

UNIVERSIDAD DE BARCELONA

Departamento de Economía y Organización de Empresas

TESIS DOCTORAL

**LA SOCIEDAD CAPITAL RIESGO COMO MEDIO DE
FINANCIACIÓN DE LA NUEVA EMPRESA**

Presentada por: **Ana M. LAUROBA PÉREZ**

Director: **Dr. Jaime GIL ALUJA**

BARCELONA, julio de 1998

B.U.B. Secció d'Econòmiques
Diagonal, 690, 08034 Barcelona
Tel. 402 19 66

financiero de bienes productivos, excluidos transportes, equipos de ofimática y bienes inmuebles.

El IMPI subvenciona un 3 por 100 del interés de las operaciones de arrendamiento financiero, durante los tres primeros años.

- El Real Decreto 787/1995 dispuso la cesión al IMPI de la participación que el Instituto Nacional de Hidrocarburos tenía en la Empresa Nacional de Innovación S.A. (ENISA)¹²⁷, lo que otorgó al IMPI un papel muy activo en el capital riesgo y los préstamos participativos, al poder formalizar operaciones de sindicación y consorciación de riesgos con agentes privados.

ENISA contribuye además, al diseño e implantación de nuevos productos financieros, así como de nuevos instrumentos que posibiliten la atracción y canalización de flujos de ahorros de los mercados financieros hacia activos financieros a largo plazo ligados a la inversión empresarial, siempre en estrecha relación con el nuevo modelo de reafianzamiento.

¹²⁷ ENISA se constituyó el 24 de febrero de 1982, teniendo como objeto social principal el desarrollo industrial de nuevos productos y proyectos de innovación promovidos por terceros, mediante la toma de participación de las empresas que se constituyan o estén constituidas a tal efecto. ENISA ha sido la única ECR que aparece calificada como sociedad de promoción de empresas (Infra cap. 4.6.2.3.) en ASCRI (infra nota 128).

A pesar de pertenecer en su totalidad al sector público, ENISA, actúa con criterios de racionalidad y eficiencia económica, siendo muy exigente en las condiciones que han de reunir las inversiones que le son presentadas y concentrando sus operaciones en sectores con utilización intensiva en tecnología.

El mecanismo de la sindicación, combinado con el reafianzamiento, permitirá crear nuevos productos financieros, que superen la escasa oferta actualmente existente para las pequeñas y medianas empresas, como los derivados de la titulización de determinados activos.

El IMPI mantiene, además, inversiones en el capital de varias sociedades de capital riesgo¹²⁸.

4.5.1.5. Programa de apoyo a las redes de organismos intermedios

Las ayudas de este programa están dirigidas a:

- Organismos de apoyo a la innovación que, de forma conjunta, aborden proyectos cuyo fin sea el fomentar la innovación tecnológica en las pyme y mejorar la gestión tecnológica en las mismas. Los objetivos que se persiguen con estas ayudas son:
 - Facilitar su acceso a nuevos recursos tecnológicos y de innovación.

¹²⁸ A modo de ejemplo citaremos las siguientes: Fomento de Iniciativas Cordobesas, SCR, S.A.; Iniciativas Económicas de Almería, SCR, S.A.; Inverjaen SCR, S.A.; AXIS Participaciones Empresariales S.A.

- Formar y capacitar a los responsables empresariales en la gestión de los recursos tecnológicos como elementos de competitividad.
- Promover la internacionalización tecnológica, la transferencia de tecnología y la participación en los programas comunitarios.
- Potenciar la demanda de servicios de innovación por las pyme.

Los organismos participantes en este tipo de programa son de diversa índole, destacando, entre otros: Centros de Servicios Tecnológicos, Institutos Tecnológicos, Centros de Empresas e Innovación, Parque Tecnológicos, Asociaciones Empresariales.

En el campo de la innovación tecnológica, el IMPI actúa en el fomento de la participación de las pyme en los programas comunitarios. Así, junto con otros países de la UE desarrolla diversos programas, como son: el Programa de Innovación, Stride, Acción Euromanagement. Todos estos programas tienen como objetivo ayudar a las pequeñas y medianas empresas a integrar la innovación y las nuevas tecnologías en sus procesos productivos, estimulando la utilización de los recursos externos técnicos existentes y su participación en los programas públicos relativos a la innovación y el desarrollo tecnológico.

- Organismos de carácter financiero, para potenciar sus actividades de apoyo a las pequeñas y medianas empresas, mejorar su solvencia o tomar participación en el capital social. La finalidad de las ayudas para estos organismos es posibilitar que:
 - Operen en el mercado financiero en orden a contribuir a la concesión de préstamos para inversión y a la refinanciación de pasivos de las pequeñas empresas.
 - Propiciar la introducción de nuevos instrumentos financieros para las pequeñas y medianas empresas.
 - Ampliar la oferta de capitales disponibles para financiar las pequeñas y medianas empresas a largo plazo, creando, a su vez, unas condiciones atractivas que permitan canalizar el ahorro privado hacia la financiación empresarial.

Este programa de ayuda a los organismos de carácter financiero se encuentra estrechamente conectado con el programa de apoyo a la financiación, en la medida que pretende, mediante la operación en red de los organismos intermedios que lo constituyen: sociedades de garantía recíproca, entidades de capital riesgo y otros instrumentos financieros, racionalizar e incrementar la oferta de servicios financieros para las pequeñas y medianas empresas.

El Sistema Nacional de Reafinanciamiento, liderado por CERSA, intenta fortalecer y expandir la red de sociedades de garantía recíproca que operan en España, dotando al sistema de la

solvencia exigida para que un mayor número de pequeñas y medianas empresas se beneficien de sus prestaciones.

ENISA , como nodo del Sistema Nacional de Capital Riesgo, trata de dinamizar esta fórmula de financiación y el desarrollo de nuevos productos financieros y préstamos participativos, así como utilizar con eficacia fórmulas de “capital semilla”, “capital de arranque “ o “capital de desarrollo” extendiéndolas al ámbito global de la innovación.

Para conseguir los objetivos perseguidos se han firmado convenios de colaboración con la Asociación Española de Capital Inversión¹²⁹ (ASCRI) y con la Confederación Española de

¹²⁹ Siguiendo a MARTÍ PELLÓN, José. Op. cit., 1997, pág. 154-155, podemos decir que la Asociación Española de Capital Inversión nace en 1986, sin ánimo de lucro y con la vocación fundamental de desarrollar la inversión en capital (capital riesgo) en España.

Sus objetivos son:

- “Representar, gestionar y defender los intereses profesionales de sus miembros.
- Promocionar e impulsar en España la creación de entidades cuyo objetivo sea la financiación directa de proyectos innovadores de pequeñas y medianas empresas, fundamentalmente mediante participaciones minoritarias y temporales en su capital social.
- Colaborar con la Administración a establecer y desarrollar el marco jurídico, fiscal y financiero, adecuado para los inversores y los destinatarios de la inversión.
- Facilitar la posibilidad de inversiones conjuntas de los miembros de la Asociación, es decir la sindicación de operaciones de inversión en Capital.
- Desarrollar y mantener un alto nivel ético y profesional en la gestión de todos los miembros, de conformidad con el Código de conducta.
- Informar a sus asociados de todo lo que pasa en el sector del capital riesgo en España y en el extranjero.

Sociedades de Garantía Recíproca (CESGAR), hasta el 31 de diciembre de 1999, coincidiendo con el Programa Iniciativa PYME de Desarrollo Industrial.

-
- Ayudar a la formación de nuevos profesionales en este sector.
 - Difundir entre los empresarios la idea de Inversión en Capital con el objeto de mejorar el flujo de proyectos de inversión hacia las Sociedades y Fondos de capital riesgo".

INICIATIVA PYME DE DESARROLLO INDUSTRIAL. Ejecución provisional presupuestada 1995.

