

---

**CUADERNOS DE LA FUNDACIÓN**

**Nº 73**

**\* \* \* \***

**FINANCIACIÓN  
DEL CAPITAL - RIESGO  
MEDIANTE EL SEGURO**

---

Autor: Marta García Mandaloniz



Julio, 2002

**ISBN: 84-89429-61-8**

**Depósito Legal: M-29.438-2002**

**Copyright: Fundación MAPFRE Estudios**

**Prohibida la reproducción total o parcial de este trabajo sin el permiso escrito del autor o de la FUNDACIÓN MAPFRE ESTUDIOS**

## **LISTA DE CUADERNOS DE LA FUNDACIÓN MAPFRE ESTUDIOS EDITADOS:**

1. Filosofía Empresarial
  2. Resultados de la Encuesta sobre "Altos Profesionales de Seguros" (A.P.S.)
  3. Dirección y Gestión de la Seguridad
  4. Los Seguros en una Europa cambiante: 1990-1995 (No disponible)
  5. La Distribución Comercial del Seguro: Sus Estrategias y Riesgos
  6. Elementos de Dirección Estratégica de la Empresa
  7. Los Seguros de Responsabilidad Civil y su Obligatoriedad de Aseguramiento
  8. La Implantación de un Sistema de Controlling Estratégico en la Empresa
  9. Técnicas de Trabajo Intelectual
  10. Desarrollo Directivo: Una Inversión Estratégica
  11. El Concepto de Seguridad en la Ciencia y la Ciencia de la Seguridad
  12. Los Seguros de Salud y la Sanidad Privada
  13. Calidad Total y Seguridad
  14. El Reaseguro de Exceso de Pérdidas
  15. El Coste de los Riesgos en la Empresa Española 1991
  16. La Legislación Española de Seguros y su Adaptación a la Normativa Comunitaria
- Número Especial: Informe sobre el Mercado de Seguros 1993
17. Medio Ambiente Seguro: Desarrollo Futuro

18. El Seguro de Crédito a la Exportación en los países de la OCDE (Evaluación de los resultados de los aseguradores públicos)
19. Una Teoría de la Educación
20. El Reaseguro en los Procesos de Integración Económica

**Número Especial: Informe sobre el Mercado de Seguros 1994**

21. La Nueva Regulación de las Provisiones Técnicas en la Directiva de Cuentas de la C.E.E. Provisiones Técnicas de Seguros de Vida en las Directivas Comunitarias
22. Rentabilidad y Productividad de Entidades Aseguradoras
23. Análisis de la Demanda de Seguro Sanitario Privado
24. El Seguro: Expresión de Solidaridad desde la Perspectiva del Derecho
25. El Reaseguro Financiero
26. El Coste de los Riesgos en la Empresa Española 1993
27. La Calidad Total como Factor para elevar la Cuota de Mercado en Empresas de Seguros
28. La Naturaleza Jurídica del Seguro de Responsabilidad Civil
29. Ruina y Seguro de Responsabilidad Civil Decenal

**Número Especial: Informe sobre el Mercado de Seguros 1995**

30. El Tiempo del Directivo
31. Tipos Estratégicos, Orientación al Mercado y Resultados Económicos: Análisis Empírico del Sector Asegurador Español
32. Decisiones Racionales en Reaseguro
33. La función del Derecho en la Economía

34. El Coste de los Riesgos en la Empresa Española 1995
35. El Control de Riesgos en Fraudes Informáticos
36. Cláusulas Limitativas de los Derechos de los Asegurados y Cláusulas Delimitadoras del Riesgo Cubierto. Las Cláusulas de Limitación Temporal de la Cobertura en el Seguro de Responsabilidad Civil

Número Especial: Informe sobre el Mercado de Seguros 1996

37. La Responsabilidad Civil por Accidente de Circulación. Puntual Comparación de los Derechos Francés y Español
38. Legislación y Estadísticas del Mercado de Seguros en la Comunidad Iberoamericana
39. Perspectiva Histórica de los Documentos Estadístico-Contables del Órgano de Control: Aspectos Jurídicos, Formalización y Explotación
40. Resultados de la Encuesta sobre la Organización y Gestión de la Seguridad en la Empresa (1996)
41. De Maastricht a Amsterdam: Un paso más en la integración europea

Número Especial: Informe sobre el Mercado de Seguros 1997

42. La Responsabilidad Civil por contaminación del entorno y su aseguramiento
43. Resultados de la Encuesta sobre Disponibilidad de Instalaciones de Protección contra Incendios en la Empresa 1997”
44. Resultados de la Encuesta sobre Implantación en la Empresa de la Ley de Prevención de Riesgos Laborales
45. Los Impuestos en una Economía Global
46. Evolución y Predicción de las Tablas de Mortalidad Dinámicas para la Población Española
47. El Fraude en el Seguro del Automóvil: Cómo detectarlo

48. **Matemática Actuarial no Vida con MapleV**
49. **Solvencia y Estabilidad Financiera en la Empresa de Seguros: Metodología y Evaluación Empírica mediante Análisis Multivariante**
50. **Mixturas de Distribuciones: Aplicación a las variables más relevantes que modelan la siniestralidad en la Empresa Aseguradora**
51. **Seguridades y Riesgos del joven en los grupos de edad**
52. **La Estructura Financiera de las Entidades de Seguros**
53. **Habilidades Directivas: Estudio de sesgo de género en instrumentos de evaluación**
54. **El Corredor de Reaseguro y su legislación específica en América y Europa**
55. **Resultados de la Encuesta: “La Seguridad contra Intrusión (Seguridad Privada) en la Empresa. 1999”**
56. **Análisis económico y estadístico de los factores determinantes de la demanda de los seguros privados en España**
57. **Informe final. Encuesta: “La Organización y Gestión de la Seguridad en la Empresa. 1999”**
58. **Problemática contable de las operaciones de reaseguro**
59. **Estudios sobre el Euro y el Seguro**
60. **Análisis Técnico y Económico del conjunto de las empresas aseguradoras de la Unión Europea**
61. **Sistemas Bonus-Malus generalizados con inclusión de los costes de los siniestros**
62. **Seguridad Social. Temas generales y régimen de clases pasivas del Estado**
63. **Análisis de la repercusión fiscal del seguro de vida y los planes de pensiones. Instrumentos de previsión social individual y empresarial.**

64. Fundamentos técnicos de la Regulación del Margen de Solvencia
65. Ética Empresarial y Globalización
66. Encuesta: “Seguridad contra Incendios en la empresa. 2000”
67. Gestión Directiva en la Internacionalización de la Empresa
68. Los seguros de crédito y de caución en Iberoamérica
69. Provisiones para prestaciones a la luz del Reglamento de Ordenación y Supervisión de los Seguros Privados: Métodos Estadísticos de Cálculo
70. El Cuadro de Mando Integral para las entidades aseguradoras
71. Gestión de activos y pasivos en la cartera de un fondo de pensiones
72. Análisis del proceso de exteriorización de los compromisos por pensiones
73. Financiación del capital-riesgo mediante el seguro





**FINANCIACIÓN  
DEL  
CAPITAL – RIESGO  
MEDIANTE EL SEGURO**

**Autor: Marta García Mandaloniz**

**Área de Derecho Mercantil  
Departamento de Derecho Privado  
Universidad Carlos III de Madrid**

**Trabajo resultante de una Beca RIESGO Y SEGURO 2000/2001, concedida por la Fundación MAPFRE Estudios.**



*A mi hermano Antonio,  
ausente en otra dedicatoria, siempre presente.*



*Seguro invertido en riesgo.  
Riesgo financiado con seguro.*



Sean estas primeras palabras de agradecimiento para el Comité de Becas de la Fundación MAPFRE Estudios por concederme una de las ocho becas “RIESGO Y SEGURO” de la convocatoria 2000/2001 y, en particular, para D. José Luis CATALINAS, Director del Instituto MAPFRE de Estudios Iberoamericanos, y D. Antonio GUARDIOLA LOZANO, Director del Instituto de Ciencias del Seguro de la citada Fundación MAPFRE Estudios. Al primero por sorprenderme gratamente, una fría tarde de finales de enero de 2001, con dicha concesión y por aceptar, una no menos fría mañana de mediados de enero de 2002, mi solicitud de una breve prórroga con la que concluir este trabajo. Al segundo por ser el director-tutor de la investigación que el lector tiene hoy entre sus manos.

Un sincero agradecimiento que quisiera hacer extensivo a todos los profesores que componen el Área de Derecho Mercantil del Departamento de Derecho Privado de la Universidad Carlos III de Madrid donde, desde octubre de 1996, recibo formación como docente e investigadora y, muy especialmente, al Prof. Dr. D. Rafael ILLESCAS ORTIZ por su magisterio.

Getafe, a 11 de marzo de 2002.

La autora.





# ***ÍNDICE***

---



<b>ABREVIATURAS</b> .....	1
<b>INTRODUCCIÓN</b> .....	7

### ***CAPÍTULO I***

#### ***SEGURO: INVERSIÓN DE LAS PROVISIONES TÉCNICAS Y DEL ACTIVO***

<b>I- SEGURO: PREVISIÓN SOCIAL</b> .....	13
<b>II- SEGURO DE VIDA: INVERSIÓN DE PROVISIONES TÉCNICAS</b> .....	17
1- ¿ENFOQUE CUANTITATIVO DE LA INVERSIÓN? .....	18
2- ENFOQUE CUALITATIVO DE LA INVERSIÓN .....	22
2.1- <i>Porcentajes máximos de inversión: principio de diversificación</i> .....	22
2.2- <i>Principio del buen padre de familia</i> .....	24
<b>III- FONDOS DE PENSIONES: INVERSIÓN DEL ACTIVO</b> .....	26
1- ¿ENFOQUE CUANTITATIVO DE LA INVERSIÓN? .....	27
2- ENFOQUE CUALITATIVO DE LA INVERSIÓN .....	30
2.1- <i>Porcentajes máximos de inversión: principio de diversificación</i> .....	30
2.2- <i>Principio del buen padre de familia</i> .....	31

### ***CAPÍTULO II***

#### ***SEGURO: FINANCIACIÓN DEL CAPITAL-RIESGO***

<b>I- SEGURO Y CAPITAL-RIESGO</b> .....	37
1- CAPITAL-RIESGO: TERMINOLOGÍA Y DEFINICIÓN .....	38
1.1- <i>Precisiones terminológicas</i> .....	38
1.1.1- “Venture capital” - “private equity” .....	39
1.1.2- “Capital-riesgo” - “capital inversión” .....	39
1.2- <i>Definiciones de capital-riesgo</i> .....	41
1.2.1- Definiciones en la literatura española .....	42
1.2.2- Definiciones en la literatura comparada .....	45
1.2.3- Rasgos comunes de las definiciones .....	46
2- CAPITAL-RIESGO: MODELOS .....	46
2.1- <i>Modelo estadounidense</i> .....	47
2.2- <i>Modelos europeos</i> .....	52
2.2.1- <i>Modelo europeo-anglosajón</i> .....	53

2.2.2- Modelo europeo-continental .....	54
2.2.3- Modelo pan-europeo .....	56
A)- Obstáculos para el modelo pan-europeo .....	59
B)- Medidas de superación de obstáculos para el modelo pan-europeo .....	60
<b>II- CAPITAL-RIESGO: INVERSIÓN</b> .....	61
1- INVERSIÓN. ¿CÓMO? .....	61
1.1- <i>Inversión minoritaria</i> .....	62
1.2- <i>Inversión temporal</i> .....	64
1.3- <i>Instrumentos de inversión</i> .....	65
2- INVERSIÓN. ¿QUIÉN? .....	66
2.1- <i>Inversores directos de capital-riesgo</i> .....	66
2.1.1- <i>Inversores institucionales</i> .....	68
A)- Fondos de Inversión .....	68
a)- Inversión de las IIC en valores no negociables .....	71
b)- IIC especializadas en valores no negociables .....	78
B)- Fondos de Pensiones .....	82
C)- Compañías de seguro de vida .....	84
2.2- <i>Inversores indirectos de capital-riesgo</i> .....	85, 86
2.2.1- Intermediarios financieros de capital-riesgo: Entidades de Capital-Riesgo .....	86
2.2.2- Inversores indirectos de capital-riesgo: entidades de seguro y Fondos de Pensiones .....	89

### **CAPÍTULO III**

#### **CAPITAL-RIESGO: FINANCIACIÓN DE EMPRESAS**

<b>I- CAPITAL-RIESGO: FINANCIACIÓN DE EMPRESAS</b> .....	95
1- FINANCIACIÓN: ¿PARA QUIÉN? .....	95
2- FINANCIACIÓN POR ETAPAS DEL DESARROLLO DE LA EMPRESA .....	96
2.1- <i>Financiación de empresas nuevas</i> .....	98
2.1.1- Seed financing .....	98
2.1.2- Start-up financing .....	99
2.2- <i>Financiación de empresas maduras</i> .....	99
2.2.1- Expansion financing .....	100
2.2.2- Bridge financing .....	100
2.2.3- Buy-out/Buy-in financing .....	100
2.2.4- Turnaround .....	104
3- ABANDONO DE LA FINANCIACIÓN DE LAS PYMES .....	104

4- SURGIMIENTO DE LA FINANCIACIÓN DE LAS PYMES “PUNTO.COM” .....	105
--	-----

### ***CAPÍTULO IV***

#### ***CAPITAL-RIESGO: DESINVERSIÓN EN EL NUEVO MERCADO***

<b>I- CAPITAL-RIESGO: DESINVERSIÓN .....</b>	<b>111</b>
1- MOMENTOS DE DESINVERSIÓN.....	111
2- VÍAS DE DESINVERSIÓN .....	114
2.1- <i>Cesión privada</i> .....	114
2.2- <i>Retrocesión</i> .....	115
2.3- <i>Cesión pública</i> .....	116
<b>II- NUEVOS MERCADOS.....</b>	<b>117</b>
1- NUEVOS MERCADOS: MODELOS .....	118
1.1- <i>Modelo estadounidense</i> .....	119
1.1.1- <i>NASDAQ y Over The Counter</i> .....	119
1.2- <i>Modelos europeos</i> .....	122
1.2.1- <i>Modelos pan-europeos</i> .....	122
1.2.2- <i>Modelos nacionales</i> .....	129
<b>III- NUEVOS MERCADOS: DESINVERSIÓN E INVERSIÓN DE</b>	
<b>CAPITAL-RIESGO .....</b>	<b>132</b>
<b>IV- NUEVOS MERCADOS: INVERSIÓN DE INVERSORES INSTITUCIONALES...</b>	<b>134</b>

### ***CAPÍTULO V***

#### ***NUEVO MERCADO Y SEGURO: FINANCIACIÓN DE EMPRESAS***

<b>I- NUEVO MERCADO: FINANCIACIÓN DE EMPRESAS.....</b>	<b>139</b>
1- EMPRESAS CON GRAN POTENCIAL TECNOLÓGICO .....	140
2- EMPRESAS DE ALTO CRECIMIENTO .....	145
<b>II- SEGURO: FINANCIACIÓN DE EMPRESAS.....</b>	<b>147</b>
<b>CONCLUSIONES .....</b>	<b>151</b>
<b>BIBLIOGRAFÍA.....</b>	<b>155</b>
<b>DOCUMENTOS INTERNET .....</b>	<b>175</b>
<b>LEGISLACIÓN.....</b>	<b>179</b>

---

<b>LEGISLACIÓN ESPAÑOLA.....</b>	<b>181</b>
<b>LEGISLACIÓN COMUNITARIA .....</b>	<b>187</b>

## ***ABREVIATURAS***

---





• AAMN	Anales de la Academia Matritense y del Notariado.
• AEX	<i>Amsterdam Exchanges.</i>
• A.I.F.I.	<i>Associazione Italiana Degli Investitori Istituzionali Nel Capitale Di Rischio / Associazione Italiana Finanziarie Investimento Capitale Di Rischio.</i>
• AF	Actualidad Financiera.
• AIDA	Asociación Internacional de Derecho de Seguros.
• AL	Actualidad Laboral.
• ARD	<i>American Research &amp; Development Corporation.</i>
• ASCRI	Asociación Española de Capital Inversión / Asociación Española de Entidades de Capital-Riesgo.
• BIMBO	<i>Buy-In Management Buy-Out.</i>
• B.O.C.G.	Boletín Oficial de las Cortes Generales.
• B.O.E.	Boletín Oficial del Estado.
• BES	<i>Business Expansion Scheme.</i>
• BSS	<i>Business Start-up Scheme.</i>
• BVA	<i>British Venture Capital Association.</i>
• BXS	<i>Brussels Stock Exchange.</i>
• C. de c.	Código de Comercio.
• CBF	<i>Commission Bancaire et Financière.</i>
• CD y Com.	Cuadernos de Derecho y Comercio.
• CES	Comité Económico y Social.
• DEC	<i>Digital Equipment Corporation.</i>
• DG	Dirección General.
• DGS	Dirección General de Seguros.
• DN	Derecho de los Negocios.
• DO	Diario Oficial.
• DSI	Directiva de Servicios de Inversión.
• E. de. M.	Exposición de Motivos.
• EASDAQ	<i>European Association of Securities Dealers Automated Quotation.</i>
• ECR	Entidad de Capital-Riesgo.
• EEE	Espacio Económico Europeo.
• EE.UU.	Estados Unidos.

• EF	Estudios Financieros.
• EI	Economía Industrial.
• EIS	<i>Enterprise Investment Scheme.</i>
• ERISA	<i>Employment Retirement Income Security Act.</i>
• ETS	<i>European Trading System.</i>
• EVCA	<i>European Private Equity and Venture Capital Association / European Venture Capital Association.</i>
• FCR	Fondo de Capital-Riesgo.
• FDC	Fondo de Desarrollo de Capitales.
• F.T.A.	Fondo de Titulización de Activos.
• FIAMM	Fondo de Inversión en Activos del Mercado Monetario.
• FII	Fondo de Inversión Inmobiliaria.
• FIM	Fondo de Inversión Mobiliaria.
• FIME	Fondo de Inversión Mobiliaria especializado en valores no negociables.
• FP	Fondo de Pensiones.
• FVCA	<i>Finnish Venture Capital Association.</i>
• FWB	<i>Frankfurt Stock Exchange.</i>
• GAP	Gestión Activo-Pasivo.
• I+D	Investigación + Desarrollo.
• IAS	<i>International Accounting Standars.</i>
• ICE	Información Comercial Española.
• IDT	Investigación y Desarrollo Tecnológico.
• IIC	Instituciones de Inversión Colectiva.
• INVERCO	Asociación Española de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones.
• IPO	<i>Initial Public Offering.</i>
• IRPF	Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas.
• IS	Impuesto sobre Sociedades.
• ISE	<i>Irish Stock Exchange.</i>
• LBO	<i>Leverage Buy-Out.</i>
• LCR	Ley de Consolidación y Racionalización del Sistema de Seguridad Social.
• LCS	Ley del Contrato de Seguro.
• LEBO	<i>Leveraged Employee Buy-Out.</i>

• LECR	Ley reguladora de las Entidades de Capital-Riesgo y de sus Sociedades Gestoras.
• LGS	<i>Loan Guarantee Scheme.</i>
• LIS	Ley reguladora del Impuesto sobre Sociedades.
• LMBO	<i>Leveraged Management Buy-Out.</i>
• LMV	Ley del Mercado de Valores.
• LOSP	Ley de Ordenación del Seguro Privado.
• LOSSP	Ley de Ordenación y Supervisión de los Seguros Privados.
• LP	<i>Limited Partnership.</i>
• LPFP	Ley de regulación de los Planes y Fondos de Pensiones.
• LSP	Ley de ordenación del Seguro Privado.
• MBI	<i>Management Buy-In.</i>
• MBO	<i>Management Buy-Out.</i>
• METIM	<i>Mercato Telematico delle Imprese.</i>
• NASD	<i>National Association of Securities Dealers, Inc.</i>
• NASDAQ	<i>National Association of Securities Dealers Automated Quotation.</i>
• NASDR	<i>National Association of Securities Dealers Regulation.</i>
• NMAX	<i>Nieuwe Markt / New Markt Euronext Amsterdam.</i>
• núm.	Número.
• NVCA	<i>National Venture Capital Association.</i>
• OCDE	Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico.
• OFEX	<i>Off Exchange.</i>
• OPI	Oferta Pública Inicial.
• OPJ	Organismos de Previsión para la Jubilación.
• OTC	<i>Over The Counter.</i>
• OTCBB	<i>Over The Counter Bulletin Board.</i>
• p.	Página/s.
• PACR	Plan de Acción de Capital-Riesgo.
• PASF	Plan de Acción en materia de Servicios Financieros.
• PYME	Pequeña y Mediana Empresa.
• RDBB	Revista de Derecho Bancario y Bursátil.
• ROSP	Reglamento de Ordenación del Seguro Privado.
• ROSSP	Reglamento de Ordenación y Supervisión de los Seguros Privados.

• RPPF	Reglamento de Planes y Fondos de Pensiones.
• RSS	Revista de Seguridad Social.
• SBA	<i>Small Business Administration.</i>
• SBIC	<i>Small Business Investment Companies.</i>
• SBICA	<i>Small Business Investment Companies Act.</i>
• SCR	Sociedad de Capital-Riesgo.
• s.e.	Sin Editar.
• SEAIDA	Sección Española de la Asociación Internacional de Derecho de Seguros.
• SEC	<i>Securities and Exchange Commission.</i>
• SGEGR	Sociedad Gestora de Entidades de Capital-Riesgo.
• SII	Sociedad de Inversión Inmobiliaria.
• SIM	Sociedad de Inversión Mobiliaria.
• SIME	Sociedad de Inversión Mobiliaria especializada en valores no negociables.
• SIMCAV	Sociedad de Inversión Mobiliaria de Capital Variable.
• SNMI	<i>Swiss Exchange New Market.</i>
• SRO	<i>Self-Regulatory Organization.</i>
• ss.	Siguiente/s.
• SWX	<i>Swiss Exchange.</i>
• TFSD	<i>Thomson Financial Securites Data.</i>
• TIR	<i>Tasa de Rendimiento Interno.</i>
• TJCE	Tribunal de Justicia de las Comunidades Europeas.
• TRLSA	Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas.
• TUE	Tratado de la Unión Europea.
• UE	Unión Europea.
• UME	Unión Monetaria Europea.
• UNESPA	Unión Española de Entidades Aseguradoras y Reaseguradoras.
• US GAAP	<i>United States Generally Accepted Accounting Principles.</i>
• VAN	Valor Actual Neto.
• VC	<i>Venture Consort Scheme.</i>
• VEIS	<i>Venture Economics Information Services.</i>

## ***INTRODUCCIÓN***

---



Seguro con riesgo, de un lado, y riesgo con seguro, de otro, son los ejes centrales de las ruedas sobre las que se hará girar la maquinaria de la investigación que ahora se introduce. “Seguro”, entendido en su significado más amplio, capaz de englobar a compañías de seguro (de vida) y a Fondos de Pensiones como fórmulas de previsión social, colectiva o individual, complementarias. “Riesgo”, dirigido hacia el capital-riesgo -cada vez más conocido con el nombre de “capital-inversión”- como capital invertido en empresas no cotizadas que, por su dimensión, su reciente constitución y/o su elevado potencial innovador, incorporan riesgos.

El seguro necesita en su inversión al riesgo para alcanzar superiores cotas de rentabilidad a muy largo plazo. Valores privados no cotizados de carácter variable o fijo, al lado de valores privados cotizados fijos o variables y valores públicos, podrían -más que pueden- cubrir las provisiones técnicas de las entidades de seguro y el Activo de los Fondos de Pensiones con base en el principio del buen padre de familia o, en otras palabras, con base en el principio de prudencia razonable.

Si el seguro necesita al riesgo en los términos anunciados, el riesgo necesita al seguro para financiarse. Cuando las compañías aseguradoras del ramo de vida y los Fondos de Pensiones invierten -*rectius*, inviertan- en los valores no cotizados de las empresas adjetivadas “de riesgo”, invierten en y, por tanto, financian al capital-riesgo. Esta inversión del seguro en capital-riesgo puede ser directa o indirecta por la interposición de intermediarios financieros generalmente especializados: Entidades de Capital-Riesgo. El capital-riesgo necesita la inversión institucional como método de financiación y como medio, a su vez, para financiar a las empresas no cotizadas en las que invierte. Esta inversión del capital-riesgo en valores que no cotizan es temporal por cuanto la meta es siempre la desinversión con la que obtener plusvalías. La desinversión puede ser privada, mediante retrocesión o cesión a terceros, o pública, mediante el Mercado de Valores. Un Mercado de Valores o segmento de Mercado llamado “Nuevo Mercado” se ha ido creando en los distintos países europeos -también en el nuestro- para facilitar dicha desinversión y destinarse, precisamente, a los valores (tecnológicos) de riesgo. Las empresas cuyos valores (acciones y/u obligaciones) cotizan en estos Nuevos Mercados quedan caracterizadas por su innovación tecnológica o su alto crecimiento y es en esta cotización cuando se vuelve a hacer necesaria la intervención de la

inversión institucional, esto es, la inversión de las entidades de seguro, de los Fondos de Pensiones y también de los Fondos de Inversión.

Ahorro, inversión, financiación, inversión, desinversión, financiación e inversión. En los eslabones que unen esta cadena es fácil verificar cómo el ahorro a largo plazo procedente de aseguradoras (de vida) y Fondos de Pensiones se puede transformar en inversión productiva por medio del capital-riesgo y del (Nuevo) Mercado de Valores. El objetivo: la potenciación del tejido económico-productivo y, en último extremo, la creación de empleo.

Quien decida adentrarse en la lectura del presente estudio encontrará desarrollo de las ideas expuestas en los cinco Capítulos en los que se divide. El Capítulo I adopta la primera de las perspectivas: la del seguro con riesgo. Se trata de comprobar la viabilidad de invertir las provisiones técnicas de las aseguradoras y el Activo de los Fondos de Pensiones en valores que no cotizan, desde un enfoque inversor cualitativo. Los Capítulos II a IV adoptan la segunda perspectiva: la del riesgo con seguro. La intención es ver cómo el capital-riesgo se puede financiar a través de la inversión, directa o indirecta, de los inversores institucionales a la hora de invertir y, después, desinvertir en empresas cuyos valores no cotizan. El Capítulo V, de cierre, comienza con la perspectiva del riesgo y acaba con la del seguro cuando aborda la financiación de las empresas cotizadas en el Nuevo Mercado -tras la desinversión del capital-riesgo- gracias a la inversión de las aseguradoras de vida y los Fondos de Pensiones.

A estos cinco Capítulos se unen unas breves conclusiones finales y una relación de la bibliografía (jurídica y económica, española y extranjera) empleada, de los documentos de la WEB buscados y de la legislación (española y comunitaria) que regula la materia.

Antes de que lleguen a su fin estos vagos apuntes introductorios quisiéramos dejar constancia de que parte de esta investigación tiene su fruto y, al tiempo, su apoyo en parte de los Capítulos VII a IX de la Tesis Doctoral -depositada en la Universidad Carlos III de Madrid el día 4 de diciembre de 2001, bajo el título: "Nuevos instrumentos privados de financiación de las PYMES"- de quien ahora escribe estas líneas. Del contenido allí vertido bebe este trabajo. De lo que aquí se vierta quizás beba algún día un trabajo posterior.



## ***CAPÍTULO I***

# ***SEGURO: INVERSIÓN DE LAS PROVISIONES TÉCNICAS Y DEL ACTIVO***

---



## I- SEGURO: PREVISIÓN SOCIAL COMPLEMENTARIA

Comencemos el estudio que ahora se emprende precisando que la voz “seguro” con la que se da título a este primer -como a algún otro posterior- epígrafe interesa *lato sensu* en cuanto cumpla funciones de previsión social complementaria y voluntaria, enmarcables en el inciso final del artículo 41 de la Constitución española: “*La asistencia y prestaciones complementarias serán libres*”. Para afrontar los grandes cambios demográficos que se avecinan de mayor esperanza de vida y menor tasa de natalidad<sup>1</sup>, al lado del sistema público y básico de reparto<sup>2</sup> de Seguridad Social (arts. 41 *ab initio* y 50 Constitución) -como primer pilar (régimen estatal)-, se está desarrollando cada día con más fuerza un sistema privado de capitalización<sup>3</sup> voluntario y complementario de aquél -como segundo (régimen profesional o asociado) y tercer (régimen individual) pilares<sup>4</sup>- mediante la contratación de seguros de vida<sup>5</sup> y

<sup>1</sup> Una profunda reflexión acerca de los cambios demográficos que está experimentando Europa en materia de pensiones y de las repercusiones en el gasto público que aquellos tendrán en pocas décadas encontrará el lector interesado en la *Comunicación de la Comisión de 11 de octubre de 2000 al Consejo, al Parlamento Europeo y al Comité Económico y Social. Evolución futura de la protección social desde una perspectiva a largo plazo: Pensiones seguras y viables* (COM (2000) 622 final, 11 octubre 2000, 22 p.). Con anterioridad la Comisión ya había tenido varias oportunidades para precisar las consecuencias del envejecimiento demográfico de las sociedades europeas: *Comunicación de 31 de octubre de 1995. “El futuro de la protección social: marco para un debate europeo* (COM (95) 466, 31 octubre 1995, 18 p.); *Comunicación de 12 de marzo de 1997. “Modernización y mejora de la protección social en la Unión Europea”* (COM (97) 102 final, 12 marzo 1997, 38 p.).

<sup>2</sup> *Grosso modo*, el sistema de financiación por reparto se caracteriza por un dato básico: las cotizaciones de los trabajadores (y de los empresarios) que se encuentran en activo financian las pensiones de las personas jubiladas, con base en el principio de solidaridad interprofesional e intergeneracional.

<sup>3</sup> Sin entrar en detalles, en el sistema de financiación por capitalización las aportaciones se invierten para financiar los pagos futuros (no los presentes de las personas jubiladas) de las pensiones. “*Cada generación paga por sí misma*”, acertarían a decir José Luis OLLER ARIÑO y Federico SEGURA RODA (“Una visión liberal de las pensiones”. En, *Papeles de Economía Española*, 1982, nº 12-13, p. 309. El jubilado recibe, pues, en función de sus aportaciones acumuladas más la correspondiente rentabilidad, con base en el principio de propiedad.

<sup>4</sup> Está firmemente extendida la división del sistema de pensiones en tres pilares diferenciados, en nuestro país con apoyo en el artículo 41 de la Constitución. (Vid., ad ex., en la normativa comunitaria: COM (2000) 622 final, 11 octubre 2000, p. 2, 18-22; y en la doctrina española: GARCÍA DE QUEVEDO RUIZ, José Carlos; PLAZA SALAZAR, José Ramón. “Los regímenes privados de previsión social en el contexto de la Unión Europea”. En, *ICE. Boletín Económico*, 27 septiembre-3 octubre 1999, nº 2629, p. 43-44; GONZALO GONZÁLEZ, Bernardo. “Pensiones públicas y Fondos de Pensiones”. En, MARTÍNEZ LAFUENTE, Antonio. (Dir.). *Estudio sobre planes y Fondos de Pensiones*. Barcelona: Ariel, septiembre 1989, p. 247-248; RABADÁN FORNIES, Mariano. “Comentarios a la Ley y al Reglamento de planes y Fondos de Pensiones”. En, MARTÍNEZ LAFUENTE, Antonio. (Dir.). *Estudio sobre planes y Fondos de Pensiones*. Barcelona: Ariel, septiembre 1989, p. 39-40; SANZ ARNAL, Ernesto. “Sistemas de previsión social complementaria”. En, *Perspectivas del Sistema Financiero*, 1996, nº 56, p. 53, 57. El profesor Rafael LA CASA GARCÍA [*Los Fondos de Pensiones*. Madrid: Marcial Pons, 1997, p. 38] -como también los profesores Manuel Ramón ALARCÓN CARACUEL y Santiago GONZÁLEZ ORTEGA [*Compendio de Seguridad Social*. 4ª ed. Madrid: Tecnos, 1991, p. 52]- negó, en cambio, la consagración constitucional de un tercer nivel complementario de la Seguridad Social a cargo de los operadores privados). Desde aquí nos cuestionamos, a modo de mera hipótesis, si los dos últimos, esto es, el régimen de empleo (o asociado) en la relación empleador-empleados y el régimen individual no

de planes de pensiones<sup>6</sup> 7. Aunque la contratación de un depósito bancario, la composición individual de una cartera de valores o la inversión en una entidad de inversión colectiva se

---

podrían formar un único pilar, el voluntario y privado, en contraposición al obligatorio y público de la Seguridad Social; como, desde el ángulo económico, apuntaron Ana VICENTE MERINO (“Aspectos financieros-actuariales de las Mutualidades de Previsión Social”. En, *RSS*, octubre-diciembre 1984, nº 24, p. 83) o Vicente T. GONZÁLEZ-CATALA (“Aspectos financieros-actuariales de los Fondos de Pensiones”. En, *RSS*, octubre-diciembre 1984, nº 24, p. 95).

<sup>5</sup> Si los seguros de vida están presentes en el régimen individual de pensiones a través de la suscripción de contratos individuales, los seguros de vida se vinculan con el régimen profesional o asociado mediante contratos colectivos o de grupo (cerrados, abiertos e impropios o falsos colectivos). En el mismo sentido y para mayor desarrollo, adviértanse las precisiones vertidas en: BARRIO RAMOS, Ramón DEL. “Los planes de previsión en la política de recursos humanos de la empresa”. En, *Revista de Trabajo y Seguridad Social. EF*, abril 2001, nº 217, p. 151, 181-201; FONT DE MORA SÁINZ, Pablo (et al.). *Planes de pensiones y exteriorización de los compromisos empresariales. Elementos económicos, jurídicos y tributarios*. Valencia: Tirant lo Blanch, 2000, p. 60-61, 109-127; FONT DE MORA SÁINZ, Pablo (et al.). *La inversión en previsión mediante planes de pensiones y otros instrumentos. Elementos económicos, jurídicos y tributarios y exteriorización de los compromisos empresariales*. Valencia: Tirant lo Blanch, 2000, p. 66-67, 115-134; GARCÍA DE QUEVEDO RUIZ, José Carlos; PLAZA SALAZAR, José Ramón. “Los regímenes...”, op. cit., p. 44, 50; SANZ ARNAL, Ernesto. “Sistemas...”, op. cit., p. 60-61. Una obra ya clásica en nuestra literatura acerca del seguro colectivo es ésta del profesor Rafael ILLESCAS ORTIZ: *El seguro colectivo o de grupo*. Sevilla: Cámara Oficial de Comercio, Industria y Navegación de Sevilla nº 2, 1975, 179 p. Seguro plural distinto es el seguro en abono concertado mediante póliza en abono o flotante. Sobre el particular, vid. CORTÉS, Luis Javier. *Póliza flotante y seguro en abono*. Bolonia: Publicaciones del Real Colegio de España, 1984, 236 p.

