades y personas a que se refieren los artículos 34 y 35 de la presente Ley, cualquier infracción de esta Ley o disposiciones de desarrollo, que no constituya infracción grave o muy grave conforme a lo dispuesto en los dos apartados anteriores.

#### Artículo 39. *Sanciones.*

1. Por la comisión de infracciones muy graves se impondrá al infractor una o más de las siguientes sanciones:

a) Multa por importe de 25 a 50 millones de pesetas.

b) Multa por importe no inferior al tanto ni superior al doble de los beneficios fiscales obtenidos.

c) Revocación de la autorización como Entidad de Capital-Riesgo.

Las sanciones por infracciones muy graves serán publicadas en el «Boletín Oficial del Estado» una vez sean firmes en vía administrativa.

2. En todo caso la entidad que hubiese cometido una infracción calificada como muy grave deberá ingresar en el Tesoro el importe no prescrito de todos los beneficios fiscales de que se hubiere disfrutado con los intereses de demora correspondientes.

3. Por la comisión de infracciones graves se impondrá al infractor una o más de las siguientes sanciones:

a) Multa por importe no superior a 25 millones de pesetas.

b) Multa por importe no superior a los beneficios fiscales obtenidos.

c) Amonestación pública, con publicación en el «Boletín Oficial del Estado».

4. Por la comisión de infracciones leves se impondrá al infractor una de las siguientes sanciones:

a) Amonestación privada.

b) Multa de hasta un millón de pesetas.

5. Además de la sanción que corresponda imponer al infractor por la comisión de infracciones graves o muy graves, se podrá imponer una de las siguientes sanciones a quienes, ejerciendo cargos de administración o dirección en la misma, sean responsables de la infracción:

a) Multa por importe de hasta tres millones de pesetas a cada uno de los responsables.

b) Suspensión en el ejercicio de todo cargo directivo por plazo no superior a tres años.

c) Separación del cargo con inhabilitación para ejercer cargos de administración o dirección en la misma entidad por un plazo no superior a cinco años.

6. Al objeto de graduación de las sanciones establecidas se atenderá, con las necesarias especialidades, a los criterios fijados en el artículo 14 de la Ley 26/1988, de 29 de julio, de Disciplina e Intervención de las Entidades de Crédito.

#### Artículo 40. *Medidas de intervención y sustitución.*

Será de aplicación a las Sociedades de Capital-Riesgo y a las sociedades gestoras de Entidades de Capital-Riesgo

lo dispuesto para las Entidades de Crédito en el Título III de la Ley 26/1988, de 26 de julio de Disciplina e Intervención de las Entidades de Crédito. La competencia para acordar las medidas de intervención o sustitución corresponderá a la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

#### Disposición adicional primera. *Registros.*

Los Registros de Entidades y sociedades gestoras de Capital-Riesgo reguladas en el Real Decreto-ley 1/1986, de 14 de marzo, se incorporarán a los Registros previstos en el artículo 9, a la entrada en vigor de esta Ley.

#### Disposición adicional segunda. *Impuesto sobre el Valor Añadido e Impuesto sobre Sociedades.*

1. La letra n), del apartado 18, del número uno del artículo 20 de la Ley 37/1992, de 28 de diciembre, del Impuesto sobre el Valor Añadido, quedará redactado como sigue:

«n) La gestión y depósito de las Instituciones de Inversión Colectiva, de las Entidades de Capital-Riesgo gestionadas por sociedades gestoras autorizadas y registradas en los Registros especiales administrativos, de los Fondos de Pensiones, de Regulación del Mercado Hipotecario, de Titulización de Activos y Colectivos de Jubilación, constituidos de acuerdo con su legislación específica.»

2. El número 1 del artículo 69 de la Ley 43/1995, de 27 de diciembre, del Impuesto sobre Sociedades, quedará como sigue:

«Las Sociedades y Fondos de Capital-Riesgo, reguladas en la Ley reguladora de las Entidades de Capital-Riesgo y de sus sociedades gestoras, disfrutarán de exención parcial por las rentas que obtengan en la transmisión de acciones y participaciones en el capital de las empresas, a que se refiere el artículo 2.1 de la citada Ley, en que participen, según el año de transmisión computado desde el momento de la adquisición. Dicha exención será del 99 por 100 a partir del tercer año y hasta el duodécimo inclusive.»

Excepcionalmente podrá admitirse una ampliación de este último plazo hasta el decimoséptimo año inclusive. Reglamentariamente se determinarán los supuestos, condiciones y requisitos que habilitan para dicha ampliación.

Con excepción del supuesto contemplado en el párrafo anterior, en los dos primeros años y a partir del duodécimo no se aplicará la exención.»

3. El número 11.º de la letra c) del apartado I del artículo 45 del Real Decreto legislativo 1/1993, de 24 de septiembre, por el que se aprueba el texto refundido del Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados, quedará redactado como sigue:

«Las operaciones de constitución y aumento de capital

de las Entidades de Capital-Riesgo en los términos establecidos en la Ley Reguladora de las Entidades de Capital-Riesgo y de sus sociedades gestoras.»

Disposición adicional tercera. *Régimen de determinadas cesiones de crédito.*

1. Esta disposición se aplicará a las cesiones de créditos que se efectúen al amparo de un contrato de cesión que cumpla las siguientes condiciones:

1.<sup>a</sup> Que el cedente sea un empresario y los créditos cedidos procedan de su actividad empresarial.

2.<sup>a</sup> Que el cesionario sea una entidad de crédito.

3.<sup>a</sup> Que los créditos objeto de cesión al amparo del contrato no tengan por deudor a una Administración Pública.

4.<sup>a</sup> Que los créditos objeto de cesión al amparo del contrato existan ya en la fecha del contrato de cesión, o nazcan de la actividad empresarial que el cedente lleve a cabo en el plazo máximo de un año a contar desde dicha fecha, o que conste en el contrato de cesión la identidad de los futuros deudores.

5.<sup>a</sup> Que el cesionario pague al cedente, al contado o a plazo, el importe de los créditos cedidos con la deducción del coste del servicio prestado.

6.<sup>a</sup> Que en el caso de que no se pacte que el cesionario responda frente al cedente de la solvencia del deudor cedido, se acredite que dicho cesionario ha abonado al cedente, en todo o en parte, el importe del crédito cedido antes de su vencimiento.

2. Las cesiones de créditos empresariales a que se refiere la presente disposición tendrán eficacia frente a terceros desde la fecha de celebración del contrato de cesión a que se refiere el número anterior siempre que se justifique la certeza de la fecha por alguno de los medios establecidos en los artículos 1218 y 1227 del Código Civil o por cualquier otro medio admitido en derecho.

3. En caso de quiebra del cedente, no se declarará la nulidad a que se refiere el artículo 878, párrafo 2.º, del Código de Comercio, respecto a las cesiones reguladas en esta disposición, si se cumplen los requisitos establecidos en la misma y consta la certeza de la fecha de la cesión por cualquiera de los medios de prueba a que se refiere el apartado anterior.

4. Los pagos realizados por el deudor cedido al cesionario no estarán sujetos a la revocación prevista en el artículo 878, párrafo 2.º, del Código de Comercio en el caso de quiebra del deudor de los créditos cedidos.

Sin embargo, la sindicatura de la quiebra podrá ejercitar la acción de revocación frente al cedente y/o cesionario

cuando pruebe que aquél, o en su caso este último, conocían el estado de insolvencia del deudor cedido en la fecha de pago por el cesionario al cedente. Dicha revocación no afectará al cesionario sino cuando se hubiere pactado así expresamente.

Disposición transitoria primera. *Adaptación de las entidades ya inscritas en el Registro del Ministerio de Economía y Hacienda.*

1. Las Entidades y Sociedades Gestoras de Capital-Riesgo inscritas en el Registro especial dependiente del Ministerio de Economía y Hacienda a la entrada en vigor de la presente Ley, deberán adaptar su actividad y Reglamento o Estatutos a lo establecido en esta Ley en el plazo de un año.

2. En caso de no procederse a la adaptación a que se refiere el número anterior será revocada la autorización, cancelándose de oficio su inscripción en el Registro de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. A partir de dicha fecha, la entidad afectada no podrá utilizar la denominación reservada por esta Ley a las entidades inscritas y perderá los beneficios fiscales previstos para las Entidades de Capital-Riesgo.

3. Los actos y documentos legalmente necesarios para que las sociedades constituidas con arreglo a la legislación anterior puedan, dentro de los plazos señalados en estas disposiciones transitorias, dar cumplimiento a lo establecido en la presente Ley quedarán exentos del Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados.

El Gobierno, a propuesta conjunta del Ministro de Economía y Hacienda y del Ministro de Justicia, fijará una reducción en los derechos arancelarios que los notarios y los registradores mercantiles aplicarán al otorgamiento e inscripción en el Registro de los actos y documentos necesarios para la adaptación de las Sociedades y Fondos existentes a lo previsto en la presente Ley.

Disposición transitoria segunda. *Adaptación de las solicitudes de autorización.*

1. Los promotores de Entidades y sociedades gestoras de Entidades de Capital-Riesgo que tengan pendientes de resolución solicitudes de autorización a la entrada en vigor de la presente Ley, deberán adaptar su solicitud a lo establecido en esta Ley en el plazo de tres meses.

2. Transcurrido dicho plazo sin haber procedido a la referida adaptación, se entenderá que desisten de sus anteriores peticiones.

Disposición transitoria tercera. *Autorización de entidades ya existentes.*

El procedimiento de autorización de las entidades consti-

tuidas antes de la entrada en vigor de esta Ley, cuyo objeto social coincida con el descrito en el artículo 2 ó 3 de la misma, y que no se encuentren comprendidas en alguna de las dos disposiciones anteriores, tendrá las siguientes especialidades:

a) En aquellos casos en que, a juicio de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, la entidad cumpla todos los requisitos previstos en esta Ley, la autorización conllevará la inmediata inscripción en el Registro administrativo especial.

b) Cuando la entidad no cumpla íntegramente todos los requisitos previstos en esta ley, la Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá autorizar provisionalmente su inscripción en el Registro especial, condicionándose la inscripción definitiva a la observación antes de un año de los requisitos que expresamente se determinen por la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

En caso contrario dicha autorización será revocada y a partir de la fecha de notificación de la revocación la entidad afectada no podrá utilizar la denominación reservada por esta ley a las entidades inscritas. Asimismo perderá los beneficios fiscales previstos para las Entidades de Capital-Riesgo de que hubiera podido disfrutar.

Disposición derogatoria única. *Derogación normativa.*

Quedan derogados los artículos 12 a 20 del Real Decreto-ley 1/ 1986, de \*14 de marzo, de Medidas Administrativas, Financieras, Fiscales y Laborales, así como la Orden ministerial de 26 de septiembre de 1986, por la que se regula el acceso al Registro administrativo de Sociedades y Fondos de Capital-Riesgo.

Disposición final primera. *Títulos competenciales.*

La presente Ley se dicta de conformidad con lo dis-

puesto en los títulos competenciales previstos en las normas 6.ª y 11.ª del artículo 149.1 de la Constitución.

Disposición final segunda. *Desarrollo reglamentario.*

En el plazo de un año desde la promulgación de esta Ley, el Gobierno aprobará las disposiciones precisas para la debida ejecución y cumplimiento de esta Ley.

Asimismo, se habilita al Gobierno para actualizar el importe de las sanciones imponibles previstas en la presente Ley.