COMUNIDAD AUTÓNOMA	COOPER.	INFORMAC.	PRODUCTO INDUSTRIAL		FINANCIACIÓN			REDES TERRITORIALES	
			EMPRESAS	INSTITUC.	P. AVALADO	REESTRUC.	P. PARTIC.	LEASING	FINANCIERAS
ANDALUCÍA	14.005.100	31.246.482	11.426.000	7.500.000	20.405.696	7.875.884		323.572.451	38.429.487
ARAGÓN	17.603.500		41.928.000					59.944.785	
CANARIAS	4.200.000	10.000.000	5.035.000	2.000.000				29.585.155	5.250.000
CANTABRÍA								40.538.395	
CASTILLA-LA MANCHA	6.560.000			14.881.000				4.026.955	
CASTILLA Y LEÓN	4.050.000	5.033.700	54.987.000		2.573.157	3.183.472	1.379.406	176.814.252	6.150.000
CATALUÑA	147.059.250	36.921.000	417.135.000	47.929.000			1.992.611	27.065.060	81.964.062
COM. FORAL DE NAVARRA		5.692.500	98.497.500					49.901.923	39.015.000
COMUNIDAD VALENCIANA	103.377.542	5.047.684	234.445.000	190.174.000	116.917.765	14.187.453	368.914	375.747.749	46.268.650
EXTREMADURA	950.000		881.000					2.823.144	8.160.000
GALICIA	11.721.800	3.198.970	12.940.000	3.060.000				115.601.953	8.212.000
ISLAS BALEARES				5.950.000	7.953.756	1.854.051		90.815.252	2.600.000
LA RIOJA			34.367.000				812.767	753.359	
MADRID	108.469.400	76.279.664	149.463.000	57.875.000	1.758.000	3.140.432	21.250.000	155.977.649	61.006.957
PAÍS VASCO	145.730.500	1.580.000	125.726.000	65.484.000	95.191.682		42.980.000	839.681.678	240.497.250
PRINCIPADO DE ASTURIAS	7.599.700			3.000.000		5.536.420		16.600.374	
REGIÓN DE MURCIA	3.712.000		13.349.000		8.541.721	2.483.098	223.601	74.329.490	23.114.243
Total Com prometido	575.038.792	175.000.000	1.200.179.500	397.853.000	253.341.777	38.260.810	64.230.000	2.383.779.624	560.667.649

Figura 4.5. Iniciativa PYME de Desarrollo Industrial. Ejecución provisional presupuestada 1995. (Fuente: IMPI y elaboración propia).

4.5.2. Instituto de Crédito Oficial

En la Cumbre del Consejo Europeo de Edimburgo celebrado en diciembre de 1992 se reconoce la importancia de las PYME para la reactivación económica europea y los Estados miembros asumen el compromiso de incentivar la inversión en dichas empresas. En este contexto se pusieron en funcionamiento en España distintos instrumentos de apoyo a la pyme, que van desde los puramente financieros hasta la actividad de información y asesoramiento en los cuales el Instituto de Crédito Oficial, ICO, desarrolla un papel activo de gran importancia.

El Consejo de Ministros del 26 de febrero de 1993 aprobó un conjunto de medidas de carácter financiero y fiscal para apoyar el proceso inversor de las pyme, encomendando al ICO la instrumentación de tres líneas de actuación:

- Los préstamos de mediación. Cuyo objeto es facilitar el acceso a la financiación bancaria a largo plazo con tipos de interés preferentes subsidiados por el ICO, siempre que cumplan las condiciones exigidas por alguna de las líneas de mediación establecidas por el Instituto.

La principal modalidad de préstamo de mediación del ICO con objeto de financiar inversiones productivas en general es la "Línea PYMES". Las pequeñas y medianas empresas, exclusivamente, pueden acceder a este tipo de préstamo a través

de su propio banco o caja de ahorros si se comprometen a destinar los recursos obtenidos a la financiación de inversiones en activos fijos que supongan la ampliación, mejora y modernización de su estructura productiva o la creación de nuevas empresas. Las pyme pueden obtener así un préstamo a cinco, siete o diez años por un importe máximo del 70 por 100 de la inversión proyectada, con un tipo de interés menor al de mercado y sin comisiones de apertura ni gastos de estudio.

Como complemento a este tipo de financiación, y utilizando también la técnica de mediación existe la "Línea de creación de empleo" destinada a la financiación de inversiones en activos fijos en condiciones muy similares a las descritas para el instrumento anterior, pero vinculadas a la creación de empleo por las pequeñas y medianas empresas. El ICO subsidia el tipo de interés de estos préstamos y gestiona, junto con el Banco Europeo de Inversiones, una subvención adicional procedente de la UE 450.000 pesetas por cada empleo creado.

Las empresas domiciliadas en España, independientemente de su tamaño, también pueden acceder a préstamos preferentes a largo plazo en la "Línea de mediación para el desarrollo tecnológico" en la que el ICO subsidia junto al CDTI los fondos destinados a la financiación de inversiones en I+D.

Existen otros tipos de préstamos de mediación con condiciones crediticias favorables, que exigen la inversión en activos de

especial importancia para el logro de objetivos económicos o sociales considerados prioritarios, como la protección del medio ambiente o el desarrollo de las regiones más deprimidas.

La colaboración en la creación de una sociedad de reafianzamiento para reforzar la solvencia de sociedades de garantía recíprocas¹³⁰.

- Creación de un fondo de capital riesgo. El ICO, a través de su participación mayoritaria en la sociedad "AXIS Participaciones Empresariales S.A.", ha dotado un fondo destinado a fomentar la utilización de estas técnicas de captación de recursos por las pyme.

4.5.2.1. La actividad del ICO en capital riesgo: AXIS Participaciones Empresariales S.A.

AXIS Participaciones Empresariales fue constituida en junio de 1986 con la denominación "Sociedad Gestora de Fomento Empresarial S.A." y comenzó su actividad inversora en 1987. El capital social de AXIS está suscrito en un 85 por 100 por el ICO y en 15 por 100 por el IMPI.

¹³⁰ V., cap. 4.5.1.4.

Desde su creación, **AXIS** se ha caracterizado por una clara vocación internacional que se ha plasmado en la participación en proyectos con socios extranjeros y el mantenimiento de relaciones con múltiples entidades de capital riesgo europeas.

Opera como entidad gestora de fondos de capital riesgo. En la actualidad, y después de gestionar las operaciones de otros fondos de capital riesgo, tiene encomendada la administración y gestión de **FOND-ICO**. Este fondo dotado con unos recursos de 10.000 millones de pesetas han sido aportados por el **ICO**.

Los fondos gestionados por **AXIS** son invertidos con el fin de fortalecer los recursos propios de pequeñas y medianas empresas con alto potencial de crecimiento. A lo largo de su historia, esta gestora de fondos, ha tutelado y tomado participación en casi medio centenar de empresas, con una cartera muy diversificada tanto en lo referente a las actividades como al grado de desarrollo empresarial de las participadas.

AXIS está interesada en el desarrollo tecnológico, aunque no centra su actividad en este sector, y valora positivamente la incorporación o utilización de cualquier componente que permita crecer en facturación y rentabilidad a la empresa. En la actualidad, sus objetivos de inversión se orientan hacia:

- Empresas en funcionamiento, con beneficios reales o potenciales a corto plazo. que precise capital para llevar a cabo nuevas inversiones con las que mejorar su competitividad, o que les

permitan una expansión de su actividad, o necesiten financiación para reestructurar su pasivo.

- Empresas de nueva creación, con socios solventes y acreditado éxito empresarial.
- Adquisición de acciones a propietarios de empresas, si la rentabilidad del proyecto así lo aconseja.

AXIS no actúa como inversor pasivo sino que durante el tiempo que dura la inversión colabora con la empresa participada. Esta labor la lleva a cabo mediante:

- La presencia activa en los órganos de decisión de la empresa, colaborando en la definición de las líneas de actuación .
- Manteniéndose en continuo contacto con la gerencia de las empresas participadas, pero sin intervenir en sus actuaciones diarias.
- Recibiendo periódicamente información sobre los estados económicos - financieros de la empresa para su análisis.
- Colaborando en el diseño y elaboración de los objetivos y planes de acción de la empresa, así como del seguimiento de los mismos.

- Asesorando en todas las áreas de la empresa, ya sea a través de su propio personal o utilizando colaboradores externos.
- Ayudando en cualquier negociación que sea de interés para la empresa, así como intentando establecer contactos internacionales con empresas relacionadas con su actividad.

Una vez cumplidos los objetivos empresariales que requirieron su financiación, AXIS lleva a cabo una política de desinversión. Por la experiencia obtenida en el desarrollo de su actividad se puede decir que el periodo de permanencia normal oscila entre 4 y 6 años.

La modalidad de salida utilizada se consensúa con la mayoría del capital de la participada, dado que la entrada de un tercero ajeno puede resultar no deseable para el resto de propietarios. Las vías habituales de desinversión utilizadas por AXIS han sido: la venta a terceros ajenos a la empresa, la venta a los accionistas o la salida de la participada en una reducción de capital.