<sup>6</sup> En razón de las obligaciones estipuladas, los planes de pensiones -reunidos en un Fondo de Pensiones administrado por una sociedad gestora con el concurso de un depositario y bajo la supervisión de las comisiones de control del Fondo y del plan- pueden ser bien planes de aportación o contribución definida (propios tanto del régimen individual como del asociado o de empleo); bien planes de prestación definida (propios en exclusiva del régimen asociado o de empleo); o bien planes mixtos de prestación y aportación definida, simultánea o separadamente (propios sólo también del régimen asociado o de empleo). Con los primeros los jubilados tienen derecho a una pensión proporcional al rendimiento del capital aportado, mientras que con los segundos el derecho es a una pensión proporcional a los salarios percibidos en un período anterior a la jubilación. La definición y características esenciales de uno y otro tipo, las semejanzas y diferencias, los puntos fuertes y débiles y las perspectivas de evolución se detallan en: MONTLLOR I SERRATS, Joan; TARRAZÓN RODÁN, M<sup>ra</sup>. Antonia. *La inversión de los Fondos de Pensiones: comparación del caso español y la situación internacional*. Documento de Trabajo. Madrid: Fundación de las Cajas de Ahorro Confederadas para la Investigación Económica y Social, 1999, nº 151, p. 1-24. Aun con menor grado de detenimiento, véase un trabajo anterior de los mismos autores: “Planes de pensiones, ahorro y Mercado de Capitales”. En, *Perspectivas del Sistema Financiero*, 1996, nº 56, p. 41-43. En la misma línea, vid. BARRIO RAMOS, Ramón DEL. “Los planes...”, op. cit., p. 158-161, 168; IBÁÑEZ, Francisco; ESPONA, Antonio. *Planes y Fondos de Pensiones*. Barcelona: Tibidabo Económica, febrero 1989, p. 70-73; MORENO ROYES, Francisco; SANTIDRIAN ALEGRE, Jesús; FERRANDO PIÑOL, Alberto. *Los planes y Fondos de pensiones. Comentarios al reglamento*. Madrid: Ciencias de la Dirección, 1988, p. 38-46. También resultan de interés las anotaciones que el profesor Fernando SÁNCHEZ CALERO (“Delimitación y notas características de los planes de pensiones”. En, SÁNCHEZ CALERO, Fernando (et al.). *Régimen jurídico de los planes y Fondos de Pensiones*. 2ª ed. Madrid: Editorial Española de Seguros, 1989, p. 13-34) escribió -como fruto de una ponencia en unas jornadas organizadas por la Sección Española de la Asociación Internacional de Derecho de Seguros (SEAIDA) y la Unión Española de Entidades Aseguradoras y Reaseguradoras (UNESPA [<http://www.unespa.es>]) - en torno a los distintos planes, incluyendo la advertencia de la “americanización” del vocablo “definida”.

<sup>7</sup> Nos centraremos en este trabajo de investigación en los contratos de seguro de vida, a través de compañías de seguros, y en los planes de pensiones, a través de Fondos de Pensiones, por considerar que son las fórmulas de previsión social complementaria que más presente y futuro tienen. No entraremos, pues, en el análisis de otras fórmulas “menores” de previsión social complementaria como el pago directo a pensionistas (“pay as you go”), los fondos internos o reservas contables para pensiones, al estilo alemán,

pueden convertir en fórmulas alternativas de ahorro e inversión con vistas a atender futuras contingencias de jubilación<sup>8</sup>, supervivencia, viudedad, orfandad o invalidez; no son éstas últimas fórmulas de ahorro e inversión finalistas<sup>9</sup> encaminadas única y exclusivamente a proporcionar prestaciones ante tales situaciones.

Por contraposición al carácter de estricta indemnización del seguro de daños, el seguro de vida funciona como instrumento de previsión social voluntaria. En esta confrontación seguro

(por excepción y con autorización del Ministerio de Economía y Hacienda, sólo para entidades de crédito, entidades aseguradoras y sociedades y agencias de valores) y las Mutualidades de Previsión Social. Quien desee profundizar en estas dos últimas fórmulas puede comenzar su estudio con los apuntes de las siguientes lecturas: BARRIO RAMOS, Ramón DEL. "Los planes...", op. cit., p. 150-153; CARRO DEL CASTILLO, José Antonio. "Los planes y Fondos de Pensiones y las Mutualidades". En, MARTÍNEZ LAFUENTE, Antonio. (Dir.). *Estudios sobre planes y Fondos de Pensiones*. Barcelona: Ariel, septiembre 1989, p. 154-168; DUQUE DOMÍNGUEZ, Justino F. "Las Mutualidades de Previsión Social". En, AAVV. *Estudios y comentarios sobre la Ley de ordenación y supervisión de los seguros privados*. Madrid. MAPFRE, 1997, p. 197-223; FONT DE MORA SÁINZ, Pablo (et al.). *Planes...*, op. cit., p. 61-77, 129-133; GARRIGUES & ANDERSEN. *La previsión social complementaria en España. La empresa ante la exteriorización de los compromisos por pensiones*. Madrid: Grupo Santander Central Hispano, 2001, p. 168-174, 271-285, 295-350; MARTÍN BERNAL, José Manuel. *Seguridad Social, Fondos y Planes de Pensiones y Mutualidades de Previsión Social. (Ley 30/1995 de 8 de noviembre)*. Madrid: Dykinson, 1997, 244 p.; RAMÍREZ MEDINA, Eduardo. "Fiscalidad de los sistemas de previsión social empresarial". En, *Perspectivas del Sistema Financiero*, 1996, nº 56, p. 66-70, 72-75, 79-80; SANZ ARNAL, Ernesto. "Sistemas...", op. cit., p. 58-60. Una de las más completas y recientes monografías sobre el tema de la externalización de los fondos internos, escrita desde la perspectiva del Derecho laboral, es ésta que sigue: AGUILERA IZQUIERDO, Raquel. *Pensiones privadas: obligaciones de las empresas y garantías de los trabajadores*. Madrid: Civitas, 2001, 223 p.

<sup>8</sup> O situación asimilable a la jubilación, tal como la jubilación anticipada en los supuestos de extinción o suspensión de la relación laboral a partir de los 52 años de edad del trabajador.

<sup>9</sup> En lo tocante a la distinción entre el ahorro finalista y el no finalista serán de utilidad para el lector las líneas que, al respecto, escribieron María Dolores OLIVER ALFONSO, María José PALACÍN SÁNCHEZ y Antonio DE LA TORRE GALLEGOS en: "Perspectivas futuras de los Fondos de Pensiones en España". En, *Actualidad Financiera*, noviembre 1997, nº 11, año II, p. 79-80. La aseveración de que Fondos de Pensiones y compañías de seguro (de vida) son instrumentos de canalización del ahorro finalista la encontramos también en: GARCÍA DE QUEVEDO RUIZ, José Carlos; PLAZA SALAZAR, José Ramón. "Los regímenes...", op. cit., p. 47. Aun sin una distinción expresa entre ahorro finalista y ahorro no finalista, el profesor Luis DE ANGULO RODRÍGUEZ ("Los planes y Fondos de Pensiones y la Ley de contrato de seguro y demás normativa aseguradora". En, SÁNCHEZ CALERO, Fernando (et al.). *Régimen jurídico de los planes y Fondos de Pensiones*. 2ª ed. Madrid: Editorial Española de Seguros, 1989, p. 37-38, 43-45) percibió la misma al comentar los instrumentos con los que hacer frente a la jubilación. Por su parte, el profesor Justino F. DUQUE DOMÍNGUEZ ("Notas delimitadoras y naturaleza jurídica de los Fondos de Pensiones". En, SÁNCHEZ CALERO, Fernando (et al.). *Régimen jurídico de los planes y Fondos de Pensiones*. 2ª ed. Madrid: Editorial Española de Seguros, 1989, p. 56) calificaría con acierto al ahorro finalista como "ahorro contractual" y al ahorro no finalista como "ahorro discrecional". En este último sentido, también Camilo PIESCHACÓN VELASCO ("Los Fondos de Pensiones y el ahorro nacional". En, MARTÍNEZ LAFUENTE, Antonio. (Dir.). *Estudios sobre planes y Fondos de Pensiones*. Barcelona: Ariel, septiembre 1989, p. 445-446). Con no menor grado de acierto José Carlos GARCÍA DE QUEVEDO RUIZ ("El ahorro privado en previsión social. Situación actual y perspectivas". En, *ICE. Boletín Económico*, 7-13 junio 1999, nº 2619, p. 12-14, 16-17) denominó al ahorro finalista o contractual "ahorro-inversión" y al ahorro no finalista o discrecional "ahorro-previsión". El profesor Alberto Javier TAPIA HERMIDA ("Deberes y responsabilidades de los sujetos intervinientes en los planes y Fondos de Pensiones". En, *Revista Española de Seguros*, abril-junio 1997, nº 90, p. 73)

de daños *versus* seguro de vida se mezclan dos clasificaciones de ramos de seguros firmemente aceptadas en los ámbitos doctrinal y legislativo. Seguros contra daños y seguros de personas en las expresiones que utilizó el legislador en el año 1980 en los Títulos II (arts. 25-79) y III (arts. 80-106) de la vigente *Ley 50/1980, de 8 de octubre, del contrato de seguro*<sup>10</sup> (LCS), de una parte; y seguros de vida y de no vida, en el vocabulario del legislador de 1995 en el artículo 11 y en la Disposición Adicional primera de la *Ley 30/1995, de 8 de noviembre, de ordenación y supervisión de los seguros privados*<sup>11</sup> (LOSSP), de otra, no coinciden de forma absoluta, por ser algunos seguros de personas, como el de accidentes o el de enfermedad, seguros distintos al de vida. En las páginas que siguen se hará uso de la denominación “seguro de vida” por ser la utilizada por la LOSSP y su Reglamento de desarrollo -en la línea de las Directivas comunitarias-, normas a las que necesariamente más habremos de acudir. No obstante, se advierte<sup>12</sup> desde ahora la incorrección formal que supone emplear la antedicha expresión cuando uno de los riesgos a cubrir es la invalidez, propia del seguro de accidentes o del de enfermedad como seguros de personas. El seguro de vida (más el seguro de invalidez, por accidente o por enfermedad)<sup>13</sup> es, en cualquier caso, el que aquí importa en tanto responde al esquema de previsión social por dirigirse a cubrir las necesidades futuras de la vida propia, en caso de supervivencia, o de la vida ajena, en caso de fallecimiento.

La previsión social complementaria no es coto privado del seguro de vida. Los planes de pensiones reunidos en los Fondos de Pensiones cubren -sin querer ni poder sustituir al sistema público de Seguridad Social<sup>14</sup>- los derechos de los futuros pensionistas. Seguros de vida

---

expuso que: “*El ahorro invertido a través de los FP [Fondos de Pensiones] es un ahorro cautivo por razones legales*”.

<sup>10</sup> B.O.E. núm. 250, 17 octubre 1980 [RCL 1980, 2295].

<sup>11</sup> B.O.E. núm. 268, 9 noviembre 1995 [RCL 1995, 3046]. La clasificación del seguro en ramos de vida y ramos distintos al de vida de la Disposición Adicional primera de esta *Ley 30/1995* corresponde, con alguna excepción, a la que establecieron los artículos 3.1 y 4 de la *Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 7 de septiembre de 1987, por la que se desarrollan determinados preceptos del Reglamento de Ordenación del Seguro Privado* (B.O.E. núm. 220, 14 septiembre 1987 [RCL 1987, 2083]); conforme las indicaciones de la Disposición Transitoria segunda de aquella *Ley*.

<sup>12</sup> Como también lo advirtiera la asesoría jurídica GARRIGUES & ANDERSEN en: *La previsión social...*, op. cit., p. 224-225.

<sup>13</sup> El seguro de vida cubre en la práctica aseguradora, como garantías principales, el fallecimiento y la supervivencia y, como garantías complementarias siempre dependientes de las principales, la invalidez por enfermedad y accidentes; de acuerdo a lo que manifestó el 6 de marzo de 2002 Enrique ACEDO ASÍN en una conferencia titulada: “Seguros de vida y jubilación” dentro del curso de la Fundación General de la Universidad de Málaga: “Beneficios sociales, fidelización y formas de retribución flexibles. Una estrategia para retener el talento”, dirigido y co-dirigido, respectivamente, por Javier NAVAS OLÓRIZ y Santiago FERNÁNDEZ VALBUENA.

<sup>14</sup> Como hizo el profesor Luis DE ANGULO RODRÍGUEZ (“Aspectos mercantiles de las Mutualidades de Previsión Social y de los Fondos de Pensiones”. En, *RSS*, octubre-diciembre 1984, nº 24, p. 61-62; “Los planes...”, op. cit., p. 52), recojamos las palabras de J. MONTALVO CORREA (“Panorama general de la Seguridad Social”. En, *Cuadernos de Mutualismo Social*, 1984, nº 1, p. 18, 21) para dar sentido a

y Fondos de Pensiones son las dos ramas del árbol de la previsión social complementaria<sup>15</sup> objeto de examen en la presente investigación, primero, desde el lado de la inversión y, después, desde el de la financiación.

## II- SEGURO DE VIDA: INVERSIÓN DE LAS PROVISIONES TÉCNICAS

Cuando los particulares (tomadores y, en su caso, asegurados) invierten una parte de sus recursos económicos actuales en la contratación (con los aseguradores) de seguros<sup>16</sup> de vida se cubren (en forma de pago de capital, de renta temporal o vitalicia, o de otras prestaciones convenidas [art. 1 LCS *in fine*]; por ejemplo, capital-renta, como forma mixta)<sup>17</sup> para el supuesto de supervivencia en una determinada fecha y/o para el supuesto de muerte. La inversión de estos particulares se traduce en financiación para las compañías aseguradoras contrapartes en el contrato de seguro de vida. La financiación que recibe la entidad de seguros se convierte, a su vez, en inversión (institucional)<sup>18</sup> en los términos que establece su normativa. Es en este punto inversor en el que realizamos una primera parada, no sin antes anunciar que la inversión del seguro de vida será, desde otro ángulo, financiación.

las nuestras: El sistema público de Seguridad Social está “*históricamente acreditado como insustituible, bien es verdad que perfectible*”. Pero, “*hay que ser capaces, con imaginación, de dar cabida a mecanismos de protección complementaria, de protección libre*”. Algunas voces contrarias a este carácter no sustituible de la Seguridad Social, reavivadas de las de los años ochenta, se escuchan hoy en nuestro país. Son las voces, entre otras, de José Antonio HERCE SAN MIGUEL (“Sistemas complementarios de pensiones”. En, CARPIO GARCÍA, Maximino. (Dir.). *El sistema de pensiones, una reforma sin fin*. Madrid: PricewaterhouseCoopers, 2000, p. 172; “La reforma de las pensiones en España: aspectos analíticos y aplicados”. En, *Boletín Círculo de Empresarios*, abril 2001, nº 66, p. 89-132; “La privatización de las pensiones en España”. En, *Boletín Círculo de Empresarios*, abril 2001, nº 66, p. 465-486) o Daniel SAPHIRO (“La razón moral de la privatización de la Seguridad Social”. En, *Boletín Círculo de Empresarios*, abril 2001, nº 66, p. 21-44). Chile o el Reino Unido son dos ejemplos paradigmáticos de Estados donde la previsión privada sí ha encontrado sitio como sustituta de la financiación pública. Vid. GARCÍA DE QUEVEDO RUIZ, José Carlos. “El ahorro privado...”, op. cit., p. 10. Los riesgos desencadenados por la privatización del sistema previsional chileno quedaron enumerados en: BORGES CHAMORRO, Ana M<sup>a</sup>. “Un sistema de previsión social sobre el principio de capitalización”. En, *Dereito*, 1996, nº 2, vol. 5, p. 28-40.

<sup>15</sup> En esta línea, Antonio LÓPEZ LÓPEZ y José VEGANZONES (“Fondos de Pensiones”. En, *Papeles de Economía Española*, 1982, nº 12-13, p. 294-295) apostaron, incluso, por “sistemas de previsión social complementarios a la Seguridad Social” como denominación -más exacta, a su juicio- de los Fondos de Pensiones.

<sup>16</sup> El artículo 1 LCS es el que nos proporciona un concepto legal de “contrato de seguro” (de daños y de personas): “*Aquel por el que el asegurado se obliga, mediante el cobro de una prima y para el caso de que se produzca el evento cuyo riesgo es objeto de cobertura a indemnizar, dentro de los límites pactados, el daño producido o a satisfacer un capital, una renta u otras prestaciones convenidas*”.

<sup>17</sup> Se anuncian estas formas de pago de las prestaciones, entre muchos otros, en el siguiente estudio: BETZUEN ZALBIDEGOITIA, Amancio; BLANCO IBARRA, Felipe. *Planes y Fondos de Pensiones. Su cálculo y valoración*. Bilbao: Deusto, 1989, p. 12.

<sup>18</sup> La inversión institucional, característica de intermediarios financieros como las compañías de seguro, en contraposición con la inversión personal y directa de los particulares y la inversión colectiva, típica de Fondos y Sociedades de Inversión Mobiliaria, fue centro de estudio en el elaborado trabajo de Iluminada

## 1- ¿ENFOQUE CUANTITATIVO DE LA INVERSIÓN?

Del Real Decreto 2486/1998, de 20 de noviembre, por el que se aprueba el Reglamento de ordenación y supervisión de los seguros privados<sup>19</sup> (ROSSP) destacamos el Capítulo II (“Condiciones para el ejercicio de la actividad aseguradora”) en sus dos primeras Secciones. De la Sección 1ª tomamos literalmente el concepto de “provisiones técnicas”<sup>20</sup> que se desprende del primer párrafo del artículo 29.1: “*Las provisiones técnicas [de primas no consumidas, de riesgos en curso, de seguros de vida, de participación en beneficios y para extornos, de prestaciones, de estabilización, del seguro de decesos, del seguro de enfermedad y de desviaciones en las operaciones de capitalización por sorteo (art. 29.2 ROSSP y art. 16.1 LOSSP)] deberán reflejar en el balance de las entidades aseguradoras el importe de las obligaciones asumidas que se derivan de los contratos de seguros y reaseguros. Se deberán constituir y mantener por un importe suficiente para garantizar, atendiendo a criterios prudentes y razonables, todas las obligaciones derivadas de los referidos contratos, así como para mantener la necesaria estabilidad de la entidad aseguradora*”; para, acto seguido, desembocar en la Sección 2ª y, en especial, en sus dos primeros preceptos: artículos 49 y 50.

A los fines de la definición legal transcrita, las provisiones técnicas precisan ser objeto de cobertura, y para esta cobertura el artículo 49 exige su inversión en los activos (bienes y derechos) que determina el artículo que sigue en la enumeración. En todo caso, la inversión -

---

GARCÍA DÍAZ que tomó como título: *Los Fondos de Inversión en el Mercado Financiero*. Madrid: Biblioteca Universitaria de Economía. Guadiana de Publicaciones, 1970, p. 98-115.

<sup>19</sup> B.O.E. núm. 282, 25 noviembre 1998 [RCL 1998, 2760].

<sup>20</sup> Contablemente, las provisiones técnicas son una partida monetaria del Pasivo del Balance que engloba los compromisos contraídos, esto es, que representa las obligaciones de pago y que como contrapartida tiene en el Activo un conjunto de activos que guardan coherencia con aquéllos. Vid., ad ex., GLORIA, Carmen; PÉREZ, Francisco; PÉREZ MONTEVERDE, M<sup>a</sup>. Victoria. “Las provisiones técnicas: problemática de su conversión en moneda extranjera”. En, *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, julio-septiembre 1999, n° 101, vol. XXVIII, p. 778. Las provisiones técnicas exigibles dentro del marco jurídico-comunitario a través de la *Directiva 91/674/CEE del Consejo, de 19 de diciembre de 1991, relativa a las Cuentas Anuales y Cuentas consolidadas de las empresas de seguros* (DO L 374, 31 diciembre 1991, p. 7-31), de una parte, y de las *Directivas del Consejo* (de “tercera generación”) *92/96/CEE, de 10 de noviembre de 1992, sobre coordinación de las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas relativas al seguro directo de vida, y por la que se modifican las Directivas 79/267/CEE y 90/619/CEE (tercera Directiva de seguros de vida)* (DO L 360, 9 diciembre 1992, p. 1-27) y *92/49/CEE, de seguros distintos del seguro de vida* (DO L 228, 11 agosto 1992, p. 1-23), de otra, constituyeron, respectivamente, el núcleo de las conferencias pronunciadas en el I Foro Nacional de Auditoría y Contabilidad de Seguros (15 abril 1994) por Alberto MANZANO MARTOS y Juan FERNÁNDEZ PALACIOS. Ambas conferencias se reproducirían meses después por medio escrito en: *La nueva regulación de las provisiones técnicas en la Directiva de Cuentas de la C.E.E. Provisiones técnicas de seguros de vida en las Directivas comunitarias*. Documento de Trabajo. Madrid: Fundación MAPFRE Estudios. Cuadernos de la Fundación, julio 1994, n° 21, 65 p.



expone desde sus inicios el interminable artículo 49, de desarrollo del artículo 16.2 LOSSP, en consonancia con el artículo 20 de la Directiva 92/96/CEE<sup>21</sup>- se hará en atención a estos seis principios: congruencia, rentabilidad, seguridad, liquidez, dispersión y diversificación<sup>22</sup>. A los dos últimos dedica expresamente el ROSSP su artículo 53; al primero, el artículo 55<sup>23</sup>. De forma previa a la entrada en su estudio será de utilidad repasar el artículo 50 que -conforme adelantábamos- se centra en el listado no taxativo de los bienes y derechos que son aptos para la inversión de las provisiones técnicas. Veintitrés son los apartados en que se divide el precepto al que acto seguido atendemos. A excepción del último, cada uno de los restantes se centra en una clase de activos en la que poder invertir. Pasemos a una sucinta relación, antes de abordar los efectos y las consecuencias que de ella se derivan.

En primera instancia, valores y derechos negociables, bien de renta fija, bien de renta variable<sup>24</sup>, cuando se hallen negociando en Mercados regulados<sup>25</sup> en el ámbito de la

<sup>21</sup> Una vez adaptado, este artículo 20 de la Directiva 92/96/CEE constituye el artículo 22 de la *propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo relativa a los seguros de vida* (COM (2000) 398 final, 28 junio 2000, p. 57 [2000/0162 (COD)]).

<sup>22</sup> Sólo cuatro de estos principios estaban previstos en el artículo 24.2 de la *Ley 33/1984, de 2 de agosto, de ordenación del seguro privado* (LOSP) (B.O.E. núm. 186, 4 agosto 1984 [RCL 1984, 2013]) -como en el artículo 62.1 del *Real Decreto 1348/1985, de 1 de agosto, por el que se aprueba el Reglamento de ordenación del seguro privado* (ROSP) (B.O.E. núm. 185, 3 agosto 1985; rect. B.O.E. núm. 231, 26 septiembre 1985 [RCL 1985, 1936; 1985, 2305]) -: congruencia (art. 41.4 LOSP y arts. 73.2, 114.3, 119.4 y 119.5 ROSP), seguridad, liquidez y rentabilidad.

<sup>23</sup> También el Anexo I de la Directiva 92/96/CEE (DO L 360, 9 diciembre 1992, p. 25) -modificada por la *Directiva 95/26/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 29 de junio de 1995* (DO L 168, 18 julio 1995, p. 7-13)- se ocupa de establecer las (cinco) reglas de congruencia (de monedas).

<sup>24</sup> El artículo 22 de la *Ley de 16 de diciembre de 1954, de ordenación del seguro privado* (B.O.E. núm. 353, 19 diciembre 1954 [RCL 1954, 1880]) (LSP) -con el diseño intervencionista de la *Ley de 14 de mayo de 1908, de registro e inspección de empresas de seguros* y sin posterior desarrollo reglamentario- no facilitaba la inversión en valores privados de renta variable tipo acciones. Valores públicos del Estado español domiciliados en España (ap. a) último párrafo) y valores privados de renta fija como las obligaciones eran los activos preferentes para la inversión de las antes denominadas, en sentido amplio y con confusión, "reservas técnicas". A este respecto, consúltese el Capítulo VII ("Las reservas técnicas del empresario de seguros") del libro del profesor Fernando SÁNCHEZ CALERO: *Curso de Derecho del seguro privado*. I. Introducción. Estatuto del empresario del seguro privado y el de sus colaboradores. Bilbao, 1961, p. 159-178; y la nota a pie de página nº 9 del Capítulo VI ("La inversión y sus clases: la inversión personal e institucional en España") de la citada obra de Iluminada GARCÍA DÍAZ: *Los Fondos...*, op. cit., p. 110. Un raudo repaso por los distintos hitos legislativos -incluida aquella Ley de 1954 y la posterior Ley 33/1984- habidos en España en materia de seguros hasta septiembre de 1989 efectuaría Francisco Javier TIRADO SUÁREZ ("La legislación sobre planes y Fondos de Pensiones y la actividad aseguradora". En, MARTÍNEZ LAFUENTE, Antonio. (Dir.). *Estudios sobre planes y Fondos de Pensiones*. Barcelona: Ariel, septiembre 1989, p. 136-144) Hasta noviembre de 1993, Alberto MANZANO MARTOS (*La legislación española de seguros y su adaptación a la normativa comunitaria*. Documento de Trabajo. Madrid: Fundación MAPFRE Estudios. Cuadernos de la Fundación, noviembre 1993, nº 16, p. 1-9). Hasta el año 1999 la aprobación y -cuando ha habido- posteriores modificaciones de las normas en el extenso campo del seguro se comentaron por el profesor Rafael ILLESCAS ORTIZ en los Prólogos a las cinco ediciones (la última también prologada por la profesora M<sup>a</sup>. José MORILLAS JARILLO) del Código de Seguros editado en Madrid por la editorial jurídica Tecnos. Quien precise un mayor detalle acerca de esta evolución normativa encontrará útil las dos siguientes consultas: NÚÑEZ

Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE). En segunda instancia, esos mismos valores negociables cuando, pese a no estar negociando en un Mercado regulado, hubieran sido emitidos o avalados por organismos internacionales a los que pertenezca un Estado miembro del Espacio Económico Europeo (EEE). En tercera, los valores -esta vez, sólo de renta fija que no encajando en ninguno de los grupos anteriores hayan recibido la garantía real o el aval incondicional y solidario de una entidad de crédito o de seguro, o cuando las acciones (valores de renta variable) de la sociedad emisora de esos valores de renta fija se negocien en un Mercado regulado. Cuarto, las financiaciones que se concedan a organismos públicos (Estado, Comunidades Autónomas, entidades locales, sociedades estatales o entidades públicas del EEE), estén o no instrumentados en valores negociables. Quinto, acciones y participaciones en Instituciones de Inversión Colectiva (IIC)<sup>26</sup> o en Fondos de Titulización de Activos (F.T.A.)<sup>27</sup> (*unit-linked*). Sexto, activos y derechos del Mercado Hipotecario, emitidos

---

LOZANO, M<sup>a</sup>. Carmen. *Ordenación y supervisión de los seguros privados*. Madrid: Marcial Pons, 1998, p. 29-47; VERDERA Y TUELLS, Evelio. "Del contrato a la empresa de seguros: una peculiar evolución hacia una normativa básica de las entidades de seguros". En, VERDERA Y TUELLS, Evelio (ed.). *Comentarios a la Ley de ordenación del seguro privado*. T.I. Madrid: Colegio Universitario de Estudios Financieros. Consejo Superior Bancario, 1988, p. 34-51.

<sup>25</sup> Los Mercados regulados son Mercados organizados que cumplen los requisitos que enuncia el artículo 1.13 de la *Directiva 93/22/CE del Consejo, de 10 de mayo de 1993, relativa a los servicios de inversión en el ámbito de los valores negociables* (DSI) (DO L 141, 11 junio 1993, p. 27-46) -modificada con posterioridad por la *Directiva 95/26/CE*:- primero, estar incluido en la lista de Mercados regulados notificados -por exigencias del artículo 16 DSI- a la Comisión y a los Estados miembros por el correspondiente Estado miembro; segundo, ser de funcionamiento regular; tercero, acatar las disposiciones establecidas o aprobadas por las autoridades competentes acerca de las condiciones de funcionamiento y acceso a este Mercado; cuarto y último, cumplir las obligaciones de declaración y transparencia de los artículos 20 y 21 de la propia DSI.

<sup>26</sup> A muy grandes trazos, las IIC pueden ser financieras o no financieras. IIC no financieras típicas son las Sociedades y los Fondos de Inversión Inmobiliaria (SII y FII, respectivamente). Por contraposición a las no financieras, las IIC financieras son aquellas que invierten o gestionan activos financieros. De base estatutaria son las Sociedades de Inversión Mobiliaria de Capital Variable o SIMCAV y las Sociedades de Inversión Mobiliaria de capital fijo o SIM. De base fiduciaria, patrimonial o contractual, son los Fondos de Inversión Mobiliaria o FIM y los Fondos de Inversión en Activos del Mercado Monetario o FIAMM. De ellas tendremos ocasión de hablar en el Capítulo siguiente en cuanto pueden invertir una porción minoritaria o mayoritaria en valores no negociables. Por el momento, añadamos que la inversión que realizan las entidades de seguro de vida en acciones y participaciones pertenecientes a las IIC va en progresivo aumento, como constata el gráfico 3 ("Evolución de las inversiones de las entidades de seguros de vida % sobre el total") del siguiente trabajo: GARCÍA DE QUEVEDO RUIZ, José Carlos; PLAZA SALAZAR, José Ramón. "Los regímenes...", op. cit., p. 52.

<sup>27</sup> A través del *Real Decreto 926/1998, de 14 de mayo, por el que se regulan los Fondos de Titulización de Activos y las Sociedades Gestoras de Fondos de Titulización* (B.O.E. núm. 116, 15 mayo 1998 [RCL 1998, 11425]) se recogió el régimen jurídico de estos F.T.A.. Para una visión general del Real Decreto 926/1998, valgan las anotaciones transcritas en: ARRANZ PUMAR, Gregorio. "El RD 926/1998, de 14 de mayo, por el que se regulan los Fondos de Titulización de Activos y las Sociedades Gestoras de Fondos de Titulización". En, *DN*, junio 1998, n° 93, año 9, p. 91-96; BLANCO GARCÍA, Susana; CARVAJAL MOLINA, Pedro. "Titulización de activos en España". En, *Estudia Carande*, 1999, p. 222-225; BOLSA DE MADRID. "Titulización de activos: un nuevo horizonte". En, *Bolsa de Madrid*, junio 1998, n° 67, p. 4-7; DELMÁS GONZÁLEZ, Francisco J. "Régimen fiscal de la titulización de activos". En, *Crónica Tributaria*, 1999, n° 89, p. 50-51; GARCÍA CORTÉS, Juan Carlos. "Real Decreto 926/1998, de 14 de mayo, por el que se regulan los Fondos de Titulización de Activos y las Sociedades Gestoras de Fondos de Titulización". En, *CD y Com.*, septiembre 1998, n° 26, p. 207-209; MÍNGUEZ PRIETO,

por sociedades que estén establecidas en el EEE y negocien en un Mercado regulado de la OCDE. Séptimo, letras de cambio y pagarés librados, aceptados, endosados sin cláusula de responsabilidad o avalados por entidades de crédito autorizadas para operar en un Estado miembro del EEE o por seguro prestado por entidad aseguradora igualmente autorizada para efectuar operaciones en un Estado miembro del EEE. Octavo, acciones de entidades crediticias, aseguradoras y reaseguradoras, y de sociedades y agencias de valores cuando queden sujetas a autorización y control de la autoridad competente en cualquier Estado miembro del EEE. En noveno lugar, acciones nominativas y también participaciones sociales de sociedades dedicadas en exclusiva a la gestión de activos por cuenta de una compañía de seguros cuando un mínimo del 90% del capital sea propiedad de una o varias entidades aseguradoras. En décimo lugar, bienes inmuebles y derechos reales inmobiliarios. En decimoprimer lugar, créditos hipotecarios. Decimosegundo, créditos pignoratícios. Decimotercero, créditos o partes de créditos siempre que hayan sido concedidos a entidades con domicilio en un Estado miembro del EEE y sus acciones estén admitidas a negociación en un Mercado regulado de la OCDE. Catorce, créditos que estén garantizados, sea por una entidad de crédito, sea por una entidad de seguros; en ambos supuestos, siempre que esas entidades cuenten con autorización para llevar a cabo sus actividades en algún Estado miembro del EEE. Quince, créditos frente a los reaseguradores por su participación en la provisión de participaciones. Dieciséis, depósitos que existan en empresas cedentes por operaciones de reaseguro. Diecisiete, créditos en contra de la Hacienda Pública por liquidaciones y retenciones a cuenta del Impuesto sobre Sociedades. Dieciocho, créditos por intereses, rentas o dividendos devengados y no vencidos, o vencidos y pendientes de cobro sin estar afectados por el improbable cobro, que procedan de activos aptos para la cobertura de las provisiones técnicas. Diecinueve, recobros de siniestros en los ramos de crédito y caución. Veinte, monedas metálicas, efectivo o billetes negociados en Mercados de divisas de la OCDE. Veintiuno, depósitos en entidades crediticias que tengan autorización para operar por medio de establecimiento en algún Estado miembro de la OCDE. En vigésima segunda y última instancia, cheques de cuentas corrientes no perjudicados.

Cada uno de estos veintidós apartados acoge una categoría de activos apta para la inversión de las provisiones técnicas; pero no concreta una cuota, ni máxima ni mínima, de inversión. El último apartado (el número 23) se distingue de los precedentes en cuanto engloba una cláusula de cierre que abre la posibilidad de invertir en activos no enumerados en la prolija

---

Rafael. "La nueva regulación de la titulización de activos". En, *Perspectivas del Sistema Financiero*, 1998, nº 62, p. 63-67; MÍNGUEZ PRIETO, Rafael. "El nuevo marco legislativo en la titulización de activos". En, *AF*, tercer trimestre 1998, año III, p. 20-24.

lista anterior en las condiciones que fije el Ministro de Economía y Hacienda<sup>28</sup>. Con ella se da cierta flexibilidad al abanico inversor de las compañías aseguradoras de vida; que, sin embargo, como ha podido observarse no contempla la inversión en valores no negociables, salvo en aquéllos emitidos o avalados por un organismo internacional (art. 50.2), en los de renta fija para los que se haya prestado garantía real, aval incondicional o seguro (art. 50.3), o en los referidos a financiaciones concedidas a organismos públicos (art. 50.4).

## 2- ENFOQUE CUALITATIVO DE LA INVERSIÓN

### 2.1- Porcentajes máximos de inversión: principio de diversificación

La flexibilidad que incorpora el apartado 23 del artículo 50 ROSSP parece quedar atenuada cuando se pasa a analizar el artículo 53 ROSSP. Su primer apartado es rotundo: “*El valor máximo de los bienes y derechos a computar para la cobertura de provisiones técnicas no podrá exceder de los límites que se establecen para cada categoría de ellos*”. El enfoque que acoge este último precepto es en términos de porcentajes máximos que no habrán de extralimitarse. A simple vista, respondería a un enfoque cuantitativo o, en feliz expresión de QUEISSER<sup>29</sup>, “draconiano” (dónde y cuánto se ha de invertir); pero su justificación se halla en el principio de diversificación y dispersión de riesgos y, desde este ángulo, encuentra sitio en un enfoque cualitativo o de “hombre prudente”<sup>30</sup> (libertad, sin merma de seguridad) de la inversión. Antes de señalar algún criterio que verifique esta conclusión, abordemos la enumeración de los tantos por ciento que incorpora dicho artículo 53 ROSSP.

Si los activos son bienes inmuebles, derechos reales o participaciones en Fondos de Inversión Inmobiliaria, indica el apartado segundo del precepto en estudio que la inversión individual no sobrepasará el 10% de las provisiones técnicas que hayan de cubrirse, y la acumulada el 45% del total (ap. 2 párrafo 1º y 2º). El efectivo en caja y los cheques no perjudicados se totalizarán hasta un tope máximo del 3% (ap. 3). Los valores o derechos mobiliarios emitidos por una misma sociedad, y los créditos otorgados a un mismo prestatario,

<sup>28</sup> No es novedad del ROSSP la inclusión de la posibilidad de admitir por parte del Ministro de Economía y Hacienda otras inversiones aptas. El ROSP ya había previsto una cláusula análoga en el apartado 5 de su artículo 64: “*Otras inversiones que puedan ser autorizadas con carácter general por el Ministro de Economía y Hacienda*”.

<sup>29</sup> Vid. QUEISSER, Monika. “Regulación y supervisión de los Fondos de Pensiones: principios y prácticas”. En, *Revista Internacional de Seguridad Social*, 1998, nº 2, vol. 51, p. 51-56.