Sin perjuicio de lo establecido en el Título III del Libro I del Código de Comercio, se faculta al Ministro de Economía y Hacienda y, con su habilitación expresa, a la Comisión Nacional del Mercado de Valores para, previo informe del Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas, establecer y modificar en relación con las Entidades de Capital-Riesgo y las sociedades gestoras de Entidades de Capital-Riesgo, las normas contables y modelos a los que deberán ajustar sus cuentas anuales, las cuales tendrán en cuenta el prolongado período de maduración de las inversiones que realizan las primeras, así como los referidos al cumplimiento de los coeficientes que se establezcan; a estos efectos, aquellas informaciones necesarias para verificar el cumplimiento de coeficientes o cualquier otra derivada de la supervisión financiera, se deberán incorporar a la memoria de las cuentas anuales en un apartado específico. También se establecerá la frecuencia y detalle con que los correspondientes datos deberán ser suministrados a la Comisión o hacerse públicos con carácter general por las propias Entidades.

Disposición final tercera. *Entrada en vigor.*

La presente Ley entrará en vigor a los tres meses de su publicación en el «Boletín Oficial del Estado».

**Orden de 17 de junio de 1999 por la que se desarrolla parcialmente la Ley 1/1999, de 5 de enero, reguladora de las entidades de capital-riesgo y sus sociedades gestoras, habilitando a la Comisión Nacional del Mercado de Valores para dictar disposiciones en materia de procedimiento de autorización de nuevas entidades, normas contables y obligaciones de información de las entidades de capital-riesgo y sus sociedades gestoras**

---

Como consecuencia de la publicación de la Ley 1/1999, de 5 de enero, reguladora de las entidades de capital-riesgo y de sus sociedades gestoras, resulta necesario concretar el procedimiento de autorización de nuevas entidades, así como el régimen contable y las obligaciones de información exigibles a las referidas entidades.

El artículo 10.3 de la mencionada Ley faculta al Ministro de Economía y Hacienda para determinar, para cada tipo de entidad de capital-riesgo (ECR), y, atendiendo a sus especialidades, los requisitos y modelos normalizados de solicitud de autorización, así como los modelos normalizados de los documentos que deban acompañar a dicha solicitud.

Por otra parte, el artículo 21.2 de la reiterada Ley establece que las sociedades de capital-riesgo, las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo, así como las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva que gestionen fondos de capital-riesgo deberán facilitar a la Comisión Nacional del Mercado de Valores cuanta información se les requiera, y en particular, sobre actividades, inversiones, recursos, patrimonio, estados financieros, accionistas o partícipes y situación económico-financiera, con la frecuencia, alcance y contenido que establezca el Ministro de Economía y Hacienda.

Asimismo, la disposición final segunda de la mencionada norma también faculta al Ministro de Economía y Hacienda para, previo informe del Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas, establecer y modificar en relación con las ECR y las Sociedades Gestoras de Entidades de Capital-Riesgo (SGECR) las normas contables y los modelos a los que deberán ajustar sus cuentas anuales, así como los relativos al cumplimiento de los coeficientes que se establezcan. La habilitación alcanza de igual modo para establecer la frecuencia y detalle con que los correspondientes datos deberán ser suministrados a la Comisión Nacional del Mercado de Valores o hacerse públicos con carácter general por las propias entidades.

Habida cuenta del carácter de las cuestiones señaladas en los párrafos precedentes y de la conveniencia de dotar de agilidad al modelo de supervisión de las ECR, esta Orden tiene por objeto habilitar a la Comisión Nacional del Mercado de Valores para desarrollar las materias mencionadas, siguiéndose una técnica similar a la empleada en

materia de régimen contable de otras entidades sujetas a supervisión.

En su virtud, dispongo:

Primero.- 1. Con el fin de agilizar la tramitación de los proyectos de constitución de entidades de capital-riesgo y de sus sociedades gestoras, la documentación necesaria para obtener la preceptiva autorización del Ministerio de Economía y Hacienda se dirigirá directamente a la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

La Comisión Nacional del Mercado de Valores analizará y revisará los documentos presentados y, habiendo verificado que el proyecto reúne los requisitos exigidos en la normativa vigente, remitirá al Ministerio de Economía y Hacienda el correspondiente informe y propuesta junto con una copia de la documentación presentada.

2. Se habilita a la Comisión Nacional del Mercado de Valores para que determine para cada tipo de entidad de capital-riesgo, atendiendo a sus especialidades:

a) Los requisitos y los modelos normalizados de solicitud de autorización.

b) Los modelos normalizados de los documentos que se deberán acompañar.

Segundo.- 1. Se habilita a la Comisión Nacional del Mercado de Valores para que pueda establecer y modificar en relación con las entidades de capital-riesgo y sus sociedades gestoras, previo informe del Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas, las normas contables y modelos a los que deberán ajustar sus cuentas anuales, teniendo presente lo preceptuado en el Código de Comercio y sus disposiciones de desarrollo, con el objeto de adaptar aquéllas en relación con el prolongado período de maduración de las inversiones que realizan, e incorporando en la memoria de las cuentas anuales un apartado específico que recoja información relativa al cumplimiento de coeficientes y las informaciones derivadas de la supervisión financiera a que se hallan sometidas. Dicha habilitación se extiende a los modelos relativos al cumplimiento de los coeficientes que resulten de aplicación a estas entidades.

De igual modo, se faculta a la Comisión Nacional del Mer-

cado de Valores para establecer y modificar la frecuencia y detalle con que los modelos antes citados deberán serle suministrados o hacerse públicos con carácter general por las propias entidades, sin perjuicio de lo dispuesto en el Código de Comercio y demás normas mercantiles, en cuanto al depósito y publicidad de las cuentas anuales.

Cuando en las disposiciones que se dicten conforme a lo contemplado en el párrafo anterior se establezcan intervenciones o autorizaciones administrativas específicas que no tengan carácter general, la Comisión Nacional del Mercado de Valores remitirá la propuesta de resolución correspondiente a la Dirección General del Tesoro y Política Financiera que resolverá previo informe del ICAC.

2. Asimismo se habilita a la Comisión Nacional del Mercado de Valores para determinar el contenido, frecuencia y alcance de la información y, en particular, sobre actividades, inversiones, recursos, patrimonio, estados financieros,

accionistas o partícipes y situación económico-financiera, que las sociedades de capital-riesgo, las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo, así como las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva que gestionen fondos de capital-riesgo deberán facilitar a dicha Comisión.

Los estados de carácter reservado estarán sujetos a lo dispuesto en el artículo 90 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en cuanto a su uso y divulgación. No obstante, la Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá efectuar la publicación agregada de los datos reservados que, a efectos estadísticos, considere conveniente.

#### Disposición final

La presente Orden entrará en vigor al día siguiente de su publicación en el «Boletín Oficial del Estado».

## **Circular 4/1999, de 22 de septiembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre procedimientos administrativos y modelos normalizados de las entidades de capital riesgo y de sus sociedades gestoras**

---

La Ley 1/1999, de 5 de enero, reguladora de las Entidades de Capital-Riesgo y de sus sociedades gestoras (LECR), en su artículo 10.3 faculta al Ministerio de Economía y Hacienda y, con su habilitación expresa, a la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), para determinar para cada tipo de Entidad de Capital-Riesgo (ECR) y atendiendo a sus especialidades, los requisitos y modelos normalizados de solicitud de autorización de nuevas entidades, así como los modelos normalizados de los documentos que se deban acompañar. Por su parte, el artículo 15.1 de la referida Ley, establece que las modificaciones de los Estatutos de las Sociedades de Capital-Riesgo (SCR) y de los Reglamentos de gestión de los Fondos de capital-Riesgo (FCR), se ajustarán al mismo procedimiento previsto para la autorización de nuevas entidades y, en consecuencia, será preciso determinar los requisitos y modelos normalizados de solicitud de autorización de las modificaciones que correspondan.

Igualmente, el artículo 30.2 de la LECR remite a lo dispuesto para las ECR, en lo referente a las condiciones y requisitos para la autorización e inscripción de Sociedades Gestoras de Entidades de Capital-Riesgo (SGECR).

La Orden de 17 de junio de 1999 establece que la documentación necesaria para obtener la preceptiva autorización del Ministerio de Economía y Hacienda para la constitución de ECR y de SGECR, se dirigirá directamente a la CNMV y la habilita para determinar en relación con los procedimientos de autorización de nuevas ECR y SGECR y de autorización de las modificaciones de sus Estatutos o Reglamentos (i) los requisitos y modelos normalizados de solicitud de autorización, e (ii) los modelos normalizados de los documentos que se deben acompañar. En uso de dicha habilitación, la presente Circular regula cuantos procedimientos y modelos de documentos son aplicables para obtener la autorización del proyecto de constitución de las nuevas ECR y SGECR, así como para la modificación de los Reglamentos de gestión y Estatutos sociales de las entidades ya existentes.

En su virtud, el Consejo de la CNMV, previo informe del Comité Consultivo, en su reunión del 22 de septiembre de 1999 ha dispuesto:

### **Norma 1.<sup>a</sup> Lugar y forma de presentación y contenido de la documentación**

1. La tramitación de los proyectos de constitución de las ECR y de las SGECR reguladas en la LECR, se iniciará me-

dante la presentación ante la CNMV de una solicitud de autorización y de la documentación prevista, que se ajustará a los criterios e instrucciones establecidos en esta Circular. Una vez la CNMV haya verificado que el proyecto planteado reúne los requisitos exigidos en la normativa vigente, remitirá al Ministerio de Economía y Hacienda, el correspondiente informe y propuesta de autorización acompañada de la documentación presentada al efecto.

Obtenida la autorización ministerial, las referidas entidades deberán constituirse en escritura pública e inscribirse en el Registro Mercantil y solicitar su inscripción en el Registro Administrativo de la CNMV.

2. La CNMV podrá requerir la presentación de los documentos a que se refiere el apartado anterior en soporte informático o a través de sistemas de transmisión electrónica o informática de acuerdo con los requerimientos técnicos que se establezcan.

3. Sin perjuicio del contenido de los documentos establecidos en cada caso, la CNMV podrá exigir la inclusión en tales documentos de cuanta información adicional estime necesaria para la adecuada información y protección de los inversores y la transparencia del mercado.

### **Norma 2.<sup>a</sup> Solicitud de autorización de Fondos y Sociedades de Capital-Riesgo y documentos que se deben acompañar**

1. Los promotores de una nueva ECR presentarán una solicitud de autorización en la que harán constar los datos identificativos del solicitante o solicitantes y la relación de documentos que se acompañan, entre los que figurarán los señalados en los números 2 a 6 de esta norma. La solicitud de autorización irá firmada por persona o personas con poder bastante para obligar a la SCR o a la sociedad gestora de la ECR y se ajustará al modelo establecido por esta CNMV contenido en el anexo 1 de esta Circular.

2. Memoria explicativa del proyecto de ECR. Debe contener cuanta información se precise para permitir una correcta evaluación de los fines y objetivos de la nueva ECR y de la viabilidad de su proyecto financiero, así como la identificación de los promotores y aportantes y sus vínculos con otras entidades financieras. En particular, se precisará si la oferta de las participaciones o acciones de la ECR se va a realizar con carácter público o estrictamente privado, si está

previsto o no realizar ulteriores transmisiones de las participaciones o acciones a favor de terceros que no tengan la condición de partícipes o accionistas promotores y, tratándose de SCR, se indicará si está previsto o no solicitar la admisión a cotización en una Bolsa de valores.

La memoria explicativa de ECR se redactará conforme al modelo y con las especificaciones señaladas en el anexo 2.A de esta Circular y se presentará firmada por el solicitante o solicitantes.

3. Borrador de folleto informativo. El folleto informativo debe contener aquellos aspectos principales de la ECR, de carácter jurídico y financiero, que permitan al inversor formular un juicio fundado sobre la inversión que se le propone. Entre otros aspectos, en el folleto se informará sobre los datos identificativos de la ECR, las características de sus participaciones o acciones, el régimen previsto de suscripciones y reembolsos y de comercialización en general, así como las políticas de inversión y de distribución de resultados. Igualmente, el folleto debe incluir información sobre las personas que asumen la responsabilidad de su contenido, sobre los organismos supervisores de la ECR y sobre su sociedad gestora.