4.5.3. Centro para el Desarrollo Tecnológico Industrial

El Centro para el Desarrollo Tecnológico Industrial, CDTI, se creó el 5 de agosto de 1977 mediante el Decreto nº 2341/1977, como una experiencia piloto a nivel internacional para el fomento en las empresas de la innovación tecnológica a partir de un fondo conjunto del Estado español y del Banco Mundial.

En 1984 se transforma en Sociedad Estatal, dependiente del Ministerio de Industria y Energía, y readapta su estructura en base a la experiencia adquirida. Es en ese momento, cuando asienta las bases de su actual funcionamiento que se articula en torno a un objetivo prioritario: el fomento del desarrollo tecnológico en las empresas españolas.

El elemento diferenciador del CDTI en el sistema español de innovación radica en su actividad puente entre las empresas, públicas y privadas y las administraciones públicas: regional, central o comunitaria, sobre temas de I+D.

Por su proximidad al sector empresarial, el CDTI ocupa una posición idónea para actuar como canalizador en los procesos de I+D del sector productivo español, facilitando la capacitación tecnológica de las empresas, dinamizando la actividad productiva de las mismas e incluso contribuyendo a su apertura internacional.

El CDTI considera que la tecnología es un factor estratégico en las empresas especialmente industriales para posicionarse en el mercado, y por ello, no debe ser monopolio de unos pocos grupos empresariales de gran tamaño, de unas pocas regiones o de unos pocos sectores productivos, sino que, debe procurarse que la misma se difunda lo más ampliamente posible. Es por este motivo que el CDTI centra sus actuaciones en : las pequeñas y medianas empresas, las regiones menos favorecidas y los sectores tecnológicos estratégicos.

En base a las competencias que le atribuye la Ley de Fomento y Coordinación General de la Investigación Científica y el Desarrollo Tecnológico, el ámbito de actuación del CDTI abarca tres áreas:

- La financiación de proyectos de I+D¹³¹, mediante la concesión de créditos a bajo tipo de interés, compartiendo con las empresas el riesgo técnico de los mismos.
- La canalización de empresas hacia la participación en proyectos internacionales de carácter tecnológico.
- La prestación de servicios de difusión de información tecnológica y sensibilización al empresario sobre la importancia de la tecnología como factor clave de competitividad.

Aunque las tres áreas de actuación poseen en el CDTI un equilibrio interno, nos centraremos exclusivamente en la financiación de proyectos de I+D.

4.5.3.1. Financiación de proyectos de I+D

La intervención del CDTI en la faceta de apoyo al desarrollo de iniciativas empresariales de I+D se realiza desde un modelo

¹³¹ Infra cap. 4.5.3.1.

“proactivo”¹³². Este modelo de actuación, cuyo objetivo es conseguir una verdadera inserción de la tecnología en el tejido empresarial y aumentar el número de empresas que realizan I+D en España, contiene las siguientes etapas:

- Identificación de oportunidades.
- Detección de empresas potencialmente interesadas.
- Prospectiva sobre el avance de la tecnología.
- Evaluación o financiación de propuestas de empresas.

Una vez seleccionados los proyectos empresariales susceptibles de ser apoyados, el CDTI los clasifica en función de su grado de cercanía al mercado, el nivel de riesgo técnico y las inversiones necesarias en la siguiente tipología:

- **Proyectos Concertados.** Son proyectos de investigación en las primeras fases del proceso innovador, que suponen un elevado riesgo técnico y cuyos resultados, generalmente, no son directamente comercializables. Requieren, normalmente, el concurso de alguna Universidad o Centro de Investigación público, externo a la empresa, que aporte soluciones a la investigación científico - técnica que se está llevando a cabo.

¹³² ARNÉS CORELLANO, Humberto. “El papel del CDTI en la financiación de la I+D empresarial”. *Economía Industrial*. Noviembre/diciembre 1993, núm. 294, pág. 125.

En este tipo de proyectos el CDTI, por delegación de la Comisión Interministerial de Ciencia y Tecnología, gestiona los recursos disponibles del Fondo Nacional de I+D. Las líneas temáticas prioritariamente financiadas deben estar acordes con los objetivos del Plan Nacional de I+D.

La financiación que presta el CDTI a este tipo de proyectos puede coordinarse con subvenciones del Ministerio de Industria y Energía y con financiación adicional de las Comunidades Autónomas.

- **Proyectos de Desarrollo Tecnológico.** Son proyectos con un riesgo técnico medio y que implican el desarrollo de nuevos procesos y/o productos de cara a su comercialización.

Las líneas temáticas financiadas por el CDTI, en este tipo de proyectos, debe ser acorde con la estrategia del Plan de Actuación Tecnológico Industrial del Ministerio de Industria y Energía o del Programa Industrial y Tecnológico Medioambiental.

La financiación para este tipo de proyectos es con cargo a los recursos del CDTI, que pueden provenir , o bien de los Presupuestos Generales del Estado, o de las recuperaciones de créditos de otras operaciones financieras.

Análogamente al caso anterior, la financiación del CDTI puede coordinarse, en este tipo de operaciones ,con subvenciones del

Ministerio de Industria y Energía y con financiación de las Comunidades Autónomas.

- **Proyectos de Innovación Tecnológica.** Son proyectos industriales que persiguen la adaptación e incorporación a las empresas de nuevas tecnologías o de tecnologías ya existentes desarrolladas por terceros. Presentan un riesgo técnico bajo y un corto periodo de maduración.

En este tipo de proyectos además de la financiación del CDTI y de las entidades bancarias puede haber financiación procedente de las Comunidades Autónomas.

- **Proyectos de Promoción Tecnológica.** Son proyectos destinados a empresas que habiendo desarrollado una tecnología novedosa, desean comercializarla en el exterior. Este tipo de proyectos incluye las diversas fases del proceso de comercialización de una tecnología, como son: obtención de la patente nacional, estudios de novedad internacional, extensión internacional de la patente, promoción comercial de la tecnología, etc.

La financiación del CDTI para este tipo de proyectos es compatible con otro tipo de ayudas procedentes de la Administración Central o de las Comunidades Autónomas.

- **Acciones Especiales.** El CDTI es el organismo encargado de la gestión de acciones dirigidas a fomentar la participación de los

sectores industriales involucrados en los programas de I+D de la UE y su objetivo es el fortalecimiento del nivel tecnológico de la industria española en sectores informáticos.

Este tipo de proyectos se llevan a cabo a través de la colaboración con empresas y Centros de Investigación públicos o privados

Asimismo, el CDTI atendiendo a las necesidades de cada proyecto dispone de cinco modalidades de financiación:

- **Créditos sin interés.** El objetivo de esta modalidad crediticia es suministrar financiación a largo plazo, sin coste financiero. Se aplica a proyectos de alto riesgo y larga duración. Habitualmente son los Proyectos Concertados los que reciben este tipo de financiación, aunque también puede concederse para Proyectos de Desarrollo Tecnológico que presenten un alto grado de investigación básica en sectores estratégicos.

Este tipo de crédito cubre hasta un 50 por 100 del presupuesto del proyecto y el plazo de amortización es de cinco años, con uno de carencia, a partir de la financiación del desarrollo del proyecto.

El CDTI asume en este tipo de operación el riesgo técnico del proyecto. Los créditos sin interés incluyen la denominada "cláusula de riesgo técnico" según la cual, en el caso de que el proyecto no consiga sus objetivos técnicos, la empresa queda

exenta de devolver la cantidad prestada y únicamente deberá reintegrar al CDTI la mayor de las siguientes cantidades:

- El resultado de aplicar a los activos fijos adquiridos el porcentaje de financiación aprobado por el CDTI.
- El 25 por 100 de la financiación aportado por el CDTI.
- Créditos privilegiados. Su objetivo es suministrar financiación a medio plazo a un coste financiero bajo. Se aplica a proyectos que presentan un riesgo técnico medio y un periodo de desarrollo corto o medio. Habitualmente son los Proyectos de Desarrollo Tecnológico, Proyectos de Innovación Tecnológica y Proyectos de Promoción Tecnológica los que reciben este tipo de financiación.

En la financiación de Proyectos de Desarrollo Tecnológico, la cuantía del crédito puede ascender hasta el 50 por 100 del presupuesto del proyecto y el plazo de amortización es de dos a seis años.

