

CONSIDERACIONES EN TORNO AL CAPITAL-RIESGO EN EE.UU., FRANCIA Y ESPAÑA

JOSÉ HARO PÉREZ

Prof. del Dpto.de Economía Financiera y Cont. Universidad de Almería

EL CAPITAL-RIESGO EN EE.UU.

RESEÑA HISTÓRICA

Las primeras manifestaciones de la actividad de la inversión en capital-riesgo aparecen al comienzo de los años 40. En esta época el trabajo del inversor en capital riesgo, era ejercido por algunas grandes familias americanas, como Rockefeller Brothers, Witney and Co. La institucionalización del capital-riesgo en los Estados Unidos comenzó con la creación en 1946 de la sociedad “*American Research and Development Corporation*” (ARD) por el general G. Doriot, francés naturalizado americano. En 1958, el decreto de la *Small Business Investment Act*, permitió la creación de sociedades de inversión en pequeñas y medianas empresas (*Small Business Investment Companies*). Estas representan hoy la única fuente institucional de fondos a largo plazo para las PYMES norteamericanas.

Entre 1.960 y 1.970, la industria del capital-riesgo conoció un desarrollo excepcional con la creación de un gran número de sociedades de capital-riesgo privadas.

Durante este período los inversores en capital-riesgo debieron contribuir, de forma no despreciable al desarrollo de las industrias electrónica e informática (por ejemplo, instrumentación, micro-ordenadores, etc.) sobre todo en las regiones de *Massachusetts* y de San Francisco.

De 1.970 a 1.978 los inversores en capital-riesgo han encontrado muchas dificultades en el ejercicio de su trabajo. Como señalan Ch. CLEIFTIE y D. PERSITZ (1981, pp. 41-45) existen tres razones principales de esta crisis:

El crecimiento de la industria electrónica se ralentiza.

La Bolsa ya no apuesta por los valores de alta tecnología cuyos PER alcanzan sumas históricas.

La tasación de las plusvalías a largo plazo pasó de una tasa media del 13 % al 43 %.

A partir de 1.978, los impuestos sobre las plusvalías disminuyen, y nuevos fondos de capital-riesgo son lanzados. En el origen de este movimiento se encuentran nuevas sociedades de capital-riesgo constituidas por antiguos colaboradores de grupos importantes de la profesión.

SITUACIÓN ACTUAL

Actualmente, la industria del capital-riesgo en los EE.UU. se encuentra en pleno desarrollo y se pueden citar algunos datos sobre su potencial. Siguiendo a LEBAS¹ "para el período 1.983-1.985 los recursos totales de la industria americana del capital riesgo han sido los siguientes: se han elevado en 1.983 a 12.000 millones de \$ USA, en 1.984 a 16.300 millones de \$ USA y en 1.985 a 19.600 millones de \$ USA. El número de sociedades de capital-riesgo pasó en el mismo período de 448 en 1.983 a 509 en 1.984 y a 532 en 1.985".

1.- Ver LEBAS, P. (1987): "Guía del Venture Capital". Centro de prospectiva y de evaluación, núm. 82.

El dinamismo del capital-riesgo norteamericano y su sostén intensivo al desarrollo de la economía americana deben servir de ejemplo a los países miembros de la CE en los que la actividad del capital-riesgo ocupa un lugar cada vez más relevante.

En realidad, en Norteamérica la industria del capital-riesgo empezó a desarrollarse a partir de 1.960.

Los elementos que intervienen en la industria del capital-riesgo pueden repartirse en tres categorías principales:

- a. Las sociedades de capital-riesgo privadas e independientes (*Independent Private Venture Capital Firms*).
- b. Las sociedades de inversión en pequeñas y medianas empresas (*Small Business Investment Companies*).
- c. Las filiales especializadas en el capital-riesgo (*Venture Capital Subsidiaries*).

Las sociedades de capital-riesgo privadas e independientes

Ellas constituyen la principal fuente institucional de los fondos del capital-riesgo. En esta categoría se encuentran las grandes familias *Rockefeller*, *Phipps* y *Whitney* que fueron los precursores de la industria del capital-riesgo de hoy. Asociaciones profesionales, tales como los Fondos de Pensiones, grandes empresas, inversores individuales, familias, compañías de seguro e inversores extranjeros, se encuentran también en esta categoría de sociedades.

La orientación de sus políticas de inversión en las empresas puede ser diferente. Ciertas sociedades están especializadas en las operaciones de financiación del despegue, mientras que otras prefieren la financiación del crecimiento o las operaciones de adquisición y de LMBO. Un gran número de estas sociedades invierten la mayor parte de sus fondos en los negocios de alta tecnología, otras prefieren invertir en industrias diferentes (por ejemplo, las de distribución, la textil, etc.).