El folleto de los FCR recogerá los extremos que se especifican en el anexo 3.A de esta Circular e incorporará como anexo su Reglamento de gestión. Por su parte, las SCR elaborarán un folleto informativo que se ajustará a lo previsto en el artículo 28 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores y en las disposiciones que lo desarrollan, con las peculiaridades que para dichas Entidades puedan establecerse. Dicho folleto será registrado por la CNMV, con el alcance previsto en la Ley del Mercado de Valores.

No obstante, las ECR de carácter cerrado cuya oferta de acciones o participaciones se vaya a realizar con carácter estrictamente privado, en las que no estén previstas ulteriores transmisiones de acciones o participaciones a favor de terceros que no tengan la condición de partícipes o accionistas promotores, y que no tengan previsto solicitar su admisión a cotización en una Bolsa de valores, podrán acogerse al modelo de folleto reducido incluido como anexo 3.B de esta Circular.

4. Proyecto de Reglamentos de gestión o de Estatutos sociales.

a) El Reglamento de gestión constituye el conjunto de normas que ajustadas a la legislación vigente en cada momento, regirán el Fondo. Este Reglamento constará de los apartados y se ajustará a las especificaciones señaladas en el modelo incluido como anexo 4.A de esta Circular.

b) Los Estatutos de SCR recogerán, además de las menciones relacionadas en el artículo 9 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, la política de inversiones de la SCR y la posibilidad de que la gestión de sus inversiones, previo acuerdo de la Junta General, la realice una sociedad gestora autorizada con la que contrate el mencio-

nado servicio. La redacción de los Estatutos sociales de SCR se ajustará a las especificaciones señaladas en el modelo establecido en el anexo 4.B de esta Circular.

5. Historial profesional, debidamente firmado, de los miembros del Consejo de Administración de las SCR y de las personas que desempeñen en ellas puestos de alta dirección, en el que quede reflejado su conocimiento y experiencia en materias relacionadas con los mercados financieros o de gestión empresarial. Tratándose de personas jurídicas que vayan a ser designadas consejeros, se remitirá el historial profesional de las personas físicas que las representen.

6. Cuestionario sobre condiciones de honorabilidad, con arreglo al modelo contenido en el anexo 5 de esta Circular, cumplimentado y firmado por cada una de las personas que accedan a los cargos a que se refiere el número anterior.

### *Norma 3.<sup>a</sup> Solicitud de autorización de SGECR y documentos que se deben acompañar*

1. Los promotores de una nueva SGECR presentarán una solicitud de autorización en la que harán constar los datos identificativos del solicitante o solicitantes y la relación de documentos que se acompañan entre los que figurarán los señalados en los números 2 a 5 de esta norma. La solicitud de autorización irá firmada por persona con poder bastante para obligar a la Sociedad y se ajustará al modelo establecido por esta CNMV, contenido en el anexo 1 de esta Circular.

2. Memoria explicativa del proyecto de constitución. Deberá contener cuanta información se precise para permitir una correcta evaluación de los fines y objetivos de la sociedad que se pretende crear y de la viabilidad del proyecto financiero, así como acreditar la disponibilidad de medios suficientes e identificar los promotores y aportantes y sus vínculos con otras entidades financieras. La memoria explicativa de las nuevas SGECR se redactará ajustada al modelo y con las especificaciones señaladas en el anexo 2.B de esta Circular.

3. Proyecto de Estatutos sociales. En los Estatutos sociales de SGECR se deberá hacer constar, además de las especificaciones genéricas del TRLSA, las propias de este tipo de sociedades. La redacción de los Estatutos sociales de SGECR se deberá ajustar a las especificaciones señaladas en el modelo establecido en el anexo 4.C de esta Circular.

4. Historial profesional de los miembros del Consejo de Administración y de las personas que desempeñen puestos de alta dirección, debidamente firmados, en el que queden reflejados su conocimiento y experiencia en materias relacionadas con los mercados financieros o de gestión empresarial. Tratándose de personas jurídicas que vayan a ser designadas consejeros, se remitirá el historial profesional de las personas físicas que las representen.

5. Cuestionario sobre condiciones de honorabilidad, con arreglo al modelo contenido en el anexo 5 de esta Circular, cumplimentado y firmado por cada una de las personas que accedan a los cargos a que se refiere el número anterior.

Norma 4.<sup>a</sup> *Autorización de modificaciones de Reglamentos de gestión o Estatutos sociales de entidades ya existentes*

El procedimiento para obtener la preceptiva autorización del Ministerio de Economía y Hacienda, de modificaciones de Reglamentos de gestión o Estatutos sociales de entidades inscritas en los correspondientes Registros Administrativos de la CNMV, se ajustará a lo señalado en la norma 1.<sup>a</sup> y requerirá la presentación de la documentación prevista en los apartados 1, 2 y 4 de la norma 2.<sup>a</sup> y 1, 2 y 3 de la norma 3.<sup>a</sup> de esta Circular.

Norma final.

Entrada en vigor. La presente Circular entrará en vigor al día siguiente de su publicación en el «Boletín Oficial del Estado».

## ANEXO 1

### **Solicitud de autorización de ECR y de sus sociedades gestoras**

Cuando la información que se solicita en alguno o algunos de los puntos de esta solicitud de autorización, no resulte aplicable al tipo de entidad de que se trate, no será necesario mencionar tales extremos.

La CNMV pondrá a disposición del público, utilizando los medios habituales de difusión, formularios aplicables a cada tipo de entidad.

La solicitud de autorización incluirá la siguiente información:

Para cada uno de los solicitantes los datos identificativos que se precisen. En su caso, se informará de la denominación y demás datos identificativos de la persona jurídica en representación de quien actúa, con expresión del título que se acredita para ejercer dicha representación.

Declaración del solicitante o solicitantes de que a su juicio, los datos contenidos en la solicitud y en los documentos que se acompañan, son conformes a la realidad y que no se omite ningún hecho susceptible de alterar su alcance.

Identificación de la entidad respecto de la que se solicita la autorización indicando su denominación completa, el tipo de entidad y, en su caso, el número de registro oficial.

Se indicará si se solicita la autorización del proyecto de constitución de una nueva entidad o la autorización de modificaciones de Estatutos y Reglamentos de gestión de entidades ya existentes.

Relación de los documentos que acompañan a la solicitud.

Otros datos de interés.

## ANEXO 2

### **Memoria explicativa de ECR y de sus sociedades gestoras**

Cuando la información que se solicita en alguno o algunos de los apartados de esta memoria no resulten aplicables al tipo de entidad de que se trate, no será necesario mencionar tales apartados.

La CNMV pondrá a disposición del público, utilizando los medios habituales de difusión, formularios aplicables a cada tipo de entidad.

#### *A. Modelo de memoria explicativa de entidades de Capital Riesgo*

##### 1. Promotores

Para cada uno de los promotores se informarán los datos identificativos que se precisen, indicando la relación de los promotores con otras entidades financieras y posibles vínculos entre ellos. Si los promotores fueran personas jurídicas se deberá, asimismo, comunicar su objeto social y la identidad de las personas que formen parte de su órgano de administración y de los socios con participación significativa en los términos del artículo 53 de la Ley del Mercado de Valores.

En caso de que el promotor sea una entidad sujeta a supervisión por la CNMV o por cualquier otro organismo con competencias en materias de supervisión financiera o del mercado de valores, bastará con informar su denominación social y los datos relativos a su inscripción en el Registro del organismo supervisor correspondiente.

##### 2. Capital social o Patrimonio. Aportantes

Importe del capital social o patrimonio en el momento de la constitución. Características de las acciones y participaciones, valor nominal e inicial, respectivamente, y forma de representación. Porcentaje efectivamente desembolsado y plazo previsto para ulteriores desembolsos.

Naturaleza de las aportaciones en el momento de la

constitución. En caso de que la aportación se realice en efectivo, se acreditará la legitimidad de los fondos aportados para la constitución de la entidad mediante certificado emitido por la entidad financiera en la que dichos fondos estuvieran depositados.

Para cada uno de los aportantes se informará su denominación y demás datos identificativos que se precisen y señalando el importe de sus respectivas participaciones.

Relación de los aportantes con otras entidades financieras y posibles vínculos entre ellos. Si los aportantes fueran personas jurídicas deberán, asimismo, (i) comunicar su objeto social y la identidad de las personas que formen parte de su órgano de administración y de los socios que ostenten participación significativa en los términos del artículo 53 de la Ley del Mercado de Valores, y (ii) aportar las cuentas anuales, debidamente auditadas, correspondientes a los dos últimos ejercicios.

En caso de que el aportante sea una entidad sujeta a supervisión por la CNMV o por cualquier otro organismo con competencias en materias de supervisión financiera o del mercado de valores, bastará con informar su denominación social y los datos relativos a su inscripción en el Registro del organismo supervisor correspondiente.

Indicación de si el fondo o la sociedad promovidos formará parte de algún grupo económico, de acuerdo con lo previsto en el artículo 4 de la Ley del Mercado de Valores, identificándolo en su caso e indicando la posición que ocupará la nueva entidad dentro del mismo.

En el caso de las SCR, se indicará si existe intención o no de solicitar la admisión a negociación en Bolsa de sus acciones. En su caso, Bolsa o Bolsas de Valores y plazo previsto para solicitar la admisión.

### 3. Administración, dirección y gestión de la entidad

Consejo de Administración de SCR. Identificación de las personas que formarán el Consejo de Administración de la SCR, con indicación de su cargo y facultades. Tratándose de personas jurídicas que vayan a ser consejeros, se identificará a las personas físicas que las representen.

Directivos. Identificación, en su caso, de las personas que vayan a ostentar cargos de alta dirección en la SCR, en dependencia directa de su Consejo de Administración. En el supuesto de FCR en que está prevista la existencia de un comité de inversiones, se informará sobre la composición y el régimen de funcionamiento del mismo.

Identificación de la Sociedad gestora designada para administrar el FCR o la SCR, con expresión de su denominación social y número de registro oficial en el correspondiente Registro Administrativo de la CNMV. Igualmente se informará de las funciones encomendadas a la Sociedad gestora y sistema de remuneración que percibirá por el

desempeño de las mismas, con indicación del porcentaje y base de cálculo de las comisiones aplicadas.

En caso de SCR que no tengan previsto encomendar la gestión de sus activos a una sociedad gestora autorizada, se informará sobre los medios organizativos, personales, materiales y de control con que se contará para el desarrollo de su actividad.

En el supuesto de ECR que de acuerdo con lo previsto en el punto 4 siguiente hayan manifestado el carácter cerrado de la Entidad y el carácter privado de la oferta de sus valores, se mencionará expresamente que en el supuesto de que se pretenda ampliar la difusión accionarial de la entidad, con carácter previo, se revisarán los medios organizativos, personales, materiales y de control previstos para, en su caso, dotar a la entidad o a su sociedad gestora de los medios necesarios a estos efectos.

### 4. Comercialización. Régimen de suscripciones y reembolsos

Comercialización de la ECR:

a) Definición del perfil de los potenciales inversores a quien va dirigida la oferta en función de la vocación inversora, objetivo de gestión y otras características generales de la ECR. Número previsto de inversores y porcentaje que ostentan sobre el total.

b) Período de colocación.

c) Inversión mínima inicial y máxima y forma de cómputo, en su caso.

d) Entidades financieras a través de la que se realiza la oferta.

En el supuesto de entidades de carácter cerrado cuya oferta de acciones o participaciones se vaya a realizar con carácter estrictamente privado, no estando prevista la ulterior transmisión de acciones a favor de terceros que no tengan la condición de promotores de la entidad, se mencionará expresamente esta circunstancia.