Cuando se destinan a la financiación de Proyectos de Innovación Tecnológica, la cuantía del crédito puede ascender hasta un 25 por 100 del presupuesto total del proyecto. En este tipo de casos el crédito privilegiado se combina con otro crédito bancario cuyo tipo de interés es subvencionado por el CDTI en cuatro puntos.

La aplicación de créditos privilegiados a Proyectos de Promoción Tecnológica puede financiar hasta un 70 por 100 del presupuesto total del proyecto, amortizable junto con los intereses devengados al tercer año y de una sola vez.

- **Créditos subordinados.** Se aplican a la financiación de Proyectos de Desarrollo Tecnológico que se caracterizan por un alto interés tecnológico y un alto riesgo técnico y comercial, y que necesitan, por lo tanto, una financiación a mayor largo plazo debido a las características de su periodo de maduración.

Este tipo de créditos cubre hasta un 50 por 100 del presupuesto total del proyecto. El plazo de amortización empieza a partir del cuarto año y se realiza en amortizaciones anuales ligadas al cash-flow que se genere.

El tipo de interés se desglosa en:

- **interés inicial,** que corresponde con el tipo mínimo que aplica el CDTI en su escala de crédito privilegiados.
 - **Interés complementario,** que será el necesario para alcanzar el tipo de rentabilidad que obtengan los fondos propios de la empresa, o el máximo de la escala CDTI si aquél fuese menor.
-
- **Créditos subsidiados.** Se aplican a la financiación de Proyectos de Innovación Tecnológica que se caracterizan por un bajo riesgo

tecnológico, corto periodo de desarrollo y claras posibilidades de introducción de productos en el mercado.

Este tipo de crédito se aplican siempre según una fórmula de financiación conjunta entre el CDTI y una entidad financiera, que haya suscrito previamente un convenio de colaboración con el CDTI. Según esta fórmula, el CDTI apoya hasta un 25 por 100 del proyecto mediante un crédito privilegiado y la entidad financiera colaboradora puede aportar hasta un 25 por 100 adicional.

El tipo de interés de este tipo de operaciones es :

- Tipo de interés reducido por la parte que corresponde al crédito privilegiado.
- Tipo de interés bancario subvencionado en cuatro puntos, por parte del CDTI, por el montante aportado por la entidad financiera colaboradora.
- Créditos de prefinanciación. Son créditos privilegiados en los que el CDTI no asume el riesgo técnico. Este tipo de créditos han sido instrumentados por el CDTI para dar financiación a las empresas que acuden a concursos de programas internacionales y obtienen la adjudicación de contratos.

La amortización de este tipo de créditos se adecua a las fechas de cobro, por parte de la empresa beneficiaria, del precio del

contrato y el tipo de interés es el normalmente utilizado por el CDTI para el tipo de créditos privilegiados.

4.5.4. Sociedades de Desarrollo Industrial

La aparición en España de este tipo de entidades tuvo lugar en 1972, en el marco del III Plan de Desarrollo Económico Social, abriendo con ello, muchas esperanzas a la posible promoción de nuevas industrias en las áreas menos desarrolladas del territorio nacional.

Los objetivos con que fueron creadas las Sociedades de Desarrollo Industrial ,SODIS¹³³, han ido cambiando a medida que dichas empresas han evolucionado, distinguiendo, a tal fin, las siguientes etapas¹³⁴:

- Primera etapa. Correspondiente a la creación de la Sociedad de Desarrollo Industrial de Galicia ,SODIGA, en 1972, respondiendo al objetivo de crear un instrumento que sirviera para equilibrar las diferencias interregionales y generar riqueza en aquellas comunidades con menor nivel de desarrollo económico.

¹³³ Infra cap. 4.6.2.2., donde se analiza el reglamento concreto de este tipo de sociedades.

Infra cap. 6.2.1., donde se refleja la importancia que este tipo de sociedades tuvieron en el desarrollo del capital riesgo en España.

¹³⁴ PANIZO, Fernando; RAMÍREZ, Raquel. "Las SODI como instrumento de la promoción empresarial". *Papeles de Economía Española*, 1998, núm. 35, pág. 238-240.

La actividad de las SODI estuvo condicionada, en este periodo, por criterios de rentabilidad económica y de rentabilidad social. Su finalidad primordial fue la participación en proyectos que permitieran la creación o reconversión de empresas, con el fin de acelerar la industrialización o evitar la recesión.

A lo largo de esta primera etapa, que corresponde a los años 1972 - 1983, fueron creándose nuevas SODI: Sociedad de Desarrollo Industrial de Andalucía, Sociedad de Desarrollo Industrial de Canarias y Sociedad de Desarrollo industrial de Extremadura, en 1977; y en los primeros años de la década de los ochenta, Sociedad de Desarrollo Industrial de Castilla y León, Sociedad de Desarrollo Industrial de Castilla - La Mancha y Sociedad de Desarrollo Industrial de Aragón. SODIS todas ellas en las que el Instituto Nacional de Industria, INI, tenía encomendado el papel de creador, así como, de servir de encargado en la consecución de los objetivos por los que estas sociedades eran creadas.

Lo cierto es, que el resultado de esta primera fase fue bastante negativo. Factores como participación indiscriminada en gran número de empresas, colaboración en grandes proyectos y en procesos de reconversión, así como reducida evaluación de los proyectos de inversión dieron lugar a esta situación.

- Segunda etapa. A partir de 1983 las SODI modifican su política de actuación marcándose como objetivos los siguientes:

- Control riguroso de los nuevos proyectos de inversión, evaluando su viabilidad en función de criterios estrictamente económicos y empresariales.
- Exclusiva participación en nuevas inversiones, abandonando con ello las actividades de reconversión.
- Reducción del tiempo de permanencia en las empresas participadas, asegurándose que el empresario sea el responsable directo del proyecto de inversión y de su gestión.
- Saneamiento de las carteras de empresas participadas y desarrollo de planes de viabilidad para las SODI.

Como consecuencia de estas políticas el papel desarrollado por las SODI se ha visto mermado en los últimos años en términos cuantitativos, consiguiendo, por contra, una mayor calidad de las mismas.

Para conseguir los objetivos perseguidos las SODI utilizan tres instrumentos de acción: participan en el capital social de la empresa cuya creación promueven o en aquellas otras que existiendo previamente, lo amplían o bien se fusionan o reestructuran; conceden préstamos y avales a las asociadas y prestan servicios de asistencia técnica, gestión económica o financiera a las empresas de la región.

En base a los datos históricos se pueden describir las características tipo que concurren en las participadas por las SODI como:

empresas de tamaño pequeño o mediano, preferentemente de nueva creación, pertenecientes a sectores intensivos en mano de obra, en las que la SODI participa con un carácter fundamentalmente de promotor.

Concluimos este apartado, destacando aquellas características más significativas de este tipo de sociedades:

- “Son intermediarios financieros no bancarios de carácter público.
- Su función está directamente relacionada con la promoción industrial a nivel regional.
- La posición mayoritariamente pública en este tipo de entidades ha supuesto en muchas ocasiones una mala asignación de los recursos por el hecho de no atender a criterios estrictamente económico - empresariales.
- Sus actuaciones se enmarcan dentro del sector de actividades de capital riesgo, aunque con características muy especiales derivadas de su pertenencia al sector público”¹³⁵.

¹³⁵ ALCALÁ OLID, Francisco. Op. cit., 1995, pág.224.

4.5.5. Servicio de Asesoramiento para la Reestructuración del Capital

El Departament d'Indústria, Comerç i Turisme de la Generalitat de Catalunya, a través del Centre d'Informació i Desenvolupament Empresarial, CIDEM, y la Bolsa de Barcelona, vienen gestionando de forma conjunta desde octubre de 1995 el denominado Servicio de Asesoramiento para la Reestructuración de Capital (ARC).

El servicio ARC nació como respuesta a la insuficiente capacidad de las pyme catalanas para autogenerar fondos destinados a financiar su crecimiento, nuevos proyectos, la expansión internacional o la sustitución accionarial. Se observó que en estas situaciones, las empresas se encuentran ante alternativas problemáticas: bien abandonar un proyecto que podría significar unos rendimientos positivos o bien optar por un endeudamiento excesivo que podría comportar su desaparición. Según Casares, responsable del CIDEM "se detectaron que empresas en crecimiento o que tenían necesidades de nuevos recursos propios o sustitución de capitales no estaban preparados para gestionar por si solos con éxito y había que apoyarlos"¹³⁶. Por todo ello el objetivo de ARC, inspirado en el modelo utilizado por los inversores y brokers anglosajones, es facilitar información y asesoramiento a las empresas que lo demanden, actuando como puente con una serie de inversores que disponen de los medios financieros para que estas empresas puedan

¹³⁶ MARQUÉS Joaquín. "El Capital-Riesgo en España se plantea un futuro brillante". *Cataluña Económica*. Septiembre de 1996, pág. 60.

llevar a cabo sus planes de desarrollo sin la rigidez de los mercados de capitales de las grandes empresas.