Desde hace algunos años se vuelcan cada vez más sobre las empresas de servicios, las empresas de servicios de proyectos y en general sobre aquellas empresas que prometen un desarrollo muy rápido.

Las sociedades de capital-riesgo privadas e independientes son generalmente inversores activos, participan considerablemente en el desarrollo del proyecto, en la formación del personal, en el marketing y en las financiaciones futuras de la empresa.

Los capitales de esta categoría de sociedades son siempre muy importantes. El importe acumulado era del orden de 14,2 miles de millones de \$ USA en 1.985 y representaba en ese año el 73 % de los capitales totales en la industria americana del capital-riesgo. El número de sociedades de capital-riesgo privadas e independientes se elevaba a 286 en ese año, lo que representa el 53,8 % del conjunto de las sociedades de capital-riesgo.

Las sociedades de inversión en pequeñas y medianas empresas

Las sociedades de esta categoría representan la única fuente institucional de fondos a largo plazo para las pequeñas y medianas empresas.

Además tienen acceso a los préstamos del Estado con tipos de interés privilegiados. Intervienen en todos los estadios del desarrollo de las empresas (comienzo, crecimiento, adquisición,...) pero se diferencian de la categoría anterior en que ayudan a las empresas que tienen perspectivas de crecimiento moderado y poco riesgo.

El importe acumulado de los capitales de las sociedades de inversión en pequeñas y medianas empresas era de 1,93 miles de millones de \$ USA en 1.985 y representaba el 10 % del conjunto de los capitales de las sociedades de capital-riesgo. Y el número de las sociedades de esta categoría se elevaba a 136 en ese año lo que representa un 25,5 % del conjunto de las sociedades de capital-riesgo.

Las filiales especializadas en el capital-riesgo

Un cierto número de sociedades financieras sobre todo los bancos comerciales, han creado en su infraestructura departamentos separados, a fin de invertir en los negocios en desarrollo que no han captado los fondos de las

sociedades de capital-riesgo anteriormente citadas. Se trata sobre todo de la financiación de los últimos estadios del desarrollo de las empresas. Estas sociedades están dirigidas generalmente por gerentes de los fondos de capital-riesgo o las sociedades de cartera.

Encontramos así, en esta categoría los departamentos (filiales) creados por los grandes grupos industriales norteamericanos tales como *Exxon*, *General Electric*, *Xerox*, *Bell Labs* y *DuPont* que representan una fuente esencial de los fondos del capital-riesgo. Invierten en las empresas que poseen un producto y un mercado relativos a la actividad de la sociedad matriz o bien esperan coger una oportunidad de diversificación. Este segmento particular de la industria del capital-riesgo conoce un desarrollo creciente desde 1.979/80 y hoy día se ha convertido en un factor significativo de las inversiones en capital-riesgo.

En 1.985 el capital acumulado por las filiales especializadas de las sociedades industriales y financieras era de 3,42 miles de millones de \$ USA y representaba el 17 % del conjunto de los capitales. Su número se elevaba a 110 en 1.985 (60 para las filiales de origen industrial y 50 para las filiales de origen financiero) lo que representa el 20,7 % del conjunto de las sociedades de capital-riesgo.

Mientras que la industria americana del capital-riesgo goza de una excelente salud y contribuye al desarrollo de su tejido industrial, iniciativas similares destinadas a asegurar la financiación de las empresas por el capital-riesgo comienzan a nacer en Europa.

DEFINICIÓN DEL CAPITAL-RIESGO

El desarrollo del capital-riesgo en los EE.UU. se ha acompañado de una definición universalmente aceptada de la actividad de financiación por capital-riesgo.

Conviene, por tanto, en este epígrafe, definir, en primer lugar, la actividad de financiación por capital-riesgo en el país de origen, Norteamérica, y enumerar a continuación las distintas definiciones propuestas en algunos países de la Comunidad Europea.

En los EE.UU., la financiación por capital-riesgo toma en consideración el estadio de desarrollo de la empresa. Además es costumbre que el inversor

del capital-riesgo acompaña a la empresa en los diferentes estadios de su desarrollo hasta su introducción en Bolsa.

Como señala S.E.PRATT² “el capital-riesgo financia hoy todos los estadios de desarrollo posibles de una empresa:

- la financiación del comienzo (*Early-Stage Financing*)
- la financiación del crecimiento (*Expansion Financing*)
- la financiación de adquisición y nueva compra de una empresa o de una de sus divisiones por sus miembros directivos (*Adquisition and Leveraged Management Buy Out*)”.

Cada estadio de desarrollo de la empresa y las necesidades de fondos correspondientes pueden ser analizadas de la forma siguiente:

La financiación del inicio

La financiación de cebadura (*Seed-financing*): se trata de una suma de dinero relativamente débil, entregada a un inventor o a un empresario para permitirle desarrollar una idea nueva o poner a punto un prototipo.

