

# NUEVAS FORMULAS DE FINANCIACION

El proceso de innovación suele tropezar, con frecuencia, con un obstáculo financiero difícilmente superable: la natural prudencia de los intermediarios tradicionales ante la aventura empresarial. Dicho de otra forma, salvo que cuente con fondos propios suficientes, el empresario innovador, el empresario schumpeteriano, no va a poder dar cauce a sus ideas por falta de financiación. Y, sin embargo, nada resulta más necesario, en los momentos actuales y para una economía como la española, necesitada de una transformación amplia de su tejido industrial, que encontrar los mecanismos adecuados para dar respuesta financiera a esa necesidad.

En el presente trabajo, redactado por **Rafael Bermejo, Blas Calzada y Pedro García Ferrero**, se repasan los datos esenciales de la situación descrita, se hace referencia a los caminos existentes en varios de los principales países occidentales para solucionar ese problema, se analiza la situación existente en España y se da toda una serie de sugerencias para potenciar la realización de ese tipo de proyectos.

## I. EL CAPITAL DE RIESGO

**C**APITAL de riesgo es un término de moda en los ambientes financieros *a la page* y, sin embargo, es un término ambiguo, al menos en español. Hasta hace poco tiempo se ha llamado capital de riesgo, indistintamente, a cualquier inversión en acciones, fuesen o no cotizadas en Bolsa, fuesen de empresas de nueva fundación o ya establecidas y maduras.

En los últimos años se ha puesto de moda un término anglosajón, *venture capital*, que indudablemente tiene un significado más acotado. Se refiere, como es sabido, a inversiones en capital de nuevas actividades

empresariales en las que el riesgo es más alto (se introducen nuevas tecnologías o nuevas formas de cubrir huecos de mercado) pero que, al mismo tiempo, tienen oportunidades de alta rentabilidad y alta plusvalía de la inversión. Este término, *venture capital*, ha sido traducido por algunos como «capital a riesgo y ventura», que, además de dejarse llevar demasiado por la fuerza de la consonante, tiene reminiscencias decimonónicas que van mal con el contenido de futuro de las inversiones a que se refiere. Sin intentar sentar cátedra sobre este tema, nosotros llamaremos capital de riesgo al equivalente al *venture capital*, y simplemente capital en acciones al resto de inversión en renta variable.

## 1. Rasgos diferenciales

Las inversiones en capital de riesgo tienen unas características que las diferencian y que vamos a exponer brevemente:

- Se realizan en empresas medias o pequeñas y que, en todo caso, no han llegado a la madurez.

- Dichas empresas tienen, por lo general, o nuevas formas de fabricación, o nuevos productos, o nuevos sistemas de organización o venta, que exigen para su implantación un aumento de capital propio, al cual se le ofrecen unas altas expectativas de rentabilidad y el alto riesgo que toda innovación trae consigo.

- En general, los accionistas de estas empresas son, por una parte, los gestores de las mismas, los técnicos o promotores de esas nuevas ideas, y, por otra, unas sociedades cuyo objeto es precisamente este tipo de inversiones.

- Las sociedades que dedican su actividad a la inversión en capital de riesgo suelen tener varios sectores de especialización e invierten en varias sociedades para compensar en lo posible el alto riesgo implícito.

- La expectativa de beneficio de estas últimas sociedades se concreta en la venta de las acciones de esas sociedades participadas con una plusvalía suficiente en mercados secundarios, en general *ad hoc*.

- Los inversores particulares, o no especificados, invierten en esas compañías participadas directamente, si tienen afición al riesgo y a su expectativa de beneficio, o bien compran en el mercado secundario, una vez pa-

sado el primer período de riesgo mayor.

## **2. Dos tipos de sociedades**

Para hacer más fácil la comprensión, llamaremos a las primeras sociedades sencillamente Empresas de Capital de Riesgo (ERC) y a aquellas cuyo objetivo es promover e invertir en ellas Sociedades de Inversión en Capital de Riesgo (SIRC).