<sup>30</sup> Aun en un estudio centrado en los planes y Fondos de Pensiones, Monika QUEISSER (“Regulación...”, op. cit., p. 51-56, 62) contrapuso al enfoque de una regulación detallada draconiana, el

o avalados o garantizados por un mismo garante computarán conjuntamente por un máximo del 5%, que podrá incrementarse hasta el 10% siempre que la aseguradora no invierta más del 40% en títulos o créditos correspondientes a emisores, prestatarios y garantes en los que se supere aquel 5% (ap. 4 párrafo 1º). En la hipótesis de que estas sociedades fueran del mismo grupo económico<sup>31</sup> el porcentaje se acumularía y, respetando los dos anteriores ratios, se computaría hasta el 10% y el 20%, respectivamente (ap. 4 párrafo 2º). Una salvedad realiza, *a posteriori*, el párrafo tercero del apartado cuarto: cuando, de un lado, sean depósitos en entidades de crédito e inversiones en valores o derechos mobiliarios (excluidas las acciones) de una única entidad de crédito o de seguro; o cuando, de otro, sean créditos concedidos, avalados o garantizados por la misma entidad de crédito o de seguro el límite conjunto será del 40%. Si fueran sociedades del mismo grupo: el 60%. Si los valores o derechos mobiliarios no negociaran en un Mercado regulado no podría computarse la inversión por un límite superior al 10% del total de las provisiones técnicas que requieren cobertura (ap. 4 párrafo 4º). Finalmente, los créditos o partes de créditos que se hubieran otorgado a sociedades con domicilio en algún Estado miembro del EEE con acciones admitidas a negociación en un Mercado regulado de la OCDE, en el caso de que no estuvieran ni garantizados ni avalados, se computarían por un importe conjunto máximo del 5%, sin que para un solo deudor pudiera superarse el límite del 1% (ap. 4 párrafo 5º).

Por excepción, en los seguros “*unit-linked*”<sup>32</sup> o seguros ligados a Fondos de Inversión, donde el riesgo de inversión es asumido por el tomador por ser quien decide dónde y cómo invertir, no son exigibles estas reglas de diversificación y dispersión de riesgos<sup>33</sup>; aunque sí lo

---

enfoque del “hombre prudente”, en traducción literal de la *prudent man rule* anglosajona. Vid. *infra* Capítulo II.

<sup>31</sup> Se incluye en la expresión “grupo económico” o “grupo de sociedades” a las entidades que se encuentran en alguno de los supuestos del artículo 4 de la *Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (LMV)* (B.O.E. núm. 181, 29 julio 1988; rect. B.O.E. núm. 122, 23 mayo 1989; B.O.E. núm. 185, 4 agosto 1989 [RCL 1988, 1644; 1989, 1149; 1989, 1781]) -no modificada, en este punto, por la *Ley 37/1988, de 16 de noviembre* (B.O.E. núm. 275, 17 noviembre 1988 [RCL 1988, 2696]); en los términos previstos en alguna de las cuatro letras del artículo 42.1 del Código de Comercio (C. de c.) de 1885.

<sup>32</sup> Alfonso Mateo (“El fenómeno de los *unit linked*”). En, *Economistas*, marzo 2001, nº 87, p. 175) escribió una definición de los *unit-linked* que podrá ser de utilidad al lector interesado en la materia: “Seguros cuyos derechos económicos están reflejados en unidades de cuenta. Las unidades de cuenta se pueden asimilar a créditos que disponen los titulares de los contratos contra el asegurador y cuyo valor está ligado a índices o, más comúnmente, al valor de las participaciones de los fondos de inversión en que invierte el asegurador”. Los seguros *unit-linked* son, en suma, seguros ligados a Fondos de Inversión que están sometidos, como cualquier otro seguro sobre la vida (Disposición Adicional 1ª.2.A).a) *in fine*), a la LOSSP y al ROSSP.

<sup>33</sup> Vid., por todos, GARRIGUES & ANDERSEN. *La previsión social...*, op. cit., p. 228; ICEA. “*Unit linked*” y otras alternativas de inversión en seguros de vida. Vol. II. El seguro “*unit linked*”: una visión técnica. Madrid: ICEA; Estrellas Seguros, 2001, p. 56-57; RUIZ ECHAURI, Joaquín. “Tratamiento legal y fiscal de las modernas formas de retribución a directivos”. En, NAVAS OLÓRIZ, Javier; FERNÁNDEZ VALBUENA, Santiago. *Beneficios sociales, fidelización y formas de retribución flexibles. Una estrategia para retener el talento*. Málaga: Fundación General de la Universidad de Málaga, 4-8 marzo 2002.

son para recibir los beneficios fiscales resultantes de la *Resolución de la Dirección General de Tributos de 30 de julio de 1999*<sup>34</sup>, de los artículos 1 y 3 de la *Ley 55/1999, de medidas fiscales, administrativas y del orden social*<sup>35</sup> y del artículo 15 de la *Ley 6/2000, por la que se aprueban las medidas fiscales urgentes de estímulo al ahorro familiar y a la pequeña y mediana empresa*<sup>36</sup>.

En cualquier caso, la severidad en porcentajes por diversificación no coarta la libertad inversora de las entidades aseguradoras y, por consiguiente, no impide un enfoque cualitativo de la inversión cuando la normativa no obliga, por medio de porcentajes máximos o mínimos, a invertir en una o varias clases de activos financieros. Trasladando este criterio general a la legislación española en materia de seguros (LOSSP y ROSSP, en concreto), se observa cómo se adopta un enfoque más cualitativo que cuantitativo. No obstante esta deducción, llamamos la atención sobre un dato ya conocido: no se contempla en la legislación la inversión, salvo las tres concretas excepciones antedichas, en valores fuera de negociación en un Mercado organizado.

## 2.2- Principio del buen padre de familia

El ROSSP, como la Ley que desarrolla, transpone a nuestro ordenamiento jurídico la normativa comunitaria dictada en la materia y, en particular, la Directiva 92/96/CE (E. de M. LOSSP y ROSSP). La propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo relativa a los seguros de vida de 28 de junio de 2000<sup>37</sup> -como la Directiva 92/96/CEE que con otras<sup>38</sup> pretende refundir- engloba en su artículo 23 en tres grandes grupos (inversiones, créditos y otros activos) los activos que son susceptibles de representar las provisiones técnicas. Entre ellos están las acciones y otras participaciones de renta variable, negocien o no en un Mercado

<sup>34</sup> El texto de esta Resolución se reprodujo en: ICEA. "Unit linked" y otras alternativas de inversión en seguros de vida. Vol. IV. El seguro "unit linked": enfoque fiscal. Madrid: ICEA; Estrellas Seguros, 2001, p. 51-58.

<sup>35</sup> B.O.E. núm. 312, 30 diciembre 1999 [RCL 1999, 3245].

<sup>36</sup> B.O.E. núm. 299, 14 diciembre 2000 [RCL 2000, 2852].

<sup>37</sup> Vid. *supra* nota a pie de página nº 21.

<sup>38</sup> En la propuesta de Directiva del año 2000 a la que hacemos referencia se refunde -así lo dice su primer Considerando- la Directiva 92/96/CEE con la *Primera Directiva 79/267/CEE del Consejo, de 5 de marzo de 1979, sobre coordinación de las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas, referentes al acceso a la actividad del seguro directo sobre la vida, y a su ejercicio* (DO L 63, 13 marzo 1979, p. 1-19) y con la *Directiva del Consejo 90/619/CEE, de 8 de noviembre de 1990, sobre la coordinación de las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas relativas al seguro directo de vida, por la que se establecen las disposiciones destinadas a facilitar el ejercicio efectivo de la libre prestación de servicios y por la que se modifica la Directiva 79/267/CEE* (DO L 330, 29 noviembre 1990, p. 50-61).

regulado. Sin embargo, si no son negociables sólo se admiten para cubrir las provisiones técnicas cuando -indica el apartado 3.v)- sean realizables a corto plazo, sean títulos de participación en entidades de crédito, en empresas de seguros o en empresas de inversión; y cuando, además, no superen -obliga el artículo 24.1.e)- un 10% del importe total de las provisiones técnicas brutas. Se admiten, en suma, en la normativa comunitaria tanto títulos negociables como no negociables; pero éstos últimos con condiciones. Se impone, además, que el Estado miembro trate de manera más limitativa a éstos que a aquéllos (art. 24.3). Aun con esas condiciones y limitaciones, el artículo 22.5 de la Directiva 92/96/CE establece la no exigencia de invertir en determinadas categorías de activos, mientras el artículo 20 incorpora la previsión de invertir teniendo en cuenta el tipo de actividad desarrollada por la empresa, velando por una diversificación y una dispersión adecuadas. De algún modo, el fin es que las entidades aseguradoras compongan la cobertura de sus provisiones técnicas con base en el -tradicional en los países anglosajones- principio del “buen padre de familia”<sup>39</sup>; sin que ello reste seguridad para los asegurados, inversores finales que contratan un seguro para “asegurar” algunos de los más importantes contratiempos de su vida.

Desde aquí, en cualquier caso, proponemos un enfoque aún más cualitativo, esto es, una mayor apertura del abanico de la inversión, junto a más flexibilidad en la gestión y supervisión. Más libertad sin menos seguridad. Una seguridad a obtener mediante medidas cautelares que podrán ser para las empresas de seguros de vida mayores que para los Fondos de Pensiones, por -pese a su identidad material<sup>40</sup>- su diferente caracterización y operativa<sup>41</sup>: más largo plazo de las

<sup>39</sup> Vid. *supra* nota a pie de página nº 30.

<sup>40</sup> La identidad material de los Fondos de Pensiones con las compañías aseguradoras fue recordada por José María MICHAVILA NÚÑEZ (“Naturaleza y tipología de los planes de pensiones”. En, MARTÍNEZ LAFUENTE, Antonio. (Dir.). *Estudio sobre planes y Fondos de Pensiones*. Barcelona: Ariel, septiembre 1989, p. 52) al transcribir -como ahora nosotros, bien que parcialmente- unas palabras de Félix MANSILLA (“Fondos de Pensiones y seguro”. En, SÁNCHEZ CALERO, Fernando (et al.). *Régimen jurídico de los planes y Fondos de Pensiones*. 2ª ed. Madrid: Editorial Española de Seguros, 1989, p. 182): “Es un placer intelectual comprobar los meandros semánticos utilizados por la LPPF [Ley de regulación de los Planes y Fondos de Pensiones] para evitar la utilización de la terminología aseguradora, como si la realidad pudiera cambiarse por el simple cambio de denominación”; a las que añadiría el propio José María MICHAVILA NÚÑEZ: “Lo cierto es que la LPPF ha sido consciente de sustraer una actividad funcionalmente aseguradora al derecho común de seguros, creando un régimen institucional distinto, que se cualifica por el diseño de órganos diversos y un peculiar régimen de funcionamiento”. Aquellas palabras de Félix MANSILLA también encontraron eco en el siguiente trabajo de M<sup>a</sup>. Antonia CASTRO ARGÜELLES: “El papel de los planes y Fondos de Pensiones en el sistema de previsión social”. En, *AL*, 21-27 junio 1999, nº 25, p. 495. Más gráfico -puede que no más acertado- fue el calificativo que otorgó Jesús HUERTA DE SOTO (“Régimen financiero de los planes de pensiones”. En, MARTÍNEZ LAFUENTE, Antonio. (Dir.). *Estudio sobre planes y Fondos de Pensiones*. Barcelona: Ariel, septiembre 1989, p. 171) a los planes y Fondos de Pensiones: “Especies de “seudocompañías de seguros de vida””.

<sup>41</sup> La existencia de diferencias en características y mecánica operativa entre seguros de vida y Fondos de Pensiones fue puesta de relieve por Ignacio HERNANDO DE LARRAMENDI, como Consejero

obligaciones contraídas por los Fondos de Pensiones; sujeción de las pólizas de seguro de vida al riesgo de rescate anticipado (art. 94 LCS); o frecuencia en la concesión de préstamos por parte de las entidades aseguradoras, para lo que éstas deben disponer de activos líquidos a corto plazo<sup>42</sup>.

### III- FONDOS DE PENSIONES: INVERSIÓN DEL ACTIVO

El principio de buen padre de familia, traducido en el ámbito comunitario por el principio de prudencia razonable<sup>43</sup>, rige las orientaciones que sigue la Unión Europea (UE) desde el 21 de octubre de 1991 en la nunca acabada reforma de la legislación armonizada en materia de Fondos de Pensiones. Una primera *propuesta de Directiva del Consejo de 3 de diciembre de 1991, relativa a la libertad de gestión e inversión de los fondos de los organismos de previsión para la jubilación*<sup>44</sup> tuvo que ser retirada por el estancamiento de las negociaciones, al sólo obtener el apoyo incondicional del Reino Unido, Irlanda y Holanda<sup>45</sup>. No caería, sin embargo, en el olvido esta propuesta. De los criterios allí expuestos surgieron las bases para la *Comunicación de la Comisión de la CEE de 17 de diciembre de 1994, relativa a la libertad de gestión e inversión de los Fondos de las Instituciones de Pensiones*<sup>46</sup>. Libertad en la inversión del Activo, por aplicación de la libre circulación de capitales, (punto 2.4) y en la elección del gestor de las inversiones, por aplicación de la libre prestación de servicios, (punto 2.3) fueron las señas de identidad de esta Comunicación, hasta que fue anulada el 20 de marzo

---

Delegado de MAPFRE, en: "Capital-riesgo y seguro". En, *Esic-Market*, enero-marzo 1985, p. 123-125. Tiempo después también por José Carlos GARCÍA DE QUEVEDO RUIZ y José Ramón PLAZA SALAZAR ("Los regímenes...", op. cit., p. 59).

<sup>42</sup> COM (97) 283 final, 10 junio 1997, p. 48.

<sup>43</sup> La prudencia razonable, como principio del buen padre de familia, halla encaje en un enfoque cualitativo. El principio de prudencia extrema encuentra su sitio en un enfoque cuantitativo; en una "mentalidad conservadora", dirían Vicente GARCÍA MARTÍN y Manuel Ángel FERNÁNDEZ GÁMEZ (*Rentabilidad y productividad de entidades aseguradoras*. Documento de Trabajo. Madrid: Fundación MAPFRE Estudios. Cuadernos de la Fundación, julio 1994, nº 22, p. 16), por efecto de colocar el artículo 38 C. de c. a este principio de prudencia en el máximo rango jerárquico. En los expresivos términos de Saturnino ANFOSSO BORRELL (*Iniciación a los Fondos de Pensiones. Una guía práctica para la empresa*. Bilbao: Deusto, 1988, p. 55): "Mientras una política de inversiones muy arriesgada pondría en peligro la viabilidad del plan, otras muy conservadoras lo encarecerían innecesariamente". Entre ambos extremos: la prudencia razonable.

<sup>44</sup> DO C 312, 3 diciembre 1991, p. 3-5 [91/C 312/04]; COM (91) 301 final - SYN 363. Esta propuesta fue modificada en 1993 mediante el documento: 94/C 360/08. Sobre la misma, consúltese el siguiente artículo doctrinal: TAPIA HERMIDA, Alberto Javier. "Propuesta de Directiva del Consejo de la CEE relativa a los Fondos de Pensiones". En, *RDBB*, 1992, nº 46, año XI, p. 572-574.

<sup>45</sup> El motivo de la paralización de las negociaciones (relativo a la congruencia monetaria) nos lo cuentan José Carlos GARCÍA DE QUEVEDO RUIZ y José Ramón PLAZA SALAZAR en: "Los regímenes...", op. cit., p. 57.

<sup>46</sup> DO C 360, 17 diciembre 1994, p. 7-11 [94/C 360/08].



de 1997 por el Tribunal de Justicia de la Comunidades Europeas (TJCE)<sup>47</sup> cuando aceptó en el asunto C-57/95 la calificación de “pseudo Directiva” del recurso que había planteado Francia, con el apoyo de España, contra la Comisión Europea. Las ideas centrales de aquella propuesta y de esta Comunicación no se abandonaron: la *propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo relativa a las actividades de organismos de previsión para la jubilación de 11 de octubre 2000*<sup>48</sup>, después convertida en *propuesta de Directiva de 27 de marzo de 2001*<sup>49</sup> -que había sido solicitada con urgencia por el Informe Lamfanussy en el marco del Plan de Acción en materia de Servicios Financieros (PASF) de 11 de mayo de 1999<sup>50</sup>- conecta con equilibrio seguridad de prestaciones con libertad de inversiones. Su próxima aprobación supondrá necesariamente, tras un período transitorio que no habrá de ser dilatado, la modificación de las normas jurídicas nacionales de corte cuantitativo que han ido dictándose en esta materia.

## 1- ¿ENFOQUE CUANTITATIVO DE LA INVERSIÓN?

Los Fondos de Pensiones -definidos a nivel doctrinal<sup>51</sup> como: “*Patrimonios colectivos sin personalidad jurídica, creados con el objeto exclusivo de dar cumplimiento a los planes de*

<sup>47</sup> Al respecto, consúltese la página 6 del nº 3930 de *EUROPE Información Internacional*, del viernes 21 de marzo de 1997 (año XIX). Además, vid. GARCÍA DE QUEVEDO RUIZ, José Carlos; PLAZA SALAZAR, José Ramón. “Los regímenes...”, op. cit., p. 57; TAPIA HERMIDA, Alberto Javier. “Deberes...”, op. cit., p. 122; TAPIA HERMIDA, Alberto Javier. “La contratación de la administración y el depósito de los activos financieros extranjeros de los Fondos de Pensiones”. En, *RDBB*, octubre-diciembre 1998, nº 72, año XVIII, p. 1209.

<sup>48</sup> COM (2000) 507 final, 11 octubre 2000, 38 p. [2000/0260/COD].

<sup>49</sup> DO C 96, 27 marzo 2001, p. 136-144.

<sup>50</sup> El calendario que se tenía previsto para la propuesta y adopción de la Directiva relativa a la supervisión cautelar de los organismos de previsión para la jubilación -calificada como medida comunitaria de máxima prioridad (prioridad nº 1)- había quedado dispuesto, en efecto, en el PASF (COM (1999) 232 final, 11 mayo 1999, p. 23): propuesta a mediados de 2000 y adopción en el año 2002. Los plazos se van cumpliendo: el 4 de julio de 2001 se aprobaba el Dictamen del Parlamento Europeo en primera lectura y la Posición Común con enmiendas del Parlamento Europeo también en primera lectura (A5-2001-220; Boletín/2001/7/-8 1.3.31). El seguimiento del PASF, desde su apoyo en el Consejo Europeo de Colonia en junio de 1999, está siendo continuo. Ya son cinco los Informes (el quinto, provisional) de evaluación presentados por la Comisión. El más reciente se recoge en: COM (2001) 712 final, 30 noviembre 2001, 9 p. Acerca de los anteriores, a nivel doctrinal, Julián AREITIO CASTILLO (“Los servicios financieros en Europa”. En, *RDBB*, octubre-diciembre 2000, nº 80, año XIX, p. 275-280) hizo un repaso por los avances en los servicios financieros que incluyó la Comisión Europea en su segundo Informe. Por su parte, Ramón GARCÍA GALLARDO (“Política comunitaria financiera. Informe de la Comisión Europea sobre la aplicación del Plan de Acción para los Servicios Financieros”. En, *DN*, diciembre 2000, nº 123, año 11, p. 41-44) resumió, a grandes rasgos, las prioridades, los avances generales y las áreas de esfuerzo que la Comisión planteó en su tercer Informe. Estos Informes renuevan la necesidad y vigencia de aprobar una nueva normativa comunitaria sobre la inversión de los Fondos de Pensiones. Igualmente el Consejo Europeo de Santa María da Feira de 19 y 20 de junio de 2000 y el Comité de Sabios sobre la regulación de los Mercados de Valores europeos enfatizaron la urgencia de aprobar la propuesta de Directiva que ocupa nuestra atención.

<sup>51</sup> Por su ajuste con la legislación vigente, recogemos la definición de “Fondos de Pensiones” que aportaron María Dolores OLIVER ALFONSO, María José PALACÍN SÁNCHEZ y Antonio DE LA TORRE GALLEGOS en: “Perspectivas futuras...”, op. cit., p. 74.

*pensiones de carácter privado a través de la gestión profesionalizada de las aportaciones de los promotores y partícipes, y de los rendimientos que la inversión de tales Fondos genere*<sup>52</sup>-, núcleo del segundo (y tercer) pilar del sistema de previsión social complementaria, voluntaria y libre, soportan en distintos Estados miembros una rígida normativa por porcentajes mínimos y máximos de inversión del Activo. Sin ir lejos geográficamente, comprobemos si en España la *Ley 8/1987, de 8 de julio, de regulación de los Planes y Fondos de Pensiones*<sup>52</sup> (LPFP) -modificada en último lugar por la *Ley 24/2001, de 27 de diciembre*<sup>53</sup>-, junto al *Real Decreto 1307/1988, de 30 de septiembre, por el que se aprueba el Reglamento de Planes y Fondos de Pensiones*<sup>54</sup> (RFPF) -modificado por *Real Decreto 1589/1999, de 15 de octubre*<sup>55</sup>-, responde o no al esquema cuantitativo por límites porcentuales en la inversión del Activo.

El Capítulo V del RFPF se consagra al régimen financiero de los Fondos de Pensiones. De él seleccionamos la Sección 1ª (“Inversiones y criterios de valoración”) y, más en concreto, el artículo 34 (“Inversiones de los Fondos de Pensiones”). Como sucede con los seguros de vida, las inversiones de los Fondos de Pensiones han de materializarse -manifiesta el primer párrafo del apartado 1 del artículo 34- atendiendo a criterios de seguridad, rentabilidad<sup>56</sup>, diversificación y congruencia de plazos adecuados a sus finalidades. Seguridad y rentabilidad son los dos grandes pesos de la balanza de la inversión; pero, *ab initio*, el primero de ellos parece pesar más para el legislador.

<sup>52</sup> B.O.E. núm. 137, 9 junio 1987 [RCL 1987, 1381].

<sup>53</sup> B.O.E. núm. 313, 31 diciembre 2001 [RCL 2001, 24965].

<sup>54</sup> B.O.E. núm. 263, 2 noviembre 1988 [RCL 1988, 2216]. Un completo comentario de este Reglamento, antes de su modificación en el año 1999, es éste que sigue: MORENO REYES, Francisco; SANTIDRIAN ALEGRE, Jesús; FERRANDO PIÑOL, Alberto. *Los planes...*, op. cit., p. 11-261.

<sup>55</sup> B.O.E. núm. 256, 26 octubre 1999; rect. B.O.E. núm. 281, 24 noviembre 1999 [RCL 1999, 2671; 1999, 2911]. Un estudio de este Real Decreto, cuando aún estaba en fase de proyecto, es el que escribió Ricardo PRADAS MONTILLA: “Planes y Fondos de Pensiones: evolución de su normativa reguladora”. En, *Documentación Laboral*, 1999, nº 59, vol. II, p. 5-25. La revisión del RFPF a través del Real Decreto 1589/1999 es consecuencia lógica, de un lado, de la Disposición Adicional 11ª y de las Disposiciones Transitorias 14ª y 15ª LOSSP y, de otro, del denominado “Reglamento de exteriorización”, esto es, del *Real Decreto 1588/1999, de 15 de octubre, por el que se aprueba el Reglamento sobre la instrumentación de los compromisos por pensiones de las empresas con los trabajadores y beneficiarios* (B.O.E. núm. 257, 27 octubre 1999 [RCL 1999, 2689]).

<sup>56</sup> La rentabilidad financiero-fiscal de los planes de pensiones, vía Fondos de Pensiones, y su comparación con la rentabilidad de los Fondos de Inversión es el objeto de los comentarios y de los cuadros y gráficos que hallará el lector en: CARRASCO CASTILLO, Germán; DOMÍNGUEZ MARTÍNEZ, José M.; GUTIÉRREZ BENGOCHEA, Miguel. “Los planes de pensiones como instrumentos de ahorro a largo plazo: un análisis de su rentabilidad”. En, *Cuadernos de Información Económica*, julio-agosto 1997, nº 124-125, p. 161-169.

Un coeficiente obligatorio de inversión determina el segundo párrafo de ese mismo apartado 1: un 90% del Activo<sup>57</sup> del Fondo tiene que invertirse en activos financieros contratados en Mercados regulados, en créditos con garantía hipotecaria, en inmuebles y en depósitos bancarios; superando, así, en quince puntos porcentuales el límite mínimo marcado por el artículo 16.1 LPFP. Siempre dentro de este 90% la inversión en depósitos bancarios no habrá de rebasar el 15%. El respaldo para justificar esta última previsión reglamentaria está en el artículo 16.2 LPFP: *“Reglamentariamente podrán fijarse porcentajes mínimos o máximos de inversión en determinadas categorías generales de inversiones en que se materialice el activo de los Fondos de Pensiones, con el fin de asegurar su liquidez o solvencia”*. Este precepto es perfecto ejemplo de un enfoque cuantitativo de la inversión; en tanto permite que se prevean, a través de Reglamento, porcentajes, ya mínimos, ya máximos, de inversión en concretas categorías (generales) de activos financieros. El Reglamento de desarrollo, en cambio, no ha llevado a la práctica, con la excepción de los depósitos bancarios, esta habilitación. No ha caído nuestro RFPF en una *“posición marcadamente intervencionista”*, como correctamente indicó el profesor LA CASA GARCÍA<sup>58</sup>. El texto reglamentario -en palabras del párrafo séptimo de su Exposición de Motivos- *“se ha limitado a desarrollar de forma flexible los requerimientos legales, huyendo de posiciones más intervencionistas que cualifican algunos ordenamientos de países de nuestra área económica”*. El RFPF, en suma, no ha limitado la “libre” inversión dentro del coeficiente “obligatorio” de inversión; pero -hasta que se modifique la LPFP- está facultado para incluir restricciones en cualquier momento<sup>59</sup>.

Por la diferencia del 90% del coeficiente obligatorio con el total, el resto queda de libre disposición. Activos financieros no contratados en Mercados regulados tendrían aquí acogida<sup>60</sup>. Después de fijar el apartado 1 aquel coeficiente obligatorio, el apartado 2 del mismo artículo 34

<sup>57</sup> Como advirtió el profesor Rafael LA CASA GARCÍA (*Los Fondos...*, op. cit., p. 400-401), ni la LPFP ni el RFPF ofrecen una definición de lo que haya de entenderse por “Activo”, a los efectos de la política de inversión del Fondo de Pensiones, por lo que parece conveniente aplicar por analogía lo dispuesto para los Fondos de Inversión en la Norma segunda de la *Circular 8/1990, de 27 de diciembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, de determinación del valor liquidativo de los Fondos de Inversión Mobiliaria y coeficientes operativos y límites de inversión de las Instituciones de Inversión Colectiva* (B.O.E. núm. 5, 5 enero 1991 [RCL 1991, 25]): inmovilizaciones inmateriales; inmovilizaciones materiales; cartera interior; cartera exterior; intereses de la cartera de inversión; provisión por depreciación de los valores mobiliarios; inversiones dudosas, morosas o en litigio; tesorería y revalorización de los valores.

<sup>58</sup> En su siguiente trabajo: *Los Fondos...*, op. cit., p. 395, 430.

<sup>59</sup> Sobre las fórmulas restrictivas susceptibles de ser incluidas en el RFPF, léase la nota a pie de página nº 48 del Capítulo I de la siguiente obra: LA CASA GARCÍA, Rafael. *Los Fondos...*, op. cit., p. 67.

<sup>60</sup> Como también los créditos sin garantía hipotecaria, las operaciones de leasing o arrendamiento financiero, o la tesorería. Vid. IBÁÑEZ, Francisco; ESPONA, Antonio. *Planes...*, op. cit., p. 153.

RFPF establece un coeficiente mínimo de liquidez<sup>61</sup>: un 1% del Activo debe mantenerse en depósitos a la vista y en activos del Mercado Monetario con un vencimiento máximo de tres meses. Atestigua, sin embargo, la doctrina<sup>62</sup> que el nivel del coeficiente de liquidez es en la práctica muy superior a ese 1% que exige el legislador; a lo que habría que añadir la posibilidad reglamentaria de que tal coeficiente fuera aumentado a la vista de la revisión actuarial de cada plan de pensiones (párrafo 2º, ap. 2).

## 2- ENFOQUE CUALITATIVO DE LA INVERSIÓN

### 2.1- *Porcentajes máximos de inversión: principio de diversificación*

El cumplimiento de aquellos dos coeficientes (obligatorio y de liquidez) no es suficiente. El Fondo de Pensiones ha de adecuarse -como también las compañías aseguradoras- a unas reglas porcentuales que garanticen la diversificación y la no concentración. Para ello, el apartado 4 de este artículo 34 RFPF -como el apartado 4 del artículo 16 LPFP antes de su revisión por la Ley 24/2001-, sin perjuicio de limitaciones especiales, exige como regla general, excepcionable en el apartado 5, que no se exceda de un 5% de los títulos puestos en circulación por una entidad la inversión en títulos que hayan sido emitidos o avalados por ella. Sumados a esta inversión los créditos otorgados/avalados a/por la misma entidad el porcentaje no subirá del 10% de los activos financieros que se integran en el Fondo de Pensiones. Este 10% será, por último, aplicable a los títulos emitidos y a los créditos recibidos de diversas entidades cuando formen parte de un mismo grupo económico, en los términos del artículo 4 LMV (art. 16.5 LPFP)<sup>63</sup>. De sumo interés a lo efectos de nuestra investigación -habrá ocasión de ver por qué- es la novísima redacción del apartado 4 del artículo 16 LPFP por la Ley 24/2001 cuando prevé que mediante Reglamento se establezcan porcentajes de diversificación para determinados tipos de inversiones y, en concreto, para las inversiones en valores no cotizados en mercados organizados, especialmente de pequeñas y medianas empresas, y en capital-riesgo.

---

<sup>61</sup> El coeficiente mínimo de liquidez que establece el artículo 34 RFPF para las inversiones del Fondo de Pensiones en nada se confunde ni contradice con el principio de iliquidez del plan de pensiones que enuncia el artículo 10 bis 1 RFPF: la efectividad de los derechos sólo tendrá lugar cuando se produzca el hecho del que deriva la prestación o cuando se produzca la movilización de los recursos a otro plan de pensiones.

<sup>62</sup> Así, José Carlos GARCÍA DE QUEVEDO RUIZ y José Ramón PLAZA SALAZAR (“Los regímenes...”, op. cit., p. 49).

<sup>63</sup> Vid. *supra* nota a pie de página nº 31.

## 2.2- Principio del buen padre de familia

Unos ratios porcentuales de diversificación, desde el prisma de la entidad emisora y desde el del propio Fondo de Pensiones, junto a un coeficiente de inversión y otro de liquidez, encuentran razón en la teoría y práctica financiera en el interior del principio del buen padre de familia si no se endurecen, ni se imponen acotaciones por porcentajes máximos o mínimos para cada tipo de activos, en aras a configurar, en pro de la máxima seguridad de los fondistas, un panorama inversor en exceso proteccionista<sup>64</sup>. A pesar de la habilitación legal del artículo 16.2 LPFP, nuestro Reglamento sobre planes y Fondos de Pensiones -pudiéndolo hacer- no ha incluido porcentajes mínimos o máximos de inversión por categorías de activos -excepto para los depósitos bancarios (15%, recuérdese)- y los porcentajes que ha establecido para activos emitidos o avalados por una misma entidad son obligados con base en aquel principio de diversificación. La normativa española, sentados estos datos, responde más que a un enfoque cuantitativo a uno cualitativo, esto es, a una gestión prudente<sup>65</sup>.

Estudios<sup>66</sup> de los que han tenido conocimiento las instituciones comunitarias han demostrado cómo a largo plazo una mayor rigidez en los criterios inversores no implica necesariamente una mayor solvencia del Fondo de Pensiones y, por correlación, no está estrechamente vinculada con una mayor rentabilidad de los partícipes o ahorradores finales. En los Sistemas Financieros de países -sobre todo, de raigambre anglosajona- que proporcionan mayor flexibilidad a la hora de que los denominados -en terminología comunitaria- “organismos de previsión para la jubilación” (OPJ)<sup>67</sup> inviertan en activos financieros, incluidos

<sup>64</sup> Vid. MONTLLOR I SERRATS, Joan; TARRAZÓN RODÓN, M<sup>a</sup>. Antonia. *La inversión...*, op. cit., p. 37-38.

<sup>65</sup> A esta misma conclusión habían llegado Joan MONTLLOR I SERRATS y M<sup>a</sup>. Antonia TARRAZÓN RODÓN (*La inversión...*, op. cit., p. 38).

<sup>66</sup> Uno de esos estudios desembocó en la *Comunicación de la Comisión de 31 de marzo de 1998. El capital de riesgo: clave de la creación de empleo en la Unión Europea* Abril 1998 (SEC (1998) 552 final, 31 marzo 1998, p. 8, 16-17), que será objeto de análisis más depurado en nuestro próximo Capítulo.

<sup>67</sup> En la primera propuesta de Directiva del Consejo presentada por la Comisión el 21 de octubre de 1991 (vid. *supra* nota a pie de página nº 44) ya se contenía, en la letra a) del artículo 2, una definición de “organismo de previsión para la jubilación”: “*Toda entidad constituida independientemente de toda posible empresa promotora, con el objeto de financiar prestaciones de jubilación a un colectivo vinculado por una relación profesional, laboral o de otro tipo similar*”. La misma continuaba: “*Aquellas entidades, distintas de las entidades competentes con arreglo a lo dispuesto en el Reglamento (CEE) nº 1408/71 del Consejo [DO L 149, 5 julio 1971, p. 2], que faciliten las prestaciones de jubilación prescritas o previstas en la legislación de la Seguridad Social se considerarán incluidas en la presente definición de organismo de previsión para la jubilación*”. Tal definición -no sin variantes que ponen de relieve el sistema de capitalización- prosigue en la letra a) del artículo 6 de la propuesta de Directiva de 27 de marzo de 2001: “*Toda entidad que opere siguiendo el sistema de capitalización, con una base constituida independientemente de cualquier sector o empresa promotora y cuya única actividad sea*

los activos variables no negociables en Mercados secundarios, se han alcanzado (no siempre) superiores cotas de rentabilidad del Activo del propio organismo a largo plazo y, en consecuencia, de los ahorros que a su través invierten quienes aseguran su jubilación. Con base en el principio de prudencia o del buen padre de familia, la inversión de una parte del Activo del Fondo en valores no negociables no sólo no entra en contradicción intrínseca con aquellos otros principios de seguridad, rentabilidad o estabilidad, sino que, *a contrario*, contribuye derechamente a alcanzarlos.

El principio del buen padre de familia que no es sino la libertad inversora, en este caso, de los Fondos de Pensiones sometida a medidas cautelares de supervisión guía -lo decíamos al inicio de este tercer gran epígrafe-, en conexión con la libertad de ubicación intracomunitaria de las gestoras de los Fondos y la libertad de movimiento intracomunitario de los partícipes-fondistas, la propuesta de Directiva relativa a los Fondos de Pensiones -*rectius*, OPJ- con la misión de potenciar su papel de previsión social. El hilo que conduce esta -todavía en fase de propuesta- Directiva comunitaria de OPJ se deshila en liberalización de las inversiones y seguridad de los inversores finales por medio de medidas cautelares<sup>68</sup>. Las medidas cautelares no sólo no entran en tensión con el enfoque cualitativo de la capitalización sobre el que descansa la tan citada propuesta, sino que lo subrayan: hay protección para que exista libertad en la inversión. Aquella protección o seguridad económica de las prestaciones de jubilación a las que deben comprometerse por su responsabilidad social los OPJ se sustenta sobre requisitos cautelares mínimos obligatorios (como el principio de diversificación) que habrán de respetar, bajo supervisión, quienes administren el capital (art. 13.a) bis propuesta Directiva, conforme a lo añadido por la enmienda 64 del Informe del Parlamento Europeo de 21 de junio de 2001). Gracias al equilibrio que introduce el principio del buen padre de familia, el sometimiento a normas cautelares razonables en nada impide una inversión del Activo diversificada y adaptada a su deuda con un nivel adecuado de riesgos, donde tengan cabida valores privados de renta variable (de mayor riesgo que los valores públicos y los de renta fija por las oscilaciones

---

*proporcionar prestaciones de jubilación en el contexto de una actividad profesional a empleados o trabajadores autónomos sobre la base de un acuerdo o contrato suscrito individual o colectivamente entre la empresa o empresas y el empleado o empleados o sus representantes respectivos o entre el organismo y el particular". El Informe del Parlamento Europeo de 21 de junio de 2001 [A5-0220/2001] sobre la susodicha propuesta introduce modificaciones en esta última definición a través de su enmienda 38 para, de un lado, admitir no sólo a personas jurídicas sino también a secciones contables separadas dentro de una persona jurídica y, de otro, permitir la gestión por entidades financieras que operen por cuenta del OPJ.*

<sup>68</sup> En el artículo 4 de esta propuesta de Directiva se permite a los Estados miembros que adopten para las compañías de seguro de vida por las actividades de pensiones de jubilación que lleven a cabo las normas cautelares que se prevén para los Fondos de Pensiones.

temporales), incluso, no negociables (de mayor riesgo que los negociables por las dificultades de valoración), considerados como “valores de riesgo” (art. 18.6.c) propuesta Directiva).