Régimen de emisión y reembolso de participaciones o acciones:

a) Posibilidad de que la gestora de un FCR emita nuevas participaciones. Periodicidad y forma de cálculo del valor liquidativo a efectos de suscripciones.

b) Carácter abierto o cerrado de la ECR. Posibilidad de efectuar reembolsos parciales anticipados a instancias de la sociedad y/o del partícipe o accionista; reembolsos que se garantizan y régimen de preavisos.

c) Comisiones de suscripción y reembolsos, en su caso.

d) Otros aspectos relativos al régimen de suscripciones y reembolsos.

En el supuesto de que la sociedad prevea efectuar ampliaciones de capital mediante la emisión de nuevas acciones de acuerdo a lo previsto en sus Estatutos sociales y en el TRLSA, que sólo vayan a ser suscritas por los actuales accionistas, se mencionará expresamente esta circunstancia.

#### 5. Política de inversiones y criterios de selección de las inversiones

Definición de la vocación inversora y de los objetivos de gestión de la ECR, con indicación del plazo estimado de inversión del patrimonio social.

Descripción detallada de la política de inversiones de la entidad. Se entenderá por política de inversiones, a estos efectos el conjunto de decisiones coordinadas orientadas al cumplimiento de su objeto sobre los siguientes aspectos:

a) Sectores empresariales hacia los que se orientarán las inversiones.

b) Áreas geográficas.

c) Tipos de sociedades en las que se pretende participar y criterios de su selección.

d) Porcentajes generales de participación máximos y mínimos que se pretendan ostentar.

e) Criterios temporales máximos y mínimos de mantenimiento de las inversiones y fórmulas de desinversión.

f) Tipos de financiación que se concederán a las sociedades participadas.

g) Prestaciones accesorias que la SCR o la sociedad gestora podrá realizar a favor de las sociedades participadas, tales como el asesoramiento o servicios similares.

h) Modalidades de intervención de la SCR o de la sociedad gestora en las sociedades participadas, y fórmulas de presencia en sus correspondientes órganos de administración.

En su caso, será suficiente la remisión concreta al folleto informativo o al Reglamento de gestión de FCR, o a los Estatutos sociales de las SCR.

#### 6. Proyecto financiero

Plan de inversiones previsto y, en su caso, Balance y Cuenta de Pérdidas y Ganancias previsionales para los dos próximos ejercicios.

Información sobre otras ECR promovidas o a promover

por el grupo económico en que se integra la SCR o la Sociedad gestora del FCR.

#### 7. Política de distribución de resultados

Criterios sobre distribución de resultados. En su caso, forma y plazo para el pago efectivo a los accionistas o partícipes de los beneficios distribuidos. A estos efectos, bastará la remisión de forma concreta a los Estatutos de las SCR o al Reglamento de gestión del FCR.

#### 8. Otros datos de interés necesarios para la correcta evaluación del proyecto de FCR o SCR.

### B. Modelo de memoria explicativa de SGECR

#### 1. Promotores

Para cada uno de los promotores se informará su denominación y demás datos identificativos que se precisen indicando la relación de los promotores con otras entidades financieras y posibles vínculos entre ellos. Si los promotores fueran personas jurídicas se deberá, asimismo, comunicar su objeto social y la identidad de las personas que formen parte de su órgano de administración y de los socios con participación significativa en los términos del artículo 53 de la Ley del Mercado de Valores.

En caso de que el promotor sea una entidad sujeta a supervisión por la CNMV o por cualquier otro organismo con competencias en materias de supervisión financiera o del mercado de valores, bastará con informar su denominación social y los datos relativos a su inscripción en el Registro del organismo supervisor correspondiente.

#### 2. Capital social. Aportantes

Importe del capital social en el momento de la constitución. Características de las acciones, valor nominal y forma de representación.

Naturaleza de las aportaciones en el momento de la constitución. En caso de que la aportación se realice en efectivo, se acreditará la legitimidad de los fondos aportados para la constitución de la sociedad mediante certificado emitido por la entidad financiera en la que dichos fondos estuvieran depositados.

Para cada uno de los aportantes se informará su denominación y demás datos identificativos que se precisen, señalando asimismo el importe de sus respectivas participaciones.

Relación de los aportantes con otras entidades financieras y posibles vínculos entre ellos. Si los aportantes fueran

personas jurídicas deberán, asimismo, (i) comunicar su objeto social y la identidad de las personas que formen parte de su órgano de administración y de los socios que ostenten participación significativa en los términos del artículo 53 de la Ley del Mercado de Valores, y (ii) aportar las cuentas anuales, debidamente auditadas, correspondientes a los dos últimos ejercicios.

En caso de que el aportante sea una entidad sujeta a supervisión por la CNMV o por cualquier otro organismo con competencias en materias de supervisión financiera o del mercado de valores, bastará con informar su denominación social y los datos relativos a su inscripción en el Registro del organismo supervisor correspondiente.

Indicación de si la sociedad promovida formará parte de algún grupo económico, de acuerdo a lo previsto en el artículo 4 de la LMV, identificándolo en su caso e indicando la posición que ocupará la nueva entidad dentro del mismo.

### 3. Fines y objetivos de la SGECR

### 4. Administración, representación y dirección de la sociedad

Consejo de Administración. Identificación de las personas que formarán el Consejo de Administración de la SGECR, con indicación de su cargo y facultades. Tratándose de personas jurídicas que vayan a ser consejeros, se identificará a las personas físicas que las representen.

Directivos. Identificación, en su caso, de las personas que vayan a ostentar cargos de alta dirección o que tengan dependencia directa del consejo de Administración.

### 5. Organización y estructura

Medios personales disponibles y organigrama de la sociedad.

Medios materiales disponibles.

### 6. Procedimientos de control interno y sistemas de valoración

Descripción de los procedimientos de control interno y del código interno de conducta aplicable.

Descripción de las reglas de valoración de los activos de la ECR por ellas gestionadas. En su caso, bastará con remitir de forma concreta a la normativa que resulte de aplicación.

### 7. Política de distribución de resultados

Criterios sobre distribución de resultados. Forma y plazo

para el pago efectivo a los accionistas de los beneficios distribuidos. A estos efectos, bastará la remisión de forma concreta a los Estatutos de la sociedad.

### 8. Proyecto financiero

Balance y cuenta de pérdidas y ganancias previsionales para los dos próximos ejercicios.

Información sobre fondos y sociedades de capital riesgo promovidos o a promover por el grupo económico en que se integra la sociedad.

### 9. Otros datos de interés necesarios para la correcta evaluación del proyecto de SGECR

## ANEXO 3

### Modelos de folleto de entidades de Capital-Riesgo

#### ANEXO 3.A

#### Modelo de folleto complemento de fondos de Capital-Riesgo

La CNMV pondrá a disposición del público, utilizando los medios habituales de difusión, formularios aplicables.

El folleto informativo incorporará como anexo el Reglamento de gestión redactados conforme a los modelos establecidos en el anexo 4.A de esta Circular.

Presentación:

Se reproducirá la siguiente expresión: «Este folleto recoge la información necesaria para que el inversor pueda formular un juicio fundado sobre la inversión que se le propone y estará a disposición de los partícipes en el domicilio de la Sociedad gestora del FCR. No obstante, la información que contiene puede ser modificada en el futuro. Dichas modificaciones se harán públicas en la forma legalmente establecida y, en todo caso, este folleto debidamente actualizado, al igual que las cuentas anuales auditadas, están inscritos en los registros de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) donde pueden ser consultados».

## CAPÍTULO I

### Personas que asumen la responsabilidad de su contenido y organismos supervisores del folleto

Personas que asumen la responsabilidad por el conte-

nido del folleto: Datos de identificación personal y cargo o poderes de las personas que asumen la responsabilidad por el contenido del folleto en representación de la Sociedad gestora.

Mención de que a juicio de dichas personas los datos contenidos en el folleto son conformes a la realidad y que no se omite ningún hecho susceptible de alterar su alcance.

Organismos supervisores. Se hará mención a que el folleto está inscrito en los registros oficiales de la CNMV.

Se reproducirá la siguiente expresión: «La verificación positiva y el consiguiente registro del folleto por la CNMV no implicará recomendación de suscripción de los valores a que se refiere el mismo, ni pronunciamiento en sentido alguno sobre la solvencia de la entidad emisora o la rentabilidad o calidad de los valores ofrecidos».

Excepto si se trata de un folleto de constitución: Nombre y domicilio de los auditores que hayan verificado las cuentas anuales de los tres últimos ejercicios. Indicación, en su caso, de que todos los informes de auditoría referidos han sido favorables. Cuando alguno o algunos de dichos informes contuviese una opinión con salvedades, o la opinión del auditor fuese desfavorable, o denegase la opinión, se pondrá de manifiesto en este apartado y se reproducirá íntegramente el informe o informes afectados.

Se reproducirán las advertencias y consideraciones que hubiera efectuado la CNMV. En particular, se precisará si existe evaluación del riesgo inherente a los valores o a su emisor, cuando esta evaluación haya sido efectuada por una entidad calificadora. En tal caso, se señalará la denominación completa de dicha entidad, el significado del grado otorgado, la fecha de la evaluación y, en su caso, se señalará si la entidad calificadora ha sido reconocida como tal por la CNMV.

## CAPÍTULO II

### El Fondo de Capital-Riesgo

#### 1. Datos generales del Fondo

Denominación completa y, en su caso, comercial o abreviada. Fecha de constitución, momento en que dio comienzo a sus actividades y duración del Fondo. Datos de su inscripción en los registros oficiales de la CNMV.

Se reproducirá la siguiente expresión: «El FCR es un patrimonio administrado por una Sociedad gestora, cuyo objeto social principal consiste en la toma de participaciones temporales en el capital de empresas no financieras cuyos valores no coticen en el primer mercado de las Bolsas de Valores. Asimismo, el Fondo puede facilitar préstamos participativos y otras formas de financiación, en este último caso

sólo para las sociedades participadas. El Fondo se regulará por lo previsto en su Reglamento de gestión que se adjunta como anexo, por lo previsto en la Ley 1/1999, de 5 de enero, reguladora de las Entidades de Capital-Riesgo y sus sociedades gestoras y por las disposiciones que la desarrollan o que puedan desarrollarla en un futuro».

#### 2. Patrimonio y participaciones

Si se trata de un folleto de constitución: Importe del patrimonio en el momento de la constitución y en el de la elaboración del folleto.

Se reproducirá la siguiente expresión: «El patrimonio del Fondo está dividido en participaciones de iguales características, que confieren a sus titulares, en unión de los demás partícipes, un derecho de propiedad sobre el Fondo ajustado a los términos que lo regulan legal y contractualmente».

Carácter nominativo de las participaciones y transmisibilidad de las mismas.

Forma de representación de las participaciones. Si se trata del sistema de anotaciones en cuenta, se indicarán las comisiones que deban soportar los inversores, según la tarifa en vigor, por inscripción y mantenimiento de saldos, excepto si la entidad encargada del registro contable es el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores, en cuyo caso bastará con mencionar, si procede, la existencia de comisiones por los citados conceptos a cargo de los inversores.

Reglas de valoración y de determinación del valor de cada participación. A estos efectos, basta con remitir de forma concreta al Reglamento de gestión y a la normativa que resulte de aplicación.

#### 3. Comercialización del Fondo. Régimen de suscripción y reembolso de las participaciones

Definición del perfil de los potenciales inversores a quien va dirigida la oferta en función de la vocación inversora, objetivo de gestión y otras características generales del Fondo. Número de potenciales inversores y porcentaje que ostentan sobre el total.

Período de colocación de este Fondo.

Valor inicial de las participaciones. Porcentaje desembolsado en el momento de su emisión. Plazo previsto para el desembolso del porcentaje restante.

Inversión mínima inicial y máxima y forma de cómputo, en su caso.

Entidades financieras que colaboran en la comercialización del Fondo.

Régimen de suscripción y reembolso de las participaciones:

Posibilidad de que la gestora emita nuevas participaciones. Periodicidad y forma de cálculo del valor liquidativo a efectos de suscripciones.