La financiación de comienzo (*start up-financing*): los fondos aportados son utilizados para el desarrollo del producto y la puesta en marcha de un plan de marketing. En general, una empresa en situación de comienzo es una empresa que está organizándose o que existe desde hace menos de un año. Debe tener preparado un plan de desarrollo (*business plan*), tener realizados estudios de mercado y, evidentemente, una buena gestión.

La financiación de la primera etapa (*first-stage financing*): se trata de una etapa intermedia entre el comienzo y la expansión. La empresa ha gastado ya el capital proporcionado inicialmente (desarrollo del prototipo) y necesita, en este momento, capital para desarrollar su política comercial (fabricación en serie de productos).

2.- Ver Pratt, S.E.: “Guide to Venture Capital”. Publishing Corp, Wellesley, Mass., 1.981.

La financiación del crecimiento

La financiación de la segunda etapa (*second-stage financing*): en este estadio de desarrollo, la empresa produce y vende. No obtiene todavía ganancia, pero tiene existencias y cuentas de crédito importantes. Debe tener un fondo de operaciones suficiente para financiar su ciclo de explotación.

La financiación de la tercera etapa (*third-stage financing*): la actividad de la empresa empieza a producir beneficios (al menos la empresa ha alcanzado su umbral de rentabilidad). Sin embargo necesita fondos suplementarios. Estos fondos, en este estadio, serán utilizados para aumentar el nivel de ventas, el marketing, para reforzar los fondos de operaciones, y quizá, para la mejora del nuevo producto.

La financiación de la cuarta etapa (*fourth-stage financing, mezzanine financing*): la financiación de esta etapa o también denominada financiación de consolidación concierne a las empresas que se introducirán en el mercado financiero en los próximos seis o doce meses. Importantes modificaciones pueden sobrevenir a nivel de la estructura del capital, si ciertos accionistas de la empresa quieren retirarse liquidando sus partes. A partir de este estadio, la empresa puede recurrir a medios de financiación tradicionales, pero puede, del mismo modo, interesarse por los inversores en capital-riesgo que quieren diversificar su cartera para minimizar el riesgo, guardar el control de una empresa, etc.

La financiación de adquisición o de retroventa de una empresa o de una de sus divisiones por sus ejecutivos.

La financiación de adquisición (*acquisition financing*): a una empresa se le proporcionan fondos, para permitirle financiar la adquisición de otra empresa.

La financiación de retroventa de una empresa o de una de sus divisiones por sus ejecutivos (*leveraged management buy out*): se

trata de un aporte de fondos en el momento de la adquisición de una división (rama industrial) o de una empresa por sus propios ejecutivos. Los ejecutivos de la empresa a recomprar se unen a los inversores en capital-riesgo para constituir el capital de una sociedad holding que completa sus medios de intervención, tomando prestado. Con su actividad industrial, la empresa va a crear beneficios y a verter dividendos al holding que podrá a su vez, reembolsar sus préstamos.

EL CAPITAL-RIESGO EN FRANCIA

ANTECEDENTES

Podemos fechar el inicio de la actividad del capital-riesgo en Francia en 1.955 con la creación de las Sociedades de Desarrollo Regional (SDR). Pero en realidad estas sociedades se orientaron hacia una actividad de fianza y concesión de créditos a largo plazo. En 1.963, la sociedad ARD creó en Europa la sociedad *European Enterprise Development* (EED) cuyo centro administrativo estaba en Luxemburgo. Después de algunos años de buen funcionamiento (cincuenta inversiones en doce años) la actividad de la EED cesó por problemas de tesorería, poco después del primer conflicto petrolero.

El verdadero capital-riesgo francés despegó a principios de los años 70 con la creación del Instituto de Desarrollo Industrial (1.970) y las sociedades financieras de innovación (*Sofinnova* 1.972, *Batinnova* 1.974 y *Soginnove* 1.974).

Desde 1.977, la actividad del capital-riesgo se extiende a todo el territorio francés con la creación de los primeros institutos regionales de participación (regionalización del capital-riesgo)³.

El año 1.983 puede ser considerado como el año de expansión de la industria francesa del capital-riesgo. En efecto, estuvo marcado por la organización oficial de la profesión, con la fundación en julio de 1.983 de la

3.- Así fueron surgiendo las siguientes instituciones: *Siparex* en Lyon en 1.977, *Participex* en Lille en 1.978, *Auxitex* en Bordeaux en 1.977, IPO en Nantes en 1.980.

Asociación Francesa de Inversores en Capital-Riesgo (AFIC) y por la creación de los Fondos Comunes de Colocación a Riesgos (FCPR).