Se deduce de todo ello que los agentes que intervienen en este servicio son tres: las empresas demandantes de capital, los posibles inversores y los gestores del servicio.

En el momento de creación, del servicio ARC, las empresas demandantes del mismo no habían de cumplir ningún requisito preestablecido para poderse beneficiar de este programa, pero la experiencia adquirida por los gestores de ARC y los criterios de inversión de los oferentes han aconsejado la conveniencia de que las empresas deben de reunir una serie de condiciones, que son:

- Empresas con una antigüedad superior a dos años.
- Poder acreditar un equipo gestor profesional y estable.
- Haber obtenido en los dos último ejercicios contables unos resultados de explotación positivos, con unos niveles de rentabilidad suficientemente atractivos como para interesar a posibles inversores.
- Tener una actividad consolidada a nivel comercial, es decir, haber conseguido un nivel de facturación superior a los 500 millones de pesetas en el último ejercicio contable, lo que implica estar ya posicionada en el mercado.

- Acreditar el estudio o ejecución de: un proyecto de inversión, un plan de expansión internacional o de sustitución de una parte del capital social.
- Tener necesidad y voluntad de incorporar un nuevo socio en capital.

Inicialmente los posibles inversores que participaban en el programa ARC eran exclusivamente ECR, pero con el tiempo se planteó la necesidad de ampliar esta oferta, incorporando a las sociedades y agencias de valores y a las sociedades consultoras especializadas en operaciones de fusiones y adquisiciones. Actualmente ARC cuenta con 74 sociedades adscritas: 17 ECR, 21 sociedades y agencias de valores y 36 consultorías financieras especializadas en fusiones y adquisiciones.

La puesta en contacto entre las empresas demandantes y los posibles inversores se lleva a cabo a través de los gestores del servicio ARC cuyas funciones son:

- Facilitar información sobre los diferentes tipos de inversores existentes en el mercado, el procedimiento y funcionamiento del servicio.
- Atender las solicitudes de empresas que pidan acceder al servicio y recoger la documentación preliminar necesaria para constituir el correspondiente expediente de estudio de alternativas.

La información que debe presentar la empresa en este punto, hace referencia a su perfil, plan estratégico o de empresa, proyecto de inversión y perfil del inversor deseado.

El Comité de gestión y evaluación de ARC analiza esta información y selecciona aquellos proyectos que presentan un perfil atractivo para los posibles inversores adscritos al servicio y elabora un informe de los mismos.

- Una vez seleccionado los proyectos el ARC pone en contacto a la empresa con el posible inversor de tres formas diferentes, no excluyentes entre sí y siempre bajo la autorización de la empresa:
 - Contacto directo: Donde el ARC facilita información y el contacto con los inversores más adecuados a las necesidades de la empresa.
 - Base de Datos. El ARC instala en una base de datos confidencial accesible vía Internet, perfiles sin identificar de las empresas solicitantes. Las sociedades adscritas al servicio consultan la base de datos, y solicitan al ARC contactos con las empresas que puedan ser de su interés.
 - Foro de Capital Riesgo: el ARC presenta a las empresas seleccionadas ante todas las sociedades adscritas.
- Establecidos los contactos correspondientes, ARC realiza un seguimiento de las conversaciones. Si alguno de los contactos no

prospera, el Comité de gestión y evaluación y la empresa demandante de fondos analizan las causas e intentan reorientar la situación con la finalidad de proceder a repetir el proceso con más garantías de éxito.

Aunque la misión de asesoramiento empresarial y puente en la búsqueda de financiación sea la función más importante encomendada en la actualidad al servicio ARC, no es la única. El ARC puede convertirse en el germen hacia la creación en España de un mercado secundario de capitales para las pymes, similar al NASDAQ estadounidense o al EASDAQ europeo.

Dado el éxito que ha obtenido ARC en el territorio catalán durante el ejercicio 1997 se amplió la iniciativa a empresas e inversores de las Comunidades de Aragón, Andalucía, Canarias, Baleares, Asturias, Galicia, Castilla - León y Murcia.

Proceso de selección programa ARC

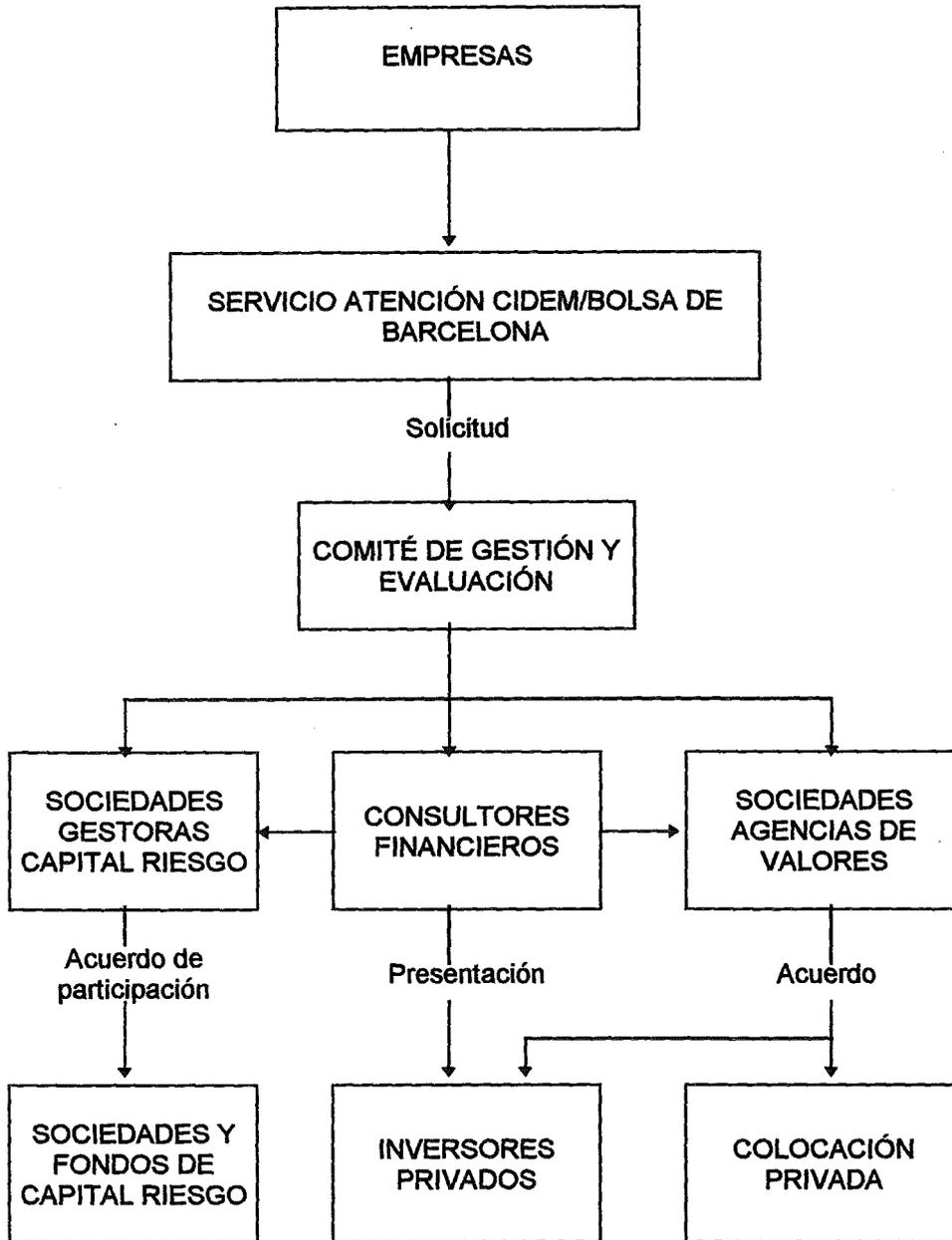


Figura 4.5. Proceso de selección programa ARC. (Fuente: Morera Asiain).