Carácter abierto o cerrado del Fondo. Posibilidad de efectuar reembolsos parciales anticipados a instancias de la Sociedad gestora y/o del partícipe; reembolsos que se garantizan y régimen de preavisos.

Comisiones de suscripción y reembolsos, en su caso.

Otros aspectos relativos al régimen de suscripciones y reembolsos.

Circunstancias en las que la liquidación del Fondo puede ser decidida y modalidades de la liquidación debiendo reproducirse las previsiones del Reglamento de gestión al respecto o remitirse a ellas de forma concreta, en particular en cuanto a los derechos de los partícipes.

#### 4. Política de inversiones y criterios de selección de las mismas

Definición de la vocación inversora del Fondo y, en su caso, de los objetivos de gestión, con indicación del plazo estimado de inversión del patrimonio.

Descripción detallada de la política de inversiones. Se entenderá por política de inversiones, a estos efectos el conjunto de decisiones coordinadas orientadas al cumplimiento de su objeto sobre los siguientes aspectos:

a) Sectores empresariales hacia los que se orientarán las inversiones.

b) Áreas geográficas hacia las que se orientarán las inversiones.

c) Tipos de sociedades en las que se pretende participar y criterios de su selección.

d) Porcentajes generales de participación máximos y mínimos que se pretendan ostentar.

e) Criterios temporales de mantenimiento de las inversiones y fórmulas de desinversión.

f) Tipos de financiación que se concederán a las sociedades participadas.

g) Prestaciones accesorias que la Sociedad gestora del FCR podrá realizar a favor de las sociedades participadas, tales como el asesoramiento o servicios similares.

h) Modalidades de intervención de la gestora en las so-

iedades participadas, y fórmulas de presencia en sus correspondientes órganos de administración.

#### 5. Política de distribución de resultados

Criterios sobre distribución de resultados. En su caso, forma y plazo para el pago efectivo a los partícipes de los beneficios distribuidos.

#### 6. Situación financiera y resultados de la institución

Remisión a la existencia de información disponible en los registros públicos de la CNMV sobre la situación financiera y los resultados de la entidad.

#### 7. Régimen fiscal

Régimen fiscal aplicable al FCR con suficiente amplitud.

Régimen fiscal aplicable a los partícipes, distinguiendo entre partícipes residentes y no residentes. Se describirá el régimen fiscal con la suficiente amplitud, transcribiendo literalmente los preceptos legales aplicables cuando sea necesario para la adecuada comprensión de la exposición.

#### 8. Otros datos sobre el Fondo de interés para los partícipes.

### CAPÍTULO III

#### La Sociedad gestora y el Comité de Inversiones

##### 1. La sociedad gestora

Se reproducirá la siguiente expresión: «La dirección y administración del Fondo corresponde a una Sociedad gestora quien, conforme a la legislación vigente, tendrá las más amplias facultades de dominio, representación y administración del patrimonio del Fondo, sin que ello suponga ostentar la propiedad del mismo. La sociedad gestora del FCR, ajustándose a las disposiciones vigentes, debe actuar siempre en interés de los partícipes en las inversiones que gestionen y será responsable frente a ellos de todo perjuicio que les pudiera causar por incumplimiento de sus obligaciones».

Denominación completa y, en su caso, comercial o abreviada, sede social y principal sede administrativa, si ésta es diferente de la sede social. Datos de su inscripción en los registros oficiales de la CNMV.

Si la Sociedad gestora forma parte de un grupo, conforme a los criterios del artículo 4 de la Ley del Mercado de

Valores, indíquese cuál y la posición que ocupa dentro de él, preferentemente de forma gráfica. En caso contrario, hágase constar expresamente que no forma parte de un grupo de sociedades.

Indicación del régimen de administración de la Sociedad gestora. Identificación y funciones en la misma de los miembros de los órganos de administración y de dirección.

Régimen de información a los partícipes.

Comisiones que percibirá la Sociedad por su gestión respecto del Fondo así como cualquier otro tipo de remuneraciones.

Si la sociedad gestiona otras ECR u otras IIC, indíquese cuáles, especificando patrimonio, número de partícipes y clase de institución.

Otros datos sobre la Sociedad gestora de interés para los partícipes.

## 2. El Comité de Inversiones

Indicación de la existencia o no de un comité de inversiones. En caso afirmativo, se describirá el régimen de funcionamiento. No obstante, bastará con remitir de forma concreta al Reglamento de gestión.

## ANEXO 3.B

### Modelo de folleto reducido de entidades de Capital-Riesgo

Cuando la información que se solicita en alguno o algunos de los apartados de este folleto reducido no resulten aplicables al tipo de entidad de que se trate, no será necesario mencionar tales apartados.

La CNMV pondrá a disposición del público, utilizando los medios habituales de difusión, formularios aplicables a cada tipo de entidad.

El folleto informativo incorporará como anexo el Reglamento de gestión o los Estatutos sociales, según proceda, redactados conforme a los modelos establecidos en los anexos 4.A y 4.B de esta Circular.

### I. Datos identificativos de la ECR

Denominación completa y, en su caso, comercial o abreviada de la ECR. Datos de su inscripción en el correspondiente Registro Administrativo de la CNMV.

Grupo económico en el que se integra la ECR, de acuerdo a los criterios del artículo 4 de la Ley del Mercado

de Valores. En caso contrario, se hará constar que la ECR no forma parte de un grupo.

### II. Administración, dirección y gestión de la entidad

Consejo de Administración. Identificación de las personas que forman el Consejo de Administración de una SCR, con indicación de sus cargos y facultades. Tratándose de personas jurídicas que vayan a ser consejeros, se identificarán a las personas físicas que las representen. Igualmente se identificarán las personas que, en su caso, vayan a ostentar cargos en dependencia directa del Consejo de Administración.

Identificación de la Sociedad gestora designada para administrar el FCR o los activos de la SCR, con expresión de su denominación social y sus datos de inscripción en el correspondiente Registro de la CNMV. Se señalarán las responsabilidades encomendadas a la misma y la composición de su Consejo de Administración.

Comité de Inversiones. En el supuesto de FCR en que esté prevista la existencia de un comité de inversiones, se informará sobre la composición y el régimen de funcionamiento del mismo. En su caso, bastará con una remisión concreta al Reglamento de gestión.

Identificación de otras entidades financieras que colaboren en la promoción de la ECR.

### III. Política de inversión

Vocación de la Entidad y plazo estimado de inversión del patrimonio.

Descripción detallada de la política de inversiones. Se precisará la intención de la ECR respecto de los aspectos contemplados en el artículo 25 de la LECR.

### IV. Características generales

En el supuesto de que se trata de un folleto de constitución, se indicará el Importe del patrimonio o capital y valor inicial de las participaciones o acciones. Porcentaje de patrimonio o capital desembolsado en el momento de su emisión y plazo previsto para el desembolso del porcentaje restante.

Denominación del auditor.

Duración de la ECR.

Definición del perfil de los potenciales inversores a quien va dirigida la oferta en función de la vocación inversora, objetivo de gestión y otras características generales del Fondo. Inversión mínima inicial y máxima y forma de cómputo, en su caso. Número de potenciales inversores y porcentaje que ostentan sobre el total.

Criterios sobre distribución de resultados. En su caso, forma y plazo para el pago efectivo a los partícipes o accionistas de los beneficios distribuidos.

Circunstancias en las que la liquidación del FCR o de la SCR puede ser decidida y modalidades de la liquidación debiendo reproducirse las previsiones del Reglamento de gestión o de los Estatutos al respecto o remitirse a ellas de forma concreta, en particular en cuanto a los derechos de los partícipes y accionistas.

#### V. Comisiones aplicadas

Comisiones que percibirá la sociedad gestora por su gestión respecto de la ECR así como cualquier otro tipo de remuneraciones aplicadas por la sociedad gestora, con indicación del porcentaje y base de cálculo de las comisiones aplicadas.

Otras comisiones y remuneraciones soportadas por la ECR.

#### VI. Información al partícipe o accionista

Régimen de información a partícipes o accionistas previsto por la SCR o por la sociedad gestora.

Mención de la disponibilidad de este folleto y de información financiera sobre la ECR en los registros públicos de la CNMV.

#### VII. Fiscalidad

Régimen fiscal aplicable a la ECR.

Régimen fiscal aplicable a los partícipes o accionistas.

#### VIII. Personas que asumen la responsabilidad de su contenido y organismos supervisores del folleto

Datos identificativos de las personas que asumen la responsabilidad por el contenido del folleto. Mención de que a juicio de dichas personas los datos contenidos en el folleto son conformes a la realidad y que no se omite ningún hecho susceptible de alterar su alcance.

Se indicará que la verificación positiva y el consiguiente registro del folleto por la CNMV no implican recomendación de suscripción de los valores a que se refiere el mismo, ni pronunciamiento en sentido alguno sobre la solvencia de la entidad emisora o la rentabilidad o calidad de los valores ofrecidos.

#### IX. Otros datos de interés

## ANEXO 4

### Documentos constitutivos de las ECR y de sus SGEGR

#### A. Reglamento de gestión de fondos de Capital-Riesgo

### CAPÍTULO I

#### Datos generales

Denominación del Fondo.

Objeto.

Plazo de duración del Fondo, que podrá ser ilimitado.

### CAPÍTULO II

#### La Sociedad Gestora y el Comité de Inversiones

Denominación y domicilio de la Sociedad gestora y normas para la dirección, administración y representación del Fondo.

Tipos de remuneración de la Sociedad gestora. Fijación de la forma en que haya de calcularse las diferentes comisiones.

Requisitos de la sustitución de la Sociedad gestora.

Composición y régimen de funcionamiento, en su caso, del Comité de Inversiones.

### CAPÍTULO III

#### Las participaciones

Características básicas de las participaciones.

Forma de representación de las participaciones. Características de los certificados y de las anotaciones representativas de las participaciones.

Precio inicial de las participaciones al tiempo de la constitución del Fondo y periodicidad con la que habrá de calcularse el valor de las participaciones a efectos de suscripción y reembolso.

Procedimiento para la emisión y suscripción de partici-

paciones. El plazo de duración de la prohibición de suscripción, si la hubiese.

Procedimiento para el reembolso de participaciones, incluyendo, en su caso, los reembolsos que se garantizan, periodicidad de los mismos, y régimen de preavisos si los hubiera. El plazo de duración de la prohibición de reembolso, si la hubiese.

Comisiones mínimas y máximas inherentes a la suscripción y reembolso de participaciones, si las hubiese.

#### CAPÍTULO IV

##### **Política de inversiones**

Los criterios sobre inversiones y las normas para la selección de valores que hayan de integrar el Fondo.

Sistemas de control de las inversiones, en su caso.

Sindicación de las inversiones, en su caso.

Criterios sobre desinversiones, en su caso.

Obligaciones frente a terceros.

#### CAPÍTULO V

##### **Criterios sobre determinación y distribución de resultados. Forma de designación de los Auditores**

Criterios sobre determinación y distribución de resultados. Forma y plazos para el pago efectivo a los partícipes de los beneficios distribuidos.

Forma o criterios de designación de los Auditores y, en su caso, derechos especiales de información sobre los estados financieros del Fondo y la Sociedad gestora que se reconozcan a los partícipes.

#### CAPÍTULO VI

##### **Disposiciones generales**

Requisitos y formas para llevar a cabo la modificación del contrato de constitución, del Reglamento de gestión y condiciones para ejercer, en su caso, el derecho de separación por parte del partícipe.

Causas de disolución del Fondo y normas para su liquidación, indicando la forma de distribuir en tal caso el patri-

monio entre los partícipes del mismo y los requisitos de publicidad que previamente habrán de cumplirse.

Jurisdicción competente.

Otras disposiciones.

#### *B. Estatutos sociales de sociedades Capital-Riesgo*

#### TÍTULO I

##### **Denominación, régimen jurídico, objeto, domicilio social y duración**

Denominación de la Sociedad.