En 1.985 la industria francesa del capital-riesgo obtuvo su cuadro legislativo y reglamentario con la promulgación de la ley del 11 de julio de 1.985 y el decreto de 9 de octubre de 1.985 concerniente al régimen jurídico y fiscal de las sociedades de capital-riesgo.

El estudio de los conceptos de base sobre la actividad de la inversión en capital-riesgo ha mostrado que está bien organizada en los EE.UU. y que el trabajo del inversor en capital-riesgo está reconocido y es bastante metódico. Sin embargo, en Francia, al igual que en otros países de la CE, no se han alcanzado dichos niveles de desarrollo⁴.

DEFINICIONES PROPUESTAS EN FRANCIA

En Francia, la aceptación de una definición de la actividad de financiación, común y bien establecida, está lejos de existir. En efecto, es importante señalar que pocos estudios han puesto en evidencia la relación que podría existir entre financiación por capital-riesgo y estadio de desarrollo de la empresa. Además, el concepto de "inspección de financiación" no es utilizado en Francia, mientras que es uno de los factores esenciales del proceso del capital-riesgo en los EE. UU.

Para probar que no es fácil definir hoy lo que es la actividad de financiación por capital-riesgo, podemos referirnos a un cierto número de artículos recientes, escritos por profesionales y/o universitarios del capital-riesgo francés. Para Cleiftie y Persitz el concepto de *venture capital* ha sido traducido al francés por el término de financiación de la innovación, sobreentendido, tecnológica. De esta forma, en Francia, las sociedades de capital-riesgo, han tomado el nombre de Sociedad Financiera de Innovación (SFI). Tienen por objeto, por razones estatutarias, invertir lo esencial de su capital (no

4.- Puede verse en este sentido GALÁN GONZÁLEZ, J.L. et al. (1992): "Capital-Riesgo e innovación: un análisis en la Comunidad Europea". Ponencia presentada al II Congreso Franco-Español de Management des Entreprises, Bordeaux, 24 y 25 de septiembre.

refinancian) en tomas de participación en los PMI de tecnología de menos de 50 millones de francos de cifra de negocios. Pero, sabemos que el capital-riesgo norteamericano se interesa por otros sectores, como la televisión por cable, la sociedades de arrendamiento financiero -leasing-, el transporte aéreo, etc. que movilizan capitales importantes.

Para G. COPIN (1.986, pp. 14-20) “existen al menos tres posibles definiciones en Francia una restrictiva, una ancha y la del compromiso:

La definición restrictiva: la financiación por capital-riesgo es una toma de participación en una empresa joven de tecnología (tres años como máximo) por un organismo descoso de ayudar activamente al equipo directivo a fin de conseguir un superávit al final.

La definición ancha: la financiación por capital-riesgo está destinada a reforzar fondos propios para paliar el defecto de capital crónico de las empresas francesas, y permitir, entre otras cosas, el efecto de incentivo indispensable para la búsqueda de financiaciones suplementarias. A propósito de esto, es posible citar, diversas leyes y decretos instaurando y reglamentando las instituciones y los mecanismos orientados hacia este tipo de financiación (junio de 1.955 SDR; julio de 1.972 SFI; enero de 1.983 y julio de 1.984 FCPR y julio de 1.985 Sociedades de Capital-Riesgo). Según esta definición, se insiste en la idea de refuerzo de los fondos propios frente a la ayuda a la creación.

La definición del compromiso: La financiación por capital-riesgo es la inyección en fondos propios en las empresas recientes o más antiguas, pero que empiezan una nueva etapa significativa de crecimiento, preferentemente en sectores donde las perspectivas de desarrollo son importantes. La finalidad de esta operación es la realización de un superávit, en un cuadro de colaboración activa, cuando ello es posible. Esta definición de financiación por capital-riesgo comprende las intervenciones hacia atrás y hacia delante de la creación (es decir, *seed financing and start up-financing*) y la financiación del desarrollo”. Según el autor, esta definición corresponde bien al contexto actual del capital-riesgo en Francia.

P. BATINI (1.985, p. 17) da una definición de financiación por capital-riesgo insistiendo sobre todo en sus características. De este modo, “el capital-riesgo se presenta como:

Un procedimiento de financiación en fondos propios, destinado a las pequeñas y medianas empresas.

Una nueva profesión que pone en escena nuevos actores.

Un tipo particular de relaciones entre las finanzas y la industria.

Una asociación entre aportadores de capital de diferentes tipos.

Un medio de enriquecerse para los diferentes actores gracias a la actividad industrial”.

CARACTERÍSTICAS GENERALES DEL CAPITAL-RIESGO

Como señalan S.E. PRATT⁵ existen tres características fundamentales ligadas al capital-riesgo:

- Una participación en el capital social.
- El aporte de un valor añadido al capital invertido por una participación activa.
- La orientación a largo plazo (de 5 a 10 años), para que la inversión proporcione un rendimiento suficiente.