La normativa existente en el ordenamiento jurídico español en materia de Fondos de Pensiones no encontrará impedimentos para ajustarse a esta Directiva sobre las actividades de los OPJ cuando ésta vea -si ve- su esperada aprobación. Aunque es viable en virtud del artículo 16.2 LPPF, no se exigen en el RPPF cuotas de inversión en particulares clases de valores. Si bien es cierto que el Activo de nuestros Fondos de Pensiones se ha ido concretando en la práctica básicamente en valores de renta fija nacionales y en tesorería; también lo es que la posición antes inadvertida de los valores de renta variable y de los valores extranjeros está aumentando de manera pausada, pero continuada, desde la segunda mitad de la década pasada<sup>69</sup>. Además, la muy reciente previsión del actual apartado 4 del artículo 16 LPPF de concretar porcentajes de diversificación para las inversiones en valores no cotizados de pequeñas y medianas empresas entronca derechamente con el fortalecimiento de este principio del buen padre de familia. Se posibilita -dentro de unos porcentajes de diversificación a fijar reglamentariamente- la inversión de Fondos de Pensiones en valores que no negocian en un Mercado organizado, canalizando el ahorro a largo plazo<sup>70</sup> hacia la inversión productiva<sup>71</sup> y

<sup>69</sup> Datos recogidos con fecha de 31 de marzo de 1997 y vertidos en el estudio citado de María Dolores OLIVER ALFONSO, María José PALACÍN SÁNCHEZ y Antonio DE LA TORRE GALLEGOS (“Perspectivas futuras...”, op. cit., p. 77) evidenciaron cómo en España la renta variable de los Fondos de Pensiones alcanzaba un 8% del total frente al anterior 5%, y las inversiones internacionales un 5,48% frente a un previo 3%. Para la obtención de más datos, vid. *infra*, en nota a pie de página, final del Capítulo V.

<sup>70</sup> El Informe de la Ponencia para el análisis de los problemas estructurales del sistema de la Seguridad Social y de las principales reformas que deban acometerse, más conocido como “Pacto de Toledo” de 4 de febrero de 1995 (aprobado por el Congreso de los Diputados el 6 de abril de 1995 y plasmado en el Boletín Oficial del Congreso de 12 de abril de 1995 [Serie Plenaria nº 140, p. 7427] y traducido normativamente en la *Ley 24/1997, de 15 de julio, de consolidación y racionalización del sistema de Seguridad Social* (B.O.E. núm. 169, 16 julio 1997 [RCL 1997, 1806] [LCR]) resaltó la importante función del sistema complementario de pensiones como fuente de ahorro a largo plazo y recomendó (en la recomendación nº 14, desarrollada por una Proposición no de Ley aprobada en el Diario de Sesiones del Congreso de los Diputados de 10 de febrero de 1998 [Boletín Oficial de las Cortes Generales (B.O.C.G.), Congreso de los Diputados, Serie D, nº 229, 5 enero 1998]) su potenciación; como nos lo recuerdan Ramón DEL BARRIO RAMOS (“Los planes...”, op. cit., p. 150), Maximino CARPIO GARCÍA y Marta FERNÁNDEZ MORENO (“El sistema público de pensiones español, ¿qué hemos aprendido del “Pacto de Toledo?”. En, CARPIO GARCÍA, Maximino. (Dir.). *El sistema de pensiones, una reforma sin fin*. Madrid: PricewaterhouseCoopers, 2000, p. 10, 24), M<sup>a</sup>. Antonia CASTRO ARGÜELLES (“El papel...”, op. cit., p. 482-483), Carlos DELGADO PLANÁS (*Cómo complementar la pensión de jubilación a través de la empresa. La previsión empresarial en España*. Madrid: McGraw-Hill, 1999, p. 5, 42), José Manuel MARTÍN BERNAL (*Seguridad Social...*, op. cit., p. 34-35) o la Subdirección General de Planes y Fondos de Pensiones (“Instrumentación de los compromisos por pensiones de las empresas españolas. Situación actual y perspectivas”. En, *ICE. Boletín Económico*, 8-14 febrero 1999, nº 2606, p. 8). La propia LPPF, en el noveno párrafo de su Exposición de Motivos, hizo hincapié en la relación con el ahorro a largo plazo: “La experiencia internacional en los países donde los Fondos de Pensiones están arraigados, pone de manifiesto su efecto estimulante del ahorro a largo plazo”.

facilitando, en otra vertiente, la financiación a largo plazo de empresas, generalmente de corta dimensión, gracias a su conexión con el fenómeno inversor, financiero y desinversor que se conoce con el nombre de “capital-riesgo”.

---

<sup>71</sup> La Comisión se detuvo en el PASF (COM (1999) 232 final, 11 mayo 1999, p. 7) en esta relación entre los Fondos de Pensiones y la inversión productiva cuando comentó: “*Al proporcionar una fuente de capital a largo plazo, los fondos de pensiones también estimularán el flujo de fondos disponibles para la inversión del sector privado (fomentando así la creación de puestos de trabajo y el crecimiento)*”. En términos prácticamente idénticos se pronunciaría después la propia Comisión en el segundo Informe del PASF (COM (2000) 336 final, 30 mayo 2000, p. 5). Entre nuestra mejor doctrina económico-financiera, el profesor José MARTÍ PELLÓN (“La capitalización de PMES mediante capital riesgo: problemas existentes y propuestas para su consolidación en España”. En, *El*, noviembre-diciembre 1993, nº 294, p. 103) advirtió esta misma relación entre los Fondos de Pensiones y las compañías de seguro con la inversión productiva, en especial, de pequeñas y medianas empresas. “*El ahorro privado es la fuente principal de financiación de la inversión productiva*”, expondría con propiedad Camilo LLUCH SANZ en un estudio sobre los Fondos de Pensiones titulado: “Los Fondos de Pensiones en el Sistema Financiero”. En, MARTÍNEZ LAFUENTE, Antonio. (Dir.). *Estudio sobre planes y Fondos de Pensiones*. Barcelona: Ariel, septiembre 1989, p. 427. Con no menos expresividad un representante anónimo del Banco Santander Central Hispano prologaría el libro de GARRIGUES & ANDERSEN. *La previsión social...*, op. cit., p. 25. Las siguientes fueron sus palabras: “*Los Fondos de Pensiones y Seguros de Vida [...] propician el ahorro [...], impulsando así el círculo virtuoso de la economía: ahorro, inversión, empleo, producción, renta, consumo y ahorro*”. Respecto de la generación por parte de la previsión complementaria de un “*círculo virtuoso entre crecimiento y ahorro e inversión*” ya había tenido ocasión de pronunciarse José Carlos GARCÍA DE QUEVEDO RUIZ (“El ahorro...”, op. cit., p. 10).



## ***CAPÍTULO II***

### ***SEGURO: FINANCIACIÓN DEL CAPITAL-RIESGO***

---



## I- SEGURO Y CAPITAL-RIESGO

La inversión del seguro es también financiación. De un lado, cuando el seguro invierte en valores negociados financia, vía Mercado de Valores, a las entidades cotizadas. De otro, cuando el seguro invierte *-rectius*, invierta- en valores no negociados financia a compañías no cotizadas. Esta financiación, ya sea directa ya indirecta a través de intermediarios, de empresas que no cotizan en un Mercado Bursátil es financiación por capital-riesgo.

Si bien los antecedentes más próximos del capital-riesgo en España datan de 1976<sup>1</sup> y su nacimiento de 1986<sup>2</sup>, no es sino hasta fechas recientes cuando resurge en nuestro panorama financiero. En una primera aproximación, puede decirse que el capital-riesgo inyecta recursos a empresas de talla pequeña o mediana en etapas iniciales, con grandes perspectivas de crecimiento y desarrollo de proyectos dinámicos, en muchas ocasiones, basados en I+D. Son estas jóvenes empresas las que tienen mayores necesidades financieras y las que, de forma añadida, sufren mayores dificultades a la hora de encontrar una financiación flexible y no excesivamente costosa<sup>3</sup>. El alto riesgo<sup>4</sup> que asumen los inversionistas de capital-riesgo al financiar este tipo de operaciones se ve compensado -al menos, en el plano teórico<sup>5</sup>- con una elevada tasa de rentabilidad. Se benefician, pues, tanto inversionistas como nuevas empresas. Éstas encuentran una bombona de oxígeno y no se ven abocadas a depender de los empréstitos bancarios.

<sup>1</sup> En el año 1976 se aprobó el *Decreto-Ley 18/1976, de 8 de octubre, de ordenación económica y medidas económicas* (B.O.E. núm. 244, 11 octubre 1976 [RCL 1976, 1929]); promotor de las Sociedades de Desarrollo Industrial, como antecedentes de las Sociedades de Capital-Riesgo.

<sup>2</sup> De 14 de marzo de 1986 es el *Real Decreto-Ley 1/1986* (B.O.E. núm. 73, 26 marzo 1986 [RCL 1986, 940]), en cuyos artículos 12 a 20 se instauró el primer régimen jurídico explícito acerca de las Sociedades y Fondos de Capital-Riesgo. A partir de este momento se produjo el auténtico desarrollo del capital-riesgo. Vid. MARTÍ PELLÓN, José. "La capitalización...", op. cit., p. 96.

<sup>3</sup> Vid. EUROPEAN BUSINESS ANGELS SURVEY. *Report on the potential for business angels investment and networks in Europe*. Bruselas: Comisión Europea, febrero 1998 (citado en la ya citada Comunicación de la Comisión. El capital de riesgo: clave de la creación de empleo en la Unión Europea. Abril 1998 [SEC (1998) 552 final, 31 marzo 1998, p. 8, 10]).

<sup>4</sup> Partiendo de la base de que toda inversión conlleva riesgo, el riesgo de la inversión en capital-riesgo es superior al riesgo de la inversión media. Vid., ad ex., MADRID PARRA, Agustín. "Aspectos jurídicos del capital-riesgo". En, *Perspectivas del Sistema Financiero*, 1999, nº 67, p. 69. En igual dirección y con mayor profusión, vid. ABAD, Alberto. "La experiencia del capital riesgo en la CAPV". En, *Perspectivas del Sistema Financiero*, 1993, nº extra, p. 167.

<sup>5</sup> Para que un mercado de capital-riesgo funcione con corrección, ofreciendo las inversiones en empresas jóvenes de reducido tamaño las más altas tasas de revalorización y rentabilidad, tienen que darse las cuatro condiciones que relacionó el profesor José MARTÍ PELLÓN (*El Capital Inversión en España, 1999 (Capital Riesgo y Capital Desarrollo)*). Madrid: Civitas; Mercapital; Ascricri, 2000, p. 19-21, 133): un amplio Mercado Interior, un Mercado de Valores que admita a pequeñas y jóvenes empresas innovadoras, una regulación jurídica flexible y una cultura empresarial enraizada en la sociedad.

Las consecuencias positivas que la financiación por capital-riesgo está introduciendo en el sector empresarial europeo han provocado la intensificación en la aprobación de programas y medidas de estímulo, directo e indirecto, de esta figura por parte de las instituciones de la UE y de la mayoría de los Estados miembros. La carrera hacia la expansión y consolidación del capital-riesgo en el marco europeo ya ha comenzado, mas la campana final se intuye lejana. Sólo la identificación y ulterior superación de obstáculos permitirá seguir avanzando.

Pretensión descabellada, de nuestro lado, sería entrar a analizar con minucia todos y cada uno de los pasos que se han dado -y se tendrán que dar- en el largo recorrido de la modalidad inversora y financiera que es el capital-riesgo. El objetivo necesariamente tiene que ser más modesto: la acentuación del seguro como mecanismo de financiación del capital-riesgo que, a su vez, financia las inversiones de las empresas, básicamente, en su fase de inicio o puesta en marcha. Nuestro esfuerzo, sin embargo, resultaría vano si de forma previa no atendiéramos al capital-riesgo con algunas consideraciones generales, como ésta con la que damos pié al siguiente epígrafe: terminología y definición de capital-riesgo.

## 1- CAPITAL-RIESGO: TERMINOLOGÍA Y DEFINICIÓN

### 1.1- *Precisiones terminológicas*

El término español de “capital-riesgo” es traducción literal del “*capital-risque*” francés que, a su vez, intentó traducir -sin mucho rigor<sup>6</sup>- el vocablo “*venture capital*” del otro lado del Atlántico<sup>7</sup>.

<sup>6</sup> De “mala traducción” lo calificaron Pierre BATTINI, Gilles COPIN y Pierre-Jean RAUGEL (*Le guide pratique du capital-risque*. París: Interditions, 1988, p. 16). Posteriormente, de igual modo, Jean LACHMANN (*Le seed capital: une nouvelle forme de capital-risque*. París: Economica, 1992, p. 13).

<sup>7</sup> El profesor Juan Luis IGLESIAS PRADA (“Aproximación al estudio de las Sociedades de Capital-Riesgo”. En, ALONSO UREBA, Alberto; BONARDELL LENZANO, Rafael; GARCÍA VILLAVARDE, Rafael. (Coord.). *Nuevas entidades, figuras contractuales y garantías en el Mercado Financiero*. Madrid: Civitas; Consejo General de los Colegios Oficiales de Corredores de Comercio, 1990, p. 73) indicó que “hubiera sido preferible elegir una denominación menos equívoca, en lugar de ceder al atractivo de la expresión anglosajona “*venture capital*””. Yves FLORNOY (“La problemática del mercado de capital-riesgo en las Bolsas de la C.E.E.”. En, AAVV. *La financiación capital-riesgo (venture capital) y el desarrollo de nuevas empresas*. Madrid, 3 y 4 abril 1984. Madrid: Instituto de Empresa, 1984, p. 37), por su parte, tachó con rotundidad el término “capital-riesgo” de excesivo.

### 1.1.1- “Venture capital” - “private equity”

El *venture capital* es un subsector del *private equity*<sup>8</sup> que, en sentido estricto, versa con exclusividad sobre las inversiones realizadas en empresas que, sin cotizar en el Mercado de Valores, se encuentran en las etapas más tempranas del negocio. No es en el *venture capital stricto sensu* sino en el *development capital* -dentro, asimismo, del *private equity*- donde se incluye la provisión de capitales a empresas maduras no cotizadas, con problemas de sucesión familiar (*management buy-out* [MBO] y *management buy-in* [MBI]) o necesidades de reestructuración corporativa (*turnaround*).

### 1.1.2- “Capital-riesgo” - “capital inversión”

En Europa los términos *venture capital* y *private equity* se han venido entendiendo durante años intercambiables. Conforme a la interpretación clásica europea, el *venture capital* o capital-riesgo acogería en su seno, incluso, al *buy-out* o *buy-in financing*. De un tiempo a esta parte, sin embargo, aquellas precisiones de los EE.UU. han calado hondo en la doctrina e inversores de Estados como España o Francia. Se habla ahora de “capital inversión”, “inversión en capital”, “recursos propios para empresas no cotizadas” o “inversión en capital de empresas no cotizadas”<sup>9</sup>, como traducción de “*private equity*”. Hay ocasiones en que ni siquiera se apela a la traducción y se mantiene “*private equity*” en su estado original<sup>10</sup>. En este capital inversión o *private equity* encajaría, por un lado, el capital-riesgo *stricto sensu* (*venture capital* o *capital-*

<sup>8</sup> En lo tocante a las diferencias entre el *venture capital* y el *private equity* son interesantes las puntualizaciones que realizó la *European Venture Capital Association* (EVCA) en: *Priorities for private equity. Realising Europe’s entrepreneurial potential*. Bruselas: EVCA, abril 1998, p. 2; *EVCA guidelines*. Bruselas: EVCA, mayo 1999, p. 12. En idéntico sentido, accédase a: <http://www.evca.com/venture.htm>; <http://www.nvca.com/def.html>.

<sup>9</sup> Estas expresiones, con mayor difusión cada día, fueron acuñadas, en particular, por el profesor José MARTÍ PELLÓN. Vid., ad ex., sus siguientes trabajos: “Capital riesgo: una denominación equívoca”. En, *Boletín de Estudios Económicos*, diciembre 1995, nº 156, vol. L, p. 484-485; *El capital inversión en España 1996*. Madrid: Civitas, 1997, 215 p.; “Financiación con recursos propios. Capital Riesgo (*Venture Capital*)”. En, MÉNDEZ ÁLVAREZ, José. (Dir.). *PYMES: problemática global, financiera y fiscal*. Madrid: Fundación General de la Universidad Complutense. San Lorenzo de El Escorial, 21-25 julio 1997; *Capital riesgo y capital desarrollo*. Madrid, 1997, p. 7 s.e. (texto mecanografiado cedido por el autor); *Notas técnicas sobre capital riesgo*. Madrid, 2000, p. 9 s.e. (texto mecanografiado cedido por el autor). Por su parte, Gregorio ARRANZ PUMAR (“Salida a Bolsa de una sociedad de capital riesgo”. En, *DN*, diciembre 1997, nº 87, año 8, p. 68) apeló a la traducción literal de la expresión “*private equity*”: “capital privado”.

<sup>10</sup> En una conferencia titulada: “Presente y futuro del capital inversión en España” (dentro del curso: *El capital riesgo - capital inversión: una oportunidad para la empresa española*. Madrid: Fundación General de la Universidad Complutense. San Lorenzo de El Escorial, 18-19 julio 2000), el profesor José MARTÍ PELLÓN comentó que era preferible utilizar la expresión anglosajona “*private equity*” que acudir a su traducción en idioma castellano: “capital inversión”.

*risque*) para las empresas nuevas y, por otro, el capital desarrollo (*development capital* o *capital-développement*) para las empresas maduras. En el capital inversión mientras el capital desarrollo toma cuerpo, el capital-riesgo *stricto sensu* va desvaneciéndose.

A lo largo del presente trabajo vamos a optar por “capital-riesgo”<sup>11</sup>. Mas, entendido *lato sensu*, esto es, capaz de englobar la financiación de proyectos pilotados por compañías no cotizadas en cualquiera de sus estadios (iniciales o maduros) de desarrollo. Aparecen, de seguido, dos cuestiones: ¿por qué “capital-riesgo”? y ¿por qué *lato sensu*?

La respuesta a la primera pregunta no proviene de la añoranza de tiempos pasados, en los que ha sido la expresión más extendida -si bien, no la única<sup>12</sup>- en nuestro país. Nuestros argumentos se colocan en un plano legislativo. La vigente *Ley 1/1999, de 5 de enero, reguladora de las Entidades de Capital-Riesgo y de sus sociedades gestoras*<sup>13</sup> (LECR) ha acuñado estas palabras<sup>14</sup> (siempre con guión y las dos letras iniciales en mayúsculas) como *nomen iuris* en el título, Exposición de Motivos y articulado; a la par que la regulación comunitaria, donde “capital-riesgo” (usualmente, sin guión y con la preposición “de”) es la expresión empleada.

La contestación a la segunda cuestión hay que buscarla en un plano pragmático. Si restringiéramos nuestra óptica a las inversiones con ocasión del nacimiento y primeros pasos de una empresa nos perderíamos las que se realizan a lo largo del desarrollo empresarial. En esta evolución, la pequeña empresa con probabilidad se convertirá -si antes no muere- en una empresa mediana y ésta quizás en una de grandes dimensiones. En ocasiones, bajo el manto de una empresa madura sigue escondida una PYME. ¡Qué visión más parcial tendríamos si no

<sup>11</sup> “Capital riesgo”, “capital a riesgo” o “capital de riesgo” sirven igualmente en nuestra labor.

<sup>12</sup> En mayor o menor medida se ha hecho uso también de las siguientes denominaciones: “capital fomento”, capital innovación”, “capital oportunidad”, “capital promoción”, “capital de futuro”, “capital empresario”, “capital aventura”, “capital aventurero”, “capital a riesgo y ventura” o “capital especulativo”. Léase este prolijo listado en: CENTRO PARA EL DESARROLLO TECNOLÓGICO E INDUSTRIAL. *Sociedades de Capital Riesgo*. Madrid: MINER, 1980, p. 3; GÓMEZ GRAS, José M<sup>a</sup>. *Análisis del “Venture Capital” como fuente especial de financiación de las PYME*. Tesis Doctoral. Universidad de Alicante. Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales, septiembre 1985, p. 221; MARTÍ PELLÓN, José. *El capital riesgo (“Venture Capital”). Un análisis conceptual y formal aplicado a España y a los principales países industrializados*. Tesis Doctoral. Universidad Complutense de Madrid, 1987, p. 23.

<sup>13</sup> B.O.E. núm. 5, 6 enero 1999 [RCL 1999, 214]. Esta Ley ha sido modificada, con efectos desde el 1 de enero de 2002, por la Disposición Adicional trigésima primera de la Ley 24/2001 para introducir una nueva Disposición Adicional (4<sup>a</sup>).

<sup>14</sup> El Grupo Parlamentario Mixto realizó tres enmiendas (nº 17, 18 y 19) -sin acogida posterior- al Proyecto de LECR que proponían la sustitución de la locución “capital-riesgo” por la de “capital-

observáramos este fenómeno en toda su globalidad!. Con “capital-riesgo” nombramos al capital de puesta en marcha, al capital intermedio y al capital desarrollo en el contexto de la financiación del empresariado.

Se palpa en el aire una duda: ¿cuál es la razón última de nuestro empeño en el *nomen* “capital-riesgo” cuando el de “capital inversión” es el utilizado en los círculos más interesados y comprometidos con la expansión de esta actividad?. Este interrogante lo despejamos con prontitud: aun contemplando este instrumento de inversión/financiación en su más amplio horizonte subjetivo, hay un intento por nuestra parte de dirigir la mirada hacia las operaciones empresariales de menor envergadura y mayor riesgo que son las que a largo plazo -y a pesar de los repetidos fracasos- promueven el avance de toda estructura económico-productiva. No obstante, alabaremos la denominación de “capital inversión” si con ello se consigue -como se pretende<sup>15</sup>- un aumento en el uso de esta modalidad financiera al ahuyentar las reticencias y frustraciones que la voz “riesgo” ha suscitado, respectivamente, entre inversionistas y empresarios. No olvidemos que el Diccionario de la Real Academia de la Lengua Española entiende este vocablo como sinónimo de contingencia o proximidad de un daño.

## 1.2- Definiciones de capital-riesgo

Cuando se pretende ofrecer una definición de una actividad como ésta con la que nos enfrentamos no podemos dejar de lado las palabras que componen su nombre<sup>16</sup>. El capital-riesgo es, antes que nada, capital. Capital y no deuda, esto es, recursos propios (o *quasi*-propios) y no ajenos. Es, además, riesgo. Riesgo o aventura porque existe una notable incertidumbre acerca del resultado y, a la postre, sobre la devolución de los capitales aportados y la obtención de las plusvalías esperadas.

inversión” (B.O.C.G. Congreso de los Diputados de 29 septiembre 1998, nº 121/000114, Serie A, núm. 115-7, p. 39).

<sup>15</sup> Vid. MARTÍ PELLÓN, José. *El capital inversión...*, op. cit., p. 23.

<sup>16</sup> Una definición de capital-riesgo basada en el estricto significado de sus términos proporcionaría Paul T. BAILEY (“Investment philosophies of two US-STYLE Venture Capital management companies in the UK”. En, BANCA CATALANA; BOLSA DE BARCELONA. *Capital de riesgo y segundo mercado bursátil*. Barcelona: Banca Catalana; Bolsa de Barcelona, 28-29 noviembre 1984) y nos la recordaría, primero, José M<sup>a</sup>. GÓMEZ GRAS (*Análisis del “Venture Capital”...*, op. cit., p. 225) y, después, este mismo autor junto con Enrique CLAVER CORTES (“Promoción empresarial, capital riesgo y segundo mercado bursátil”. En, *AF*, 12-18 enero 1987, nº 3, p. 118).

### 1.2.1- Definiciones en la literatura española

Son múltiples y variadas las definiciones que del término “capital-riesgo” se han sucedido en la literatura jurídica y económica española. Todas ellas atienden a una u otra perspectiva desde la que aprehender el capital-riesgo: sentido restringido o extenso.

Más cerca del segundo de los sentidos expuestos, uno de los mayores expertos en esta materia, el profesor MARTÍ PELLÓN, lo entendió en el año 1987 como aquella actividad financiera consistente en la apuesta por ideas innovadoras, materializada de forma temporal y minoritaria, con objeto de obtener fuertes plusvalías<sup>17</sup>. De manera muy similar había utilizado ya esta expresión para designar las aportaciones de recursos destinadas a ser colocadas en participaciones minoritarias y temporales, elegidas según determinados criterios, con el propósito de conseguir importantes plusvalías<sup>18</sup>.

Fue en definiciones posteriores cuando este autor incidió en las PYMES, en su papel de receptoras de recursos. Así, vio el capital-riesgo como: *“Un conjunto de recursos financieros, y servicios de asesoría, que se canalizan hacia pequeñas y medianas empresas innovadoras, ya existentes o en proceso de creación, bien en participaciones minoritarias con carácter temporal con la expectativa de obtener importantes plusvalías o bien en forma de deuda, convertible o no, con participación en los potenciales éxitos de gestión”*<sup>19</sup>. También como: *“La actividad financiera desarrollada por entidades especializadas, que consiste en la aportación de recursos financieros estables a pequeñas y medianas empresas (PMES) a través de participaciones temporales y, generalmente, minoritarias en su capital, que tiene por objeto contribuir a su nacimiento o expansión”*<sup>20</sup>. De manera análoga, como la prestación de apoyo financiero a PYMES, en proceso de puesta en marcha o crecimiento, mediante la participación temporal y minoritaria en su capital<sup>21</sup>. O, finalmente, como: *“La actividad financiera orientada a la provisión de recursos a medio y largo plazo, generalmente de forma minoritaria, a pequeñas y medianas empresas (PYME), en proceso de arranque o de crecimiento, sin*

<sup>17</sup> Esta definición se recoge en su trabajo: “La oferta de capital riesgo (venture capital) en España en 1986”. En, *ICE*, noviembre 1987, nº 651, p. 81.

<sup>18</sup> Vid. MARTÍ PELLÓN, José. *El capital riesgo...*, op. cit., p. 21.

<sup>19</sup> Léase la definición transcrita en su obra: *El capital riesgo...*, op. cit., p. 31-32.

<sup>20</sup> Vid. MARTÍ PELLÓN, José. “La capitalización...”, op. cit., p. 93.

<sup>21</sup> Vid. MARTÍ PELLÓN, José. “El capital riesgo y las pequeñas y medianas empresas”. En, *Papeles de Economía Española*, 1995, nº 65, p. 252.



*vocación de permanencia ilimitada en su accionariado*<sup>22</sup>. ¡Qué duda cabe que en estas cuatro últimas definiciones doctrinales las PYMES se alzaron en el centro neurálgico de este instrumento de financiación e inversión!

Otras muchas acepciones del término capital-riesgo que acentuaron su conexión con las PYMES fueron aquéllas que entendieron que era una actividad financiera institucional y sistematizada, orientada al suministro temporal y minoritario de capitales, usualmente a riesgo, a la pequeña y mediana empresa, para facilitar sus proyectos de expansión<sup>23</sup>; o un sistema de financiación dirigido básicamente a las pequeñas y medianas empresas, mediante el que una sociedad especializada en inversiones (sociedad inversora) “inyecta” capital en una empresa (sociedad receptora) en una proporción minoritaria y por un espacio de tiempo relativamente corto<sup>24</sup>; o una actividad financiera especializada y sistematizada que canaliza capitales hacia PYMES, en gran medida, innovadoras, al tomar participaciones en el capital social de las mismas, normalmente en forma minoritaria y temporal<sup>25</sup>; o, asimismo, la toma de participaciones, minoritaria y temporal, en el capital de empresas pequeñas y medianas por parte de grandes inversores, con el propósito de obtener una serie de beneficios y remuneraciones, básicamente vía plusvalías, transcurrido un cierto período de tiempo<sup>26</sup>.

Las definiciones doctrinales suelen ir al compás de las legales -en muchas ocasiones, éstas de aquéllas- y, a su vez, las legales de la *praxis* financiera. Es lógico, pues, que en línea con la tendencia actual de invertir en entidades empresariales de amplias dimensiones y avanzado grado de madurez, la LECR no contenga mención alguna a las PYMES, ni siquiera a la hora de determinar el objeto social principal de Sociedades y Fondos de Capital-Riesgo: “Toma de participaciones temporales en el capital de empresas no financieras cuyos valores no coticen en el primer mercado de las Bolsas de Valores” (art. 2.1). Es lógico, además, que la mayoría de las definiciones recientes de los tratadistas pongan como destinatarios de esta

<sup>22</sup> Esta definición la plasmó José MARTÍ PELLÓN en sus dos siguientes obras: *La inversión en capital de las PYME en España. 1995. (Capital Riesgo y Capital Desarrollo)*. Madrid: IMPI, mayo 1996, p. 8; *El capital inversión...*, op. cit., p. 21.

<sup>23</sup> Vid. CENTELLES, Enrique. “La actividad de capital riesgo (“Venture Capital”): características y posibilidades en España”. En, *El*, mayo-junio 1983, nº 231, p. 131.

<sup>24</sup> Consúltese, para este extremo, el libro de José Luis MARTÍN MENDOZA: *El capital-riesgo. Un sistema innovador de financiación*. Barcelona: Fausí, 1988, p. 11.

<sup>25</sup> Así, en la investigación doctoral de Justo SOTELO NAVALTROPO: *El capital-riesgo (venture capital) en el contexto de la política económica frente a la crisis industrial en España*. Tesis Doctoral. Universidad Complutense de Madrid. Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales, 1988, p. 130.

<sup>26</sup> Vid. GONZÁLEZ, José Ignacio. “Pequeñas y medianas empresas de distribución. Mecanismos de financiación”. En, *Distribución y Consumo*, agosto-septiembre 1994, p. 40.

actividad a las empresas *-rectius*, sociedades<sup>27</sup>- no cotizadas en los Mercados de Valores, sin especificar tamaño ni etapa de madurez<sup>28</sup>. Bajo este hilo conductor la Bolsa de Madrid ha entendido el capital-riesgo parejo al capital inversión *-rectius*, al capital desarrollo-. En términos generales, en esta plaza de negociación bursátil se ha definido como la participación de inversores profesionales en el capital de compañías ya establecidas con proyectos de expansión y crecimiento, a quienes aportan recursos financieros, asesoramiento y apoyo en la gestión<sup>29</sup>.

Si estos últimos conceptos gozan de una indudable virtud: dan luz a la realidad operativa presente en el entorno financiero de España y de otros muchos Estados europeos; padecen una debilidad: dejan en la sombra el extremo del capital-riesgo como fórmula financiera no convencional de las PYMES -familiares o no-, que fue la razón última de su aparición y del vivo esfuerzo que por su extensión está comenzando a surgir en los mercados nacional y comunitario.

Aunque a menor ritmo, en la actualidad continúan apareciendo algunas otras definiciones que prosiguen en la dirección de ligar el capital-riesgo con las empresas de talla mediana y pequeña. Destaca la del profesor MADRID PARRA<sup>30</sup>, quien describe el capital-riesgo como aquella actividad financiera que aporta recursos a pequeñas o medianas empresas con alto potencial de desarrollo, con la expectativa de alcanzar una alta plusvalía mediante la venta de la participación. Desde otra visión -última de las que recogemos de la literatura nacional-, el capital-riesgo sería una alternativa al sistema financiero tradicional y una vía de promoción de la inversión real dentro del tejido empresarial, que se dirige a proporcionar

<sup>27</sup> Es de extrema importancia, desde un punto de vista de exquisita técnica jurídica, la diferenciación que incorpora, a efectos de la normativa de capital-riesgo, el profesor Agustín MADRID PARRA ("Aspectos jurídicos...", op. cit., p. 75-76) entre los conceptos de "empresa" como objeto y "sociedad" como sujeto de derechos; relegada conscientemente al subconsciente de quien construye el presente trabajo de investigación, con la consiguiente subjetivización o personalización matizada del primero de aquellos conceptos: "empresa-sujeto", en línea con la terminología que emplea el legislador español y comunitario.

<sup>28</sup> El profesor José MARTÍ PELLÓN -siempre en la punta de lanza a la hora de aportar definiciones de capital-riesgo- expuso en el año 1999 ("Pasado, presente y futuro del capital-riesgo en España". En, *Perspectivas del Sistema Financiero*, 1999, nº 67, p. 21) que el capital-riesgo es: "*Una actividad financiera orientada a la provisión de recursos a medio y largo plazo, generalmente de forma minoritaria, a empresas no cotizadas en los mercados de valores, sin vocación de permanencia ilimitada en su accionariado*".

<sup>29</sup> Vid. BOLSA DE MADRID. "La alternativa financiera de la empresa familiar". En, *Bolsa de Madrid*, octubre 1998, nº 70, p. 35.

<sup>30</sup> Vid. MADRID PARRA, Agustín. "Aspectos jurídicos...", op. cit., p. 69.

financiación a medio y largo plazo a las PYMES, a través, normalmente, de la adquisición de participaciones en el capital social<sup>31</sup>.

### 1.2.2- Definiciones en la literatura comparada

El menor o mayor enlace del capital-riesgo con las unidades empresariales de reducida dimensión se ha visto reflejado, asimismo, en la literatura de otros Estados europeos. Es el caso de Francia, donde el *capital-risque* ha conocido desde su introducción un nada desdeñable impulso y desarrollo.

En un primer momento, quedó definido el *capital-risque* como el procedimiento para financiar con fondos propios las empresas con proyectos de fuerte potencial innovador<sup>32</sup>; como la aportación de fondos propios, efectuada por instituciones que se implican en mayor o menor medida en la marcha de la empresa, con el objetivo de obtener una plusvalía con la venta de las participaciones<sup>33</sup>; como la inversión por fondos propios o *quasi*-propios realizada en sociedades -en fase de creación o de transmisión- no cotizadas<sup>34</sup>; o, por último, como la aportación de fondos propios a largo plazo por parte de un inversor que juega un papel activo en la empresa participada, asesorando a su equipo de dirección y estimulando sus perspectivas de crecimiento para alcanzar una plusvalía en el capital con la venta de la participación<sup>35</sup>.

No han faltado otros pronunciamientos en los que se subrayó la toma de participación en el desarrollo de compañías de tamaño pequeño o mediano especializadas en tecnologías de punta y actividades novedosas<sup>36</sup> o, en general, en empresas no cotizadas recientes que conocen un desarrollo importante<sup>37</sup>. Retengamos en la memoria un par de ellos<sup>38</sup>. Conforme al primero,

<sup>31</sup> Es el concepto de capital-riesgo que aportó Anna VENDRELL VILANOVA en el artículo doctrinal siguiente: "Un nuevo impulso para la actividad de capital riesgo". En, *AF*, abril 1999, nº 4, año IV, p. 4.

<sup>32</sup> Véase la siguiente obra de Joël BESSIS: *Capital-risque et financement des entreprises*. París: Economica, 1988, p. 17.

<sup>33</sup> Pierre BATTINI, Gilles COPIN y Pierre-Jean RAUGEL consignaron esta definición en: *Le guide pratique...*, op. cit., p. 23.

<sup>34</sup> Vid. BESSIS, Joël. *Capital-risque...*, op. cit., p. 21.