4.6. REGULACION BÁSICA DE LAS ECR EN ESPAÑA

4.6.1. Características y restricciones del Real Decreto Ley 1/1986

Las sociedades y fondos de capital riesgo se regulan por primera vez en el RDL 1/1986 de 14-III, definiéndose como aquellas dedicadas a la inversión productiva con asunción de riesgo, especialmente concebidas como entidad financiera y "holding" para la promoción y participación en la mejora de la estructura financiera de las pequeñas y medianas empresas comprometidas en los sectores productivos de mayor futuro, que innovan en su tecnología, procesos de producción y distribución, aumentando así su competitividad.

Con este Real Decreto - ley se intentó configurar y promover un concreto instrumento financiero, capaz de convivir con aquellos otros de carácter institucional o negocial que igualmente cumplen la función de canalizar recursos económicos hacia la inversión productiva. Este propósito no sólo se manifiesta de modo implícito en el cauce formal elegido para la actuación normativa, ya que se inserta en un conjunto de "medidas urgentes administrativas, financieras, fiscales y laborales" articuladas por la vía excepcional del Decreto - ley, sino también, y de modo explícito, en el preámbulo expositivo de la propia disposición y en la misma orientación de su contenido, al destacar el significado de la adhesión de nuestro país a la Comunidad Económica como razón de la existencia de este tipo de sociedades de capital riesgo.

Las SCR surgieron legalmente para estimular y canalizar la inversión hacia empresas o sectores de actividad con alta capacidad de desarrollo y posibilidades de innovación, y con escaso margen de autofinanciación o de acceso a los mercados financieros tradicionales. Para ello se estableció como objeto exclusivo de estas sociedades "la promoción o fomento de sociedades no financieras mediante participación temporal en su capital"¹³⁷.

El Real Decreto - ley restringió el objeto de las sociedades de capital riesgo a la promoción o fomento de "sociedades no financieras" con la intención de dejarlo abierto a un amplio campo de actividades del que únicamente se excluyan las "sociedades financieras" que, por razones obvias, exceden de la referida función. Al mismo tiempo, facilitó el desarrollo del objeto de las sociedades y fondos de capital riesgo mediante la participación en el capital tanto en la fase fundacional de las sociedades no financieras, como a través de la posterior adquisición de la condición de socio por suscripción de aumentos de capital, tal como se deduce de la especificación "promoción o fomento".

La forma de desarrollo del objeto social aparece igualmente restringida a la participación en el capital de las sociedades financieras que se pretenda promover o fomentar. Con ello se eligió una de las modalidades habituales de capital riesgo como es la financiación mediante inversión de capital, es decir mediante adquisición de la condición de accionista de las sociedades beneficiarias del apoyo

¹³⁷ Artículo 12.1 del Real Decreto-ley de 14 de marzo de 1986.

financiero, que se presta así en forma de capital y corre, por ello, el riesgo del resultado del negocio.

Como componente esencial de su objeto social, las SFCR ostentan en base al Real Decreto - ley una participación minoritaria en las sociedades participadas. La razón de elegir este tipo de participación es por considerarla la más coherente con la significación que este tipo de empresas tienen como instrumento financiero al servicio de la pyme.

Desde el punto de vista económico, el carácter temporal de esta participación se relaciona directamente con la propia función de promoción industrial que es consustancial a las ECR, y con el mismo modo de realizar el beneficio en forma de plusvalía y no a través de la rentabilidad y la liquidez de la inversión. El Real Decreto - ley no determina el plazo mínimo en que ha de mantenerse la participación, ni tampoco el plazo máximo que permitirá hacer efectiva esa temporalidad. Indirectamente, no obstante, los límites de la temporalidad de las participaciones pueden resultar del régimen fiscal privilegiado que se otorga a dichas sociedades, ya que para la deducción por inversiones en la cuota del impuesto sobre sociedades se estableció una escala de coeficientes en función del tiempo transcurrido entre el año de adquisición y el de enajenación. De este modo, el estímulo del beneficio fiscal para los incrementos del patrimonio obtenidos con la enajenación, sin resolver puntualmente sobre los límites temporales de la participación en el capital, actúa de hecho como su definidor, impulsando el mantenimiento de la misma hasta el cuarto o quinto año y propiciando la

desinversión antes de que transcurran diez años desde que se llevó a cabo la toma de participación.

El Real Decreto - ley se refiere también, a la constitución de las ECR, estableciendo una serie de requisitos en torno a la definición societaria de los fondos y sociedades¹³⁸, capital y patrimonio de los mismos¹³⁹ y número de accionistas o partícipes¹⁴⁰. Así considera que:

- Las SCR deben ser forzosamente sociedades anónimas, mientras que los FCR siguen el esquema societario de los fondos de inversión mobiliaria, es decir, quedan concebidos como fondos patrimoniales pertenecientes a una pluralidad de personas, que son administrados por una sociedad gestora a quien se atribuye las facultades del dominio del fondo sin ser, en realidad, propietaria del mismo.
- Para las SCR se establece un capital social suscrito de, al menos, 200 millones de pesetas, capital que deberá desembolsarse íntegramente en el plazo de tres años, contando desde el momento de la constitución de la sociedad, partiendo de un desembolso inicial mínimo del 50%. Mientras que para los FCR considera un patrimonio inicial mínimo de 275 millones de pesetas.

¹³⁸ Art. 12 del Real Decreto-ley 1/1986.

¹³⁹ Art. 13-1 y 13-2 del Real Decreto-ley 1/1986.

Mediante la técnica de capital mínimo se persigue la adaptación de las sociedades respectivas a iniciativas empresariales de gran dimensión.

- El número de socios o partícipes en las ECR no puede ser inferior a cinco, no computando, a tales efectos, a los accionistas o partícipes interpuestos, entendiendo como tales aquellos accionistas o partícipes integrantes de un mismo "grupo de Sociedades"¹⁴¹, ni a los vinculados familiar o profesionalmente con otros accionistas o partícipes.

Estos accionistas y partícipes de las SFCR no pueden ostentar más de un 20 por ciento del capital de la sociedad o del patrimonio del fondo , respectivamente. La razón de ser de esta norma consiste, en el deseo de evitar el control directo por parte de alguno de los accionistas o partícipes. Si a ésta unimos la relativa al cómputo del número mínimo de miembros de las entidades de capital-riesgo, se comprende el deseo de evitar la dominación de las mencionadas entidades por uno o varios miembros o un grupo de sociedades.

Importa destacar que esta doble especialidad , en cuanto a número y posición, resulta solamente aplicable a los partícipes y accionistas privados de los fondos y sociedades de capital riesgo,

¹⁴⁰ Art. 13-3 del Real Decreto-ley 1/1986.

¹⁴¹ Art.4 nº5 de la Ley 46/1984 de Instituciones de Inversión Colectiva.

ya que se dispensa expresamente a las entidades públicas, Entidades oficiales de crédito y empresas públicas que participen en los Fondos y Sociedades de Capital-Riesgo de observar tales especialidades o limitaciones.

Junto a los datos relativos a los rasgos estructurales de las SFCR, el Real Decreto-ley incluyó un conjunto de especialidades referidas a la dinámica de los mismos. Entre ellas cabe señalar:

- El régimen de constitución de las SFCR¹⁴². Además de los requisitos ordinarios de constitución de una sociedad anónima, o de una sociedad de inversión mobiliaria, el Real Decreto-ley condiciona la fundación efectiva de las ECR a la obtención de la oportuna "autorización administrativa", al tiempo que pide la inscripción de las mismas, con efectos exclusivamente administrativos, en un registro especial que se crea al efecto en el Ministerio de Economía y Hacienda. A través de la mencionada autorización se pretende condicionar el ejercicio de la actividad empresarial a la obtención de una autorización administrativa.
- Los límites a la participación en otras sociedades. En lo que afecta a los porcentajes de participación en sociedades el art. 14 del Real Decreto-ley establece que "el 75 por 100, como mínimo, del activo de las SFCR se materializará en acciones o participaciones de sociedades que no reúnan los requisitos

¹⁴² Art. 15 Real Decreto-ley 1/1986.

mínimos previstos en el artículo 32 del Reglamento de las Bolsas oficiales de Comercio, sin que la participación en cada una de ellas sea inferior al 10 por 100 ni superior al 30 por 100 del capital de las mismas. La participación máxima no podrá ser superada por la participación indirecta en las sociedades del mismo grupo, entendiéndose como tal el definido en la normativa reguladora de las instituciones de inversión colectiva”.