El proceso normal es el siguiente: un empresario, o un inventor o promotor que tiene una idea o un invento en su cartera, se acerca a una SIRC, que analiza sus planes, les da forma financieramente inteligible, determina las necesidades de inversión en capital propio y fondos a largo plazo en general. Una vez determinada la conveniencia de la inversión, separa una parte del capital y pone a la venta de otros posibles inversores otra parte, de manera que las necesidades financieras queden cubiertas. A veces, la SIRC exige una participación en la gestión y, en todo caso, pone las bases de una buena información de la evolución de la ERC participada. La SIRC se ocupa de los trámites de admisión en el mercado secundario *ad hoc* de la ERC tan pronto como cumpla las condiciones exigidas por dicho mercado, cuando piensa que puede obtener la máxima plusvalía por madurez de la compañía, un buen síntoma de lo cual es el comienzo del reparto de dividendos. Liberado el dinero invertido por la SIRC, el círculo puede empezar de nuevo.

El proceso tan simplemente descrito tiene modalidades distintas en los diversos países y algunas circunstancias diferen-

ciales en la realidad española que vale la pena poner en evidencia. A ello dedicaremos los siguientes párrafos.

Quizá uno de los principales problemas de la promoción del capital de riesgo sea precisamente la dificultad de encontrar profesionales capaces de estudiar y evaluar un proyecto, sus riesgos y sus oportunidades, y transformar esa información en un proyecto estructurado. Esta labor es propia del tipo de empresas que llamamos SIRC y, naturalmente, de los bancos de inversión en su sentido más propio. Eso no impide que en los países anglosajones, y especialmente en USA, haya empresas únicamente dedicadas al estudio, sin la financiación, que se se reserva a otro tipo de entidades.

Una versión más europea, y quizá menos clara, de lo que es propiamente capital de riesgo, son las sociedades de desarrollo regional, cuyo paradigma son las francesas. En este caso, para la toma de participaciones juegan parámetros ajenos a la rentabilidad o riesgo, como son el desarrollo de zonas deprimidas, la creación de empleo, y en los que la tecnología de punta tiene un significado muy secundario. La financiación se realiza a través de fondos públicos o semi-públicos y el mercado secundario no tiene la menor importancia, puesto que la participación de la sociedad de promoción revierte normalmente en las Sodis industriales.

## **3. El capital de riesgo en España**

En España existen tres tipos de sociedades promotoras: las

de desarrollo regional (las célebres Sodis), la Empresa Nacional de Innovación del INI y algunas pocas privadas, adscritas a un par de bancos. Por otra parte, el IMPI ayuda a las pequeñas empresas con créditos blandos, en un contexto claramente diferente al que analizamos aquí.

Desde el punto de vista de nuestro análisis, vale la pena destacar que ni la Empresa Nacional de Innovación, cuyo capital es público, ni las adscritas a los bancos privados, que tienen una dotación del propio banco, precisan para su funcionamiento de un mercado secundario, al menos en su planteamiento actual, y por tanto no tienen el contenido exacto de las que hemos llamado SIRC, aunque probablemente pueden cumplir satisfactoriamente el papel de análisis e interpretación financiera de las innovaciones empresariales que se les propongan.

Los gestores de este tipo de sociedades en España se quejan, de todas maneras, no de la falta de financiación que, por el momento, no tienen, sino de la falta de proyectos atractivos. Esta situación puede deberse a una falta de conocimiento por parte de los innovadores de este tipo de sociedades, que no es de extrañar, dado lo reciente de su funcionamiento, o a una falta de iniciativa empresarial, que no dispone de los medios para acceder a las tecnologías de punta propias de este tipo de iniciativas. Bien es verdad que la prolongada crisis de la economía española no beneficia nada el clima empresarial necesario para empresarios con gusto por el riesgo. Este es un problema que ningún montaje financiero puede resolver.

#### 4. Los mercados secundarios

El funcionamiento de un mercado secundario *ad hoc* para las acciones de capital de riesgo es una constante en los países en que funciona, con mayor o menor éxito, la captación de capital para estos fines. El *over-the-counter market* en los Estados Unidos, el *unlisted securities market* en Inglaterra, el «mercado restringido» en Italia, etc., tienen en común la facilidad de acceso al mercado público de acciones de sociedades medias o pequeñas que no cumplen los requisitos para ser *full listed* en las bolsas respectivas.