Objeto social.

Domicilio social

Plazo de duración, que podrá ser ilimitado.

#### TÍTULO II

##### **Capital social**

Importe del capital social en el momento de la constitución.

Características de las acciones, forma de representación y derechos inherentes a las mismas.

Naturaleza de las aportaciones en el momento de la constitución.

Transmisibilidad de las acciones.

#### TÍTULO III

##### **Política de inversiones y límites legales aplicables**

Los criterios sobre inversiones y las normas para la selección de valores.

Sistemas de control de las inversiones, en su caso.

Sindicación de las inversiones, en su caso.

Criterios sobre desinversiones, en su caso.

Obligaciones frente a terceros.

## TÍTULO IV

### **Régimen y administración de la sociedad**

Régimen sobre convocatoria, constitución, asistencia, representación y celebración de la Junta General de Accionistas.

Composición, duración y régimen de funcionamiento del Consejo de Administración.

## TÍTULO V

### **Ejercicio social y distribución de beneficios**

Ejercicio social.

Reglas de valoración de los activos.

Composición del beneficio. Criterios aplicables para la determinación y distribución del resultado.

### *C. Estatutos sociales de sociedades gestoras de ECR*

## TÍTULO I

### **Denominación, régimen jurídico, objeto, domicilio social y duración**

La denominación de la Sociedad.

Objeto social.

Domicilio social.

Plazo de duración, que podrá ser ilimitado.

## TÍTULO II

### **Capital social**

Importe del capital social en el momento de la constitución.

Características de las acciones, forma de representación y derechos inherentes a las mismas.

Transmisibilidad de las acciones.

## TÍTULO III

### **Inversión del activo y límites legales aplicables**

Criterios para la inversión del activo y límites aplicables.

## TÍTULO IV

### **Régimen y administración de la Sociedad**

Órganos de la Sociedad:

Régimen sobre convocatoria, constitución, asistencia, representación y celebración de la Junta General de Accionistas.

Composición, duración y régimen de funcionamiento del Consejo de Administración

## TÍTULO V

### **Ejercicio social y distribución de beneficios**

Ejercicio social.

Reglas aplicables para la valoración de los activos. En su caso, será suficiente con remitir de forma concreta a la normativa aplicable.

Composición del beneficio. Criterios aplicables para la determinación y distribución del resultado.

## ANEXO 5

### **Cuestionario y declaración a cumplimentar por los miembros del Consejo de Administración de las Sociedades de Capital-Riesgo y de las Sociedades Gestoras de entidades de Capital-Riesgo**

Se informarán los datos de identificación del declarante.

Se incluirá manifestaciones por parte de los declarantes sobre los siguientes extremos:

Tramitación de algún procedimiento judicial concursal (quita y espera; suspensión de pagos, concurso o quiebra).

Imposición de alguna sanción en aplicación de disposiciones reguladoras del sistema financiero y de las entidades que operan en el mismo.

Aplicación de alguna medida de intervención o sustitución en virtud de las disposiciones reguladoras del sistema financiero y de las entidades que operan en el mismo.

Imposición de alguna sanción tributaria por infracciones graves o, de acuerdo con la legislación vigente en su día, por infracciones de omisión o de defraudación.

Imposición de alguna sanción por infracciones muy graves en materia de Seguridad Social.

Imposición de alguna sanción por infracción grave en materia de control de cambios.

Imposición de alguna sanción en aplicación de disposiciones de defensa de los consumidores y usuarios.

Imposición de alguna sanción en aplicación de disposiciones de la competencia o competencia desleal.

Imposición de alguna sanción por infracciones graves o muy graves en materia laboral.

Inhabilitación para el ejercicio de cargos públicos o de administración o dirección de Entidades Financieras.

Haber sido parte demandada o ejecutada en algún procedimiento judicial declarativo o de ejecución por incumplimiento de obligaciones contractuales o impago de deudas por importe superior a 30.000 euros.

Procesamiento o condena por alguno de los delitos a los que se refiere el artículo 8 de la Ley 1/1999.

Desarrollo, con carácter habitual, actividades profesionales o comerciales fuera de España con indicación, en su caso, de los países.

Otros datos de interés.

Presidente de ASCRI

**1. ¿Qué perspectivas de futuro ofrece el sector de capital-riesgo en nuestro país?**

La actividad de capital-riesgo o capital-inversión ofrece unas magníficas perspectivas de futuro por las siguientes razones:

En primer lugar, se está produciendo un movimiento generalizado de concienciación político-pública, tanto en el ámbito comunitario como en el ámbito estatal y regional, en el sentido de considerar a la actividad de capital-riesgo como una herramienta básica para la potenciación, creación y mantenimiento de las PYME, siendo por otro lado éstas consideradas como la base principal de la economía de los países industrializados.

Este movimiento tiene unos efectos muy positivos para el sector, como son:

- Regulación más precisa.
- Medidas fiscales favorecedoras.
- Incremento de la difusión y captación de la actividad de capital-riesgo.
- Mayores y mejores contactos con la Universidad y con los centros y parques tecnológicos.
- Etcétera, etcétera.

En segundo lugar, se han producido dos factores exógenos que están contribuyendo poderosamente al desarrollo del sector, y me refiero concretamente a la bajada de los tipos de interés y a la entrada en vigor del euro.

La bajada de los tipos ha favorecido a las empresas en general, al mejorar éstas sus cuentas de explotación por disminución de sus gastos financieros, y además ha situado la remuneración de la renta fija a un nivel acorde con el riesgo asumido, permitiendo así al sector de capital-riesgo ser una alternativa real de inversión basada en sus expectativas de rentabilidad.

En cuanto al euro, de todos es conocido lo que supone la desaparición de los tipos de cambio en Europa, la moneda única, etc., y por tanto la repercusión positiva que puede tener en el sector a escala comunitaria.

En tercer lugar, y para terminar, la propia fuerza y dinámica que está demostrando el sector, con crecimientos anuales acumulativos del 20 por 100 en los últimos cuatro años, cifras éstas que se disparan en los dos últimos años.

Si a todo lo anterior unimos que el desarrollo de capital-riesgo en España se encuentra por debajo de la media europea, tanto en captación de fondos como en inversión de éstos, podremos afirmar que las perspectivas en España durante los próximos años son excelentes.

Como adelanto de los datos referidos a 1999 citaré:

1. Se sigue observando mucha actividad en el sector, tanto en la captación de nuevos fondos como en la propia inversión.

2. Si en 1998 cincuenta y una entidades integraban el sector, a finales de 1999 seguramente habrá más de sesenta entidades que se dediquen a esta actividad.

3. En 1998 los fondos captados para capital-riesgo alcanzaron 115.000 millones de pesetas. En 1999 es muy probable que superemos esta cifra.

4. En cuanto a las inversiones, en 1999, y visto el nivel de las inversiones realizadas en los primeros nueve meses del año, alcanzaremos probablemente una cifra entre los 60.000-75.000 millones de pesetas.

5. Los proyectos más demandados siguen siendo empresas en fase de crecimiento, Mbos, MBIs, etcétera..., pero también empiezan a interesar seriamente aquellos nuevos proyectos en fase semilla y arranque en sectores de "nuevas tecnologías".

**2. ¿Cómo se afronta el problema de las desinversiones?**

Uno de los aspectos más controvertidos y relevantes dentro del proceso normal de actuación de una sociedad de capital-riesgo es la elección del momento y la forma de llevar a cabo una desinversión, cuando se han alcanzado ya los objetivos previstos. Las cuatro alternativas más comunes de desinversión son la recompra de la participación por parte del accionista mayoritario, la venta a terceros, la salida a Bolsa o, por último, la liquidación de la sociedad.

En España hasta 1996, la desinversión se realizaba normalmente vía recompra o bien vía venta a terceros. Las salidas a Bolsa eran prácticamente inexistentes,

aunque considerábamos que era el mecanismo perfecto para las entidades de capital inversión, ya que demostraba que la sociedad había crecido y madurado lo suficiente. En los últimos dos años, la situación ha cambiado radicalmente, y en 1998 las salidas a Bolsa representan el 28,1 por 100 del total desinvertido, frente al 1,3 por 100 en 1996.

#### DESGLOSE DE LOS MECANISMOS DE LAS DESINVERSIONES EN ESPAÑA

	TOTAL DESINVERTIDO (Porcentaje)		
	1996	1997	1998
Recompra . . . . .	37,2	30,6	17,6
Venta a terceros . . . . .	29,6	46,7	37,5
Mercado de valores . . . . .	1,3	11,0	28,1
Liquidación de la sociedad . .	23,9	4,6	6,0
Otros . . . . .	8,0	7,1	10,8

En Europa, y según datos facilitados por la EVCA (European Venture Capital Association), las desinversiones realizadas en 1998 a través del mercado de valores representan un porcentaje cercano al 20 por 100.

El resto de las desinversiones realizadas en España se reparte de la siguiente forma: recompra por las propios accionistas (17,60 por 100), venta a terceros (37,5 por 100), liquidación de sociedad (7 por 100) y otras formas (10,80 por 100).

### 3. ¿Qué política de inversiones parece más apropiada?

No es posible hablar de una política de inversiones única para el sector, y mucho menos pretender deliberar acerca de cuál es la política de inversiones más correcta.

No puede ser lo mismo la política de inversiones de un fondo que se dedica a realizar inversiones superiores a 1.000 millones de pesetas que la de un fondo que se dedica a invertir en el capital de empresas pequeñas y medianas en fase de iniciación. Cada entidad, en función de sus objetivos, tendrá determinada una política de inversiones que variará fundamentalmente de un fondo a otro.

Lo que sí estamos detectando desde la Asociación es una creciente tendencia, siguiendo el modelo europeo, hacia la especialización de las entidades de capital-riesgo. Así, por ejemplo, recientemente hemos asistido a la creación de fondos especializados en telecomunicación (Internet, Retevisión, Amena, Netjuice, etcétera) o en empresas de nuevas tecnologías, o de-

dicados exclusivamente a empresas en fase de desarrollo de tamaño suficientemente grande como para poder preparar su salida a Bolsa, etcétera, etcétera.

Para terminar, me gustaría enviar un mensaje de optimismo a todos los partícipes en esta actividad.

A los inversores en entidades de capital-riesgo, puesto que estoy convencido que a largo plazo van a obtener unas rentabilidades suficientes acordes con los riesgos asumidos.

A las empresas y los empresarios susceptibles de inversión por capital-riesgo, puesto que tienen a su alcance una herramienta financiera capaz de suministrarles los fondos propios necesarios para un desarrollo correcto de su actividad.

Y a las entidades financieras, ya que gracias a la participación de capital-riesgo en los capitales de las empresas, éstas presentarán unas estructuras de balance mas consolidadas, disminuyendo el riesgo bancario inherente a la financiación bancaria a corto y largo plazo.

## OSCAR MARTÍNEZ-CUBELLS LEYUN

Director de Inversiones de Ahorros Corporación Desarrollo, S.A.

### 1. ¿Qué perspectivas de futuro ofrece el sector en nuestro país?

Un escenario de tipos de interés fluctuando en el largo plazo en el entorno de los niveles actuales es, sin duda, uno de los elementos claves para un desarrollo estable de nuestro sector. Para los inversores, favoreciendo la formación de fondos de capitales que buscan mayores rentabilidades que las proporcionadas por activos monetarios y acciones cotizadas. Tipos de interés altos, como los de los finales de los ochenta, desincentivaban a los inversores a destinar recursos a este sector.

Para las empresas, contribuyendo a su desarrollo al disponer de una financiación básica con un coste razonable. El crecimiento de las empresas suscita el interés de los fondos, que buscan de modo preferencial inversiones en empresas de mayor dimensión, atraídos por la combinación riesgo/rentabilidad que éstas proporcionan.