Estas tres características son el soporte de toda operación de inversión en capital-riesgo y hacen que ésta sea muy diferente de la inversión efectuada en las Bolsas de valores: los inversores en capital-riesgo son inversores activos.

Una participación en el capital social

En capital-riesgo, el instrumento financiero fundamental que debe utilizar el inversor desde el momento de su intervención en una empresa, sea en

5.- Véase Pratt, S.E.: “Guide to Venture Capital Sources”. Capital Publishing Corp., Wellesley, Mass., 1.981, pág. 7.

el momento de su creación, sea en el momento de su expansión, es la suscripción a un aumento del capital (recursos propios). Sin embargo, otros instrumentos financieros pueden ponerse a la disposición del inversor en capital-riesgo, a fin de favorecer la demanda de los propietarios de la empresa, como las cuentas corrientes de los asociados, las obligaciones convertibles, los préstamos participativos, etc. Los diferentes instrumentos financieros utilizados por los inversores en capital riesgo pueden corresponder a un estadio muy preciso del desarrollo de la empresa (su creación, su expansión no habiendo sobrepasado el punto muerto, su expansión habiendo sobrepasado el punto muerto, etc.).

Finalmente conviene poner en evidencia las características de la financiación por toma de participación en el capital. Para ello, vamos a compararlo con la financiación por crédito bancario. En opinión de D. NOUVELLET (1.983, pp. 181-185), los dos modos de financiación se diferencian por diversas razones. En primer lugar, mientras que el concurso por crédito bancario es por definición contractualmente limitado en el tiempo, el concurso por toma de participación es ilimitado en el tiempo. De ahí se desprende el riesgo de inmovilización de fondos invertidos por una duración indeterminada. El concurso bajo forma de una toma de participación no puede estar surtido de garantía alguna. Es esta característica la que hace que la relación entre la empresa y el inversor es una relación de asociados y no de acreedor-deudor. La remuneración de la toma de participación en el capital es aleatoria; las plusvalías son difíciles de prever y los dividendos están en función de los beneficios aleatorios. De ahí el riesgo de ausencia de remuneración de los fondos invertidos, mientras que el crédito bancario tiene una retribución fija y segura, debida por la empresa incluso en caso de pérdida de la explotación, con la única excepción de la suspensión de pagos. Cuando la toma de participación es minoritaria el que aporta el concurso no puede inmiscuirse en la gestión de la empresa. Su poder de decisión es muy limitado y se contenta con jugar el papel de consejero de gestión.

El aporte de un valor añadido al capital invertido por una participación activa

Después de su primera intervención en el capital de una empresa, los inversores en capital-riesgo, no quedan inactivos, sino que continúan si-

guiendo el desarrollo de las empresas. Los inversores en capital-riesgo no toman ninguna garantía de la empresa, al contrario que los prestamistas tradicionales. Los primeros se interesan por la revalorización de la empresa en términos de capitalización, durante el período de detentación de una parte de capital de la empresa; mientras que los segundos desean la seguridad de su colaboración y su liquidez en el momento del vencimiento.

Los inversores en capital-riesgo, definen su trabajo como “financiación mas asistencia a la gestión de la empresa”. Ponen en primer lugar la expresión de “socio activo” de la empresa (BATTINI, 1.985, pág. 76). Con su forma de actuar, los inversores en capital-riesgo proporcionan asistencia a la determinación de la política general, al crecimiento de la empresa, a la planificación a largo plazo, a la evaluación financiera, a la contratación de personal, a las relaciones con los accionistas y finalmente a la liquidación eventual de la participación. De esta forma el inversor en capital-riesgo agrega valor a sus inversiones.

La orientación a largo plazo

De la concepción de la idea al lanzamiento del negocio, y del lanzamiento a su consolidación y luego a su cotización en Bolsa, la empresa pasa por estadios de desarrollo de duración bastante prolongada.

Si los inversores en capital-riesgo quieren ver triunfar su inversión están obligados a seguir el desarrollo de la empresa y sólo liquidarán su participación cuando la empresa haya logrado su proyecto, conquistado un mercado, adquirido una credibilidad a los ojos del mundo industrial y obtenido un éxito financiero.

Para un proyecto de empresa que se encuentra en el estadio de la conclusión (*seed stage*) los inversores en capital-riesgo deben contar con un período de 10 a 12 años antes de poder liquidar su participación en buenas condiciones (W.R. CHANDLER, 1.981, pp. 27 y ss.).

La duración de la intervención puede alargarse, debido a la débil liquidez de las inversiones en capital-riesgo.