<sup>35</sup> Los autores franceses Marc BERTONÈCHE y Lister VICKERY (*Le capital-risque*. París: Presses Universitaires de France, marzo 1987, p. 5-6) proporcionaron la transcrita definición de *capital-risque*.

<sup>36</sup> Vid. RIPERT, Georges; ROBLOT, René. *Traité de Droit Commercial*. 16ª ed. T. I. París: Librairie Générale de Droit et de Jurisprudence, 1996, 1237.

<sup>37</sup> Vid. BATTINI, Pierre; COPIN, Gilles; RAUGEL, Pierre-Jean. *Le guide pratique...*, op. cit., p. 23.

<sup>38</sup> Los dos pronunciamientos que hemos elegido pertenecen a Patrice GEOFFRON. El primero está en: "Le financement des PMES innovatrices: l'exemple américain". En, *Revue Française de Gestion*, junio-julio-agosto 1991, nº 84, p. 13. El segundo, en: *Le processus de formation d'une innovation financière: le capital risque. Un analyse comparative des modèles américain et français*. Tesis Doctoral. Universidad París XIII. U.F.R. de Ciencias Económicas y de Gestión, enero 1990, p. 12.

el capital-riesgo reposaría en una aportación de capitales propios, junto con competencias técnicas y estratégicas, a empresas en creación que pertenecen a sectores de tecnología nueva. Conforme al segundo, el capital-riesgo sería un instrumento de financiación de aquellas PYMES innovadoras que se encuentran al comienzo de la fase de crecimiento que, combinando aportación de capitales propios y capacidad técnica, desemboca en una relación de larga duración entre la empresa financiada y el capitalista en riesgo; quien obtiene remuneración gracias a las plusvalías alcanzadas al término de este período.

### 1.2.3- Rasgos comunes de las definiciones

Pese a las variaciones entre las definiciones de uno y otro especialista en la doctrina doméstica o comparada, puede deducirse de todas ellas un mínimo común denominador caracterizado por los tres siguientes rasgos: el primero, la participación temporal y minoritaria de los inversores en el capital social de las sociedades no cotizadas; por correlación, la financiación a medio o largo plazo de las mismas; y, por último, la obtención de plusvalías (*capital gains*) en el momento de la desinversión como objetivo principal del inversor.

De la conjunción de estos tres caracteres podemos derivar con facilidad una definición del siguiente tenor: el capital-riesgo es aquel sistema mediante el que los inversionistas participan, por tiempo limitado y forma minoritaria, en el capital de entidades no cotizadas, muchas veces, de limitada envergadura con prometedores proyectos innovadores; facilitando asesoramiento y financiación estable a cambio de plusvalías durante la desinversión. Inversión, financiación y desinversión son -por este orden- los tres ejes de sistematización de éste y los dos siguientes Capítulos.

## 2- CAPITAL-RIESGO: MODELOS

La comprensión de los componentes de la maquinaria del capital-riesgo -ya definida- requiere, como *conditio sine qua non*, abordar el estudio de los distintos modelos de capital-riesgo: anglosajón (estadounidense y británico), europeo-continental y pan-europeo.

## 2.1- Modelo estadounidense

El capital-riesgo es una institución económico-financiera que tiene su origen histórico en los Estados Unidos de América. Sin contar antecedentes muy remotos<sup>39</sup>, está aceptado que las inversiones que se realizaron a partir de 1946, a través de la *American Research & Development Corporation* (ARD), en compañías de alta tecnología -sobre todo, en 1957 en *Digital Equipment Corporation* (DEC)- fueron el punto de partida de una actividad financiera que se ha desarrollado a una velocidad de vértigo y que ha contribuido al lanzamiento de numerosas empresas de reciente creación con vigorosa tendencia al crecimiento y a la innovación tecnológica<sup>40</sup>.

A estas primeras inversiones privadas de *venture capital* siguieron otras de no menor calado, que condujeron en 1958 a la promulgación por parte de la *Small Business Administration* (SBA) de la *Small Business Investment Companies Act* (SBICA), que facilitaría la creación de las *Small Business Investment Companies* (SBIC)<sup>41</sup>. A partir de una modificación de la SBICA en el año 1960, las SBIC -de promoción pública con accionariado privado- pudieron participar directamente en las pequeñas empresas, a semejanza de las entidades de capital-riesgo privadas<sup>42</sup>; si bien privilegiando a aquellas PYMES estables situadas en sectores

<sup>39</sup> Coinciden los más autorizados especialistas en señalar que el antecedente más remoto de la actividad de capital-riesgo fue la financiación del viaje de Cristóbal COLÓN que hizo posible el descubrimiento de América.

<sup>40</sup> Los expertos en la materia están de acuerdo en que las inversiones de ARD fueron el origen del capital-riesgo, tal y como lo entendemos hoy en día. Si se desea profundizar en este aspecto histórico son recomendables, entre otros, los trabajos de investigación de: Francisco ALCALÁ OLID (*Los intermediarios y la actividad de capital riesgo. Un análisis del procedimiento de actuación del sector en España*. Tesis Doctoral. Universidad de Jaén. Facultad de Ciencias Sociales y Jurídicas, junio 1994, p. 115-116, 163; *El capital riesgo en España: análisis del procedimiento de actuación*. Madrid: Civitas; Universidad de Jaén, 1995, p. 96, 132-134), Pierre BATTINI (*Capital risque: Les règles du jeu*. Paris: Les éditions d'organisation, 1987, 191 p.), Marc BERTONÈCHE y Lister VICKERY (*Le capital risque...*, op. cit., p. 8-13), Joël BESSIS (*Capital-risque...*, op. cit., p. 32-33), W. D. BYGRAVE y J. A. TIMMONS ("Venture capital at the crossroads". En, *Harvard Business School Press*, 1992, p. 16-21), Jane KOLOSKI MORRIS ("Stand der venture capital finanzierung: USA". En, AAVV. *Internationales venture capital: proceedings "fair genes". Köln 1988*. Colonia: Deutscher Wirtschaftsdienst, 1989, p. 31), José M<sup>o</sup>. GÓMEZ GRAS (*Análisis del "Venture Capital"...*, op. cit., p. 229-231), Jean LACHMANN (*Le seed capital...*, op. cit., p. 10), José MARTÍ PELLÓN (*El capital riesgo...*, op. cit., p. 205; *Capital riesgo...*, op. cit., p. 70) o José Luis MARTÍN MENDOZA (*El capital-riesgo...*, op. cit., p. 23, 25).

<sup>41</sup> Existen multitud de referencias a las SBIC, como compañías de inversión de las PYMES, en la literatura -principalmente económica- española y comparada. Tomemos como puros ejemplos los dos siguientes trabajos doctrinales: BERTONÈCHE, Marc; VICKERY, Lister. *Le capital risque...*, op. cit., p. 16; DÍAZ TASCÓN, Vidal. "La fundamentación de las políticas de apoyo a las pequeñas y medianas empresas". En, *El*, julio-agosto 1982, nº 223-224, p. 28.

<sup>42</sup> Vid. ALCALÁ OLID, Francisco. *Los intermediarios...*, op. cit., p. 166-167; ALCALÁ OLID, Francisco. *El capital riesgo...*, op. cit., p. 134-136; MARTÍ PELLÓN, José. *El capital riesgo...*, op. cit., p. 208-211.

tradicionales de baja tecnología (*low-tech*). No hay duda que las SBIC -más de setecientas durante 1964 y 1965<sup>43</sup>- han jugado un papel de primer orden en este campo. No obstante, sus inversiones no terminarían siempre en éxito<sup>44</sup>. Ya en la década de los ochenta, tras dificultades de índole diversa, representaban un porcentaje entre los inversores de capital-riesgo muy reducido<sup>45</sup> en comparación con el de las entidades privadas dependientes de grandes compañías industriales y financieras (*corporate venture capital* o *wholly-owned venture subsidiaries*) o con el de las entidades independientes (*private independent venture capital firms* o *independent venture capital funds*), donde se incluyen los *megafunds*, *mainstream funds* y *niche funds*<sup>46</sup>. Aunque los *megafunds*, *mainstream funds* y *niche funds* tienen como característica común la calificación de Fondos privados e independientes -algunas veces también, los *second-tier funds*-, se distinguen por el ámbito geográfico de actuación, la media de capital en gestión y la etapa de desarrollo de la empresa en la que intervienen. Los primeros actúan a nivel nacional e internacional, gestionan más de doscientos millones de dólares y participan en las etapas de mayor desarrollo empresarial. Los *mainstream funds*, por su parte, aun participando en las mismas fases que los *megafunds*, ven limitado su campo de actuación al escalón regional o nacional y cuentan con unos capitales de gestión menores: entre veinticinco y noventa y nueve millones de dólares. Los *niche funds*, por último, están especializados en el capital inicial y de lanzamiento, con una gestión no superior a los veinticinco millones de dólares<sup>47</sup>.

Las entidades independientes han sido las más numerosas (dos tercios del total por término medio en los años ochenta) y activas en la financiación de las actividades empresariales de los EE.UU. Como molde jurídico-societario han adoptado la *limited partnership* (LP)<sup>48</sup>, donde junto a los *general partners* -que actúan como gestores y asumen responsabilidad ilimitada- se encuentran los *limited partners* -con responsabilidad limitada- en representación de grupos tan dispares como las compañías de seguros, los inversores extranjeros, las asociaciones, las fundaciones, las Universidades o los Fondos de Pensiones<sup>49</sup>.

<sup>43</sup> Vid. MARTÍ PELLÓN, José. *El capital riesgo...*, op. cit., p. 213.

<sup>44</sup> Vid. MUKHERJEE, Sougata; MULLINS, Robert. "SBA loan program back on track". En, *Business Journal Serving Greater Milwaukee*, 14 marzo 1997, 2 p.

<sup>45</sup> El porcentaje fue del 15% en 1988. Consúltese la tabla nº 1 realizada por Patrice GEOFFRON ("Le financement...", op. cit., p. 134) a partir de los datos del *Venture Economics* del año 1989.

<sup>46</sup> Vid., ad ex., <http://www.nvca.com/def.html>.

<sup>47</sup> Un desarrollo de estas referencias se encuentra en las dos siguientes obras de Francisco ALCALÁ OLID: *Los intermediarios...*, op. cit., p. 173-175; *El capital riesgo...*, op. cit., p. 141-142.

<sup>48</sup> Tanto en EE.UU. como en el Reino Unido la *limited partnership* es el formato jurídico-societario más habitual en la actividad de *venture capital*. Respecto al caso concreto del Reino Unido, léase la descripción de Jonathan BLAKE en: EUROPEAN VENTURE CAPITAL ASSOCIATION. *Private equity fund structures in Europe*. Bruselas: EVCA, julio 1999, p. 21.

<sup>49</sup> A estos efectos, vid. ARAZA, Carmen; ANDREU, José Miguel. "Una nota sobre la posible potenciación en España de ciertos instrumentos de financiación industrial". En, *ICE. Boletín Económico*,

El fomento del *venture capital* ha sido liderado de forma continua por las entidades aseguradoras y, sobre todo, por los Fondos de Pensiones, con aportaciones anuales, respectivamente, entre el 10% y el 15% y entre el 33% y el 55% de los nuevos recursos totales<sup>50</sup>. Desde 1979 los *Pension Funds* (en ocasiones, *public Pension Funds*, a pesar de las restricciones legales)<sup>51</sup> -con la *prudent man rule* de la *Employment Retirement Income Security Act* (ERISA) de 2 de septiembre de 1974<sup>52</sup>- pudieron diversificar su cartera y participar en un porcentaje superior al 5% en inversiones de elevado riesgo, en particular, de la industria de *venture capital*. En 1980, la ERISA's *Safe Harbor Regulation* suprimió el riesgo que implicaba ser garante de los activos que invertían los Fondos de Pensiones. Los beneficios que han ido obteniendo por la venta de sus participaciones han estado, además, libres de impuestos<sup>53</sup>. En 1981, con la *Economic Recovery Tax Act*, y en 1982, con la *Tax Equity and Fiscal Responsibility Act*, se facilitó la asunción de riesgo por parte de los Fondos al potenciar los Planes de Pensiones de contribución definida (*defined contribution*) frente a los de contraprestación definida (*defined benefit*), haciendo depender la contraprestación de la rentabilidad de las inversiones que, a su vez, depende, al menos, en un plano teórico de la cota de riesgo asumida<sup>54</sup>. Todos estos hitos han contribuido a que el peso y la trascendencia de la

---

5 septiembre 1985, nº 2000, p. 2828; MARTÍ PELLÓN, José. "El capital riesgo...", op. cit., p. 252-253; TEJTEL, Marc. "Analyse du risque de l'entreprise innovatrice, les enseignements de l'expérience américaine". En, *Revue Francaise de Gestion*, enero-febrero 1981, nº 29, p. 7.

<sup>50</sup> Vid. MARTÍ PELLÓN, José. "La capitalización...", op. cit., p. 102; MARTÍ PELLÓN, José. *Capital riesgo...*, op. cit., p. 10, 72, 75; HUNSDIEK, Detlef; KOKALJ, Ljuba. "Superación de la escasez de capital-riesgo. Propuestas para mejorar la dotación con capital-riesgo". En, *Esic-Market*, enero-marzo 1985, nº 43, p. 49; VACHON, M. "Venture Capital Reborn". En, *Venture Capital Journal*, enero 1993, p. 32-36. Siguiendo como fuente al *Venture Capital Yearbook* de 1988, compruébese, en términos similares: KOLOSKI MORRIS, Jane. "Stand der venture capital...", op. cit., p. 37, 39, 40. La OCDE elaboró en 1998 un estudio titulado: "Los inversores institucionales en el nuevo entorno financiero", donde manifestó que en el año 1994 el 47% del total de capital-riesgo en EE.UU. procedía de Fondos de Pensiones nacionales.

<sup>51</sup> Vid. BOOLE, Philip. "Internationales venture capital aus investoren-sicht: USA". En, AAVV. *Internationales venture capital. Proceedings "Fair Genes" Köln 1988*. Colonia: Deutscher Wirtschaftsdienst, 1989, p. 183.

<sup>52</sup> *Public Law 93-406, september 2, 1974 (Ref. United States Statutes at Large, 1974, Washington, DC, 88-829)*. Los efectos de la introducción de ERISA en la consolidación de los Fondos de Pensiones norteamericanos los supo explicar con claridad y precisión Francois CHARPENTIER en: *Les Fonds de Pension*. París: Economica, 1996, p. 39-45; *Retraites et Fonds de Pension. L'état de la question en France et à l'étranger*. 2ª ed. París: Economica, 1997, p. 92-103. Los requisitos que impone ERISA para que un plan de pensiones goce de exenciones fiscales, los requisitos para que un trabajador pueda formar parte de un plan y las limitaciones por diversificación a las que quedan sometidas las inversiones del Fondo se relacionaron en: BAYOD Y SERRAT, Ramón; FERNÁNDEZ MARTÍNEZ, Ernesto. *Planes y Fondos de Pensiones*. Madrid: Trivium, septiembre 1989, p. 190-192.

<sup>53</sup> Vid. CONFEDERACIÓN ESPAÑOLA DE ORGANIZACIONES EMPRESARIALES. "Inversiones en capital-riesgo. Una necesidad urgente". En, *Informes y Estudios*, 1986, p. 24.

<sup>54</sup> En parejos términos, el profesor José MARTÍ PELLÓN (*Capital riesgo...*, op. cit., p. 11) dio una explicación al incremento en los años ochenta de la asunción de riesgo por parte de los Fondos de Pensiones norteamericanos.

figura de los Fondos de Pensiones -directa o indirectamente como proveedor de un intermediario financiero- en el *venture capital* norteamericano sea incuestionable. Unas cifras lejanas en el tiempo lo confirman<sup>55</sup>: en 1984 los Fondos de Pensiones aportaron al capital-riesgo estadounidense mil ochenta y cinco millones de dólares, frente a los quinientos setenta y tres de los inversionistas extranjeros, los cuatrocientos sesenta y siete de los inversionistas individuales, los cuatrocientos sesenta y tres de las sociedades de capital, los cuatrocientos diecinueve de los aseguradores y los ciento setenta y ocho de las fundaciones.

Al lado de los Fondos de Pensiones y de las entidades de seguro, (de las fundaciones y de las sociedades de capital), los *business angels* o inversores particulares privados no oficiales (cerca de doscientos cincuenta mil)<sup>56</sup> han estado dispuestos a invertir sumas de capital importantes (entre cincuenta mil y cien mil dólares)<sup>57</sup> en empresas muy jóvenes de rápido crecimiento; la mayoría de las veces, surgidas en torno a centros de investigación tecnológica o académica. Pese a que sus inversiones no se circunscriben exclusivamente a las primeras etapas de las empresas -al financiar algunas compañías que han entrado en un período de expansión y obtención de beneficios-, el imán hacia el riesgo de estos *angels investors* ayuda a que las nuevas empresas encuentren recursos con mayor facilidad por esta vía informal que por la del *venture capital* formal, intermediado o sistematizado. Basten dos ejemplos<sup>58</sup>: los servicios federales estadounidenses estimaron que durante el ejercicio de 1989 el conjunto de *business angels* o *venture capital angels* había aportado veintisiete mil millones de dólares para la creación de nuevas empresas, frente a los mil millones del conjunto de intermediarios financieros de capital-riesgo. Por su parte, la Comisión Europea expuso en su Comunicación: “El capital de riesgo: clave de la creación de empleo en la Unión Europea. Abril de 1998”<sup>59</sup> que

<sup>55</sup> Según los datos de *Venture Economics Inc. (The challenge of private pension funds. Special report n° 1058, Gilberto CRAWFORD)* con los que Camilo PIESCHACÓN VELASCO confeccionó el cuadro 5 (“Fuentes de financiación del capital de riesgo en los estados Unidos [1984] [en millones de dólares]”) de este trabajo ya citado: “Los Fondos...”, op. cit., p. 464.

<sup>56</sup> Esta cifra corresponde a las estimaciones realizadas en los EE.UU. por la *New Hampshire University*. Vid. GUITIÁN FERNÁNDEZ DE CÓRDOBA, Rafael. “Financiación de PYMES: el proceso de creación de los “angels markets” en Estados Unidos”. En, *AF*, 29 noviembre-5 diciembre 1993, n° 44, p. I-992; WETZEL, William. “Angel money”. En, *Whole Earth Review*, otoño 1990, n° 68, p. 78-79.

<sup>57</sup> Las sumas de capital que, por término medio, invierten en EE.UU. los *business angels* en empresas con potencial de crecimiento quedaron reflejadas en el *Dictamen del Comité Económico y Social sobre la “Comunicación de la Comisión - Mercados europeos de capital para las pequeñas y medianas empresas: perspectivas y posibles obstáculos al progreso”* (DO C 235, 27 julio 1998, p. 17 [98/C 235/04]). Estimaciones en torno a un capital entre sesenta mil y ciento setenta y siete mil dólares figuran en: MASON, Colin; HARRISON, Richard. “Stimulating “Business Angels””. En, OCDE. *Venture Capital and Innovation*. París: OCDE, 1996, p. 58.

<sup>58</sup> Las referencias del primer ejemplo que citamos están tomadas de Jean LACHMANN (*Le seed capital...*, op. cit., p. 12) que, a su vez, las recogió de P. MOLGA (“Les business angels donnent des ailes au capital-risque”. En, *Les Echos*, 24 octubre 1990).

<sup>59</sup> SEC (1998) 552 final, 31 marzo 1998, p. 5.



los *business angels* venían invirtiendo en los EE.UU. en un número de empresas de veinte a cuarenta veces superior y por un importe cinco veces mayor al del *venture capital* propiamente dicho<sup>60</sup>. Los *business angels* son empresarios de éxito ya retirados<sup>61</sup> o aún en activo, miembros del órgano de administración de alguna sociedad, científicos, ingenieros, físicos, abogados o, en general, profesionales liberales<sup>62</sup> que dedican una porción de su dinero, tiempo y experiencia a proyectos empresariales innovadores que inician su andadura<sup>63</sup>. Aparte de recursos económicos, resulta muy valioso el asesoramiento financiero, técnico o estratégico que proporcionan a los retoños de empresas de los que no ansían su toma de control. Su contacto es por medios informales, principalmente amigos, personas vinculadas al negocio, bancos<sup>64</sup> o los propios empresarios demandantes<sup>65</sup>. Pero, en esta labor de contacto intervienen, en ocasiones, agencias especializadas que encuentran el ángel empresarial “perfecto” para cada tipo de empresa<sup>66</sup>. En esta última dirección, la SBA está concentrando sus esfuerzos en orden a estatuir y mantener una completa base de datos a nivel nacional que ayude a reunir a los inversores directos con las empresas eventualmente beneficiarias de sus aportaciones económicas y sugerencias<sup>67</sup>.

Tanto el mercado informal de *business angels* como el organizado de *venture capital* han conseguido un gran auge -a pesar de las oscilaciones- en los EE.UU. Las gracias hay que dárselas a la cómoda desinversión mediante los Mercados de Valores: NASDAQ (*National Association of Securities Dealers Automated Quotation*) y otros Mercados *Over-The-Counter* (OTC). ¡Qué ciertas son las palabras del profesor MARTÍ PELLÓN<sup>68</sup>!: “La facilidad en la desinversión incentiva la iniciación de un nuevo ciclo de financiación mediante capital riesgo”.

<sup>60</sup> Quizás la Comisión Europea tomase estos datos del siguiente análisis de la OCDE: *Venture Capital and Innovation*. París: OCDE, 1996, p. 6.

<sup>61</sup> Vid. BEYNON, Karen. “Attracting venture capital in Europe”. En, *Scrip Magazine*, octubre 1998, p. 34.

<sup>62</sup> Un listado con los porcentajes concretos de las ocupaciones profesionales de los *business angels* se encuentra en un detallado libro sobre su tipología y operativa: GASTON, Robert J. *Finding private venture capital for your firm: a complete guide*. John Wiley & Sons, 1989, p. 17.

<sup>63</sup> Vid. MURPHY, Shelby L. “Need funding?. Look for angels, banks and factoring”. En, *Austin Business Journal*, 18 abril 1997, vol. 17, p. 25.

<sup>64</sup> “Commercial banks can and should be navigators guiding potential entrepreneurs through the uncharted waters to the port of venture capital” fueron las mágicas palabras que empleó Arthur F. F. SNYDER (“The venture capital process-sailing uncharted waters”. En, *Bankers Monthly Magazine*, 15 mayo 1970, p. 18) para describir la función de los bancos como punto de contacto entre inversores oferentes de recursos de capital-riesgo y empresarios demandantes de los mismos.

<sup>65</sup> Véase una referencia a estos puntos de contacto informales en: GASTON, Robert J. *Finding private...*, op. cit., p. 19-20, 37, 80-81, 125, 130.

<sup>66</sup> Vid. ASCRI. “Business Angels: como caídos del cielo”. En, *Boletín de la Asociación Española de Capital Inversión*, primavera-verano 1997, p. 4.

<sup>67</sup> Así lo recordó el CES en su Dictamen sobre la Comunicación de la Comisión en relación a los Mercados europeos de Capital para las PYMES (DO C 235, 27 julio 1998, p. 17).

<sup>68</sup> Vid. MARTÍ PELLÓN, José. *El capital riesgo...*, op. cit., p. 235.

La salida a través de *initial public offering* (IPO)<sup>69</sup> suele producir una fuerte valoración de la compañía. No todas las empresas participadas reúnen, sin embargo, las características apropiadas para salir a negociar a Bolsa. A finales de los años ochenta el número de salidas mediante IPO fue inferior al de las realizadas mediante venta y correlativa fusión o adquisición, pero desde 1991 se disparó aquél método con un número récord de doscientos ochenta IPO en el año 1996; que, no obstante, descendería de manera considerable en los dos años posteriores<sup>70</sup> para volver a aumentar en 1999<sup>71</sup>. Las cifras son, en cualquier caso, muy superiores a las alcanzadas en los países europeos.

Fondos de Pensiones como motores del *venture capital* organizado, *business angels* como agentes del *venture capital* escondido o no organizado y Mercados NASDAQ y OTC como vías de desinversión son los tres pilares en los que se sustenta esta actividad en los EE.UU.

## 2.2- Modelos europeos

La necesidad acuciante de aunar esfuerzos en torno a la actividad de capital-riesgo también es sentida hoy en Europa. Desde las instancias comunitarias y nacionales se aplauden las iniciativas de aquéllos que participan por la vía del capital-riesgo en compañías no cotizadas. El aplauso se aviva cuando la participación recae en empresas de reciente incorporación al mercado con intensa capacidad de crecimiento y pujanza tecnológica. No faltarán momentos en otros Capítulos para ahondar en esta aseveración. Limitémonos ahora a descifrar los rasgos característicos de los modelos de capital-riesgo europeos.

---

<sup>69</sup> OPI sería el acrónimo en lengua castellana de: "Oferta Pública Inicial" de suscripción de acciones o, en otros términos, de la primera oferta del capital a la suscripción del público. La relación directa entre el mercado de *venture capital* y el de IPO fue objeto de examen en: BROPHY, David. "United States venture capital markets: changes and challenges". En, OCDE. *Venture Capital and Innovation*. París: OCDE, 1996, p. 45.

<sup>70</sup> Ciento treinta y ocho fueron las salidas mediante IPO durante 1997 y setenta y ocho durante 1998, conforme los datos que ofrecieron el 1 de octubre de 1999 la *National Venture Capital Association* (NVCA) y el *Venture Economics Information Services* (VEIS) de la *Thomson Financial Securities Data* (TFSD). Sobre este extremo, vid. <http://www.nvca.com>.

<sup>71</sup> Ciento ochenta fue la cifra de IPO hasta el tercer trimestre de 1999. Un gráfico muy ilustrativo del número de desinversiones en EE.UU. mediante IPO y fusiones-adquisiciones durante los años 1986-1992 (1993) lo dibujó Francisco ALCALÁ OLID en: *Los intermediarios...*, op. cit., p. 181; *El capital riesgo...*, op. cit., p. 147. Para el período 1995-1999, accédase a: <http://www.nvca.com>.

### 2.2.1- Modelo europeo-anglosajón

Resulta evidente que no todos los países europeos pudieron decidirse al mismo tiempo a crear una industria de capital-riesgo. El ritmo de crecimiento fue más o menos veloz en función del apoyo y sustento de los poderes públicos nacionales y de la aceptación de los agentes económicos privados implicados. Gran Bretaña se caracteriza por ser el país europeo pionero en esta materia y por haber conocido el mayor y más vigoroso grado de desarrollo en términos de madurez, rentabilidad y porcentaje de inversión en riesgo. A su impulso contribuyeron las autoridades públicas mediante diversos programas que estimularon el mercado de financiación de fondos propios y el de creación de empresas.

*Business Expansion Scheme* (BES) fue el más afamado de esos programas. Lo promovió la *Finance Act* 1983 para impulsar la expansión empresarial, a cambio de otorgar importantes incentivos fiscales (doble deducción fiscal del coste de la inversión) a los inversionistas que mantuvieran sus operaciones un mínimo de cinco años. En 1981 se había instaurado el *Business Start-up Scheme* (BSS), especializado, asimismo, en la concesión de desgravaciones fiscales a quienes aportaran recursos que favorecieran la consolidación de nuevas empresas. En la misma década se instauraron otros programas de incentivo de las inversiones en jóvenes compañías no cotizadas de fácil crecimiento. Fue el caso del *Venture Capital Scheme*, el *Share Initiatives Scheme* o el *Loan Guarantee Scheme* (LGS)<sup>72</sup>. Junto a ellos, el *Small Engineering Firms Investment Scheme* y el *Support for Innovation* estimularon, en cierta medida, esta actividad financiera a través del apoyo al proceso de innovación y a las inversiones en empresas de ingeniería avanzada. Desde mediados de los años noventa el *Enterprise Investment Scheme* (EIS)<sup>73</sup> proporciona incentivos fiscales en el Impuesto sobre la Renta y en el Impuesto sobre las Plusvalías a los particulares que invierten sus ahorros de forma directa (*business angels*) en empresas pequeñas de elevado riesgo con valores que no cotizan en Bolsa.

<sup>72</sup> Las características generales que definieron los programas *Share Initiatives Scheme*, *Venture Capital Scheme* y *Business Expansion Scheme* se resumen en el libro de Francisco ALCALÁ OLID: *El capital riesgo...*, op. cit., p. 158-160. Algunas ideas respecto al *Business Expansion Scheme*, *Business Start-up Scheme* y *Loan Guarantee Scheme* también quedaron recogidas en: GEOFFRON, Patrice. *Le processus...*, op. cit., p. 238-239. Únicamente respecto al *Business Expansion Scheme*, vid. CONFEDERACIÓN ESPAÑOLA DE ORGANIZACIONES EMPRESARIALES. "Capital riesgo. Obstáculos legales y fiscales a su expansión". En, *Informes y Estudios*, febrero-marzo, 1986, p. 11-12.

<sup>73</sup> En relación al programa británico EIS: SEC (1999) 1725, 20 octubre 1999, p. 35, 75. Para la obtención de más detalles al respecto, léase la siguiente publicación de la EVCA: "A guide to the *Enterprise Investment Scheme*".

El *venture capital* americano no halló grandes dificultades de asimilación en Gran Bretaña. Se topó con un entorno económico en múltiples facetas equivalente. Fue allí donde los grupos norteamericanos comenzaron su “aventura” europea. En la actualidad, los Fondos de Pensiones estadounidenses siguen ocupando el primer puesto como aportantes de recursos de capital-riesgo dentro de Gran Bretaña con una contribución anual cercana a la tercera parte del total<sup>74</sup>. Fondos de Pensiones con libertad de inversiones y, en menor medida, compañías aseguradoras de vida como inversores principales<sup>75</sup>; un significativo número de *business angels*<sup>76</sup> -organizados en redes- que tienden a participar en los estadios iniciales del desarrollo empresarial; y un auge de las inversiones en los sectores de las comunicaciones, la energía o los servicios financieros<sup>77</sup> constituyen -junto con los programas públicos enunciados- los tintes definatorios más sobresalientes de este modelo europeo-anglosajón.

### 2.2.2- Modelo europeo-continental

En los restantes países de la UE la introducción del *venture capital* norteamericano se produjo no sin destacadas variaciones. Hubo que incorporar y adaptar un instrumento de financiación de la innovación cuyo origen se situaba en una cultura financiera, empresarial y jurídica muy dispar a la del viejo Continente<sup>78</sup>. Frente al modelo europeo-anglosajón surgió el modelo europeo-continental.

El sector público local, regional y nacional tuvo aquí un mayor peso en el papel de proveedor directo e indirecto de recursos. En los últimos años, sin embargo, tras el despegue del capital-riesgo, el sector público ha ido perdiendo la fuerza que ha ganado el sector privado. Entre los inversores privados sobresalen los bancos, seguidos a gran distancia de los Fondos de Pensiones, las compañías de seguros, las grandes empresas no financieras y los particulares. Todos ellos han ido mostrando sus preferencias de inversión hacia las operaciones menos arriesgadas, es decir, las etapas de expansión y *Leverage Buy-Out* (LBO); en sectores económicos tradicionales de media y baja tecnología como bienes de equipo, productos de

<sup>74</sup> SEC (1999) 1725, 20 octubre 1999, p. 14. A nivel doctrinal, vid. MARTÍ PELLÓN, José. *Capital riesgo...*, op. cit., p. 11.

<sup>75</sup> Vid., por todos, SINGER, John. “Stand der Venture Capital finanzierung: Grossbritannien”. En, AAVV. *Internationales venture capital. Proceedings “Fair Genes” Köln 1988*. Colonia: Deutscher Wirtschaftsdienst, 1989, p. 69

<sup>76</sup> La actividad de los *business angels* en el Reino Unido se analiza en varias publicaciones de la *British Venture Capital Association* (BVCA). De manera principal, en su directorio: “*Sources of business angel capital*”. Asimismo, en el “*Report on business angel investment activity*”.

<sup>77</sup> Vid. ALCALÁ OLID, Francisco. *El capital riesgo...*, op. cit., p. 158.

consumo o servicios comerciales<sup>79</sup>. No obstante, cada día se dirigen más al campo de las telecomunicaciones, la informática (con Internet como protagonista), la biotecnología e ingeniería genética, y la automatización industrial o robótica. Sus preferencias de desinversión se concentran en la venta a terceros, si bien en Francia y Alemania también el Mercado de Valores se comporta como una salida fluida.

El modelo continental que así hemos caracterizado posee matices propios dependiendo del Estado concreto a considerar. El caso de Finlandia es peculiar en cuanto a los inversores de capital-riesgo, porque encaja mejor en el modelo anglosajón. En este país son los Fondos de Pensiones<sup>80</sup> y las compañías de seguros<sup>81</sup> las entidades que aportan casi la mitad del total de los nuevos recursos. Las instituciones financieras dependientes del Gobierno, los bancos y las compañías privadas -por este orden de importancia- son los restantes grupos inversores<sup>82</sup>. La distribución de las inversiones por etapas del desarrollo empresarial y por sectores industriales financiados sí que se corresponde, en cambio, con las pautas del resto de Estados europeos del Continente: fases maduras, en detrimento del *seed* y *start-up financing*; en la industria de productos y servicios tradicionales. En Italia, por el contrario, el número de inversiones de capital-riesgo durante el año 1997 se dirigió mayoritariamente<sup>83</sup> al *seed* y *start-up stage*; aunque también fueron abundantes las inversiones en la fase de expansión<sup>84</sup>. A gran trecho se situó el número de inversiones en *replacement* y *buy-out*, aunque esto no impidió que la suma en billones de liras fuera muy superior en estas dos últimas etapas<sup>85</sup>.

Con independencia de los matices nacionales, la escasa atracción de inversores institucionales como Fondos de Pensiones y compañías aseguradoras por el capital-riesgo,

<sup>78</sup> La difícil transposición y el proceso de adaptación los citó Patrice GEOFFRON en: "Le financement...", op. cit., p. 138.

<sup>79</sup> Las líneas maestras de la inversión de capital-riesgo en Europa se recogieron, *verbi gratia*, en: OCDE. *Venture Capital...*, op. cit., p. 5.

<sup>80</sup> 25% fue el porcentaje que alcanzaron en Finlandia en 1997 los Fondos de Pensiones como proveedores de recursos de las instituciones de capital-riesgo.

<sup>81</sup> Un 20% de los recursos fueron aportados por las compañías aseguradoras en el año 1997.

<sup>82</sup> Las cifras específicas en millones de *markkas* finlandesas y en porcentaje del total de inversión en capital-riesgo durante el año 1997 las reprodujo la *Finnish Venture Capital Association* (FVCA) en su URL oficial: [http://www.fvca.fi/pages/STATISTICS/?USR\\_ID=07022000-1315046566](http://www.fvca.fi/pages/STATISTICS/?USR_ID=07022000-1315046566).

<sup>83</sup> Noventa y tres inversiones.

<sup>84</sup> Concretamente, ochenta y dos inversiones.

<sup>85</sup> Resultan muy ilustrativos los gráficos sobre datos industriales elaborados por la *Associazione Italiana Degli Investitori Istituzionali Nel Capitale Di Rischio* o *Associazione Italiana Finanziarie Investimento Capitale Di Rischio* (A.I.F.I.) (*Via Cornaggia*, 10. 201123 Milán), que figuran a disposición de los interesados en el *Web Site* de esta asociación: <http://www.aifi>.

unido a la inversión en empresas en procesos expansivos o en estados maduros han propiciado un retraimiento en el crecimiento de este modelo frente al anterior.

### 2.2.3- Modelo pan-europeo

Los sistemas de capital-riesgo que bajo los modelos europeo-anglosajón y europeo-continental descritos se agrupan han experimentado diferentes ritmos de crecimiento y un desarrollo dispar en sus regímenes jurídicos. Es un grupo heterogéneo que todavía no ha aprovechado todo el potencial que posee como mecanismo de financiación. El capital-riesgo pasa por un buen momento en los Estados europeos: en los últimos años ha alcanzado un notable aumento en número de inversiones, volumen e inversión total<sup>86</sup>. Pese a esta mejora, ninguno de ellos alcanza cifras análogas a las invertidas en los Estados Unidos en alta tecnología (*high-tech*) y en creación de empresas<sup>87</sup>. En Europa, los distintos países se miran a través del espejo norteamericano, mas aún no se ven en él reflejados. El principal handicap que hay que superar es la fragmentación aún existente de los mercados de capital-riesgo e investigación. El capital-riesgo en la UE debe tener un carácter transnacional o pan-europeo y verse acompañado de un espacio de innovación e investigación no compartimentado<sup>88</sup>.