Otro elemento que contribuye a las favorables perspectivas de futuro es la propia madurez del sector en nuestro país. En los últimos dos años se ha cerrado una etapa inversora donde, lejos del enfoque inicial de promoción empresarial desde los fondos públicos o semi-públicos, ha madurado con éxito un modelo eficiente de gestión de inversiones basado en la búsqueda de rentabilidades para los fondos privados. Los mercados de valores, que han acogido recientemente desinversiones de empresas participadas por fondos e incluso sociedades de capital-riesgo, el hecho de que empresas de renombre hayan dado entrada a este tipo de inversores, o que grupos financieros o empresariales decidan desarrollar esta actividad, son señales de ello. Parece que se inicia, pues, un nuevo ciclo inversor donde los inversores, las gestoras, los profesionales de los ámbitos relacionados y los mercados financieros parten de un mayor grado de madurez, favorecedor de un desarrollo más rápido que el experimentado durante los primeros años en este sector.

Finalmente, disponer de una regulación adecuada es un aspecto esencial para el desarrollo del sector. La Ley 1/1999, de capital-riesgo, presenta un esquema más positivo y flexible que la anterior regulación, tanto en lo que se refiere a los incentivos para la formación de capitales destinados a esta actividad como a la ordenación en cuanto a la ejecución de operaciones de inversión

## **2. ¿Cómo se afronta el problema de las desinversiones?**

La desinversión en un horizonte determinado es una condición que diferencia la inversión desde su diseño y materialización hasta su fin y, en muchas ocasiones, limita las probabilidades frente a aquellos inversores, principalmente industriales, cuya perspectiva de permanencia no está definida.

En cualquier caso, el proyecto de desinversión es un asunto que debe estar previsto en el momento de la inversión, y en el que tiene que existir acuerdo sobre cómo abordarlo entre las partes que eventualmente estarán implicadas, como son los otros socios y/o el equipo directivo. Cada inversión tiene un enfoque distinto de salida, dependiendo, entre otras cosas, de la estrategia de la empresa, de la situación de su mercado y de la estructura y composición de la propiedad.

El tamaño de la empresa es clave de cara a afrontar la desinversión; salidas de inversiones en empresas de gran tamaño tenderán a planificarse en forma de OPV. En este sentido, las incógnitas serán

determinar cuál es la dimensión de la empresa idónea para los mercados en un horizonte de cuatro, cinco, o más años, y prever que ésta encaje con nuestra estimación para el tamaño de la empresa en la que se invierte en aquel momento. Cuanto menor es la dimensión de la empresa, los riesgos de liquidez son mayores, ya que las vías de desinversión se estrechan básicamente a dos alternativas: la venta de la participación a un comprador industrial o la venta a otro inversor financiero. En el primero de los casos, disminuiríamos los riesgos de liquidez en la medida en que se consiga ofrecer paquetes mayoritarios; la dificultad principal consiste en conocer las estrategias en el medio plazo de los grupos industriales potenciales compradores para adaptar la compañía a sus necesidades. En la venta a otro inversor financiero, el punto a superar es encontrar una valoración de salida que satisfaga la rentabilidad objetivo de entrantes y salientes.

El mercado donde actúa la empresa es condicionante también de la estrategia de desinversión. En principio, mayores cuotas de mercado o posición dominante en nichos de mercado asegurarán más interés por parte de los compradores. Sin embargo, la estructura de la industria influirá de modo importante en las alternativas de la transacción de venta; así, estructuras industriales muy atomizadas reducen las expectativas de venta, mientras que sectores en los que participan pocos jugadores habitualmente desarrollan mayor nivel de competencia en adquisiciones, ya que el apetito aumenta cuando se puede desestabilizar el equilibrio del mercado a través de una adquisición singular.

Un aspecto relevante en la evaluación del proyecto de desinversión es la diferenciación de la empresa respecto de sus competidores en el momento de salida. Ventajas competitivas inherentes a la empresa –no solamente su posición en el mercado, sino aspectos tanto tecnológicos como de productos o sistemas u organizativos– facilitarán la desinversión.

## **3. ¿Qué política de inversiones parece más apropiada?**

La política de inversiones debe marcar las líneas de actuación del fondo con dos fines fundamentales: facilitar los procesos internos de toma de decisiones y definir el perfil externo de posicionamiento del fondo.

En mi opinión, el entorno de mercado en España y la estructura de la competencia recomiendan no establecer políticas rígidas que puedan producir la pérdida de oportunidades de inversión. Por ello, una política de inversiones debe tener flexibilidad en los criterios

de selección de inversiones en sus parámetros básicos (minoría/mayoría, período de desinversión, volúmenes mínimos y máximos a invertir...), sin que ello signifique indefinición.

Desde esta perspectiva de flexibilidad, el objetivo sectorial debe estar abierto: existirán buenas oportunidades de inversión, en cualquier sector, siempre con la óptica de estudiar la rentabilidad de cada proyecto de forma individual.

No obstante, la mayor competencia que se empiece a experimentar en el sector posiblemente llevará a establecer entre los operadores ciertas áreas de especialidad; en efecto, el socio industrial valorará más, entre otros aspectos, a aquellos socios financieros cuya experiencia sectorial o cartera presente o proporcione mayor valor al desarrollo de su negocio.

El grado de involucramiento durante la fase de "estancia" en la compañía constituye otro elemento fundamental en el enfoque de las inversiones. Los modelos a seguir (involucramiento activo/pasivo) se adaptarán a las circunstancias y marcha del negocio, así como a la fase en la que se encuentre la inversión (no es lo mismo comprar acciones de un negocio estable que aumentar el capital para abordar un proyecto de expansión). Por tanto, la actitud del inversor en el seguimiento también define su política de actuación. En mi opinión, la generación de valor en esta fase se relaciona con el grado de involucramiento, y horizontes de desinversión de medio plazo obligarán a una atención más activa a la empresa participada.

#### **4. ¿Es comparable la situación española con la europea?**

Una vez equiparados en cuanto a las variables básicas de convergencia con el resto de los países de la zona euro, dos aspectos son los que todavía hacen la situación española de la industria de capital-inversión muy distinta a la europea: la estructura empresarial, en lo que se refiere a la dimensión y la amplitud sectorial, y los aspectos culturales de gestión del empresario español.

La situación en Europa, con mayor amplitud de los sectores y con empresas de mayor tamaño que las españolas, es un reflejo de la situación actual y potencial de sus mercados. Esta situación también condiciona el desarrollo de los mercados de fusiones y adquisiciones de compañías no cotizadas, tanto en los aspectos cuantitativos (tamaño, valoraciones...) como en los cualitativos (estructura más organizada, agentes, prácticas, procesos...). Todo ello da lugar a un número

mayor de operaciones de tamaño y en distintas fases del ciclo de vida de la empresa.

En la medida en que la industria del capital-inversión alcance su madurez y se haga más conocida para los empresarios y las compañías familiares –es decir, se haya logrado más penetración dentro de la cultura empresarial actual–, se habrá dado un paso importante para el desarrollo del sector. Dentro de las alternativas básicas de financiación de proyectos se observa en ocasiones al socio financiero como más inconveniente para el desarrollo de la empresa o de su proyecto que las fuentes de financiación clásicas. Otro aspecto cultural, como el deseo por parte de algunos equipos directivos de acceder a la propiedad de las acciones de la empresa en que trabajan, es más habitual entre los gestores anglosajones que entre los españoles, sobre todo en empresas de tamaño mediano.

### **JAVIER LOIZAGA JIMÉNEZ**

Socio Director de Mercapital Servicios Financieros

#### **1. ¿Qué perspectivas de futuro ofrece el sector en nuestro país?**

El sector del capital-riesgo/capital inversión se encuentra actualmente en el mejor momento de su breve pero intensa historia en nuestro país. Desde su nacimiento en la segunda mitad de los ochenta, la evolución del sector ha ido paralela y ha sido espoleada por el dinamismo y la maduración del tejido empresarial español, que en su mayor parte está formado por compañías familiares de pequeño y mediano tamaño. Esto debemos verlo desde un triple punto de vista: por un lado, el de las empresas y empresarios, crecientes receptores de esta fórmula de financiación; por otro, los ahorradores que alimentan con su inversión el sector, y por último, los operadores que canalizan los fondos del ahorro institucional y privado hacia la inversión en empresas en crecimiento.

Esta cultura del capital se está imponiendo entre empresarios y gestores de empresas medianas, y entre ahorradores y gestores de instituciones de inversión colectiva, en un proceso de clara convergencia con el resto de los mercados de nuestro entorno. Las empresas medianas se plantean cada vez con mayor valentía el ineludible reto de posicionarse en los mercados globales y aumentar su perímetro y masa crítica para poder competir en igualdad de condiciones.

Por su parte, el ahorro institucional diversifica cada vez más la inversión hacia segmentos de mayor perfil de riesgo en busca de una mayor rentabilidad. A su vez, los operadores con más de una década de experiencia en el sector han superado su curva de aprendizaje, madurando y definiendo su vocación y especialización dentro del sector.

Este círculo virtuoso de mayor demanda de capital-inversión provoca a su vez un aumento de la oferta, lo que se traduce en una mayor cultura del capital. En estos momentos, nos encontramos en un ciclo de mayor incremento de la oferta, que se compensará, en los próximos años, con un fuerte aumento de la demanda. Esta convergencia, que aun siendo clara no consigue reducir la distancia del sector en España respecto al resto de países europeos, dado el fortísimo crecimiento del capital-inversión en estos últimos, nos hace pensar que en los próximos años se producirá un aumento continuado de la demanda, una oferta cada vez más abundante y profesional, además de una mayor porción de ahorro institucional interno destinado al sector del capital-inversión.

## **2. ¿Cómo se afronta el problema de las desinversiones?**

La desinversión, fin último del capital inversión, que materializa el rendimiento del esfuerzo realizado en apoyo de la empresa, así como del riesgo soportado durante el ciclo de vida de la inversión, es un problema sólo cuando el mercado y la estructura de la economía subyacente no proporcionan mecanismos fluidos que la faciliten. El destino por excelencia de la desinversión en los mercados anglosajones es el mercado de capitales, de modo que en aquellos mercados donde las bolsas no están desarrolladas la desinversión del sector en su conjunto es problemática.

De hecho, la correlación entre el tamaño y dinamismo del sector del capital-inversión en un país (medido en términos de fondos globales en gestión, número de operadores y volumen de inversión anual) y la profundidad y desarrollo de su mercado de capitales (medido en términos de capitalización bursátil del mercado y volumen de OPVs de compañías medianas o de crecimiento) es contundente, y explica en gran parte las diferencias de desarrollo del sector en cada mercado. Y ello por ser también cierto que el crecimiento de ambos mercados, el del capital inversión y el de capitales, depende de factores comunes, de entre los que destaca la expansión y profundidad de la cultura del capital entre empresarios, gestores, instituciones financieras, ahorradores y administraciones públicas.

Cuando el mercado de capitales no proporciona un mecanismo fluido de desinversión, el inversor debe ajustar su estrategia, lo que supone un handicap añadido al desarrollo del sector. Este ajuste suele concretarse en dos aspectos:

1) Centrar la inversión en compañías más grandes y maduras, que están más cerca del tamaño aceptable para una desinversión en Bolsa. Esto perjudica la capacidad de financiarse de compañías más jóvenes y frecuentemente más dinámicas.

2) Alargar el horizonte de la inversión, dando tiempo a que una compañía más pequeña alcance el tamaño adecuado para una salida a Bolsa, lo que disminuye el atractivo del sector para el inversor institucional, que es reacio a renunciar a la liquidez de su inversión en un plazo demasiado largo.

De una u otra forma, sufre tanto el sector como las compañías más jóvenes y dinámicas.

En la práctica, en un mercado con desinversión problemática, el operador, que existe gracias al inversor institucional que le confía sus fondos en gestión, se ve obligado a tener muy presente la desinversión al término del proyecto. De esta manera, la sociedad de capital inversión debe incluso planificar el mecanismo alternativo de salida antes de decidirse a llevar a cabo una inversión.