El éxito de estos mercados secundarios es muy diverso. Desde las 4.000 empresas que cotizan regularmente en el *over-the-counter market* en los Estados Unidos, desde 1955, hasta las 36 que funcionan en el mercado restringido italiano (de las cuales sólo 4 son industriales), pasando por el *boom* de cotizaciones del USM de Inglaterra para las escasas 200 empresas que contratan en él. Hay que tener en cuenta, de todas maneras, que el mercado londinense sólo tiene 4 años escasos y el italiano 7.

Parece, en todo caso, que el éxito de estos mercados *ad hoc* tiene mucho que ver con el desarrollo del mercado de acciones en las bolsas propiamente dichas y la costumbre de invertir en acciones de los países en que existen. La situación del mercado de acciones español no es demasiado positiva a este respecto, a pesar de que en los últimos años su situación ha mejorado. Como es bien sabido, los bancos, las eléctricas, la Telefónica, suponen más del 80

del 100 de la contratación de acciones en las bolsas españolas, dejando para empresas industriales o comerciales bastante menos del 10 por 100 de la contratación. Así pues, a pesar de tener alrededor de 450 sociedades admitidas, la contratación, de hecho, se reduce a unas pocas docenas de valores, casi ninguno industrial.

Por si fuera poco, las empresas industriales son, en general, maduras, si no en crisis, por lo que su riesgo no está en consonancia con su rentabilidad, salvo en contadísimas ocasiones.

Parece deducirse, pues, que el mero hecho de crear un mercado *ad hoc* no tendría prácticamente ninguna virtualidad en España, al menos a corto plazo.

Las conclusiones sobre la posibilidad de desarrollo del capital de riesgo en España parecen poco optimistas, ya que ni parece haber proyectos en abundancia, ni parece posible que haya, a corto plazo, un mercado fluido de acciones de capital de riesgo.

A pesar de todo, el desarrollo de capital de riesgo es tan importante para el futuro de la economía española que quizá sea necesario un esfuerzo especial que elimine los obstáculos a su desarrollo, en la seguridad de que tan pronto la situación económica cambie se pueden obviar las circunstancias negativas que existen en estos momentos. A pesar de las dificultades que ofrece el diseñar un modelo sin experiencia previa, nos parece que el capital de riesgo en España tiene que instrumentarse en base a los siguientes supuestos fundamentales.

Parece inevitable que haya dos tipos de sociedades de capital de riesgo: las que tienen por finalidad la inversión en empresas de riesgo, que llamamos SIRC, y las propias empresas que tienen por objeto una actividad de alto riesgo, que llamamos ERC.

Las SIRC deberían tener las siguientes características:

a) Estar especializadas en sectores determinados y, por tanto, ser capaces de evaluar de manera precisa los proyectos que sobre estos sectores se les puedan presentar. Es decir, tener capacidad de evaluación y presentación de proyectos.

b) Convenientemente reguladas, es decir, ni poco ni demasiado, deben admitirse a cotización en Bolsa desde el primer día; de oficio, en otras palabras.

c) Teniendo en cuenta que su misión es de intermediación, deben estar exentas de impuestos por las plusvalías que su cartera pueda generar.

d) Deben poder distribuir como dividendos acciones de sus sociedades participadas (las ERC) sin ningún tipo de gravamen, ni por beneficios ni por dividendos.

e) Sus acciones tienen que ser computables en el coeficiente de inversión de la Banca que está pendiente de regular.

Con estas cualificaciones se pretende obviar la falta de mercado, por una parte, y la doble imposición de las sociedades, por otra. Su propio éxito puede evitar estas cautelas en el futuro.