<sup>86</sup> Así lo confirmaría la Comisión Europea en su *Comunicación de 18 de octubre de 2000, de análisis de los instrumentos comunitarios de financiación específicos de las PYMES* (COM (2000) 653 final, 18 octubre 2000, p. 2). Ya en los años 1997 y 1998 el volumen de recursos captados en Europa había supuesto un considerable incremento (veinte millardos de euros) respecto de los ocho años previos, con un máximo de ocho millardos de euros y un mínimo de tres. Éstos son datos de la *European Venture Capital Association* que reprodujo la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV [<http://www.cnmv.es>]) en la página 37 de su Memoria 1999. En España se siguió una línea similar al resto de Europa. ASCRI (antes, Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo y ahora, Asociación Española de Capital Inversión) aseguró que las entidades que integran su asociación desembolsaron durante 1999 aproximadamente setecientos veintitrés millones de euros, lo que supuso el doble que el año anterior. En el 2000 los recursos captados sobrepasaron los trescientos noventa mil millones de pesetas y las inversiones se incrementaron un 91,5% respecto al año anterior, según los datos aportados en el II Congreso de ASCRI, de los que se dio cuenta en: BOLSA DE MADRID. "El capital riesgo como motor de empresas". En, *Bolsa de Madrid*, junio-julio 2001, n° 100, p. 56; MARTÍ PELLÓN, José. *Private equity in Spain. 2001 Update*. Madrid, 2001, p. 5. La CNMV, por su parte, indicó en su Memoria 1999 que las Entidades de Capital-Riesgo españolas habían captado durante 1998 un 70% más que durante el ejercicio de 1997.

<sup>87</sup> La Dirección General de Investigación de la Comisión Europea elaboró un gráfico comparativo sobre la evolución de las inversiones en capital-riesgo en EE.UU. y en Europa por sectores industriales durante el período 1990-1998, donde demostró esta afirmación de una menor inversión europea en la alta tecnología y en la puesta en marcha de empresas innovadoras. El gráfico al que hacemos referencia se reprodujo en la *Comunicación de la Comisión de 18 de enero de 2000 al Consejo, al Parlamento Europeo, al Comité Económico y Social y al Comité de las Regiones: hacia un espacio europeo de investigación* (COM (2000) 06, 18 enero 2000, p. 30).

<sup>88</sup> En la Comunicación que la Comisión envió el 18 de enero de 2000 al Consejo, al Parlamento Europeo, al Comité Económico y Social y al Comité de las Regiones el propósito fue el de proporcionar datos y recabar ideas en torno a un futuro de investigación no fragmentado, aislado o compartimentado en Europa.

Los organismos comunitarios han concentrado sus esfuerzos para lograr un auténtico capital-riesgo pan-europeo que abra las puertas de la inversión y la financiación fuera de las fronteras nacionales. Una medida en esta dirección fue la puesta en marcha, en agosto de 1983, de la *European Venture Capital Association (EVCA)*<sup>89</sup>, con cuarenta y tres miembros fundadores. *Ab initio*, con el respaldo de la Comisión y, *a posteriori*, como organización plurinacional independiente, la EVCA siempre ha estado dispuesta a promover la industria del capital-riesgo a escala europea. Para ello se ha convertido en lugar de información y de encuentro entre los operadores, al tiempo que ha propuesto guías de buenas prácticas (*best practices*) a nivel nacional y europeo, y ha puesto en contacto a los inversores de distintos países para que participen de manera sindicada en empresas de rápida expansión. La EVCA no fue la primera iniciativa que emprendió la Comisión en este terreno. Desde 1980 hasta 1983 la DG XIII puso en funcionamiento el *European Venture Capital Pilot Scheme*<sup>90</sup>, en torno al que se reunieron diversas Sociedades de Capital-Riesgo con el objeto de elaborar un estudio de evaluación de las dificultades de difusión de un mercado europeo e identificación del número de jóvenes empresas que, por utilizar innovación y tecnologías en sus actividades, se convertían en sus eventuales destinatarias. Las actuaciones prosiguieron. En el año 1985 se instituyó, en colaboración con la EVCA, el *Venture Consort Scheme (VC)*<sup>91</sup>, con subvenciones *ex-ante* y *ex-post* destinadas a operaciones multinacionales de capital-riesgo, y con colaboraciones en la formación de consorcios o sindicatos transfronterizos de inversores/financiadores de proyectos con alto contenido innovador de distintas PYMES de cualquier sector industrial o de servicios de varios Estados miembros.

A estos programas y a las medidas, acciones, proyectos o planes comunitarios de ayudas públicas en forma de capital se unen otros que se caracterizan por realizar una labor de fomento indirecto del capital-riesgo. Es conocido que esta actividad financiera se orienta - aunque no se centra en exclusiva- hacia la financiación de empresas inmersas en procesos de innovación. El apoyo inmediato a la innovación y, en concreto, a la investigación y al

<sup>89</sup> Estas siglas se han mantenido con la nueva denominación de la asociación: "*European Private Equity and Venture Capital Association*". La EVCA tiene su sede en Bélgica: *Keibergpark, Minervastraat 6, box 6, B-1930 Zaventem*. Para una información actualizada sobre las actividades de la EVCA, vid. <http://www.evca.com>.

<sup>90</sup> Patrice GEOFFRON introdujo una breve descripción de este programa en su Tesis Doctoral: *Le processus...*, op. cit., p. 282-283.

<sup>91</sup> La *Comunicación de los Vicepresidentes CHRISTOPHERSEN y PANDOLFI, y de los miembros de la Comisión Srs. CARDOSO y CUNHA, MILLÁN y VAN MIERT sobre los instrumentos comunitarios para el fomento y el desarrollo del capital riesgo en la Comunidad (SEC (91) 2414, 11 diciembre 1991)*

desarrollo tecnológico es, por ende, un apoyo mediato al instrumento financiero objeto de estudio. PYMES, innovación y capital-riesgo son eslabones de una misma cadena.

Es innegable la relación directa entre competitividad empresarial y esfuerzos en investigación, desarrollo tecnológico y, en general, innovación de productos o servicios y procedimientos. Resulta, así, necesaria una política eficaz y coordinada de I+D que repercuta en la elevación de la competitividad de las empresas. A la vez, surge una relación indirecta, compleja y con efectos a largo plazo entre los esfuerzos de adaptación e innovación y el empleo<sup>92</sup>. Según datos que reflejó la Comisión en la *Comunicación de 20 de enero de 1999, al Consejo, al Parlamento Europeo, al Comité de Regiones y al Comité Económico y Social, sobre cómo fomentar la competitividad de las empresas europeas frente a la mundialización*<sup>93</sup>, dos terceras partes de los nuevos puestos de trabajo creados en EE.UU. durante los años 1995-1998 surgieron de empresas -la mitad de las cuales eran PYMES- que utilizaban procesos tecnológicos avanzados. En aquel mismo período temporal alrededor de la mitad de los nuevos empleos en Europa provinieron de un 4% de PYMES que hacían uso de las tecnologías.

No puede extrañarnos, por consiguiente, que desde las instancias comunitarias se desee favorecer el potencial innovador del conjunto de empresas y, en concreto, de las PYMES, incluidas las microempresas y la artesanía. Los medios para conseguir este fin son de índole diversa, desde medidas en el ámbito de la educación, la información, el asesoramiento o la cooperación hasta medidas en el sector financiero. En este último aspecto, la Resolución del Consejo de 27 de noviembre de 1995 subrayó la necesidad de “*ensayar fórmulas novedosas de carácter financiero que fomenten el desarrollo y participación de las PYME en actividades relacionadas con la I+D y la innovación tecnológica, tales como el capital riesgo*”. En efecto, la mejora del acceso al capital-riesgo es uno de los objetivos que la UE se ha propuesto alcanzar -conforme al artículo 2 de la *Decisión del Consejo de 9 de diciembre de 1996*<sup>94</sup>- para

---

exploró (en sus p. 14-18, 37, 42, 47-48) el origen, los objetivos, la evaluación y los obstáculos existentes a la sindicación transfronteriza incentivada mediante el *Venture Consort Scheme*.

<sup>92</sup> Ambos tipos de relaciones se estudiaron por la Comisión en el *Libro Verde de la Innovación de 20 de diciembre de 1995* (COM (95) 688 final, 20 diciembre 1995, 79 p.). La incidencia indirecta o mediata y de importancia crucial a largo plazo de las actividades empresariales de IDT en el empleo se volvió a subrayar en el *Informe Anual de 1999 de la Comisión sobre las actividades de investigación y desarrollo tecnológico de la Unión Europea* (COM (99) 284, 16 junio 1999, p. 8). “*La investigación [...] crea los empleos de pasado mañana*” fue la expresiva oración con que la Comisión abrió -tras la aportación de una serie de cifras- su Comunicación titulada: “*Hacia un espacio europeo de investigación*” (COM (2000) 06, 18 enero 2000, p. 5).

<sup>93</sup> COM (1998) 718 final, 20 enero 1999, p. 10. Diez meses después de la publicación de esta Comunicación el CES publicaría un Dictamen de respuesta: DO C 329, 17 noviembre 1999, p. 49-57 (1999/C 329/12).

<sup>94</sup> DO L 6, 10 enero 1997, p. 26.



estimular a las PYMES europeas en su papel de creación de empleo, crecimiento económico y competitividad.

### A)- Obstáculos para el modelo pan-europeo

El apartado 30 de las conclusiones de la Cumbre extraordinaria de Luxemburgo de 20-21 de noviembre de 1997 reconoció la relevancia que un capital-riesgo pan-europeo de amplias dimensiones podía tener en la futura creación de empleo en el territorio comunitario. Por eso, requirió a la Comisión para que realizara un estudio acerca de los obstáculos que hasta el momento habían impedido a este instrumento financiero destapar todo su potencial. La respuesta de la Comisión no se hizo esperar. El 31 de marzo de 1998 publicaba la Comunicación que lleva por título: "El capital de riesgo: clave de la creación de empleo en la Unión Europea", con la pretensión de presentarla al Consejo ECOFIN de 21 de abril del mismo año. Tras un exhaustivo análisis de los Mercados de Valores y del capital-riesgo en Europa y en los EE.UU., la Comisión determinó seis grandes categorías de obstáculos.

En primer lugar, la fragmentación o compartimentación de los mercados nacionales. En segundo lugar, la carencia, en el marco institucional y reglamentario, de una legislación mercantil uniforme sobre los Fondos de Capital-Riesgo y sobre la función que pueden desempeñar en este terreno inversores institucionales como las compañías de seguros o los Fondos de Pensiones. Intimamente relacionado con este segundo obstáculo se encuentra el siguiente: los impedimentos fiscales o, en otras palabras, la ausencia de una legislación fiscal uniformizada sobre los intereses, dividendos, beneficios no distribuidos y plusvalías que favorezca sin trabas la expansión pan-europea del capital-riesgo. Aun en el caso de que estos tres obstáculos desaparecieran la debilidad del capital-riesgo europeo subsistiría si no hubiera una oferta de proyectos donde invertir. La escasez de PYMES de alta tecnología en la UE es, así, el cuarto obstáculo. A juicio de la Comisión no existe en la actualidad un número suficiente de PYMES tecnológicas, entre otros motivos, por las normas vigentes en materia de propiedad industrial y por los estrictos requisitos jurídicos y los largos procedimientos a los que en varios países se somete la creación de una sociedad. El problema es aún más acuciante porque ni siquiera existe un número suficientemente amplio de empresarios y de expertos en capital-riesgo. Esta falta de iniciativa empresarial y de especialistas financieros es lo que la Comisión calificó como el obstáculo de los recursos humanos. Para construir una Europa más empresarial se exige una mentalidad más abierta de la sociedad en su conjunto hacia el riesgo. Las barreras culturales o sociales es el último impedimento que la Comisión insta a superar en orden a

conseguir una industria europea de capital-riesgo capaz de cumplir de manera eficaz y eficiente con su función financiera.

## B)- Medidas de superación de obstáculos para el modelo pan-europeo

La superación de cada una de las áreas problemáticas descritas precisa la adopción de unas medidas de corrección que se enmarquen en lo que la Comisión denominó el “Plan de Acción de Capital-Riesgo”(PACR)<sup>95</sup>. Desde los servicios de la Comisión Europea se preparó en octubre de 1999 el *Documento de Trabajo sobre el capital-riesgo: factor clave para la creación de empleo. Desarrollo del Plan de Acción*<sup>96</sup> donde -junto a la *Comunicación de la Comisión de 20 de octubre de 1999 sobre capital-riesgo: Propuestas para proseguir el desarrollo del Plan de Acción*<sup>97</sup>- se recogieron las últimas iniciativas de los organismos comunitarios adoptadas para dismantelar los obstáculos que impiden en Europa el deseado mercado integrado de capital-riesgo.

Una de esas iniciativas legislativas es precisamente la propuesta ya citada relativa a las actividades de los OPJ, cuya aprobación supondrá la adopción de normas cautelares que permitan a los Fondos de Pensiones invertir/financiar en/a empresas que no cotizan en Bolsa; invertir/financiar, en suma, en/al capital-riesgo. Los resultados a los que se está llegando tanto en este concreto terreno como en los restantes gracias al esfuerzo comunitario y nacional son gratamente positivos. En efecto, se realizan avances significativos; aunque su impacto es más lento de lo deseable. Aún está lejos de alcanzarse un mercado integrado de capital-riesgo europeo que pueda competir en cifras con el mercado estadounidense, mas ya se atisban los primeros signos en esta dirección. La aprobación del euro el 1 de enero de 1999, con la consiguiente supresión de los riesgos de cambio entre los Estados miembros y la disminución del coste de las inversiones, facilitará instrumentos financieros pan-europeos, como los que ya existen en el ámbito de los Mercados de Valores para compañías de alto crecimiento. Los organismos de la UE y de los Estados miembros deben seguir avanzando en la adopción y el desarrollo de este tipo de medidas y en la uniformización o armonización de las legislaciones nacionales mercantiles y fiscales. Programas especiales y cambios legislativos desde la UE y

<sup>95</sup> El PACR se halla anexo a la Comunicación sobre capital-riesgo de abril de 1998. La *Comunicación de la Comisión al Consejo y al Parlamento Europeo. Informe provisional acerca del Plan de Acción sobre Capital-Riesgo* (COM (2000) 658 final, 18 octubre 2000, 38 p.) estudió la aplicación que se venía desarrollando del mismo en la UE. Su plena aplicación se fijó por los Jefes de Estado y de Gobierno en el Consejo Europeo de Lisboa de marzo de 2000 para antes del año 2003.

<sup>96</sup> SEC (1999) 1725, 20 octubre 1999, 105 p.

<sup>97</sup> COM (1999) 493 final, 20 octubre 1999, 10 p.

sus Estados miembros contribuirán a resaltar el papel que ejerce la empresa sobre la innovación, el crecimiento económico y el empleo en Europa; al tiempo que ayudarán a convertir en realidad el sueño de un capital-riesgo pan-europeo fuerte, amplio, dinámico e integrado.

## II- CAPITAL-RIESGO: INVERSIÓN

Del capital-riesgo contamos ya con la definición y con los distintos modelos que han ido surgiendo; mas nunca podríamos llegar a comprender la esencia de este fenómeno si no nos detuviéramos en la doble vertiente de su técnica operativa: inversora-financiadora. El capital-riesgo financia a empresas que no cotizan cuando invierte en ellas. La búsqueda en este Capítulo II del “quién” de la faceta inversora nos guiará en el Capítulo III hacia el “para quién” de la faceta financiadora. El “como” de la inversión será el “cómo” de la financiación.

### 1- INVERSIÓN: ¿CÓMO?

Comencemos con la cara inversora. La exposición de cómo se interviene por el lado activo del capital-riesgo nos será de utilidad, como paso previo, para el análisis de quiénes son aquéllos que invierten en las empresas.

La decisión de invertir en una empresa viene necesariamente precedida de una serie de contactos preliminares en los que en un primer acercamiento se evalúa la viabilidad técnica y económica, el atractivo, la ambición y el dinamismo innovador del proyecto empresarial presentado. Si tras estos contactos de evaluación (*screening*) el capitalista en riesgo prosigue con interés -lo que no es fácil (máximo 3%-5% de las solicitudes)- entrará a investigar con detenimiento y a contrastar *in situ* (*due diligence*)<sup>98</sup> el diseño global del plan económico o *business plan*<sup>99</sup>. Éste contiene una descripción atenta del proyecto y de la empresa en su conjunto (datos históricos, trayectoria presente y previsiones futuras) con hincapié en su

<sup>98</sup> Una parte del *due diligence* es asegurar la honorabilidad de los promotores del proyecto empresarial. Vid. ÁLVAREZ VARA, Javier. “El capital riesgo-capital inversión apuesta por Internet y las nuevas tecnologías”. En, BENJUMEA CABEZA DE VACA, Javier. (Dir.). *El capital riesgo - capital inversión: una oportunidad para la empresa española*. Madrid: Fundación General de la Universidad Complutense. San Lorenzo de El Escorial, 18-19 julio 2000. Al pormenor sobre este proceso de contraste o *due diligence* véase: MARTÍ PELLÓN, José. *Capital riesgo...*, op. cit., p. 26; MARTÍ PELLÓN, José. *Notas técnicas...*, op. cit., p. 41.

<sup>99</sup> Con gran detalle y profusión explicó Constantin ZOPOUNIDIS (*La gestion du capital-risque*. París: Economica, 1990, p. 67-83) los pasos a seguir y los elementos que componen un *business plan* (*plan de*

estructura económica y financiera y, muy especialmente, en las personas que integran el cuadro superior de dirección. El trasfondo humano es más importante aún que el económico-financiero porque el éxito de cualquier proyecto empresarial depende de los líderes que lo dirigen<sup>100</sup>. El grito “*management, management, management*”, junto a la célebre frase: “*Prefiero un hombre de categoría A con una idea de categoría B a un hombre de categoría B con una idea de categoría A*” se han convertido en los lemas de los profesionales del capital-riesgo. Si éstos continuaran interesados, quedaría la negociación para hacer una correcta valoración de la empresa y la posterior firma del acuerdo o protocolo sobre el precio y demás condiciones (instrumentos, plazos o intereses) de la inversión e, incluso, de la desinversión<sup>101</sup>.

### 1.1- *Inversión minoritaria*

La participación del inversor en el capital social de la compañía receptora es, por regla general, minoritaria porque el objetivo del primero no es conseguir el control societario, político o económico de la segunda, sino simplemente invertir para ganar al desinvertir. La inversión puede ser pasiva<sup>102</sup> (*hands-off management approach*), limitando la intervención al examen de los indicadores financieros, técnicos y comerciales. Pero, más corriente y en mayor correspondencia con el espíritu del capital-riesgo es la inversión activa (*hands-on management approach*), donde se efectúan labores de apoyo o soporte extra-financiero sin llegar a suplantar al empresario en su papel de gestor. El *status* del “clásico inversor” se cambia por el *status* del “inversor-colaborador”<sup>103</sup>. En la Exposición de Motivos (párrafo 5º) y en el articulado de

---

*développement*, en lengua francesa). También de manera muy pormenorizada se pueden observar los elementos de un *business plan* en: BATTINI, Pierre. *Capital risque...*, op. cit., p. 57-69.

<sup>100</sup> Vid. GARCÍA ECHEVARRÍA, Santiago. “Configuración del capital-riesgo en la economía española”. En, *Esic-Market*, enero-marzo 1985, p. 208-209.

<sup>101</sup> Para una profundización en las primeras fases del proceso de actuación del inversor de capital-riesgo o -como lo denominan Francisco ALCALÁ OLID y José MARTÍ PELLÓN- del ciclo de financiación mediante capital-riesgo, vid., ad ex., ABAD, Alberto. “La experiencia...”, op. cit., p. 168-171; ALCALÁ OLID, Francisco. “La gestión del capital-riesgo en España”. En, *Perspectivas del Sistema Financiero*, 1999, nº 67, p. 7-12; MARTÍ PELLÓN, José. *El capital riesgo...*, op. cit., p. 119-149; MARTÍ PELLÓN, José. “El capital riesgo...”, op. cit. p. 253-254; MARTÍ PELLÓN, José. *Capital riesgo...*, op. cit., p. 20-29; SOTELO NAVALTROPO, Justo. *El capital-riesgo...*, op. cit., p. 177-196.

<sup>102</sup> El grado máximo de pasividad lo representan los *sleeping partners* o *partenaire dormant*. Vid. BATTINI, Pierre. *Capital risque...*, op. cit., p. 21; TRIGO DE AIZPURU, Miguel Ángel. “Las ventajas del Capital Inversión”. En, BENJUMEA CABEZA DE VACA, Javier. (Dir.). *El capital riesgo - capital inversión: una oportunidad para la empresa española*. Madrid: Fundación General de la Universidad Complutense. San Lorenzo de El Escorial, 18-19 julio 2000. Al “socio durmiente” aludiría el profesor Emilio LANGLE Y RUBIO (“Problemas jurídicos de las asociaciones en participación”. En, *AAMN*. Madrid: Editoriales de Derecho Reunidas, 1947, p. 219); si bien a los efectos de la relación comerciante-partícipe en el reducido marco de las cuentas en participación. No son pocos los puntos coincidentes entre el capital-riesgo y este contrato regulado -con brevedad- en los artículos 239 a 242 C. de c.

<sup>103</sup> Vid. URÍA MERUENDANO, Rodrigo. “La problemática de los contratos de capital-riesgo en España”. En, AAVV. *La financiación de capital-riesgo (Venture Capital) y el desarrollo de nuevas empresas*. Madrid 3 y 4 abril 1984. Madrid: Instituto de Empresa, 1984, p. 84; ZOPOUNIDIS,

nuestra LECR (arts. 2.2, 3 y 4.1) adquiere carta de naturaleza el asesoramiento profesional del inversor a la empresa participada, en línea con las directrices marcadas por el artículo 17 del *Real Decreto-Ley 7/1996, de 7 de junio*<sup>104</sup>. Asesoramiento y ayuda no significan sustitución en la gestión. Esto es algo que debe difundirse entre las empresas pequeñas y/o familiares reacias a admitir personas ajenas en su negocio. El inversor en capital-riesgo en ningún momento dirige su empeño a acometer las tareas diarias de administración; no realiza acciones ejecutivas, aun cuando tome parte de las decisiones claves de la empresa para lógicamente defender sus intereses<sup>105</sup>. El inversor genera valor añadido<sup>106</sup>. El inversor en capital-riesgo -se ha dicho gráfica y acertadamente- es un compañero de viaje<sup>107</sup>, no un espectador<sup>108</sup>.

Es cierto, sin embargo, que el carácter minoritario no es esencial. En la vigente sede normativa de capital-riesgo no se contempla ningún límite de participación, directa o indirecta, en el capital de la sociedad beneficiaria<sup>109</sup>; al tiempo que se eleva del 15%<sup>110</sup> al 25% el umbral

---

Constantin. "Comment prendre une décision d'investissement en capital risque". En, *Revue Francaise de Gestion*, marzo-abril-mayo 1987, nº 62, p. 20.

<sup>104</sup> B.O.E. núm. 139, 8 junio 1996; rect. B.O.E. núm. 147, 18 junio 1996 [RCL 1996, 1767; 1996, 1823].

<sup>105</sup> Ésta es una idea bastante compartida entre la doctrina. Así, Francisco ALCALÁ OLID ("Criterios de inversión del capital riesgo español: un análisis empírico". En, *AF*, 13-19 marzo 1995, nº 11, p. F-245-F-246), José Luis MARTÍN MENDOZA (*El capital-riesgo...*, op. cit., p. 13), Enrique MEDINA FERNÁNDEZ ("Consideración y aspectos legales del capital-riesgo en España". En, *EI*, marzo-abril 1988, nº 260, p. 113), Justo SOTELO NAVALTROPO (*El capital-riesgo...*, op. cit., p. 156-157) o Anna VENDRELL VILANOVA ("Un nuevo impulso...", op. cit., p. 4).

<sup>106</sup> En idéntico sentido, véase en la doctrina: BERGARECHE BUSQUET, Santiago. "La Banca privada y la financiación por capital-riesgo". En, *AAVV. La financiación capital-riesgo (venture capital) y el desarrollo de nuevas empresas. Madrid, 3 y 4 abril 1984*. Madrid: Instituto de Empresa, 1984, p. 121; BESSIS, Joël. *Capital-riesgo...*, op. cit., p. 20, 27; GARCÍA MINGO, Ángel. "El capital inversión como alternativa de financiación para una compañía en proceso de expansión". En, BENJUMEA CABEZA DE VACA, Javier. (Dir.). *El capital riesgo - capital inversión: una oportunidad para la empresa española*. Madrid: Fundación General de la Universidad Complutense. San Lorenzo de El Escorial, 18-19 julio 2000; MARTÍ PELLÓN, José. "La capitalización...", op. cit., p. 93; MARTÍ PELLÓN, José. "Financiación...", op. cit.; MARTÍ PELLÓN, José. "Presente y futuro...", op. cit.; MARTÍ PELLÓN, José. *Notas técnicas...*, p. 6, 8; SCHÜSLER, Helmut. "Selecting venture capitalists as strategic partners". En, *EVCA. 1993 EVCA Yearbook*. Bélgica: KPMG; EVCA, 1993, p. 33-34; VENDRELL VILANOVA, Anna. "Un nuevo impulso...", op. cit., p. 4. También, CONGRESO DE LOS DIPUTADOS. SECRETARÍA GENERAL. *Entidades de Capital-Riesgo y Sociedades Gestoras. (Documentación preparada para la tramitación del Proyecto de Ley reguladora de las Entidades de Capital-Riesgo y de sus Sociedades Gestoras)*. (BOCD. Congreso de los Diputados, Serie A, núm. 115-1, de 19 de mayo de 1998). Madrid: Congreso de los Diputados, 1998, p. 26; <http://www.nvca.com/def.html>.

<sup>107</sup> Esta metáfora la utilizó para describir al capitalista en riesgo Javier BENJUMEA CABEZA DE VACA en la inauguración del curso que dirigió bajo el título: *El capital riesgo - capital inversión: una oportunidad para la empresa española*. Madrid: Fundación General de la Universidad Complutense. San Lorenzo de El Escorial, 18-19 julio 2000.

<sup>108</sup> Vid. GALLEGU ANGULO, Felipe. "Instrumentos financieros comunitarios a las PYME". En, *EI*, mayo-junio 1990, nº 273, p. 74.

<sup>109</sup> La primitiva redacción del Real Decreto-Ley 1/1986 sí contuvo, en cambio, un porcentaje de participación máximo del 45% en el capital desembolsado de cada sociedad beneficiaria. Por lo que hace a las implicaciones de este límite, léanse algunos apuntes en: IGLESIAS PRADA, Juan Luis. "Aproximación...", op. cit., p. 89.

de inversión del Activo de la Entidad de Capital-Riesgo en una misma sociedad (art. 18.1 LECR). Es viable, por ende, la opción de la participación mayoritaria y la congruente toma de control. En la práctica es, además, frecuente esta inversión mayoritaria, normalmente, sindicada<sup>111</sup>. Al inversor se le ha de ver, entonces, como un “auténtico” socio que se involucra en la compañía y toma asiento en el Consejo de Administración para asegurar que sus capitales lleguen a buen puerto. Esto no ha de ser un handicap ni para las empresas medianas o grandes maduras, ni tampoco para aquéllas en estado embrionario con proyectos harto novedosos que requieren grandes cantidades de recursos y que, a cambio, pueden producir substanciosas ganancias a la hora de la desinversión<sup>112</sup>. La adquisición de un paquete de control disminuye el riesgo de iliquidez e incrementa para el inversor el número de eventuales vías de desinversión<sup>113</sup>. Por su parte, los empresarios, en este tipo de supuestos, a buen seguro prefieren recursos propios (externos) con los que hacer realidad sus ideas en el mercado a la posesión del 100% del capital social<sup>114</sup>. A cambio de la pérdida de una parte de la independencia *ad intra*, con el capital-riesgo la compañía gana independencia *ad extra*, al fortalecerse frente a terceros.

## 1.2- Inversión temporal

La inversión no es, además, con vocación de perpetuidad sino limitada en el tiempo. El objetivo de rentabilidad no es cortoplacista porque el proyecto ha de madurar para que dé frutos; si bien tampoco es ilimitado, ya que los beneficios se obtienen en forma de plusvalías en el momento de la salida. Este enfoque temporal o transitorio de las inversiones, como pauta general, está dando paso, sin embargo, en los últimos tiempos a inversiones más estables por parte de los operadores económicos<sup>115</sup>.

No se conoce, por anticipado, el día concreto del vencimiento de la inversión. En la década de los años ochenta el término medio de participación en España fue -según algunos

<sup>110</sup> El porcentaje del 15% se dispuso en el artículo 14.3 del Real Decreto-Ley 1/1986, según redacción del artículo 18 del Real Decreto-Ley 7/1996.

<sup>111</sup> Vid. CONGRESO DE LOS DIPUTADOS. SECRETARÍA GENERAL. *Entidades de Capital-Riesgo...*, op. cit., p. 49; TRIGO DE AIZPURU, Miguel Ángel. “La financiación de las PYMES y las Sociedades de Capital Riesgo”. En, GÓMEZ CASTAÑEDA, Juan. *Economía y sector público en el umbral del Siglo XXI*. Málaga: Universidad General de la Universidad de Málaga, 4-8 marzo 2002.

<sup>112</sup> Vid. MARTÍN MENDOZA, José Luis. *El capital-riesgo...*, op. cit., p. 13-14.

<sup>113</sup> Vid. CONGRESO DE LOS DIPUTADOS. SECRETARÍA GENERAL. *Entidades de Capital-Riesgo...*, op. cit., p. 49; MARTÍ PELLÓN, José. *La inversión en capital...*, op. cit., p. 28; MARTÍ PELLÓN, José. “La financiación...”, op. cit.

<sup>114</sup> Vid. CENTELLES, Enrique. “La actividad...”, op. cit., p. 142.

<sup>115</sup> Vid. MARTÍ PELLÓN, José. “El capital riesgo...”, op. cit., p. 252.

autores<sup>116</sup> cifraron- como mínimo de dos a cinco años para compañías con experiencia y como máximo de ocho a diez años para los negocios nuevos. En la actualidad un alargamiento podría haberse visto favorecido indirectamente por los incentivos fiscales. Con la reciente legislación sobre capital-riesgo se ha elevado el límite superior temporal para el cómputo de las exenciones parciales de las plusvalías desde el décimo hasta el décimo segundo año, por norma general (Disposición Adicional 2ª punto 2 LECR). Esto significa, *a contrario*, que el mantenimiento de la participación por un período superior no interesará -salvo excepción- al inversor, al no ver aplicable deducción alguna por sus plusvalías y comprobar, por ende, cómo disminuye la tasa de rentabilidad de sus inversiones. A pesar de la ampliación de las exenciones, pocas son las operaciones que hoy se mantienen durante un plazo superior a cinco años. En la práctica, la estancia media se cifra entre tres y cinco años<sup>117</sup>; período medio que corresponde a los requerimientos de una empresa ya asentada en el mercado.

### 1.3- Instrumentos de inversión

La inversión temporal y minoritaria es susceptible de instrumentarse mediante diversas herramientas. En términos generales, los medios de inversión que, con mayor o menor hábito, se utilizan son los siguientes: acciones ordinarias, acciones privilegiadas, acciones sin voto, participaciones sociales, obligaciones convertibles, obligaciones con cláusula de participación y préstamos participativos<sup>118</sup>. Éstos no son, sin embargo, los únicos. Un protagonismo creciente están adquiriendo, máxime en los Estados Unidos, *stocks options* y *warrants*. Incluso, hay quien<sup>119</sup> incluye aquí como otro de los instrumentos de participación el *buy-out/buy-in*. Nosotros preferimos, en cambio, incluir este tipo de operación entre las fases de desarrollo de las empresas que se financian con capital-riesgo. En cualquier caso, la elección de unos u otros medios de inversión -de manera excluyente o simultánea- estará siempre en función de la forma

<sup>116</sup> En concreto, nos referimos a José MARTÍ PELLÓN (*El capital riesgo...*, p. 170, 183) y a José Luis MARTÍN MENDOZA (*El capital-riesgo...*, op. cit., p. 14). Por su parte, Ramón CASILDA BÉJAR ("Instituciones no bancarias y financiación a las PYME". En, *ICE. Boletín Económico*, 26 octubre-1 noviembre 1992, nº 2343, p. 3271-3272) cifró el período temporal entre tres y diez años.

<sup>117</sup> Vid. BENJUMEA CABEZA DE VACA, Javier. "Inauguración...", op. cit.; MARTÍ PELLÓN, José. "Presente y futuro...", op. cit. Un entorno temporal entre tres y diez años calcula ASCRI, conforme a lo establecido en la definición que sobre el capital inversión aporta en su página Web: <http://www.ascr.org/capital.htm>. Entre cinco y diez años se situaron los cálculos de Francisco ALCALÁ OLID ("La gestión...", op. cit., p. 11).

<sup>118</sup> Ramón CASILDA BÉJAR ("El financiamiento de la PYME". En, *ICE. Boletín Económico*, 7-13 septiembre 1992, nº 2336, p. 2611) elaboró un cuadro (nº 2) titulado: "Instrumentos de participación en las PYMES", donde puso de relieve las características, ventajas, desventajas, vías de salida y otros comentarios de las acciones ordinarias, las acciones preferentes, las obligaciones convertibles, y los créditos y empréstitos participativos.

<sup>119</sup> Es el caso de Francisco ALCALÁ OLID: *Los intermediarios...*, op. cit., p. 139-146; *El capital riesgo en España...*, op. cit., p. 114-118.

jurídico-societaria de la empresa y del ratio riesgo/rentabilidad que el inversor esté dispuesto a asumir.

## 2- INVERSIÓN: ¿QUIÉN?

Conocemos el “cómo” de la inversión que es -volvamos a repetir- el “cómo” de la financiación; vayamos, por fin, al “quién” de la inversión. Hasta este instante cuando hemos hecho alusión al sujeto activo de la actividad de capital-riesgo generalmente ha salido a la palestra el inversionista/inversor de capital-riesgo o el capitalista en riesgo<sup>120</sup>. Es ocasión de clarificar estos términos y observar el desenvolvimiento de su labor.

### 2.1- Inversores directos de capital-riesgo

El inversor en capital-riesgo puede ser una persona física o jurídica y, en este último caso, pública o privada. Su actuación será directa (*direct investors*) o indirecta (*indirect investors*) mediante intermediarios financieros, especializados o no<sup>121</sup>. Con la primera vía las personas arriesgan derechamente parte de sus recursos en proyectos novedosos con las esperanza de incrementarlos a la hora de la desinversión. Es el capital-riesgo no organizado, espontáneo, escondido o informal<sup>122</sup>.

El capital-riesgo no organizado procedente de particulares se ha extendido como la pólvora en los países anglosajones, máxime en EE.UU., donde opera bajo aquel nombre de “*business angels*”<sup>123</sup>. En EE.UU. y en el Reino Unido sabemos que desempeñan un *rol*

<sup>120</sup> Las denominaciones de “inversor de capital-riesgo” y “capitalista en riesgo” las hemos venido -y continuaremos, en las páginas que siguen- entendiendo intercambiables. El matiz que a partir de ahora introducimos es el calificativo “directo” o “indirecto” en lo que a su actuación, a través de intermediarios, se refiere. Diversa fue la posición que adoptaron Manuel MARTÍN RODRÍGUEZ y Francisco Javier SÁEZ FERNÁNDEZ (“El apoyo al capital-riesgo en la política empresarial de la Unión Europea”. En, *Perspectivas del Sistema Financiero*, 1999, nº 67, p. 38), para quienes el inversor de riesgo era exclusivamente el intermediario financiero y el capitalista en riesgo el ahorrador último que cede recursos al intermediario especializado.