## **3. ¿Qué política de inversiones parece más apropiada?**

El espectro de políticas de inversión en este sector es muy amplio. Se puede decir que hay casi una política distinta para cada operador, en función de sus actitudes y aptitudes, de su visión de las oportunidades, y de su capacidad o voluntad de aportar valor en el proceso y en el juicio de cada inversión. A veces, las diferencias radican sólo en matices y otras en aspectos más fundamentales.

En general, las distintas políticas difieren en función de un amplio abanico de variables, tales como: a) el horizonte temporal esperado de la inversión, b) el tamaño objetivo de la inversión por empresa o de la empresa misma, c) el nivel de participación perseguido en el capital de cada empresa, d) la industria (s) y/o mercados y zonas geográficas objetivo, e) la fase de la empresa en su ciclo vital preferido, f) el objetivo de rentabilidad, tanto en nivel objetivo como en modalidad del rendimiento esperado, dividendos o plusvalías..., etcétera. La vocación y experiencia del operador, el entorno económico del momento y el mercado en el que opera,

así como la intensidad de la demanda de los inversores institucionales por una u otra política en cada momento, definen en conjunto las tácticas de cada operador.

En nuestro país, y en este momento de su desarrollo, algunas estrategias de inversión tienen más probabilidad de éxito que otras. La economía española y el tejido empresarial del país están hoy en "modo de crecimiento", y tienen por delante el reto de la globalización de los mercados mundiales y de su posicionamiento para competir en ellos. En este entorno, las empresas medianas deben centrarse en aumentar su masa crítica (tanto por crecimiento orgánico como vía adquisiciones), consolidar sus industrias respectivas y aumentar su competitividad.

El capital inversión es un eficaz y leal aliado para facilitar y financiar estrategias de crecimiento y consolidación sectorial, con horizontes de inversión de al menos cuatro/cinco años, y apostando por la reinversión constante de los beneficios en el propio desarrollo. El socio de capital inversión debe aportar también valor a la empresa en esta estrategia, con frecuencia arriesgada y novedosa para empresarios y gestores.

El mercado español no es aún lo suficientemente grande como para que las estrategias de especialización sectorial se extiendan; por otro lado, la inversión en empresas muy jóvenes o de nueva creación exige, todavía hoy, plazos de desinversión muy largos por falta de profundidad de los mercados de capitales. No obstante, existen algunas industrias que en nuestro país tienen mayor tradición y que gozan de ventajas competitivas en los mercados globales, como son el ocio, la hostelería y la restauración, el turismo, la alimentación y el sector servicios en general.

Un caso aparte son las industrias de tecnología, tecnologías de la información, telecomunicaciones, internet, etc., en las que el ciclo de negocio se acorta hoy de forma muy importante, por su fenomenal crecimiento y dinamismo, con lo que se diluye mucho el problema de la desinversión. En la actualidad, en España, como en el resto del mundo, asistimos a una explosión de las industrias de tecnología y de la financiación de sus proyectos con capital inversión.

#### **4. ¿Es comparable la situación española con la europea?**

Es perfectamente comparable en cuanto al potencial para el capital inversión, y en cuanto a la estructura social y económica subyacentes que permiten desarrollar este potencial. Estamos sin embargo aún

muy por detrás en su desarrollo, dado nuestro comienzo reciente, aunque veloz. De esta manera, la convergencia es imparable y se acelera cada día.

Para los próximos años, esperamos una gran aceleración de esta convergencia del sector y vaticinamos grandes crecimientos de los fondos captados en gestión e invertidos en el tejido empresarial, así como del número de operadores del mercado y de las posibilidades de desinversión en los mercados de capitales.

### **JOAN CARBONELL BRUIX**

Director General de Catalana d'Iniciatives

#### **1. ¿Qué perspectivas de futuro ofrece el sector en nuestro país?**

En Catalana d'Iniciatives consideramos que desde hace unos años se ha incrementado el conocimiento de nuestro sector en España, viéndonos cada vez más los empresariales españoles a las empresas de capital desarrollo como una alternativa a los métodos de financiación habitual.

#### **2. ¿Cómo se afronta el problema de las desinversiones?**

La desinversión es quizás el tema aún pendiente de resolución, debido fundamentalmente a que el mercado aún no está preparado para la compra/venta de porcentajes minoritarios de sociedades de tamaño pequeño/mediano. Aun con todo, se está trabajando en dicho aspecto, pudiéndose ver cada vez más cómo empresas de tamaño medio se lanzan al mercado bursátil español o mercados secundarios tipos NASDAQ, Nouveau Marché, etcétera.

#### **3. ¿Qué política de inversiones parece más apropiada?**

La política de inversiones más adecuada en nuestro sector es aquella que maximiza el binomio de máxima rentabilidad con riesgo acotado. Siguiendo con este aspecto, en Catalana d'Iniciatives se apuesta por la diversificación de sectores, apostando por los mercados en crecimiento sin dejar, en cualquier caso, de atender a empresarios concededores de sectores maduros que desean realizar operaciones de MBO o de MBI. También se apuesta por proyectos con perspectivas de alta rentabilidad, como son los de nuevas tecnologías.

#### **4. ¿Es comparable la situación española con la europea?**

La situación española, en cuanto al desarrollo del mercado de capital inversión, no es actualmente comparable a los mercados ya más desarrollados como el inglés o el francés; eso sí, estamos en una etapa de crecimiento para, quizás en un futuro no muy lejano, estar al mismo nivel de desarrollo que los mercados mencionados anteriormente.

### **JOSÉ ÁNGEL SARASA URTASUN**

Consejero Delegado de Baring Private Equity Partners España, S.A.

#### **1. ¿Qué perspectivas de futuro ofrece el sector en nuestro país?**

Las perspectivas actuales del sector son francamente optimistas para los próximos 5-10 años. La actividad, que nació con fuerza a mediados de los años ochenta, tuvo una severa crisis entre 1992 y 1996, de la que se está recuperando con solidez. En los últimos años estamos teniendo crecimientos en los fondos disponibles para invertir más de 60.000 millones de pesetas (€366 millones) por año, y se espera que esta tendencia se mantenga en los años próximos.

Este crecimiento en los fondos disponibles está acompañado de una evolución similar en las inversiones. Además, están llegando operadores extranjeros con fondos ubicados en Europa y se están creando nuevas gestoras de capital español.

Quizá el aspecto más positivo de los últimos años ha sido el conocimiento de esta alternativa de financiación por parte del empresario, lo que provocará un notable aumento de las demandas de capitales, especialmente para el crecimiento y expansión de empresas. Este hecho significa que el entorno empresarial español está conociendo esta fórmula de financiación, que tiene una recepción muy positiva, y que la está incorporando en los planes estratégicos futuros.

Con la combinación de los tres factores –dinero disponible, nuevos operadores y conocimiento del sector por los empresarios– creo que se avecinan años muy interesantes y positivos, aunque nos costará llegar a los índices de fondos disponibles para invertir per cápita (España, €46 per cápita) en cuanto

a fondos disponibles para invertir que se están manejando en otros países como el Reino Unido (€748 per cápita), Francia (€228 per cápita), Holanda (€230 per cápita) y Alemania (€98 per cápita).

#### **2. ¿Cómo se afronta el problema de las desinversiones?**

Éste es el aspecto más delicado de la actividad, tanto en España como en Europa, especialmente si lo comparamos con Estados Unidos. La desinversión más interesante para los inversores, por la rentabilidad que se obtiene, es la salida a Bolsa o a un mercado organizado. La existencia del NASDAQ ha proporcionado a Estados Unidos una notable ventaja.

El EASDAQ, que era la esperanza del sector en Europa, está teniendo un desarrollo más lento de lo esperado y es imprescindible su consolidación.

La Bolsa sufrirá notables cambios en los próximos años en España por la creación del nuevo (segundo) mercado o por el cambio de la estrategia del primero, que vendrá obligado por el posible pase a bolsas europeas de los 10-12 valores españoles que ya significan el 70 por 100 del volumen negociado. Esto abrirá posibilidades interesantes para las desinversiones de capital-riesgo.

En el corto y medio plazo, la principal fuente de desinversión serán las ventas estratégicas, especialmente a empresas cotizadas que necesitan crecer rápidamente y sólo pueden conseguirlo con eficacia a través de adquisiciones. Sin embargo, para que las empresas tengan un cierto valor estratégico, deben tener una muy alta cuota de mercado local o, como mínimo, operar en Europa. La actuación en varios mercados comienza a ser crítica para aumentar el valor de la compañía. Una sociedad de capital-riesgo que opere globalmente es un socio que aporta un gran valor a la empresa en que participa.

#### **3. ¿Qué política de inversiones parece más apropiada?**

Desde la perspectiva del inversor, la más apropiada es invertir en cualquier sector y que la inversión se realice como capital de expansión o desarrollo más que como sustitución de accionistas. Así, el dinero que se aporta crea valor rápidamente y genera oportunidades de desinversión más interesantes.

Ésta es una tendencia que están siguiendo todos los operadores, por lo que en el futuro habrá dificult-

tades en cuanto a capital disponible para *start-up* o primeras etapas, aspecto que, sin embargo, es importante para el desarrollo del país.

En cuanto a los sectores, España no parece un mercado muy apropiado para fondos sectoriales, salvo casos muy concretos. España es un mercado demasiado estrecho donde ningún sector tiene la suficiente dimensión para conseguir un adecuado equilibrio de inversiones que compense el riesgo. Sin embargo, jugando a nivel europeo, sí tienen sentido algunos fondos sectoriales.

En cuanto a las inversiones mayoritarias en el capital *versus* minoritarias, supone el eterno dilema de los gestores, ya que condiciona notablemente la desinversión. La tendencia más extendida es tomar posiciones mayoritarias que permitan actuaciones rápidas en la gestión, además de ventas más fáciles. Creo que invertir en minorías con buenos acuerdos de accionistas con el resto de los socios, y que estos acuerdos se cumplan, sería una buena solución para la actividad.

#### **4. ¿Es comparable la situación española con la europea?**

Respecto de los fondos disponibles, cuestión ya indicada en la primera pregunta, estamos muy lejos de lo que está ocurriendo en Europa. Todavía no se han incorporado los grandes proveedores globales de capital, como son los fondos de pensiones y las compañías de seguros. Esperamos que en los próximos años lo hagan así porque, además, lo necesitarán ante la limitación de las inversiones convencionales con rentabilidad suficiente a medio plazo.

En cuanto a las nuevas tecnologías o tecnologías en general, España también tiene un déficit en comparación con Europa. No hay grandes multinacionales que realicen *spin-offs* del estilo de las que se hacen en Europa. La universidad tampoco está jugando el papel que le correspondería en cuanto a desarrollar *clusters* específicos por áreas o por zonas y promover la creación empresarial dentro de la propia universidad sobre proyectos de investigación concretos.

Además, el sector no está por la labor de invertir en estas compañías en España, salvo en sectores muy puntuales. Esta actuación puede afectarnos en el futuro, y el desarrollo tecnológico de la empresa española puede permanecer en niveles más bajos que el europeo.

En referencia a la capacidad de gestión, el capital-riesgo de España dispone de buenos gestores, perfectamente equiparables con los del resto de Europa, y se están incorporando permanentemente nuevos ejecutivos. No creo que tengamos diferencias significativas ni ahora ni en el futuro.

En las desinversiones también se nos presenta un cierto reto, ya que los nuevos mercados europeos están funcionando con bastante intensidad y en ellos se están dando las desinversiones más exitosas.

En resumen, creo que todavía hay que hacer un notable esfuerzo en todos los ámbitos para que podamos alcanzar el ritmo europeo en la actividad de "inversión en capital", aunque los avances en los últimos años han sido espectaculares.