EL CAPITAL RIESGO EN ESPAÑA

El capital riesgo en nuestro país no ha alcanzado el desarrollo conseguido en EE.UU. y en algunos países de la CE, por ejemplo el auge que ha tenido en nuestro país vecino, Francia, donde se han concedido una serie de incentivos fiscales para las unidades económicas de innovación.

En nuestro país, es conveniente comenzar por el entorno donde se va a llevar a cabo la actividad. Las medidas que se han dictaminado al objeto de incentivar el capital riesgo en España son muy recientes. En concreto, el Real Decreto Ley 1/1.986, recoge la regulación específica del sector además de otros aspectos de política fiscal y laboral de tipo coyuntural. Como señala el prof. J. MARTÍ PELLÓN (1992b) "esta imagen de provisionalidad e improvisación se ha visto ratificada por la necesidad de realizar dos modificaciones en poco espacio de tiempo. La primera en la Ley de Presupuestos Generales del Estado para 1.988 y la otra muy recientemente en el Real Decreto-Ley 5/1.992, de 21 de julio". En la primera se dió cierta flexibilidad relativa a normas de inversión y procedencia de recursos y en la segunda, que se convirtió en la Ley 28/1992 de 24 de noviembre⁶, se incrementaron los incentivos fiscales para las empresas de capital-riesgo. Además ésta última norma modifica sustancialmente el régimen jurídico en dos puntos fundamentales:

Materialización de su objeto social, bajo el punto de vista de que las inversiones deben concretarse en valores representativos del capital de empresas innovadoras o de aquella naturaleza que se determine reglamentariamente.

Exigencia de que los activos estén formados en, al menos, un 50 %, por las acciones o participaciones de las empresas antes mencionadas.

6.- La Ley 28/1992, de 24 de noviembre, de Medidas Presupuestarias Urgentes, en su artículo 8. Sociedades y Fondos de Capital-Riesgo modifica la redacción de algunos de los preceptos del Real Decreto-Ley 1/1986, de 14 de marzo, que comentaremos en diferentes epígrafes del presente trabajo.

BREVE DESCRIPCIÓN HISTÓRICA

En la evolución histórica del capital-riesgo en nuestro país es de subrayar que comenzó durante la época de los 70 con la creación de unas sociedades principalmente de orientación regional e innovadora. La pionera fue la Sociedad para el Desarrollo Industrial de Galicia -SODIGA- en 1972, las Sociedades de Capital-Riesgo de las Comunidades Autónomas -SCRICA-, participadas mayoritariamente por el sector público y, muy pocas, deben su origen a un tímido esfuerzo privado: SEFINNOVA y TALDE⁷.

Fue en la década de los 80 cuando surgen las Sociedades de Desarrollo Industrial -SODIs- en Aragón y en las dos Castillas. Y es a partir del año 1986, fecha en la que se constituye la Asociación Española de Sociedades de Capital-Riesgo -ASCRI-, cuando empiezan a ver la luz un importante número de entidades privadas, que ha contribuido a que las sociedades y los fondos de capital riesgo hayan obtenido un importante significado. A finales de 1.987, el sector de capital riesgo en nuestro país estaba constituido por 21 sociedades de capital-riesgo y 4 sociedades gestoras de fondos de capital riesgo, sin embargo, hoy día, la diferencia en el número de ambas se ha reducido de forma considerable, ya que en 1.991⁸ eran 26 las sociedades de capital-riesgo y 15 las sociedades gestoras de fondos de capital-riesgo (éstas han crecido sobre el año 87 en un 275 %). En este último año los recursos captados por los Fondos representaron el 83,8 %⁹ de los nuevos recursos, lo que supone el 65 % de los recursos del sector, porcentaje muy próximo a lo que es habitual en EE.UU.

Por último, es preciso hacer notar que el crecimiento de las sociedades y fondos de capital-riesgo no ha terminado de consolidarse en nuestro país.

7.- Para una descripción más detallada, se puede ver MARTÍ PELLÓN, J. (1986): "El Capital-Riesgo: un análisis conceptual y formal aplicado a España y a los principales países industrializados". Tesis Doctoral. Universidad Complutense de Madrid. En MARTÍ PELLÓN, J. (1992b) se realiza una breve síntesis sobre la evolución del capital riesgo en España, en la cual el autor distingue tres etapas, quedando la última sin culminar:

Período de 1972 a 1986: lanzamiento por la iniciativa pública.

Período de 1987 a 1990: transición hacia el sector privado.

Período de 1991 en adelante: consolidación del sector.

8.- Cfr. MARTÍ PELLÓN, J. (1992b, p. 10).

9.- Véase MARTÍ PELLÓN, J. (1992a, p. 32).

CONCEPTO

El capital-riesgo¹⁰ (*venture capital*) es aquel modo de financiación original por el que los aportadores de capital, individuos o instituciones, aceptan correr un riesgo financiero, generalmente muy elevado, participando en el capital de una joven empresa. Simultáneamente se comprometen a prestarle un apoyo técnico constante y una caución moral, con la esperanza de realizar a término (de tres a diez años según los casos) una plusvalía sustancial, que constituye la esencia de su remuneración.