<sup>121</sup> Vid. ALCALÁ OLID, Francisco: *Los intermediarios...*, op. cit., p. 287; ALCALÁ OLID, Francisco. *El capital riesgo en España...*, op. cit., p. 211. Una completa figura representativa de la inversión directa e indirecta por capital-riesgo elaboraron Detlef HUNDIESK y Ljuba KOKALJ en el cuadro nº 1 (“Financiación “Venture Capital””) de su ya nombrado análisis: “Superación...”, op. cit., p. 52.

<sup>122</sup> Con todas estas expresiones se da nombre a una misma realidad: la inversión directa en empresas. Estos calificativos los recogieron Francisco ALCALÁ OLID (*Los intermediarios...*, op. cit., p. 114; *El capital riesgo en España...*, op. cit., p. 94-95) y José MARTÍ PELLÓN (*El capital riesgo...*, op. cit., p. 27-28, 30, 35; “Financiación...”, op. cit.; *El Capital Inversión...*, op. cit., p. 58-59).

<sup>123</sup> El equivalente francés de los *business angels* son los “*investisseurs providentiels*”, como se encargó de repetir el Ministerio de Economía, de Finanzas y de la Industria el 11 de marzo de 1998 en la quinta



primordial en la financiación de empresas recientes que todavía no son atractivas para los intermediarios de capital-riesgo. La expansión de la actividad de estos ángeles empresariales precisa un fuerte Mercado Bursátil donde entren a cotizar las empresas financiadas de pequeña dimensión y perspectivas de crecimiento superior a la media. En la Europa continental -sobre todo, de tintes latinos- la tardía aparición de estos Mercados específicos y su lenta o nula consolidación se ha convertido en un impedimento para la difusión de los *business angels*. Con esta última afirmación no queremos decir que el capital-riesgo no organizado que se nutre de las aportaciones de particulares se desconozca en Europa. Los Países Bajos y Finlandia son territorios donde estos ángeles se mueven con relativa facilidad<sup>124</sup>.

*Lato sensu* en el concepto de *business angels* podrían quedar comprendidos, incluso, los préstamos de familiares y/o amigos (*friends and family capital*) a empresarios que inician o intentan consolidar una actividad económica en el mercado<sup>125</sup>. Bien es cierto que, en reiteradas ocasiones, faltará en estos préstamos uno de los caracteres de toda financiación mediante capital-riesgo: la obtención de plusvalías como objetivo principal del inversor; pues, como norma general, los mismos se otorgan a fondo perdido, con muy bajo o nulo tipo de interés. La relación personal prima sobre la relación financiera. Es el conocido “capital-confianza”<sup>126</sup>.

En todo caso, es evidente que el conocimiento de la existencia de inversores directos particulares no significa, *a sensu contrario*, su fácil expansión. Un método de valoración de los negocios y un régimen jurídico fiscal favorable<sup>127</sup>, con deducciones por plusvalías en el

---

parte (“*Les mesures financières et fiscales pour l’innovation*”) del *Rapport de mission sur l’innovation et la technologie et l’innovation*; adjunto en las páginas 313-327 de la documentación preparada por la Secretaría General del Congreso de los Diputados para la tramitación en España del Proyecto de LECR.

<sup>124</sup> En los Países Bajos, Finlandia y el Reino Unido se calcula que existen inversiones procedentes de ángeles empresariales por un valor cercano a los setecientos cincuenta millones de euros al año. Vid. COMISIÓN EUROPEA. “Innovación = [tecnología + personas] + capital”. En, *Innovación & Transferencia de Tecnología*, noviembre 1999, nº 6, p. 7.

<sup>125</sup> Según Robert J. GASTON (*Finding private...*, op. cit., p. 56-59) las inversiones en empresas de familiares encajan en uno de los subtipos de *business angels* (*Cousin Randy, Aunt Agnes o Uncle Moe*) y representan el 10% del total de ángeles. De manera análoga, Arthur F. F. SNYDER (“The venture capital...”, op. cit., p. 21) entendió que la primera fuente de capital-riesgo eran las aportaciones de los familiares (*Aunt Minnie*); aunque su importancia no derivara del volumen de capital prestado. Asimismo, vid. GASPARI, Giorgio Aloisio DE: “La experiencia de la Bolsa de Milán en el mercado de capital-riesgo”. En, AAVV. *La financiación capital-riesgo (venture capital) y el desarrollo de nuevas empresas*. Madrid, 3 y 4 abril 1984. Madrid: Instituto de Empresa, 1984, p. 34.

<sup>126</sup> Vid. BERTONÈCHE, Marc; VICKERY, Lister. *Le capital risque...*, op. cit., p. 43.

<sup>127</sup> Con claridad observó la Comisión, en el Libro Verde de la Innovación (p. 44 y 47), la pertinencia de una fiscalidad favorable para los particulares que invirtieran en riesgo e innovación. En otro sentido, resulta, cuando menos, sorprendente el dato (recogido de: RIDING, A (et al.). *Informal investors in Canada: the identification of salient characteristics*. Ottawa: Carleton University, 1993) que reflejaron Colin MASON y Richard HARRISON (“Stimulating...”, op. cit., p. 66) acerca de que muchos inversores

Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas, son las claves para su intervención en las etapas de arranque de las empresas emprendedoras. Con cierto paralelismo en los programas británicos BES o EIS, nuestro Real Decreto-Ley 7/1996 (art. 11) permitió que los inversores particulares tributasen en el IRPF por el 20% de las plusvalías reales generadas por las inversiones en PYMES, cuando el mantenimiento de las mismas superara los dos años. Si bien ésta es la dirección a seguir, resulta una medida harto insuficiente. Un tratamiento más beneficioso en materia fiscal será si no la única, sí la mejor forma de que las inversiones de los *business angels* rellenen los huecos que dejan al descubierto los inversores institucionales (directos o indirectos a través de los intermediarios de capital-riesgo): los duros comienzos empresariales.

### 2.1.1- Inversores institucionales

La Comisión Europea -en su Primer Plan de Acción para la Innovación en Europa<sup>128</sup>- expresó su deseo de que se hiciera hincapié en la difusión de buenas prácticas que orientasen hacia las inversiones con riesgo el ahorro a largo plazo o “capital paciente”, esto es, *business angels*, Fondos de Pensiones o ahorro salarial y compañías de seguro de vida.

Examinemos, por fin, la posibilidad de la actuación de los inversores institucionales (Fondos de Inversión, Fondos de Pensiones y compañías de seguro de vida) nacionales como fuente directa de recursos a las empresas de riesgo. Esto es, la transformación del capital de ahorro en capital de inversión empresarial. El interés que nos mueve en este examen radica en el afán por comprender las causas de su ínfima contribución directa (y también indirecta) al capital-riesgo en nuestro país y en el anhelo por encontrar, primero, y potenciar, después, los medios que fomenten el ahorro colectivo en este campo.

#### A)- Fondos de Inversión

Los Fondos de Inversión y las restantes IIC son inversores institucionales en tanto recogen de inversores particulares recursos ajenos que invierten en unión con sus recursos propios. Con mayor concreción aparece para definir a estos Fondos de Inversión el calificativo

---

particulares se oponen expresamente a la existencia de incentivos fiscales; argumentando que, con ello, se produce una grave distorsión del mercado.

<sup>128</sup> COM (96) 589 final, p. 6; p. 20 Anexo 1; y p. 13 Anexo 2.1.

de “inversores colectivos”, al ser los particulares que invierten a su través sobre quienes, por regla general, recaen los resultados de la gestión<sup>129</sup>.

Su encaje entre los inversores institucionales no justifica por sí solo la aparición de estos Fondos de Inversión en la escena de un estudio que versa sobre el seguro y el capital-riesgo. Es preciso buscar alguna justificación adicional. Hallamos una doble: la primera es que la figura del Fondo de Inversión (de estructura formal análoga al Fondo de Pensiones)<sup>130</sup> es una institución financiera capaz de ofrecer, de manera no finalista o discrecional, previsión social, por ejemplo, de jubilación. Existen, en efecto, sistemas de pensiones basados en Fondos de Inversión (también en Sociedades de Inversión) y desde este punto de vista su trabazón con el seguro *lato sensu* es clara. Tan clara como que el Proyecto de 26 de abril de 1982 de la Ley de IIC<sup>131</sup> -como el borrador de Anteproyecto de 1981 del Ministro de Economía y Comercio en que se basó<sup>132</sup>- incluía a los Fondos de Pensiones entre las IIC (no tipificadas)<sup>133</sup>. Tan clara, además, como que los seguros de vida pueden invertir sus provisiones técnicas en acciones de Sociedades de Inversión y/o en participaciones de Fondos de Inversión (art. 50.5 ROSSP) y como que un seguro de vida específico como es el *unit-linked* se caracteriza, *grosso modo*,

<sup>129</sup> Vid. GARCÍA CALLE, José Antonio. “Gestión de Instituciones de Inversión Colectiva, de Fondos de Pensiones y de carteras (I)”. En, *AF*, 26 julio-1 agosto 1993, nº 30, p. I-556; GARCÍA DÍAZ, Iluminada. *Los Fondos...*, op. cit., p. 99.

<sup>130</sup> No resulta ser éste lugar adecuado para adentrarse en la estructura formal de los Fondos (de Inversión o de Pensiones), tan sólo es lugar para reconocer un esquema triangular análogo (participes, sociedad gestora y depositario) y para recordar alguno de los estudios jurídicos que han trabajado sobre la materia, bien desde la perspectiva del Fondo de Pensiones: DUQUE DOMÍNGUEZ, Justino F. “Notas delimitadoras...”, op. cit., p. 67-92; LA CASA GARCÍA, Rafael. *Los Fondos...*, op. cit.; TAPIA HERMIDA, Alberto Javier. “La gestión de los Fondos de Pensiones (un análisis jurídico)”. En, *RDBB*, abril-junio 1998, nº 30, año VIII, p. 395-402; TIRADO SUÁREZ, Francisco Javier. “Posición jurídica de los promotores, participes y beneficiarios”. En, SÁNCHEZ CALERO, Fernando (et al.). *Régimen jurídico de los planes y Fondos de Pensiones*. 2ª ed. Madrid: Editorial Española de Seguros, 1989, p. 93-110; VÉRGEZ, Mercedes. “Los contratos de gestión y depósito de Fondos de Pensiones”. En, SÁNCHEZ CALERO, Fernando (et al.). *Régimen jurídico de los planes y Fondos de Pensiones*. 2ª ed. Madrid: Editorial Española de Seguros, 1989, p. 118-124; o bien desde la perspectiva de los Fondos de Inversión: PULGAR EZQUERRA, Juana. *La naturaleza jurídica de los Fondos de Inversión Mobiliaria*. Madrid: Marcial Pons, 2001, 247 p.

<sup>131</sup> B.O.C.G. Congreso de los Diputados. I Legislatura, 26 abril 1982, nº 263-I, Serie A, p. 1979-1998. Vid. CASTRO ARGÜELLES, M<sup>a</sup>. Antonia. “El papel...”, op. cit., p. 498-499; MICHAVILA NÚÑEZ, José María. “Naturaleza...”, op. cit., p. 52-53; TAPIA HERMIDA, Alberto Javier. “La gestión...”, op. cit., p. 380; TIRADO SUÁREZ, Francisco Javier. “La legislación...”, op. cit., p. 139-140.

<sup>132</sup> Vid. ALMANSA PASTOR, José Manuel. “Mutualidades de Previsión Social y Fondos de Pensiones como instrumentos de Seguridad Social complementaria”. En, *RSS*, octubre-diciembre 1984, nº 24, p. 31.

<sup>133</sup> Aprobada la Ley de regulación de las IIC y aprobada la LPFP algún autor, en particular, Edmundo ANGULO RODRÍGUEZ (“Constitución y régimen de organización de los Fondos de Pensiones”. En, MARTÍNEZ LAFUENTE, Antonio. (Dir.). *Estudios sobre planes y Fondos de Pensiones*. Barcelona: Ariel, septiembre 1989, p. 70) calificó -a nuestro parecer, sin total correspondencia legal- a los Fondos de Pensiones como: “*Modalidad específica de instituciones de inversión colectiva*”.

porque invierte en Fondos de Inversión (Disposición Adicional 1ª.2.A).a) *in fine*)<sup>134</sup>. La segunda justificación es que el Fondo de Inversión (también la Sociedad de Inversión) tiene abierta la posibilidad de invertir sus activos, en proporción minoritaria o mayoritaria, en valores que no negocian en un Mercado regulado. Su enlace con el capital-riesgo no es, a la postre, menos claro que el anterior.

En esta última dirección, la interacción entre capital-riesgo e inversión colectiva mobiliaria fue calificada con exactitud por el profesor EMBID IRUJO de “*similitud funcional*”<sup>135</sup>. Si bien en el año 1990 se consideró que esta similitud funcional se había relativizado<sup>136</sup>, con las vigentes regulaciones en materia de inversión colectiva y capital-riesgo la similitud de funciones está más viva que nunca. La conexión funcional entre estas dos figuras de inversión ha llevado al legislador español de capital-riesgo a admitir que las Sociedades Gestoras de las IIC, aunque encuentren su regulación en la *Ley 46/1984, de 26 de diciembre*<sup>137</sup> (LIIC), gestionen los Fondos de Capital-Riesgo o los activos de las Sociedades de Capital-Riesgo. La nueva LECR dedica, incluso, un precepto (el nº 31) a las Sociedades Gestoras de IIC, haciendo extensivas las referencias de las Sociedades Gestoras de Entidades de Capital-Riesgo, y puntualizando que en cuanto se comporten como gestoras de Fondos o activos de SCR se sujetarán a esta Ley y a la normativa posterior dictada en su desarrollo. La mira está puesta en la generación de economías de escala, al utilizar idéntica arquitectura para la gestión de carteras con diferente finalidad<sup>138</sup>.

Es tan enérgica la trabazón entre capital-riesgo e inversión colectiva que antes de la promulgación del Real Decreto-Ley 1/1986 se había propuesto a nivel académico<sup>139</sup> la conveniencia de incluir a las Entidades de Capital-Riesgo en el entorno jurídico propio de las IIC. El tiempo no ha refrendado esta propuesta. Hay una regulación separada para cada uno de los campos; si bien éstos materialmente no están tan separados como formalmente pudiera parecer. Incluso, se ha estudiado en la doctrina<sup>140</sup> la viabilidad de aplicar, a falta de indicación

<sup>134</sup> Vid., ad ex., MATEOS, Alfonso. “El fenómeno...”, op. cit., p. 175.

<sup>135</sup> Vid. EMBID IRUJO, José Miguel. “Aproximación al significado jurídico de las Sociedades y Fondos de Capital-Riesgo”. En, *RDBB*, abril-junio 1986, nº 22, año VI, p. 368.

<sup>136</sup> Lo indicó, en particular, el profesor Juan Luis IGLESIAS PRADA (“Aproximación...”, op. cit., p. 77).

<sup>137</sup> B.O.E. núm. 310, 27 diciembre 1984 [RCL 1984, 1935].

<sup>138</sup> Vid. MÍNGUEZ PRIETO, Rafael. “Novedades normativas en materia de Entidades de Capital Riesgo”. En, *AF*, junio 1998, nº 6, año III, p. 7.

<sup>139</sup> Fue una propuesta del profesor de Economía de la Empresa Ángel BERGÉS LOBERA (“El capital-riesgo como nueva fuente de financiación industrial”. En, *Economistas*, 1985, nº extraordinario, p. 123).

<sup>140</sup> En particular, vid. BAUZÁ MORÉ, Francisco J. “Sociedades de Capital-Riesgo y Fondos de Capital-Riesgo”. En, ALONSO UREBA, Alberto; MARTÍNEZ-SIMANCAS y SÁNCHEZ, Julián. (Dir.).

específica en la LECR, a los Fondos de Capital-Riesgo las normas generales de la LIIC sobre los Fondos de Inversión. Veamos cómo ha ido produciéndose un acercamiento entre ambas instituciones financieras, a pesar de las diferencias.

Subsisten algunos contrastes entre una y otra figura de inversión. El primero de ellos se liga con la forma de obtención de beneficios por parte del inversor. En la inversión mobiliaria la retribución viene de los dividendos e intereses recibidos mientras que en el capital-riesgo, aunque no se excluye esta vía, las expectativas de conseguir beneficios se ponen en el momento de la salida a través de las plusvalías generadas. Otro contraste es que en la inversión mobiliaria no se interviene en la gestión de las empresas participadas. Lo contrario ocurre como criterio general en el capital-riesgo. La contribución del inversor de capital-riesgo no es, en efecto, estrictamente financiera y es harto frecuente la realización por su parte de actividades de asesoramiento en la estrategia de gestión o dirección de la empresa participada. Aun cuando circunscrito al mero asesoramiento y apoyo técnico.

Una de las clásicas divergencias de mayor envergadura entre las actividades de capital-riesgo e inversión mobiliaria ha desaparecido, en cambio. Venía referida a las características de las compañías destinatarias de los recursos<sup>141</sup>. Si con el capital-riesgo los beneficiarios eran -y son- entidades cuyos valores no estaban admitidos a cotización oficial, con la inversión mobiliaria los destinatarios eran siempre compañías que cotizaban en Bolsa. Esta rígida línea de separación se ha diluido porque la normativa de inversión mobiliaria (en particular, art. 17 bis RIIC) permite ahora que las IIC mobiliarias inviertan el patrimonio en sociedades con valores no negociables e, incluso, ha instituido la figura de las IIC especializadas en valores no negociados.

### a)- Inversión de las IIC en valores no negociables

Desde 1984 y hasta mediados de 1996 estuvo vetada a las IIC la inversión de su capital en valores que no estuvieran cotizando en un Mercado secundario. La *Ley de 26 de diciembre de 1958*<sup>142</sup>, en su artículo 3.2, había contemplado *ex novo* para las SIM la facultad -con

*Derecho del Mercado Financiero*. T. I. Entidades del Mercado Financiero. Caracterización y régimen. Vol. I. Madrid: Civitas, 1994, p. 657-658; MADRID PARRA, Agustín. "Aspectos jurídicos...", op. cit., p. 94-95.

<sup>141</sup> Ésta y otras diferencias -algunas de las cuales no recogemos por considerar que no tienen suficiente entidad, a nuestros efectos- entre la inversión mobiliaria y el capital-riesgo se contienen en los estudios que citamos acto seguido: BERGÉS LOBERA, Ángel. "El capital-riesgo...", op. cit., p. 122-123; IGLESIAS PRADA, Juan Luis. "Aproximación...", op. cit., p. 74-76; SOTELO NAVALTROPO, Justo. *El capital-riesgo...*, op. cit., p. 142-144.

<sup>142</sup> B.O.E. núm. 311, 29 diciembre 1958 [RCL 1958, 2089].

autorización específica del Ministro de Hacienda, previo Informe de la Junta de Inversiones, o con aval del Estado- de invertir hasta un 30% de su capital en valores mobiliarios, de renta fija o variable, no cotizados en ninguna Bolsa oficial; emitidos por sociedades con, al menos, tres años de vida y Cuentas Anuales legalmente aprobadas. Esta opción inversora -dentro del coeficiente obligatorio de inversión- continuó con el *Decreto-Ley 7/1964, de 30 de abril*<sup>143</sup>, ceñida a las Sociedades de Inversión (art. 1.2º). Si para los Fondos de Inversión Inmobiliaria este Decreto-Ley -en el segundo párrafo del artículo 8- dejó entrever un camino hacia la inversión en valores no admitidos a cotización oficial, bajo las pautas que reglamentariamente se determinarían; para los FIM lo obstaculizó: “*El fin exclusivo de estos Fondos de Inversión habrá de ser la adquisición [...] de valores mobiliarios admitidos a la cotización oficial*” (art. 7 párrafo 2º). Sería con la reforma de la *Orden de 1 de diciembre de 1970*<sup>144</sup> (art. 21.6 párrafo 3º y 22.4 párrafo 3º) -introducida mediante la *Orden de 22 de diciembre de 1971*<sup>145</sup>- cuando se abriría la posibilidad (transitoria) de que el patrimonio de los FIM quedara integrado por “*títulos no admitidos aún a cotización oficial*”.

La primera redacción de la LIIC acabó con esta vía de inversión, francamente en desuso y punto de mira de variadas críticas desde diversos frentes: carencia de liquidez, riesgos por dificultades de valoración e inadecuación de la inversión colectiva para el lanzamiento o la promoción de empresas<sup>146</sup>. El Real Decreto-Ley 7/1996, de 7 de junio, fue el encargado de restablecer la inversión en valores no negociables, ahora, para el conjunto de las IIC financieras. Para ello hubo de modificar mediante su artículo 21 el artículo 10.2 LIIC. Exigió, a efectos de la mayor transparencia posible, que esta posibilidad constara en los Estatutos sociales -en el caso de las Sociedades de Inversión- o en el reglamento de gestión -para los Fondos-, aparte de en el folleto informativo.

La efectiva materialización de estas inversiones requería un desarrollo reglamentario. A cumplir este fin se destinó el *Real Decreto 1094/1997, de 4 de julio*<sup>147</sup>. Compuesto de tres artículos, una única Disposición Adicional, dos Disposiciones Transitorias, una Disposición Derogatoria y dos Disposiciones Finales, dio nueva redacción a los artículos 10.5 *in fine*, 13.5 y 37.1.b) del RIIC; al mismo tiempo que añadió los artículos 17 bis, 26 primer párrafo y 49.5, y

<sup>143</sup> B.O.E. núm. 107, 4 mayo 1964 [RCL 1964, 996].

<sup>144</sup> B.O.E. núm. 295, 10 diciembre 1970; rect. B.O.E. núm. 302, 18 diciembre 1970 [RCL 1970, 2043; 1970, 2106].

<sup>145</sup> B.O.E. núm. 310, 28 diciembre 1971 [RCL 1971, 2313].

<sup>146</sup> A juicio de Pedro A. FERNÁNDEZ RAÑADA (“Instituciones de Inversión Colectiva”. En, *Papeles de Economía Española*, 1981, nº 9, p. 156), estos aspectos eran más que suficientes para dejar proscrita en nuestro ordenamiento la vía de inversión en títulos no negociables.

derogó el artículo 33.2 párrafo primero del mismo texto normativo. La entrada formal de estos cambios precisó de la *Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 3 de noviembre de 1997*<sup>148</sup>, por la que se modificaba la *Orden de 20 de diciembre de 1990*<sup>149</sup>, de desarrollo parcial del Reglamento. Posteriormente, las reglas del Real Decreto 1094/1997 se detallarían mediante la *Circular 4/1997, de 26 de noviembre, de la CNMV, sobre criterios de valoración y condiciones de las Instituciones de Inversión Colectiva en valores no cotizados*<sup>150</sup>.

¿Qué motivo impulsó al poder legislativo a acometer de nuevo esta medida financiera?. La intención fue que las sociedades que no tenían su capital admitido a cotización oficial se vieran beneficiadas por las inversiones de unas instituciones -inmersas en un proceso expansivo- que contaban con amplios patrimonios formados por fondos, bienes o derechos que captaban del público para gestionarlos. Detrás de esas sociedades no bursátiles se encuentran principalmente pequeñas y medianas empresas. Se apoyaba, así, la estructura financiera de las PYMES mediante la inyección externa de recursos. Las palabras del redactor en el párrafo cuarto del Preámbulo de este Real Decreto 1094/1997 resultan muy ilustrativas: “*Dada la importancia en nuestro País de las pequeñas y medianas empresas, esta medida puede servir para canalizar el ahorro hacia la Economía real. A principios de este año las Instituciones de Inversión Colectiva gestionaban un patrimonio superior a los 19 billones de pesetas*”<sup>151</sup>. Por

<sup>147</sup> B.O.E. núm. 172, 19 julio 1997 [RCL 1997, 1837].

<sup>148</sup> B.O.E. núm. 268, 8 noviembre 1997, p. 6791 [RCL 1997, 2654]. Vid. TAPIA HERMIDA, Alberto Javier. “Habilitación de la CNMV en materia de Instituciones de Inversión Colectiva: la Orden de 3 de noviembre de 1997”. En, *RDBB*, octubre-diciembre 1997, nº 68, año XVI, p. 1393-1394.

<sup>149</sup> B.O.E. núm. 306, 22 diciembre 1990, p. 7162-7163 [RCL 1990, 2648]. Vid. TAPIA HERMIDA, Alberto Javier. “La Orden de 20 de diciembre de 1990 de desarrollo parcial del nuevo Reglamento de las Instituciones de Inversión Colectiva”. En, *RDBB*, octubre-diciembre 1990, nº 40, año X, p. 998-1000.

<sup>150</sup> B.O.E. núm. 297, 12 diciembre 1997, p. 7866-7873 [RCL 1997, 2941]. Vid. ARRANZ PUMAR, Gregorio. “Circular 4/1997, de 26 de noviembre, de la CNMV, sobre criterios de valoración y condiciones de inversión de las IIC en valores no cotizados”. En, *DN*, enero 1998, nº 88, año 9, p. 89-92; FERNÁNDEZ AGUADO, Javier. “Criterios de valoración en Instituciones de Inversión Colectiva”. En, *DN*, enero 1998, nº 88, año 9, p. 68-70; TAPIA HERMIDA, Alberto Javier. “Novedades en la regulación de las Instituciones de Inversión Colectiva: las Circulares 4 y 5 de 1997 de la CNMV”. En, *RDBB*, enero-marzo 1998, nº 69, año XVII, p. 294-296.

<sup>151</sup> Conforme a los datos del Informe Anual 1996 de la CNMV, a 31 de diciembre de 1996 el patrimonio total de las IIC en España era superior a los diecinueve billones de pesetas, aportados en gran medida por los FIAMM (más de nueve billones) y los FIM (también más de nueve billones). A lo largo de 1998 esa cifra global ascendió a treinta y cinco millones doscientos cincuenta y tres mil seiscientos sesenta y un mil millones de pesetas, lo que supuso un incremento de un 26,67% respecto al año previo. Durante 1999 el crecimiento fue tan sólo del 4%, en gran parte debido a las reformas fiscales y a las altas comisiones aplicadas. Los datos cuantitativos del patrimonio y número de partícipes de las IIC durante el período 1985-1997 se reproducen en el siguiente libro de Alberto Javier TAPIA HERMIDA: *Sociedades y Fondos de Inversión y Fondos de Titulización*. Madrid: Dykinson, 1998, p. 72-77. Asimismo, en: LÓPEZ PASCUAL, Joaquín; RODRÍGUEZ DE PRADO, Francisco. “Modificaciones en el régimen fiscal de los incrementos de patrimonio a partir de la entrada en vigor del RD-L 7/1996 y su incidencia sobre la rentabilidad financiero-fiscal de los partícipes de Fondos de Inversión”. En, *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, octubre-diciembre 1998, nº 97, vol. XXVII, p. 915. Las cantidades de 1998 corresponden a las recogidas en: COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES. *Informe*

*ello, muy posiblemente, la liberalización de la política de inversión de estas instituciones favorecerá la financiación de nuestro atomizado tejido empresarial”.*

En virtud del artículo 17 bis RIIC y de la Norma 4ª 1.b) Circular 4/1997, las IIC cuentan con una cifra *-rectius*, varias cifras- de inversión máxima en valores no negociables dentro del coeficiente de libre disposición: 10% máximo si son SIM, SIMCAV o FIM; 5% si se trata de FIAMM. Impone, además, el citado artículo 17 bis RIIC unas exquisitas reglas de diversificación que impiden una concentración excesiva de riesgos. La primera de ellas es que ninguna IIC puede invertir más del 2% de su Activo en valores no negociables emitidos o avalados por una misma entidad (punto a) y Norma 4ª.1.c) Circular 4/1997). La segunda es que no puede invertir un porcentaje superior al 4% en valores no negociables que hayan sido emitidos o avalados por distintas entidades que pertenezcan a un mismo grupo (punto b) y Norma 4ª.1.d) Circular 4/1997). Ambos porcentajes se miden tomando como referencia el valor efectivo del total de activos financieros de la IIC y de los valores no negociables en cuestión. El contraste con los porcentajes de los valores cotizados sorprendería si no conociéramos la prudencia -y cierta reticencia- con la que el legislador mira la inversión que no cotiza.

Esta inversión de las IIC en valores no negociables no está, sin embargo, produciendo los resultados esperados. Las razones son varias. Unas, como el desconocimiento o la falta de información, por un lado, y la ausencia de incentivos fiscales, por otro, tienen fácil arreglo. Continuos programas informativos sobre la materia, en el primer caso, y una legislación fiscal adecuada, en el segundo, servirían para evitar o, al menos, mitigar estas primeras dificultades. Otras encuentran, por contra, mayores obstáculos para una rápida y sencilla solución. Riesgo, iliquidez y problemas de valoración son causas estructurales que, en intensa conexión, cortan el camino de la inversión colectiva hacia los valores no negociables.

Las IIC invierten en renta fija y en renta variable, pero de valores negociables. La liquidez, que caracteriza a las acciones cotizadas en Bolsa, desaparece cuando los valores en

---

*Anual 1998 sobre el desarrollo de sus actividades y la situación de los mercados financieros organizados presentado a la Comisión de Economía, Comercio y Hacienda del Congreso de los Diputados.* Madrid: CNMV, 29 junio 1999, p. 17; COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES. *Informe anual sobre los Mercados de Valores. 1998.* Madrid: CNMV, 1999, p. 34, 87; PUERTA, Manuel DE LA; OLMEDILLA, Pedro. “Instituciones de Inversión Colectiva. Aspectos fiscales y obligaciones de información”. En, *AF*, 2º trimestre 1999, nº monográfico 2/99, año IV, p. 24. Las cifras que se refieren al año 1999 están en el *Informe anual sobre los Mercados de Valores. 1999.* Madrid: CNMV, 2000, p. 91-93.



juego no cotizan<sup>152</sup>. Resulta complicado vender con rapidez estos títulos y convertirlos en dinero para corresponder a las peticiones de reembolso de los partícipes. No hay liquidez porque no hay un Mercado organizado de compra y venta de valores. Y al no haber ese Mercado de referencia existen problemas de valoración diaria. La cartera de una IIC con valores no negociables conlleva un elevado grado de incertidumbre respecto a la liquidez y respecto a -algo aún más importante- la valoración efectiva<sup>153</sup>.

La valoración<sup>154</sup> de todos y cada uno de los valores que integran la cartera de una IIC es primordial para medir la rentabilidad<sup>155</sup>. Infravaloraciones o sobrevaloraciones pondrían en serio peligro el principio de equidad entre los inversores<sup>156</sup>. De ahí, que la CNMV -habilitada por la Orden de 20 de diciembre de 1990- acordara en su reunión de Consejo de 27 de diciembre de 1990, y plasmara en el apartado B de la Norma novena de la Circular 7/1990, que la sociedad gestora calcularía el valor estimado de realización respecto a cada uno de los valores; diariamente, en el caso de los FIM, FIAMM y SIMCAV, como consecuencia del principio de *open-end*; mensualmente, en el de las SIM, a consecuencia de su atributo cerrado. Expuso la CNMV en la *Carta Circular 2/1998, de 3 de marzo*<sup>157</sup>, que sería exigible a las gestoras la remisión a la Sociedad Rectora de la Bolsa de Valores de la información necesaria para la publicación diaria del valor liquidativo de los Fondos de Inversión, con el fin de que los partícipes conocieran la evolución de sus inversiones y protegieran adecuadamente sus intereses.

<sup>152</sup> En esta dirección se manifestó Gregorio ARRANZ PUMAR: "Titulización y PYMES, Fondos de Inversión y Segundos Mercados". En, MÉNDEZ ÁLVAREZ, José. (Dir.). PYMES: problemática global, financiera y fiscal. Madrid: Fundación General de la Universidad Complutense. San Lorenzo de El Escorial, 21-25 julio 1997.

<sup>153</sup> Esta última idea, clave para comprender la escasez de inversión en los valores no negociables, la mencionó Francisco Luis DE VERA SANTANA en un análisis económico: "Los Fondos de Inversión". En, *Economistas*, 1998, nº 77, año XVI, p. 177.

<sup>154</sup> Un esquema de la valoración de la cartera de los Fondos de Inversión se delinea en: BELTRÁN TELLO, Hermógenes. *Fondos de Inversión. Guía del Inversor I*. Madrid: Recoletos, 1993, p. 47; ERNST & YOUNG. *Los Fondos de Inversión y otras Instituciones de Inversión Colectiva. Aspectos legales, fiscales y contables*. Madrid: Ernst & Young, 1991, p. 50-53.

<sup>155</sup> Tenemos varios ejemplos en clave económica sobre la rentabilidad de los Fondos, proporcionada por la valoración diaria de sus patrimonios, en: BELTRÁN TELLO, Hermógenes. *Fondos...*, op. cit., p. 86-89.

<sup>156</sup> Vid. COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES. *Memoria anual CNMV...*, op. cit., p. 26.

<sup>157</sup> Es la *Carta Circular 2/1998, de 3 de marzo, dirigida a los Presidentes de todas las sociedades gestoras de IIC, relativa a la valoración de las suscripciones y reembolsos de participaciones en Fondos de Inversión y publicación diaria del valor liquidativo*.

ejercicio cerrado y, en su caso, el efecto dilución por la emisión de bonos y obligaciones convertibles antes de la fecha de compra de esas acciones o participaciones. Pero, la cuestión anterior sigue sin respuesta. Respuesta que no puede ser otra sino que, *de facto*, no existe valoración día a día de estos valores. La valoración diaria se podría hacer por promedios, pero, entonces, se necesitaría un grupo numeroso de sociedades emisoras en comparación<sup>160</sup>.

Las dificultades prácticas de valoración no son inferiores para los valores no negociables de renta fija. Es natural que haya que comparar -en el supuesto de vida residual de más de seis meses- los valores no negociables con la Deuda Pública u otros valores cotizados similares, mas no existe seguridad ni en cuanto a la analogía de los valores ni en cuanto al montante de la prima con que se incrementa el precio. Grado de liquidez de los valores, solvencia del emisor y riesgo país son datos que introducen incertidumbre.

La variabilidad e imprevisibilidad en la valoración de los activos no negociables -de renta fija o variable- se traduce en una elevada volatilidad de los valores liquidativos. La inseguridad en los valores liquidativos es, precisamente, lo que dificulta el despegue de la inversión de las IIC en estos valores no negociables<sup>161</sup> y, en consecuencia, impide la financiación, a su través, de las sociedades emisoras.

## b)- IIC especializadas en valores no negociables

La declaración con la que finalizábamos el apartado anterior no debe llevarnos a la deducción de que es errónea la apertura de mecanismos que conduzcan a la inversión de las IIC en valores no negociables. Muy al contrario, ha de irse a la búsqueda de vías óptimas que faciliten dicha inversión y la correlativa financiación. ¿Podría ser, en este sentido, una solución la creación de IIC especializadas en invertir en empresas *-rectius*, valores- no cotizadas?. Se trata de avanzar un paso más y constituir IIC que inviertan de manera mayoritaria en valores no negociables. En ningún caso, son confundibles estas otras IIC con las estudiadas hasta el momento, cuya inversión en títulos que no cotizan -reiteramos- no ha de superar un máximo del 10% (o del 5%). Con las instituciones especializadas subsistirán e, incluso, se multiplicarán las dificultades antedichas de iliquidez y valoración. Nuevamente, sin un Mercado transparente será arduo atender a las suscripciones y reembolsos de las participaciones, y al cálculo

<sup>160</sup> Vid. MARTÍ PELLÓN, José. "Presente y futuro del capital inversión en España". En, BENJUMEA CABEZA DE VACA, Javier. (Dir.). *El capital riesgo - capital inversión: una oportunidad para la empresa española*. Madrid: Fundación General de la Universidad Complutense. San Lorenzo de El Escorial, 18-19 julio 2000.