Las SIRC son típicas de inversores amantes del riesgo pero que no quieren poner todos los huevos en la misma canasta, aunque todas las canastas ten-

gan un elevado componente de riesgo. El mercado secundario *ad hoc* lo reservamos para las ERC, que accederán a él cuando:

a) Alguna de las SIRC, bancos de negocios o sociedades que las bolsas acepten para tal fin hagan de sociedades de contrapartida. Esto significa que cada período corto (semana o mes) ofrezcan un precio de venta y un precio de compra de manera sistemática. Por definición, las SIRC tienen información de las ERC participadas para determinar dichos precios.

b) Las plusvalías que se derivan de la enajenación de las acciones de las ERC sólo deben tributar por un porcentaje determinado, independientemente de la renta del tenedor (quizá el 18 por 100).

c) La inversión en las ampliaciones de capital de las ERC debe tener el mismo régimen de la inversión en empresas de cotización calificada (al fin y al cabo tienen una sociedad de contrapartida que asegura su liquidez tan efectivamente como la cotización calificada actual), por tanto tendrán una bonificación del 15 por 100 de la inversión en el impuesto sobre la renta de los inversores.

El sistema global propuesto pretende incentivar, de manera gradual, el mayor riesgo y permitir al mismo tiempo inversiones de alto riesgo en actividades diferentes. Algo de riesgo en un solo negocio ERC con régimen de exención fiscal a la inversión, pero no a la plusvalía totalmente, y régimen de transparencia para las SIRC que, si no, pueden tener una vida poco activa. El modelo propuesto no puede funcionar, de todas maneras, cuando no existan proyectos de inversión de alta ren-

tabilidad con alto riesgo. Pero eso no puede sustituirlo ningún montaje financiero por sofisticado que sea.

## II. NUEVOS MERCADOS DE DEUDA: DESINTERMEDIACION

Los caminos de la financiación a largo plazo, exceptuando los créditos sindicados, que se han tratado extensamente en el número 2 de los Suplementos sobre el Sistema Financiero de PAPELES DE ECONOMIA ESPAÑOLA, van invariablemente por el camino de la desintermediación bancaria que, dados los altos costes de funcionamiento de la banca española, parece inevitable.

El desarrollo de nuevos mercados en el área de la financiación mediante deuda se ha iniciado con anterioridad al de capital de riesgo que, como hemos visto, está todavía en una fase muy incipiente.

Aunque en los primeros años setenta se producen algunas innovaciones, inducidas por la liberalización de tipos de interés de 1974, es a partir de 1977 cuando se crean unas condiciones más favorables para que puedan crearse nuevos instrumentos de financiación-deuda. En particular, tuvo gran trascendencia la reducción gradual de circuitos privilegiados para la suscripción de títulos computables en el coeficiente de inversión de las Cajas de Ahorros, que obligó a los emisores de obligaciones a captar recursos en condiciones de mercado. Este hecho coincide con un fenómeno más general, estimulado por el aumento de la infla-

ción, de sofisticación creciente de los demandantes de los activos financieros en busca de activos con tipos de interés positivos en términos reales.

Simultáneamente, se produjo el desarrollo de las operaciones interbancarias, que pasaron de ser un mercado de meros ajustes de liquidez a muy corto plazo entre instituciones a otro mucho más amplio, en especial en cuanto a mayores plazos de las operaciones. La entrada en el mercado doméstico de un gran número de bancos extranjeros, que tuvo lugar a partir de 1978, constituyó un elemento importante de crecimiento de este mercado, ya que estas instituciones, limitadas por la normativa en la captación de depósitos de clientes, se convirtieron en grandes demandantes de fondos para financiar sus operaciones activas. Todo ello contribuyó de modo crucial al desarrollo de operaciones de crédito de interés variable, tomando como tipo de referencia el del mercado interbancario a plazo.

A partir de 1981 se produce la liberalización de tipos de interés de las operaciones bancarias de plazo superior a un año y comienzan las emisiones de deuda pública a corto plazo, mediante pagarés del Tesoro. La creación de este instrumento ha constituido el paso más importante en el proceso de desintermediación de nuestro sistema financiero.