En base a esta definición se destacan en las inversiones en capital-riesgo las siguientes características:

- Un elevado nivel de riesgo
- Participación minoritaria
- Temporalidad (a medio y largo plazo)
- Ayudar tanto desde un punto de vista técnico como financiero¹¹.

En nuestro país se ha interpretado en un sentido más restringido, entendiéndose por capital-riesgo el capital invertido en proyectos nuevos e innovadores que comportan un riesgo superior al normal, cuya financiación no se obtiene haciendo uso de los canales normales establecidos por el sistema financiero.

En nuestra opinión la actividad de capital-riesgo¹² es una modalidad financiera que junto a otros términos (*countertrade, joint ventures, project finances, etc.*) forman parte de lo que hoy en día se denomina **Ingeniería**

10.- La definición que damos es la elaborada por la ponencia presentada por las Bolsas de Barcelona y Valencia en la XII Asamblea de la Federación Iberoamericana de Bolsas de Valores, tomada de MARTÍNEZ CERESO, R. : "El Segundo Mercado". incluido en SÁNCHEZ FERNÁNDEZ DE VALDERRAMA, J.L. (1992): "Curso de Bolsa". Vol. I. Ed. Ariel, S.A., Barcelona.

11.- Esto se consigue fundamentalmente a través de la toma de participaciones en su capital social, la concesión de créditos participativos o a través de la suscripción de bonos convertibles u obligaciones, etc. Junto a la ayuda a modo de ingeniería financiera que las entidades de capital riesgo proporcionan a las PYMES figura el apoyo técnico realizando una verdadera ayuda activa en la gestión de la empresa, al formar parte de su Consejo de Administración.

12.- En esta línea encuadra MEDUS, J.L. (1991) al capital-riesgo en su excelente obra: "Ingénierie financière et opérations à effets de levier". Les Editions d'Organisation, Paris.

Financiera, que es una técnica no sólo para evitar el riesgo sino para gestionarlo.

En España la actividad de capital-riesgo se ha desarrollado a través de dos figuras jurídicas: por una parte, la Sociedad de Capital-Riesgo (SCR), que tiene duración ilimitada en principio e invierte sus propios recursos; y por otra, el Fondo de Capital-Riesgo (FCR), con duración limitada y administrado por una entidad gestora, a la que se le retribuye por medio de una comisión.

Ambas entidades, Sociedades y Fondos, se configuran como instituciones de Inversión Colectiva siendo su principal finalidad la promoción o fomento de empresas no financieras, de tamaño pequeño o mediano, que desarrollen actividades relacionadas con la innovación tecnológica o de otra naturaleza, en los términos que reglamentariamente se determine, mediante la participación temporal en su capital.

ASPECTOS FISCALES

El tratamiento fiscal que se desprende de la nueva regulación recogida en el Real Decreto-Ley 5/1992 y posteriormente convertido en la Ley 28/1992, de 24 de noviembre, lo resumimos en el siguiente cuadro:

FISCALIDAD DEL CAPITAL-RIESGO

1. Reducción del 99 % de la base imponible del Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados, para las operaciones de constitución, aumento de capital y la fusión entre Sociedades y Fondos.

2. En materia del Impuesto sobre Sociedades, se establece que las Sociedades y Fondos de Capital Riesgo tributarán de acuerdo con el régimen general, con las dos siguientes excepciones:

Deducción por dividendos al 100 %, cualquiera que sea el grado de participación de la entidad de capital-riesgo y siempre y cuando la sociedad participada no cotice en el primer mercado de las Bolsas oficiales.

Exención parcial de los incrementos de patrimonio que obtengan por enajenación de acciones y participaciones en el capital de las empresas en que participen, de acuerdo con la siguiente escala de coeficientes, según el año de enajenación computado desde el momento de la adquisición:

- I. A partir del tercer año y hasta el sexto incluido, el 0,99.
 - II. Los años séptimo y octavo el 0,80.
 - III. Los años noveno y décimo, el 0,50.
-

Los dos primeros años y a partir del undécimo no se aplicará exención.

La actual normativa fiscal ha recibido una serie de críticas, alguna de ellas es verdaderamente razonable. Por ejemplo, no se puede afirmar que una norma fiscal define un tratamiento realmente beneficioso para incentivar el sector que nos ocupa, la deducción del 100 por 100 sobre los dividendos, ya que dicha ventaja fiscal la puede practicar cualquier sociedad que participe en más de un 25 % de otra.