Con la limitación establecida a la composición de la cartera, se reafirma la conexión con las pequeñas y medianas empresas, por cuanto la referencia al Reglamento de Bolsas permite excluir de la participación de las ECR a las empresas que pretendan tener admitidas sus acciones a cotización oficial. Por su parte los límites en la participación pretenden evitar el establecimiento de un control unilateral .

- El acceso de las SFCR a los mercados organizados de valores¹⁴³. En este sentido se admite que estas sociedades pueden cotizar en los denominados segundos mercados de las Bolsas Oficiales de Comercio¹⁴⁴. Ciertamente esta norma es innecesaria ya que las SFCR, como cualquier otra entidad, podrán cotizarse en el segundo mercado si cumplen las condiciones que se establezcan para su acceso a él.

¹⁴³ Art. 17 del Real Decreto-ley 1/1986.

¹⁴⁴ V., cap. 3.3.1.

- El régimen fiscal de las SFCR¹⁴⁵. El Real Decreto-ley contiene algunas reglas al respecto como son:
 - En la constitución, aumento de capital y fusión de SFCR gozarán de una reducción del 99% en la base imponible del Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados.
 - Los dividendos percibidos por las SFCR, como consecuencia de las acciones por ellos poseídas en sociedades no susceptibles de ser admitidas a cotización en el mercado bursátil ordinario, son objeto de una deducción del 100 por 100 en la tributación del correspondiente Fondo o Sociedad de Capital Riesgo por el impuesto de sociedades.
 - Los incrementos patrimoniales obtenidos por las SFCR como consecuencia de enajenar las acciones de las empresas participadas son objeto de una tributación especial en el impuesto sobre sociedades. Se trata de una deducción de la correspondiente cuota del impuesto, deducción que se calcula aplicando el tipo de gravamen a un determinado porcentaje de estos incrementos patrimoniales y que queda condicionada a la reinversión de estos incrementos patrimoniales en el mismo ejercicio en que se hayan obtenido. El aludido porcentaje varía en

¹⁴⁵ Art. 16 del Real Decreto-ley 1/1986.

función del tiempo que las acciones enajenadas hayan permanecido en el patrimonio de la correspondiente SFCR.

- La pérdida de la condición societaria especial de las SFCR¹⁴⁶. Toda entidad que no cumpla la normativa del Real Decreto-ley puede ser sancionada y hasta excluida del registro administrativo especial. La vigilancia del cumplimiento de dicha normativa recaerá en el Ministerio de Economía y Hacienda¹⁴⁷.

Han sido varios los autores que han puesto de manifiesto la similitud de las normas organizativas de las ECR con las sociedades de inversión mobiliaria resaltando la realizada por Embid Irujo que califica como "similitud funcional"¹⁴⁸ a las sociedades y fondos de inversión mobiliaria regulados en la Ley de 26 de diciembre de 1984 de instituciones de inversión colectiva y las SFCR. Lo cierto es que, como indica Iglesias Prada¹⁴⁹, aunque guarden una cierta proximidad presentan ciertos matices diferenciales en los que conviene reparar:

- Por una parte la delimitación legal de ambas entidades:

¹⁴⁶ Art. 18 del real Decreto-ley 1/1986.

¹⁴⁷ Art. 20 del Real Decreto-ley 1/1986.

¹⁴⁸ EMBID IRUJO, José Miguel. "Aproximación al significado jurídico de las sociedades y fondos de capital-riesgo". *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*. Abril/junio de 1986, núm. 22, pág.368.

¹⁴⁹ IGLESIAS PRADA, Juan Luís. "Aproximación al estudio de las sociedades de capital-riesgo". *Revista de Derecho Mercantil*, 1989, núm. 191, pág. 49-51.

Las sociedades de inversión mobiliaria son entidades de diversificación de riesgos con la finalidad de obtener una determinada rentabilidad de la inversión materializada en una cartera de participaciones societarias y otros activos financieros de fácil negociación que gestiona sus recursos mediante técnicas de compensación de riesgos y rendimientos que hagan compatibles la regularidad y el beneficio en sus cuentas de resultados, sin que en ningún momento se pretenda participar en la gestión de las empresas receptoras de la inversión o invertir en proyectos innovadores.

En las SFCR la prioridad es la selección de los riesgos en función de expectativas de resultados de concretas iniciativas a actividades industriales o comerciales. El rendimiento se cifra esencialmente en la realización de una plusvalía mediante la desinversión a medio o largo plazo y la gestión de los recursos se basa en la permanencia temporal de la inversión.

- Por otra su finalidad:

Las sociedades de inversión mobiliaria deben invertir al menos un 90% de su patrimonio en activos financieros susceptibles de contratación en mercados oficiales.

Las SCR, inicialmente, debían de materializar al menos un 75% de su activo en acciones o participaciones que no reunieran los requisitos para admisión a cotización oficial.

Mientras las sociedades de inversión mobiliaria aparecen como instrumento de reconducción del ahorro hacia la gran empresa que accede al primer mercado bursátil y dispone de otros diferentes cauces de financiación, las SCR surgen como entidades de canalización de recursos hacia la pyme para suplir su menor capacidad de acceso a los mercados financieros.

4.6.2. Real Decreto Ley 7/1996 y legislación actual de las ECR

Desde su regulación inicial se ha introducido múltiples modificaciones, especialmente por la L 33/1987, en la que se eliminó el requisito inicial de un número mínimo de accionistas o partícipes en las ECR y se introdujo la obligación de que la participación de cada socio o partícipe no fuera mayoritaria, el RDL 5/1992, que eliminó uno de los obstáculos principales para el desarrollo de las ECR en España como era la obligatoriedad de reinversión de la plusvalía en acciones calificadas en el mismo ejercicio en que se hubiera obtenido o en el primer trimestre del año siguiente, aunque continua sin contemplar un tratamiento favorable para las minusvalías y en el que se define un marco distinto de regulación de las SFCR, en la L 28/1992, al objeto de incrementar la competencia de las empresas españolas en el marco del mercado interior comunitario europeo, y por la L 3/1994 en que introduce mejoras técnicas. Con la nueva Ley del Impuesto sobre Sociedades (LIS), en vigor desde el 1-1-1996 y el RDL 7/1996, en las que se amplía el objeto de actividad y se modifica su régimen fiscal, se acaba de configurar la regulación de las SFCR en la actualidad, cuyas líneas básicas se exponen a continuación.

4.6.2.1. Sociedades y Fondos de Capital Riesgo

Las SCR son sociedades cuyo objeto social principal es la promoción, mediante la toma de participaciones temporales en su capital, de empresas no financieras que no coticen en el primer mercado de la bolsa de valores ni en ningún otro mercado secundario organizado.

Las SCR no pueden estar participadas en más de un 25% por entidades que coticen en dichos mercados o bien que tengan la condición de entidad financiera.

- Para el desarrollo de su objeto principal, las SCR podrán facilitar préstamos participativos u otras formas de financiación a las sociedades participadas. Asimismo, podrán realizar actividades de asesoramiento.

Por su parte, los FCR son fondos patrimoniales administrados por una sociedad gestora, que tienen el mismo objeto principal que las SCR¹⁵⁰.

Sociedades y fondos están sometidos al cumplimiento estricto de una serie de requisitos de diversa índole que se recogen a continuación:

¹⁵⁰ Los Fondos no poseen personalidad jurídica, por lo que en principio deberían estar sometidos al régimen de atribución de rentas; sin embargo el art. 7 LIS considera que los mismos son sujetos pasivos del impuesto de sociedades.

- El capital de las SCR tiene que ser, como mínimo, de 200 millones de pesetas. El patrimonio inicial de los FCR, de 275 millones¹⁵¹.
- No puede haber accionistas mayoritarios¹⁵².
- Su activo debe responder a una composición predeterminada mínima: 60% en acciones y participaciones en el capital de las empresas que sean objeto de su actividad, aunque dentro de este porcentaje, podrán dedicarse hasta un 15 por ciento a financiaciones a medio o largo plazo a empresas participadas, un 10% máximo de su activo en participaciones en el capital de empresas aún cuando éstas no sean objeto de su actividad y el resto de su activo en valores de renta fija negociables en mercados secundarios o bien en efectivo o valores a corto plazo de fácil realización.

Las SCR podrán mantener en elementos de inmovilizado necesarios para su actividad un 10 por 100 de su capital social.

- No pueden invertir más del 15% de su activo en una misma empresa ni más del 35% en empresas de un mismo grupo.

¹⁵¹ Real Decreto-ley 1/1986 art. 13.1 y 2.