El fenómeno de desintermediación, esto es, la asignación directa de fondos prestables entre cedentes y tomadores sin pasar por las entidades de depósito, se ha producido con carácter general en todos los países, como consecuencia de la

mayor «culturización» de los ahorradores, de sus mayores exigencias de retribución para sus recursos y también de la existencia de mecanismos de regulación de la actividad bancaria por parte de las autoridades mediante diversas vías: límites a los tipos de interés pagados a los depósitos, coeficientes obligatorios, etc.

Con todo ello, la financiación-deuda, al margen de los circuitos clásicos de los intermediarios financieros, ha experimentado un notable crecimiento, invadiendo una parte del mercado de depósitos. No quiere esto decir que los bancos hayan quedado al margen de estos nuevos instrumentos, pues nada impide su presencia activa en los mercados que se abren en el proceso de desintermediación. Ello es especialmente cierto en nuestro país, en donde las entidades bancarias, por la legislación y por su propia vocación, tienen las características de la llamada banca universal. Se trata, por tanto, del desarrollo de nuevos mecanismos de financiación que, bajo diversas fórmulas de mediación, puede desarrollar la Banca, ampliando así la gama de servicios ofrecida a su clientela activa y pasiva.

Dicho esto, parece claro que en nuestro sistema bancario se dan algunas circunstancias especialmente favorables a la desintermediación financiera. En primer lugar, la existencia de coeficientes, que han tenido un peso importante y que, en los últimos años, han aumentado de modo sustancial, tanto por vía normativa como mediante recomendaciones o acuerdos entre la Banca y las autoridades. No se trata de entrar aquí en un debate sobre la justificación, conveniencia y supuesta bon-

dad/maldad de los mismos, lo que nos apartaría del objeto de este artículo, sino de señalar un hecho que estimula la desintermediación, al agrandar el margen financiero de la Banca, esto es, el diferencial entre los tipos aplicados al crédito bancario y los pagados a los depósitos, en ambos casos en operaciones con precio libre.

Igualmente, otras circunstancias, en buena medida ajenas a la gestión de nuestra Banca, encarecen sus costes de transformación, y para obtener un resultado positivo (aunque decreciente en estos últimos años en relación con los activos totales) las entidades han tenido que mantener un margen elevado.

La conjunción de todos los factores citados, y con especial importancia la existencia de los coeficientes obligatorios a un nivel muy alto y probablemente creciente, permiten concluir que el margen financiero no va a poder reducirse de forma apreciable en el próximo futuro. Si esto es así, la desintermediación financiera va a cobrar una mayor importancia en los próximos años.

Por ello la Banca, que tal vez en un primer momento mostró su reticencia ante el fenómeno de la desintermediación, ha estado enseguida presente en el proceso, mediante fórmulas de endoso de activos de su cartera, colocación de letras, etc. Es cierto que, desde el pasado año, en forma de recomendación primero y después por vía normativa, la Banca ha visto limitadas sus posibilidades en este sentido. El nuevo coeficiente de caja, vigente desde enero de 1984, incluye en la base de cómputo todos los re-

cursos de terceros captados, intermediados o garantizados por los intermediarios financieros, sea cual sea la instrumentación, siempre que éstos estén obligados al reembolso de los fondos. Las noticias sobre la futura normativa del coeficiente de inversión que actualmente se prepara apuntan en igual dirección. Esto significa que una parte de la desintermediación operada hasta ahora por la Banca (endosos, colocación de letras avaladas) se ve penalizada, si bien puede seguir actuando con plena libertad en las operaciones de pura mediación, tales como los pagarés de empresa.

Los pagarés de empresa son una obligación de pago de su emisor —una sociedad no bancaria— a plazo generalmente corto (p. e., un año), aunque puede ser superior, vendida directamente a los ahorradores a descuento o con «cupón cero» (esto es, con pago de todos los intereses acumulados a su vencimiento), transmisible por endoso sin intervención de fedatario y —al menos hasta el presente— no sometida a retención a cuenta del impuesto de sociedades o de la renta de las personas físicas, según la naturaleza de su tenedor. Pasemos revista a sus principales características:

Las entidades emisoras de pagarés de empresa son generalmente sociedades grandes, bien conocidas por el público inversor, con una buena trayectoria pasada en cuanto a rentabilidad y liquidez, capaces de conseguir financiación con su sola garantía personal. Son lo que, en términos bancarios, se denominan «los mejores riesgos» dentro de las grandes empresas. Excepcionalmente pueden

estar avaladas por otra institución que, a su vez, cumpla tales condiciones.