Como importante novedad de la norma descrita anteriormente es de subrayar la nueva situación de los Fondos, esto es, quedan sujetos al impuesto sobre sociedades. Si bien, como ventaja fiscal se les aplica una exención a los incrementos procedentes de las ventas de sus acciones.

Otra cuestión donde existe unanimidad por parte de la doctrina es la relativa al tratamiento fiscal de las minusvalías, donde la norma fiscal no ha aportado ninguna ventaja al respecto. Este extremo es de vital importancia dado que las inversiones en la actividad de capital-riesgo se mueven en un ambiente de gran incertidumbre y, en consecuencia, de un elevado riesgo.

CONCLUSIONES

La actividad del capital-riesgo en Norteamérica es mucho más amplia que en los países de la CE. En EE.UU. prácticamente financian todos los estadios de desarrollo posibles de una empresa (financiación del comienzo, crecimiento, de adquisición y nueva compra de una empresa, etc.).

El capital-riesgo como conjugación de tecnología, recursos humanos y recursos financieros ha alcanzado su máximo desarrollo en los Estados Unidos. De ahí que el inversor en esta actividad de financiación esté plenamente reconocido y que su trabajo esté calificado de muy metódico.

En Francia la actividad del capital-riesgo está bien organizada. En este país se distinguen en el mercado dos tipos de sociedades: las sociedades de capital-riesgo de lanzamiento y las entidades de capital-riesgo de desarrollo. Esta tipología corresponde exactamente a la definición del capital-riesgo que debe estar en relación estrecha con el estadio de desarrollo de la empresa. Es una forma de entender dicha actividad de financiación más retringida que en los EE.UU., prueba de ello es la no utilización del término "inspección de financiación".

En España no ha culminado el proceso de consolidación de la actividad de capital-riesgo. Ésta surge, en cierta medida, al igual que las sociedades de desarrollo regional francesas, fundamentalmente, dirigidas a incentivar la actividad financiera de las PYMES.

En nuestro país el fenómeno del capital-riesgo se ha de analizar ligado a la problemática del "segundo mercado".

Por último, en nuestra opinión, el legislador se ha de esforzar por encontrar una regulación jurídica eficaz de la actividad del capital-riesgo, no a base de tímidos incentivos fiscales, que impulse al sector privado a acometer este tipo de inversiones. En este sentido, tal vez, la solución más acertada sería darle el mismo tratamiento fiscal seguido en las Instituciones de Inversión Colectiva.

BIBLIOGRAFÍA

- BATTINI, P. (1985): "*Capital-risque, les règles du jeu*". Les Éditions d'organisation. Paris.
- CHANDLER, W.R.: "*Pre-startup seed capital*". Incluido en la obra de PRATT, S.E. (1981), pp. 27-29.
- CLEIFTIE, Ch. y PERSITZ, D. (1981): "*Venture capital: le modèle américain et la réalité française*". Rev. Analyse Financière, 2º trim, pp. 41-45.
- COPIN, G. (1986): "*Le Capital-risque en France: une mode ou une institution?*". La Revue du Financier, nº 46, pp. 14-20.
- GALÁN GONZÁLEZ, J.L. et al. (1992): "*Capital riesgo e innovación: un análisis en la CE*". Ponencia presentada al II Congreso Franco-Español de Management des Entreprises, Bordeaux, septiembre.
- LEBAS, P. (1987): "*Guide du Venture capital, Capital-risque*". Centre de Prospective et d'Évaluation, nº 82.
- MARTÍ PELLÓN, J. (1986): "*El capital riesgo: un análisis conceptual y formal aplicado a España y a los principales países industrializados*". Tesis Doctoral. Universidad Complutense de Madrid.
- MARTÍ PELLÓN, J. (1992a): "*El capital riesgo en España, 1991: un avance*". Artículo publicado en el suplemento de Negocios del diario El País, 31 de mayo.
- MARTÍ PELLÓN, J. (1992b): "*El mercado de capital riesgo en España: origen, desarrollo y perspectivas futuras*". Ponencia presentada al II Congreso Fran-

- co-Espagnol de Management des Entreprises. Bordeaux, 24-25 de septembre.
- MARTÍNEZ CEREZO, R. (1992): "*El segundo mercado*". Incluido en SÁNCHEZ FERNÁNDEZ DE VALDERRAMA, J.L. (Dir): "Curso de Bolsa". Ariel, S.A., Barcelona.
- MEDUS, J.L. (1991): "*Ingénierie financière et opérations à effets de levier*". Les Éditions d'Organisation. Paris.
- NOUVELLET, D. (1983): "*La prise de participation minoritaire dans les sociétés non cotées: réflexions sur les contraintes d'un métier difficile*". Rev. Banque, n° 425, pp. 181-185.
- PRATT, S.E. (1981): "*Guide to Venture capital sources*". Capital Publishing Corp., Wellesley, Mass.