¹⁵² Real Decreto-ley 1/1986 art. 13.3 redac. L 33/1987 Disposición Adicional 3ª.

- Desde el punto de vista formal cabe destacar la necesidad de autorización administrativa, la constitución mediante escritura pública y la inscripción en el registro especial en el Ministerio de Economía y Hacienda.

La solicitud de autorización administrativa y la inscripción en el registro especial se desarrollan en la OM de 26-9-1986. Conforme a ella, la solicitud se presenta en la Dirección General del Tesoro y Política Financiera adjuntando la siguiente documentación:

- proyecto de reglamento o estatuto;
- memoria detallada de los fines de la institución;
- relación de administradores y altos directivos.

La concesión de la autorización versa únicamente sobre el cumplimiento de los requisitos exigidos a estas entidades. Las autorizaciones vinculan a la Administración durante un año, plazo en que debe constituirse la entidad.

El incumplimiento de las condiciones y requisitos anteriores supone:

- La exclusión de la sociedad o fondo del registro especial.

- La pérdida de los beneficios fiscales disfrutados, con ingreso, en su caso, del importe no prescrito de tales beneficios y de los intereses de demora correspondientes.
- Las SFCR podrán cotizar en el segundo mercado de las Bolsas Oficiales de Comercio, cuando éstos se establezcan y una vez inscritas en los registros oficiales correspondientes¹⁵³.

Las especialidades fiscales de las sociedades y fondos considerados son:

- Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados. Desde el 1-1-1992, la constitución y aumento de

¹⁵³ A este respecto hay que señalar que ninguna ECR ha cotizado en los Segundo Mercados Bursátiles, mientras que existe como excepción una SCR que cotiza en bolsa, Dinamia.

Dinamia empezó su andadura bursátil a finales de 1997 y centra su actividad en la inversión, desarrollo y desinversión en sociedades no cotizadas. Por tanto, ofrece al inversor la posibilidad de acceder al capital de este tipo de compañías a través de un vehículo cotizado.

Tal como indica el informe de AB ASESORES del 17 de noviembre de 1997 "Dinamia", pág. 3, "la pretensión de Dinamia no es la de ser una cartera de participaciones industriales, ni un simple fondo de capital - privado. A diferencia del primero, no tiene vocación de permanencia en sus participaciones y pretende una rotación continua de sus carteras. Frente a otros fondos de capital - privado, Dinamia tendrá la liquidez propia de una empresa en bolsa, con una valoración diaria y el mismo nivel de información que cualquier sociedad cotizada. Adicionalmente, se trata de un vehículo fiscalmente eficiente, ya que estará exento de tributación por aquellas plusvalías obtenidas en inversiones con una duración superior a dos años".

capital de estas entidades están exentas del impuesto en la modalidad de "operaciones societarias"¹⁵⁴.

Por otra parte, gozan de una reducción del 99% en la base imponible las operaciones de fusión de estas entidades, sin perjuicio de que, cuando se realicen acogidas a lo dispuesto en la L 29/1991, sea aplicable lo indicado en la L 43/1995 que derogó a la primera manteniendo y ampliando la exención del citado tributo a las operaciones de canje de valores, que quedan sometidas al ITP y AJD en la medida en que resulte necesario realizar una ampliación de capital para la ejecución de la operación¹⁵⁵.

- Los beneficios fiscales mencionados se mantienen expresamente en vigor por el Texto Refundido del Impuesto¹⁵⁶.
- Impuesto sobre Sociedades. Tanto las sociedades como los fondos tributan conforme al régimen general, con las siguientes peculiaridades:
 - Deducción por doble imposición de dividendos al 100%.

¹⁵⁴ Ley 29/1991 Disposición Adicional 4ª.

¹⁵⁵ Las posibles transmisiones de valores a que diesen lugar la fusión, excisión..., están exentas de ITP y AJD (Título I, "transmisiones patrimoniales").

¹⁵⁶ Real Decreto-ley. 1/1993 art. 45.I.C.

Los dividendos y las participaciones en beneficios que las sociedades y fondos de capital riesgo perciban de las sociedades que promuevan o fomenten disfrutan de una deducción por doble imposición interna del 100%, con independencia del grado de participación que tengan en ellas, así como el tiempo de tenencia de estas participaciones.

La base de la deducción, como en el régimen general, es el importe íntegro del dividendo o participación en beneficios percibidos.

- Rentas por transmisión de acciones y participaciones.

Gozan de exención parcial en el impuesto de sociedades las rentas obtenidas en la transmisión de acciones y participaciones de las empresas promovidas conforme a la siguiente escala de coeficientes vigente desde 9-6-1996 (RDL 7/1996), en función del año de transmisión computado desde la fecha de la adquisición.

Momento de la transmisión	Coficiente
En los 2 primeros años	0
En el 3 ^{er} año hasta el 10 ^o inclusive	0,99
En el 11 ^o año y posteriores	0

- Socios y partícipes de las SFCR.

Los dividendos y participaciones en beneficios que los socios y partícipes de estas entidades perciban de las mismas disfrutaban de una deducción por doble imposición interna al 100%, con independencia del grado de participación que dichos socios o partícipes tengan en ellas, así como del tiempo de tenencia de esas participaciones.

4.6.2.2. Sociedades de Desarrollo Industrial Regional

La regulación básica de este tipo de sociedades se encuentra recogida en la L 18/1982.

La primera cuestión destacable de estas entidades es su falta de definición legal, lo cual plantea problemas de interpretación en algunas cuestiones.

De acuerdo con las funciones que les están encomendadas, pueden definirse como sociedades públicas de carácter mercantil, sociedades anónimas, dedicadas a la promoción industrial regional, mediante la mediación financiera a medio y largo plazo y la prestación de servicios¹⁵⁷.

¹⁵⁷ La creación de las SODI estaba encomendada al Instituto Nacional de Industria suprimido por la L 5/1996. Hasta el 26-3-1994 su participación en el capital de las

Las especialidades del régimen de tributación de las SODI respecto al régimen general son:

- Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados.

Reducción del 99% de la base imponible correspondiente a la constitución, aumento o reducción de su capital. No obstante, este beneficio fiscal ha quedado sin efecto desde el 21-10-1993, ya que no se recoge expresamente en el nuevo Texto Refundido del Impuesto, y sin perjuicio de los derechos adquiridos al amparo de la L 18/1982¹⁵⁸.

- Impuesto sobre Sociedades.

Son peculiaridades de las SODI en este concepto las siguientes:

- Las cantidades y el valor contable de los bienes donados a las SODI constituyen gasto fiscalmente deducible para la

SODI debía ser como mínimo de un 51%, razón por la que tributaba en régimen de declaración consolidada con el INI. No obstante, a partir de la fecha señalada, y para facilitar la actuación de otros agentes en las SODI, en particular, de las Comunidades Autónomas, el INI quedó autorizado a dejar de ostentar la mayoría directa o indirecta, previo acuerdo del Consejo de Ministros (RD 394/1994). El resto del capital está en posesión, normalmente, por entidades locales, cajas de ahorro, cooperativas de crédito y entidades bancarias.

Desde la supresión del INI, es la Sociedad Estatal de Participaciones Industriales la encargada de la tenencia de las participaciones en las SODI, tributando en el Impuesto de Sociedades en régimen de tributación consolidada, si procede.

¹⁵⁸ Real Decreto-ley 1/1993 Disposición Transitoria 1ª.

sociedad que los entrega, sin que exista limitación alguna de la cuantía de la donación respecto de la base imponible de la sociedad donante siempre que las cantidades y bienes recibidos se apliquen a los fines propios de las SODI¹⁵⁹.

- La deducción por doble imposición de dividendos recibidos por las SODI de las sociedades participadas es al 100%, es decir, en su modalidad de atenuación total. Este porcentaje de deducción es independiente del grado de participación de la SODI en el capital de la entidad, así como del tiempo de tenencia de la participación.
- Las rentas obtenidas por las SODI en la transmisión de acciones y participaciones en el capital de sus empresas participadas gozan de la exención parcial establecida para las SFCR., es decir:

Momento de la transmisión	Coficiente
En los 2 primeros años	0
En el 3 ^{er} año hasta el 10 ^o inclusive	0,99
En el 11 ^o año y posteriores	0

¹⁵⁹ La transmisión gratuita de esos bienes no determina ninguna renta a integrar en la base imponible de la entidad donante, cualquiera que fuera el valor normal de mercado de los bienes donados respecto de su valor contable.