Por su plazo, habitualmente hasta de un año, constituyen un recurso idóneo para la financiación del circulante del emisor, o como instrumento-puente mientras prepara una operación de obtención de recursos permanentes (ampliación de capital, emisión de deuda a largo plazo).

La rentabilidad de un pagaré está obviamente en función de la calidad del riesgo y de su plazo. Para la empresa emisora, el límite superior de coste estaría en el correspondiente a un crédito bancario de igual plazo. Para los tomadores de pagarés, la referencia sería el precio de los activos financieros ofrecidos por los intermediarios (depósitos a plazo, certificados de depósito, efectos de propia financiación) o el de los pagarés del Tesoro. Dado el elevado margen financiero de la Banca —del orden de 4 puntos porcentuales— hay un amplio campo para que el emisor consiga financiación en condiciones ventajosas, al tiempo que ofrece al ahorrador una remuneración más atractiva, repartiéndose entre ambos dicho margen.

Las emisiones realizadas hasta ahora han sido casi siempre a tipo fijo y plazo no superior a un año. Es evidente que este mercado puede en el futuro extenderse a plazos algo superiores, aunque la incertidumbre en cuanto a tipos de interés frenará presumiblemente operaciones más allá de 2-3 años. Para plazos más altos, habría que pensar en alguna fórmula de revisión de tipos de interés, lo que requeriría contar con un tipo de referencia como el de pagarés

del Tesoro o de la deuda del Estado a plazo medio (sin desgravación fiscal). Estos activos a tipo variable, a diferencia de los pagarés de empresa ordinarios, tienen el serio inconveniente de no poder venderse a descuento, lo que complica y encarece estas operaciones. Sin embargo, la experiencia de otros países demuestra que puede haber un mercado potencial interesante, en especial para inversores institucionales, en el que pueden financiarse emisores de la máxima calidad, mediante las llamadas «colocaciones privadas».

Las emisiones de pagarés de empresa suelen estar respaldadas por una línea de crédito abierta al emisor por una entidad bancaria. Su finalidad no es avalar los pagarés —lo que haría que éstos computasen a efectos de coeficientes— sino solamente asegurar al emisor la liquidez inmediata para hacer frente al vencimiento de la emisión.

Los intereses de los pagarés de empresa no están actualmente sujetos a retención a cuenta del Impuesto de Sociedades o de Renta de Personas Físicas, aunque, al parecer, es intención de las autoridades tributarias incluirlos en un futuro próximo junto a todos los nuevos instrumentos hasta ahora exentos, con la probable excepción de los pagarés del Tesoro.

La retención sobre los intereses de los pagarés ejercería un efecto negativo en el crecimiento de este mercado, y, dado su pequeño volumen actual, el aumento de recaudación tributaria conseguido por este concepto sería muy limitado. Desde la perspectiva del desarrollo de nuestro sistema financiero,

sería muy deseable que tal medida se produjera más adelante, cuando este mercado estuviera más consolidado. Por otra parte, la no retención no significa exención fiscal para estas rentas de capital, y la presunta «opacidad fiscal» de los pagarés de empresa es más teórica que práctica, ya que pueden controlarse fácilmente a través de los emisores que, como hemos dicho, son pocas sociedades de gran dimensión.

Pero, siendo sin duda un factor desfavorable, no creemos que el hecho de aplicar retención a los intereses impida el desenvolvimiento futuro de este mercado, no sólo en los plazos hoy habituales, sino también en el medio y largo plazo. El motivo fundamental de su desarrollo radica, como hemos visto, en la existencia de coeficientes obligatorios en las entidades de depósito, que provocan una mayor desintermediación. Para los ahorradores, para los demandantes de fondos prestables y para los intermediarios financieros —bancos y no bancos— la desintermediación es, probablemente, el campo más fértil de innovación de nuestro sistema financiero en los próximos años.