<sup>161</sup> Vid. VERA SANTANA, Francisco Luis DE. "Los Fondos...", op. cit., p. 177.

periódico del valor liquidativo<sup>162</sup>. Mas veamos seguidamente de qué forma ha llegado a configurarse una regulación sobre la materia en nuestro ordenamiento jurídico.

Nuestro ordenamiento se decidió a incluir la figura de las IIC especializadas en la inversión en valores no negociables en el año 1998<sup>163</sup>; si bien no ha sido sino hasta fechas muy recientes cuando ha encontrado desarrollo reglamentario. En la dirección de posibilitar la creación en España de IIC especializadas en valores no negociables, la Ley 37/1998 añadió a la LIIC -mediante su Disposición Adicional primera- el artículo 23 ter que, en su apartado primero, apunta: “*Podrán crearse, al amparo de la presente Ley, sociedades de inversión mobiliaria, tanto de capital fijo como variable, como fondos de inversión mobiliaria caracterizados por invertir, mayoritariamente, su activo en valores no negociados en mercados secundarios de valores*”. Son IIC que invierten la mayor parte de su Activo en valores no negociables. Las únicas IIC de carácter financiero que se excluyen del ámbito de aplicación de este artículo 23 ter LIIC son los FIAMM. El motivo se desprende con facilidad de la caracterización de estos Fondos: su patrimonio se invierte en activos financieros de renta fija a corto plazo del Mercado Monetario, que gozan de una elevada liquidez y solvencia (art. 2.2 párrafo 3º LIIC).

La LIIC no demarca el régimen de este tipo de IIC especializadas. Expone el apartado dos *in fine* de su artículo 23 ter que, supletoriamente y en la medida en que sea posible, la regulación general de las SIM, SIMCAV y FIM será aplicable. Lo que hay es una remisión a un desarrollo reglamentario posterior en las materias de inversión, diversificación de riesgos, coeficientes de inversión y de liquidez, contabilidad y reglas de valoración, suscripción y reembolso de participaciones. Una normativa de desarrollo que ha de soslayar las limitaciones que tiene el artículo 17 bis RIIC en el tema de liquidez, contabilidad y clase de valores susceptibles de inversión, si se desea que los recursos de las IIC lleguen efectivamente a las empresas que no cotizan. Una normativa de desarrollo ya existe en la materia gracias a la aprobación del *Real Decreto 91/2001, de 2 de febrero*<sup>164</sup>.

<sup>162</sup> Vid., por todos, MARTÍNEZ PARDO, Ramiro. “Previsiones en materia de inversión colectiva”. En, *Dirección y Progreso*, noviembre-diciembre 1998, nº 162, p. 72.

<sup>163</sup> La idea en España de un Fondo de Inversión especializado en valores no negociados estaba antes de su aprobación legal en la mente -y estudios- de algunos autores. El profesor José MARTÍ PELLÓN, por ejemplo, la propuso (“La capitalización...”, op. cit., p. 108-109; *La inversión en capital...*, op. cit., p. 43-44) bajo la denominación de: “Fondos de Inversión específicos”, “Fondos de Inversión en empresas en crecimiento” o “Fondos de Desarrollo de Capitales” (FDC).

<sup>164</sup> B.O.E. núm. 42, 17 febrero 2001 [RCL 2001, 431].

El artículo decimonoveno del Real Decreto 91/2001 adicionó una nueva Sección 6ª al Capítulo II del Título I RIIC con el siguiente título: “Instituciones de Inversión Colectiva Especializadas”. Dentro de él, el artículo 52 quinto es el que regula las IIC especializadas en la inversión en valores no negociados en Mercados secundarios. Tanto con esta figura especializada como con las de los restantes artículos (52 bis, 52 ter y 52 quater) que componen esta Sección la pretensión es abrir la puerta a políticas de inversión ajustadas a las necesidades y preferencias de los distintos tipos de inversores. Para que una IIC especializada en valores no negociables funcione necesita, ante todo, regirse por los principios de máxima transparencia e información eficiente debido a que el riesgo es superior a cuando la inversión es en valores que cotizan. El riesgo es elevado; en hipótesis, la rentabilidad también.

Veamos cómo el artículo 52 quinto ha normado, entre otros temas, sobre coeficientes de inversión y liquidez, financiaciones, operaciones sobre los activos, naturaleza del inversor y carácter abierto o cerrado de la IIC. Por lo que se refiere a este último aspecto, hubo en la doctrina<sup>165</sup> quien opinó que en el necesario desarrollo reglamentario de la LIIC las instituciones especializadas en valores no negociables debían tener un carácter semiabierto, en vez de totalmente abierto, donde el número de participaciones varía en función de los reembolsos y las suscripciones. En principio, no tendría porqué existir impedimento alguno para adoptar aquí la forma general de los *open-end* o *Mutual Funds*; aun cuando la naturaleza cerrada contribuya en mayor grado a una financiación continua de las empresas. El artículo 52 quinto en su apartado sexto admite, para estos Fondos de Inversión especializados en valores no negociados, tanto la estructura abierta como la cerrada; en este último caso cuando el reglamento de gestión acoge la posibilidad de no admitir nuevas suscripciones, en atención al buen funcionamiento y la estabilidad de la institución.

Con estructura abierta o cerrada, este artículo 52 quinto RIIC obliga a que estas instituciones especializadas adopten el modelo jurídico de SIM o FIM que, en todo caso, serán de nueva creación (ap. 2.a)). En los tres años -plazo ampliable por la CNMV- siguientes a su constitución los FIME (FIM especializados en valores no negociados) habrán debido alcanzar en su Activo un porcentaje mínimo del 50% y máximo del 80% -90% para las SIME<sup>166</sup>- en valores no negociados, emitidos por entidades con sede social en países de la OCDE que no ostenten la condición de paraíso fiscal (ap. 2.b).1º y 2º). Asimismo, será posible que esta

<sup>165</sup> Estamos refiriéndonos a Gregorio ARRANZ PUMAR en: “Titulización y PYMES...”, op. cit.

<sup>166</sup> SIME son las siglas que corresponden a las Sociedades de Inversión Mobiliaria Especializadas en la inversión en valores no negociados.

inversión obligatoria se concrete en valores emitidos por F.T.A., conforme al artículo 2.3.b) del Real Decreto 926/1998 (ap. 2.b).3º). Aparte de este coeficiente obligatorio de inversión, se impone la fijación de un coeficiente mínimo de liquidez del 10% (ap. 3).

En cuanto a la liquidez, resulta de interés y ajustada a la práctica la previsión del apartado quinto de este mismo artículo 52 quinto RIIC que indica que el reembolso de las participaciones en los FIME no se asegurará diariamente. El inversor final que invierta a través de una SIME o de un FIME no podrá conocer a diario la rentabilidad de su inversión. No hubiera podido ser de otra manera o, acaso, ¿es factible hallar cada día el valor de unos valores para los que no existe ningún Mercado de referencia?. El reembolso será dos veces al año en los términos de fechas que figuren en los Reglamentos de gestión. Las peticiones de reembolso se solicitarán con un plazo de preaviso no superior a un mes. Además, en los supuestos que establezca el Ministro de Economía, la CNMV estará facultada para autorizar medidas excepcionales con el objetivo de atender todas las peticiones de reembolso de los partícipes. El reembolso se hará, de acuerdo al apartado séptimo, al primer valor liquidativo calculado tras la solicitud.

La inversión de los Fondos de Inversión y restantes IIC en valores no negociables bajo los términos descritos se podría sumar a la inversión que realizan como intermediarios financieros las Entidades de Capital-Riesgo. En este sentido, incluso, sería viable<sup>167</sup> que las sociedades gestoras de las IIC administrasen, representasen y gestionasen Fondos de Capital-Riesgo, en la línea que abriera la LECR, de ir hacia una gestora universal de productos financieros. Pero, de momento, en España la inversión colectiva está ausente en el campo de actuación del capital-riesgo. La inversión colectiva en valores no negociados es una vía abierta en el terreno jurídico, pero cerrada -o semicerrada- en el financiero práctico. En España las IIC no están invirtiendo *de facto* en sociedades que no cotizan en los Mercados Bursátiles. ¿Para qué sirve crear sobre el papel figuras que nadie utiliza ni reclama?. Quizás, para animar a los inversores a recorrer el camino trazado en la Ley. Hasta que no efectúen este tipo de inversiones no podremos estar hablando con corrección de nuestros Fondos de Inversión como inversores directos de capital-riesgo. Acabamos de colocar el apelativo “directos” y alguien podría pensar -con razón- que los Fondos de Inversión cobijan bajo su patrimonio las aportaciones de otros inversores, generalmente particulares, que estarían convirtiéndose, a su vez, en inversores indirectos de capital-riesgo. Hilando esta lógica se puede pensar, además, en la inversión indirecta de los propios Fondos de Inversión a través de otros intermediarios

---

<sup>167</sup> El Título Cuarto del Proyecto de LIIC en su artículo 37.1 así lo permite.

financieros. Atenderemos, en cierto modo, a esta última óptica en el epígrafe siguiente acerca de los inversores indirectos. Continuemos por ahora con la inversión directa que nos ocupa.

## B)- Fondos de Pensiones

Uno de los males endémicos que ha azotado al capital-riesgo en los diferentes Estados europeos ha sido la escasez -o nula- atracción de recursos desde otra clase de inversor institucional, esta vez, de ahorro finalista: los Fondos de Pensiones. Si en EE.UU. su aparición en escena dinamizó esta actividad, en Europa, su ocultación tras el telón la ha ralentizado.

Las instancias comunitarias sienten una acusada preocupación por la ausencia de recursos de capital-riesgo procedentes de esta clase de inversores institucionales. Esto ha desembocado en una decidida voluntad por hacer girar ciento ochenta grados esta situación. Conocemos que la Comisión propuso el 11 de octubre de 2000 una Directiva relativa a las actividades de los OPJ que permitirá flexibilizar el régimen actual de las inversiones de los Fondos de Pensiones y ampliarlo, incluso, a las acciones emitidas por PYMES, coticen o no en un Mercado de Valores. La Directiva -una vez adoptada- será la continuación de la *Comunicación de la Comisión de 11 de mayo de 1999. "Hacia un Mercado Único de los sistemas complementarios de pensiones"*<sup>168</sup> sobre las conclusiones obtenidas de las consultas iniciadas a partir del *Libro Verde de 10 de junio de 1997 relativo a los sistemas complementarios de pensiones en el Mercado Único*<sup>169</sup>. En este Libro Verde estuvo muy presente aquella propuesta de Directiva de 1991 retirada y aquella Comunicación de 1994 anulada de las que habláramos en el Capítulo precedente, a la hora de plantear una regulación comunitaria que posibilitara a los gestores de Fondos de Pensiones gozar de libertad a la hora de escoger los valores o activos financieros más adecuados para cada tipo de Fondo. Libertad que, naturalmente, debe regirse por unas normas prudentes de supervisión cautelar (entre ellas, el principio de diversificación de activos y el papel de actuarios, auditores externos y

<sup>168</sup> COM (1999) 134, 11 mayo 1999, 53 p. Los aspectos más destacados del contenido de esta Comunicación de la Comisión los recogió la Dirección General de Seguros (DGS) de la Secretaría de Estado de Economía, de la Energía y de la Pequeña y Mediana Empresa del Ministerio de Economía para su *Informe 1999. Seguros y Fondos de Pensiones*. Madrid: Secretaría General Técnica. Centro de Publicaciones y Documentación del Ministerio de Economía y Hacienda, 2000, p. 61-62.

<sup>169</sup> COM (97) 283 final, 10 junio 1997, 52 p. La base de este Libro Verde la constituyó la Comunicación de la Comisión sobre la modernización y mejora de la protección social en la UE (COM (97) 102 final, 12 marzo 1997, 38 p.). Las respuestas a las consultas del Libro Verde se resumieron a mediados de 1998 en el siguiente documento de trabajo: CAB/62/98.

autoridades de supervisión<sup>170</sup>) adaptadas al Mercado Único para que no queden comprometidas las futuras prestaciones de jubilación.

Bajo una gestión Activo-Pasivo (GAP) (*asset-liability management*)<sup>171</sup> flexible - conectada al principio del buen padre de familia, a semejanza de la *prudent man legislation* estadounidense<sup>172</sup>- la Comisión busca la elaboración de una estrategia diversificada de inversión o colocación del ahorro a largo plazo adecuada a los compromisos del Fondo de Pensiones y materializada en acciones (cotizadas o no cotizadas) y en renta fija privada, nacional o internacional, aparte de en Deuda Pública. La dispersión del ahorro conlleva la dispersión del riesgo<sup>173</sup>. Los coeficientes excesivamente restrictivos de inversión en determinadas categorías de activos hasta ahora vigentes en parte de los Estados miembros -no en el Reino Unido, Irlanda, los Países Bajos y Finlandia<sup>174</sup>- han impedido que los capitales de los Fondos de Pensiones repercutan positivamente en la industria europea y, por correlación, en el crecimiento económico y el empleo. *A sensu contrario*, la supresión de dichas limitaciones en el marco del Tratado de la Unión Europea (TUE) favorecerá la participación de los Fondos de Pensiones en las empresas, con independencia de que sus valores se encuentren admitidos a cotización en algún Mercado organizado; sin malograr por ello ni los derechos de los pensionistas, ni la eficacia, ni la competitividad del sistema de pensiones complementarias. Precisamente, las tres ventajas que intuyó la Comisión<sup>175</sup> que se sucederían con la adopción y aplicación en Europa de la *prudent man rule* fueron los beneficios para los pensionistas, la mayor competitividad de los Fondos de Pensiones y la inyección de recursos para el capital-riesgo.

<sup>170</sup> El Capítulo III de este Libro Verde relativo a los sistemas complementarios de pensiones (COM (97) 283 final, 10 junio 1997, p. 17-23) se dedica a las normas cautelares que mejor se adaptan a un entorno de Mercado Único. El epígrafe 2 de la Comunicación de la Comisión de 11 de mayo de 1999 (COM (1999) 134 final, 11 mayo 1999, p. 14-31) refleja igualmente las normas cautelares aplicables a los Fondos de pensiones compatibles con un Mercado Único y una moneda única.

<sup>171</sup> La *asset-liability management*, de donde proviene la gestión Activo-Pasivo que se propone implantar con la propuesta de Directiva sobre los OPJ, encuentra somera definición de sus elementos básicos (adecuación del valor de mercado del Activo al valor del Pasivo mediante una cartera de renta fija y una cartera de riesgo) en: MONTLLOR I SERRATS, Joan; TARRAZÓN RODÓN, M<sup>a</sup>. Antonia. La inversión..., op. cit., p. 25; y en la bibliografía que allí se da cita: BOOKSTABER, Richard; GOLD, Jeremy. "In search of the liability asset". En, *Financial Analysts Journal*, 1988, n° 1, vol. 44, p. 70-80; LEIBOWITZ, Martin L., HENRICKSSON, Roy D. "Portfolio optimization within a surplus framework". En, *Financial Analysts Journal*, marzo-abril 1988. Asimismo, en: CHARPENTIER, Francois. *Retraites...*, op. cit., p. 377-378.

<sup>172</sup> Canadá y Australia son otros dos países extracomunitarios -de indudables tintes anglosajones- que cuentan con una *prudent man legislation*.

<sup>173</sup> Vid. GARCÍA ECHEVARRÍA, Santiago. "Configuración...", op. cit., p. 203.

<sup>174</sup> Téngase en cuenta, a este efecto, el Cuadro IX del Libro Verde, realizado con datos obtenidos de un estudio de la Comisión del año 1994 titulado: "*Sistemas de pensiones complementarias en la Unión Europea*". Asimismo, COM (2000) 658 final, 18 octubre 2000, p. 15.

<sup>175</sup> SEC (1998) 552 final, 31 marzo 1998, p. 8, 11, 16.

En la Exposición de Motivos que antecede a la propuesta de Directiva de 27 de marzo de 2001 la explicación que se da al artículo 18.6.c) (“*Se dará también a estos organismos la posibilidad de: invertir en capital de riesgo*”) es ésta: “*Como inversores a muy largo plazo, los OPJ pueden contribuir a mejorar el tamaño y la liquidez de los mercados de capital de riesgo de la UE. Son los propios OPJ los que deben decidir si desean o no invertir en capital de riesgo. [Para ello,] es fundamental que el marco normativo no imponga excesivas restricciones a esta forma de inversión*”. El legislador español, por propio convencimiento y adelantándose a la aprobación de esta Directiva, ha apostado expresamente en la -con aún poco tiempo de vigencia- Ley 24/2001, de 27 de diciembre, por el capital-riesgo<sup>176</sup>. La nueva redacción que da al apartado 4 del artículo 16 LPPF expresamente así lo confirma: “*Reglamentariamente se podrá establecer porcentajes de diversificación sobre el activo del fondo de pensiones para determinados tipo[s] de inversiones, [...] en valores no cotizados en mercados organizados, especialmente de pequeñas y medianas empresas y en capital[-]riesgo*”. Dos apuntes: primero, ¿qué es sino capital-riesgo la inversión en valores no cotizados en mercados organizados, especialmente de pequeñas y medianas empresas?. Segundo, el problema que a buen seguro aparecerá será, como en el caso de los Fondos de Inversión, la valoración de los valores no negociados. No sirve la valoración a precios de mercado, por lo que habrá que encontrar algún criterio eficaz de valoración. No se olvide que, según estimaciones de la Comisión Europea en su Comunicación de 11 de mayo de 1999<sup>177</sup>, con sólo un 2% del Activo de todos los Fondos de Pensiones europeos invertido en valores no negociables de empresas innovadoras, esto es, en capital-riesgo, el impacto en la riqueza económico-productiva de Europa sería realmente significativo. Sin contraer riesgos indebidos, los Fondos de Pensiones pueden llegar a ser en el territorio europeo inversores directos (e indirectos) de capital-riesgo.

### C)- Compañías de seguro de vida

En línea con los Fondos de Pensiones, las compañías aseguradoras son tradicionales proveedoras de recursos de capital-riesgo en los Mercados Financieros anglosajones. Por la

<sup>176</sup> La Directora General de Seguros Pilar GONZÁLEZ DE FRUTOS, en una conferencia pronunciada con ocasión de la clausura del curso: “Beneficios sociales, fidelización y formas de retribución flexibles. Una estrategia para retener el talento” organizado por la Fundación General de la Universidad de Málaga los días 4 a 8 de marzo de 2002, manifestó que las modificaciones de la LPPF por la Ley 24/2001 en materia de inversiones fueron más un convencimiento de España que un efecto de la propuesta de Directiva de los OPJ. España se sitúa en una línea intermedia entre aquellos países (Reino Unido, Holanda e Irlanda) que apuestan por el principio del buen padre de familia en su faceta más extrema y aquellos otros (Francia o Alemania) que desean criterios cuantitativos estrictos.

<sup>177</sup> COM (1999) 134 final, 11 mayo 1999, p. 15.



actitud que toman frente al riesgo, por cuestiones de oferta y demanda y, más comúnmente, por limitaciones o prohibiciones legales, su llegada en los restantes Mercados ha sido residual. En los últimos años, no obstante, se están tomando en distintos Estados europeo-continenciales medidas para la inversión en valores sin cotización bursátil. En Francia, por ejemplo, desde la *Ley de Finanzas para 1998*, los aseguradores obtienen incentivos fiscales por la inversión, mínima del 5%, de su cartera en títulos que no cotizan, en el marco del contrato de seguro de vida “DSK”<sup>178</sup>. En Dinamarca hasta un 10% de la inversión de las entidades de seguro puede materializarse en acciones que no cotizan<sup>179</sup>. En España sin embargo, el dato indiscutible es que, a día de hoy, las compañías de seguro, salvo excepciones (recuérdese el art. 50 ROSSP), tienen prácticamente vetada la inversión en valores de entidades que no cotizan<sup>180</sup>.

Factores de generación de altas rentabilidades y diversificación prudencial de riesgos en el marco de la moneda única están impulsando a introducir cambios en las normativas - anticuadas, según el Comité Económico y Social (CES)<sup>181</sup>- de seguros. Unos cambios que podrían traducirse, cubriendo las garantías necesarias y atendiendo al riesgo de liquidez<sup>182</sup>, en la aceptación para provisiones técnicas de las inversiones por capital-riesgo en empresas cuyos valores están sin cotizar<sup>183</sup>.

La autorización para que entidades de seguros nacionales dediquen -como pueden dedicar los Fondos de Inversión- sin tantas limitaciones una parte, aun minoritaria, de sus recursos a inversiones “arriesgadas”, en unión con el fomento de la libertad de gestión e inversión de los Fondos de Pensiones nacionales, es uno de los factores<sup>184</sup> de los que más

<sup>178</sup> La referencia a este contrato francés de seguro de vida procede de: SEC (1999) 1725, 20 octubre 1999, p. 60; COM (2000) 658 final, 18 octubre 2000, p. 15.

<sup>179</sup> SEC (1999) 1725, 20 octubre 1999, p. 35.

<sup>180</sup> Si no el veto, sí el disfavor de la inversión en valores no cotizados frente a los valores cotizados por parte de las compañías de seguros en Europa fue puesto de relieve en: EUROPEAN ASSOCIATION OF SECURITIES DEALERS. *Legal and Tax Issues arising from Cross Border Dealings on EASDAQ*. Bruselas: EASD, p. 3-4.

<sup>181</sup> Los adjetivos de “anticuada”, “improcedente” e “innecesaria” los adjudicaría el CES a las normativas nacionales en materia de inversores institucionales en su Dictamen sobre la Comunicación de la Comisión acerca de los mercados europeos de capital para las pequeñas y medianas empresas (DO C 235, 27 julio 1998, p. 16, 21-22)

<sup>182</sup> Vid. *supra* Capítulo I.

<sup>183</sup> Hace tiempo que viene reclamándose que las inversiones de las compañías de seguros en sociedades no cotizadas -a través de intermediarios financieros- sean aptas para constituir sus provisiones técnicas. Vid., por todos, MARTÍ PELLÓN, José. “La capitalización...”, op. cit., p. 106.

<sup>184</sup> El profesor José MARTÍ PELLÓN (“La oferta...”, op. cit., p. 82) destacó, además, como factores a tener en consideración en la oferta de capital-riesgo la existencia de un marco fiscal adecuado, de unos Mercados Bursátiles específicos y de unos directivos especializados en la materia.

depende la futura evolución y el desarrollo del mercado de capital-riesgo en Europa hasta llegar a niveles cercanos a los alcanzados en EE.UU..

## 2.2- Inversores indirectos de capital-riesgo

Los inversores institucionales, como los particulares, los organismos públicos, las entidades financieras<sup>185</sup>, las grandes empresas no financieras, las instituciones sin ánimo de lucro o los inversores extranjeros<sup>186</sup>, pueden ser también fuente proveedora indirecta de recursos de capital-riesgo, esto es, sujetos oferentes de capitales a intermediarios financieros, especializados o no<sup>187</sup>. En efecto, la segunda vía de inversión (indirecta) implica la actuación de intermediarios financieros que invierten en capital-riesgo los recursos que en ellos invierten aquellos inversores.

### 2.2.1- Intermediarios financieros de capital-riesgo: Entidades de Capital-Riesgo

Existen intermediarios que no llegan a especializarse en operaciones de capital-riesgo, por lo que actúan de manera esporádica o marginal en este terreno; pero es más frecuente la figura de los intermediarios especializados. Su presencia mitiga, en cierta medida, el riesgo y temor que toda inversión directa conlleva<sup>188</sup>, merced a las limitaciones legales de concentración de riesgos que se imponen a estos intermediarios y a la responsabilidad limitada a las aportaciones de los inversores (indirectos)<sup>189</sup> (art. 27.3 LECR). Los intermediarios financieros

<sup>185</sup> Dentro de las entidades financieras y, más en concreto, de las entidades de crédito, las cajas de ahorro podrían aportar capitales bien de modo directo, bien indirecto a sociedades de talla pequeña que no cotizan, como medio de desenvolver su obra social. Una vez más, vid., por todos, MARTÍ PELLÓN, José. *El Capital Inversión...*, op. cit., p. 26, 57.

<sup>186</sup> Dentro del grupo “inversores extranjeros” no hay que olvidar el relevante peso de los recursos procedentes de Fondos de Inversión, Fondos de Pensiones y entidades aseguradoras de países terceros. Datos recogidos en el año 1993 evidenciaron cómo los recursos de los inversores extranjeros, sobre todo, de los inversores institucionales sumaban un 40,5% del total de los recursos acumulados por los intermediarios de capital-riesgo. Sobre este punto, consúltese, verbigracia, MARTÍ PELLÓN, José. “La capitalización...”, op. cit., p. 96-97, 102.

<sup>187</sup> Las funciones, intereses e importancia de cada uno de estos grupos de aportantes de fondos las explicó al pormenor José MARTÍ PELLÓN (*Capital riesgo...*, op. cit., p. 8-12).

<sup>188</sup> Santiago GARCÍA ECHEVARRÍA (“Capital riesgo en la empresa española. Exigencias para un programa financiero”. En, *ICE*, julio 1984, nº 611, p. 100) expuso que las instituciones de capital-riesgo, como intermediarios financieros, reducían el miedo al riesgo, al disponer de información fehaciente y de capacidad gerencial.

<sup>189</sup> En vez de “inversores indirectos”, Patricia LEBAS (“L’avenir du capital-risque en Europe”. En, *Revue Francaise de Gestion*, noviembre-diciembre 1984, nº 49, p. 99) utilizó la expresión “inversores pasivos” para referirse a los particulares, inversores institucionales, inversores extranjeros, grandes sociedades, asociaciones o fundaciones que participan en la actividad de capital-riesgo a través de intermediarios financieros.

dan lugar al capital-riesgo organizado o sistematizado<sup>190</sup> o, de manera más simple, al capital-riesgo propiamente dicho.

En España cumplen la característica de intermediación especializada en capital-riesgo - al menos, hasta el presente- únicamente las Entidades de Capital-Riesgo<sup>191</sup> (ECR)<sup>192</sup> que, conforme al artículo 1.2 LECR, son las Sociedades de Capital-Riesgo (SCR [art. 6.1]) y los Fondos de Capital-Riesgo (FCR [art. 6.1]); estos últimos siempre administrados por una Sociedad Gestora (SGECR [art. 6.1]) (art. 3). Su objeto social principal es, conforme la indicación del artículo 2 en su apartado primero: “*La toma de participaciones temporales en el capital de empresas no financieras cuyos valores no coticen en el Primer Mercado de las Bolsas de Valores*”.

Hasta el Real Decreto-Ley 1/1986, de 14 de marzo, de medidas urgentes administrativas, financieras, fiscales y laborales no encontraron respaldo jurídico estas ECR. Sin ser un Real Decreto-Ley el medio jurídico más apropiado para regular de manera original en nuestro país esta clase de entidad financiera, lo cierto es que los artículos 12 a 20 de aquél instauraron una regulación -parca<sup>193</sup> y rígida- en la materia. El propósito -indicó la Exposición de Motivos- fue promover y participar, mediante la inversión y la canalización del ahorro, en la mejora de la estructura económico-financiera de aquellas empresas comprometidas con los sectores productivos de mayor futuro.

<sup>190</sup> Vid. ALCALÁ OLID, Francisco. *Los intermediarios...*, op. cit., p. 115; ALCALÁ OLID, Francisco. *El capital riesgo en España...*, op. cit., p. 94.

<sup>191</sup> Esta categoría de “Entidades de Capital-Riesgo” no apareció en la legislación hasta la redacción que concedió el artículo 17 del Real Decreto-Ley 7/1996 al punto uno del artículo 12 del Real Decreto-Ley 1/1986.

<sup>192</sup> Al contrario que para Sociedades, Fondos y Gestoras de Capital-Riesgo, para las Entidades de Capital-Riesgo no dispuso la LECR una abreviatura oficial. Sí lo haría, en cambio, después la *Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 17 de junio de 1999* (B.O.E. núm. 155, 30 junio 1999 [RCL 1999, 14369]). En exclusiva sobre esta Orden ministerial, véanse los siguientes resúmenes descriptivos: FERNÁNDEZ AGUADO, Javier. “Orden de 17 de junio de 1999. Entidades de capital-riesgo y sociedades gestoras”. En, *DN*, octubre 1999, nº 109, año 10, p. 71-72; GÓMEZ PORRÚA, Juan Manuel. “Orden de 17 de junio de 1999. Entidades de Capital-Riesgo y sus Sociedades Gestoras”. En, *DN*, julio-agosto 1999, nº 106-107, año 10, p. 40-42; TAPIA HERMIDA, Alberto Javier. “Habilitación normativa a la CNMV sobre Entidades de Capital-Riesgo: la Orden de 17 de junio de 1999”. En, *RDBB*, julio-septiembre 1999, nº 75, año XVIII, p. 281-282.

<sup>193</sup> El profesor José Miguel EMBID IRUJO (“Aproximación...”, op. cit., p. 369, 379) calificó el régimen jurídico de las Entidades de Capital-Riesgo contenido en el Real Decreto-Ley 1/1986 de parco, breve, insuficiente e impresionista. Contra lo que en *ab initio* pudiera parecer, estos adjetivos no pecaron de exagerados a la luz de las intensas críticas con que desde distintos frentes (académicos y financieros) se ha pintado a esta primera regulación: fragmentaria, excesivamente rígida y alejada de la verdadera ortodoxia de la inversión/financiación mediante capital-riesgo.

SCR y FCR coinciden en naturaleza jurídica (mitad entidad financiera, mitad holding)<sup>194</sup>; difieren, en cambio, en molde jurídico-societario. Antes que nada, la SCR es -como de su propio nombre se deriva- una sociedad. En particular, una sociedad anónima, como se encarga de precisar el artículo 2.1 LECR; frente al silencio que sostuvo el artículo 12.Dos del Real Decreto-Ley 1/1986, en su última redacción. Una sociedad anónima que goza de un régimen jurídico especial: esta LECR y toda su normativa presente y futura de desarrollo. En lo no previsto por ella rige el *Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas (TRLSA)*<sup>195</sup>, según indicación expresa de la propia LECR en su artículo 23.1. La SCR es, por consiguiente, una sociedad anónima especial o una subespecie de sociedad anónima<sup>196</sup>.

Como anónima especial, la SCR cuenta con una suma mínima de capital social muy superior a la de cualquier otra anónima: un millón doscientos dos mil (art. 23.2 LECR) frente a sesenta mil ciento un euros (art. 4 TRLSA) (o traducido a pesetas: doscientos millones frente a diez); aun cuando la misma pudiera resultar en la actualidad insuficiente para alcanzar una adecuada diversificación de la cartera<sup>197</sup>. Como anónima especial, la SCR debe desembolsar -en efectivo o en bienes que integren el inmovilizado- en el momento de su constitución un porcentaje mínimo superior (50% frente a 25%), y el resto desembolsarlo -en una o varias veces- en el plazo máximo de tres años a contar desde aquella constitución (art. 23.2)<sup>198</sup>. Como anónima especial, la SCR no puede tener distintas clases ni series de acciones, y éstas han de estar necesariamente representadas bien por títulos nominativos o bien por anotaciones en

<sup>194</sup> El profesor Agustín MADRID PARRA contempló esa peculiar naturaleza jurídica en: "Instituciones de inversión y financiación colectiva". En, JIMÉNEZ SÁNCHEZ, Guillermo Jesús. (Coord.). *Derecho Mercantil*. 4ª ed. T. I. Barcelona: Ariel, septiembre 1997, p. 438; la omitió, al compás de la LECR, en la última edición (6ª) de la obra.

<sup>195</sup> B.O.E. núm. 310, 27 diciembre 1989; rect. B.O.E. núm. 28, 1 febrero 1990 [RCL 1989, 2737; 1990, 206].

<sup>196</sup> El profesor Juan Luis IGLESIAS PRADA no dudó en otorgar a la SCR la calificación de "subespecie de sociedad anónima" en el estudio que realizó en el año 1990 sobre la materia y que tantas veces hemos nombrado: "Aproximación...", op. cit., p. 74, 77. No obstante, no pasó desapercibida para este autor la denominación de "sociedad anónima especial" ("Aproximación...", op. cit., p. 78).

<sup>197</sup> Quinientos millones de pesetas (más de tres millones de euros) fue la suma que estimó José MARTÍ PELLÓN ("La capitalización...", op. cit., p. 104; *La inversión en capital...*, op. cit., p. 33) adecuada para que las ECR afrontaran su actividad con una mínima diversificación de carteras. Por su parte, Juan Luis IGLESIAS PRADA ("Aproximación...", op. cit., p. 79), aun cuando no se atrevió a dar una suma concreta, estimó aconsejable la exigencia de una cifra superior de capital social mínimo. Un importe (el de doscientos millones de pesetas o un millón doscientos mil euros) que Francisco J. BAUZÁ MORÉ ("Sociedades...", op. cit., 649, 660) entendería como excesivamente exiguo y fuera del contexto de la realidad económica. La normativa no refleja, de todos modos, la práctica habitual: más de seis millones de euros de capital social. Vid. MARTÍ PELLÓN, José. *El Capital Inversión...*, op. cit., p. 34.

<sup>198</sup> El artículo 23.2 LECR indica el mismo porcentaje y período temporal para el desembolso de las aportaciones que el artículo 13.1 del Real Decreto-Ley 1/1986.

cuenta (art. 23.3). Como anónima especial, la SCR no puede hacer disfrutar a sus fundadores o promotores de las remuneraciones o ventajas que prevé el artículo 11 TRLSA (art. 23.4). Como anónima especial, la SCR ha de recoger en sus Estatutos sociales, aparte de las indicaciones del artículo 9 TRLSA, la política de inversiones a seguir y la posibilidad de que la gestión la realice, previo acuerdo de la Junta General, una Sociedad Gestora (arts. 4 y 23.5).

La existencia meramente facultativa de una Sociedad Gestora -con forma jurídica de anónima (art. 4.1 LECR)- en las SCR se transforma en obligatoria en los FCR. El artículo 3 LECR manifiesta que los FCR son patrimonios -de vida limitada- administrados por una gestora, a quien corresponde la realización de las actividades de asesoramiento previstas en el objeto principal de los mismos. Comoquiera que el FCR carece -pese al silencio legal- de personalidad jurídica<sup>199</sup>, la gestora asume el *rol* de administradora (art. 4.1) de un patrimonio que es copropiedad de los inversores (particulares, públicos, financieros, no financieros, institucionales o extranjeros) titulares de las participaciones nominativas y de idénticas características en que el mismo se divide (art. 24.3). Esta gestora podría sustituirse por una gestora de IIC, en las condiciones y con los requisitos exigidos por un Reglamento (arts. 4.2 y 27.1); sustentando igual que la SGEGR una relación fiduciaria (art. 37.2 LECR y Anexo 3.A Circular 4/1999, de 22 de septiembre<sup>200</sup>).

## 2.2.2- Inversores indirectos de capital-riesgo: entidades de seguro y Fondos de Pensiones

Una vez que hemos encontrado -sin mucho buscar- las claves de la fisonomía jurídica de las ECR como intermediarios financieros especializados en capital-riesgo queremos retroceder sobre nuestros pasos para hallar la posición de nuestras entidades de seguro y Fondos de Pensiones como (potenciales o reales) aportantes de recursos a las ECR. Los Fondos de Pensiones y las compañías aseguradoras de vida cuando son de nacionalidad extranjera, principalmente estadounidense o británica, invierten en y, por consiguiente, financian a las ECR nacionales; pero, cuando, en cambio, los Fondos de Pensiones y las compañías de seguros de vida son de nacionalidad española apenas han invertido -quizás, tampoco hayan buscado la inversión- en nuestras ECR. Un porcentaje en 1997-1998 en torno al 2%, procedente de Fondos

<sup>199</sup> Con rotundidad -igual que hacemos nosotros- negó a los FCR la personalidad jurídica el profesor Agustín MADRID PARRA ("Aspectos jurídicos...", op. cit., p. 82, 93-94, 100); quien, sin embargo, entrevió una cierta entitación en los mismos. En vez de "entitación", "persona jurídica" fue la expresión que utilizó -sin corrección- Enrique MEDINA FERNÁNDEZ ("Consideración...", op. cit., p. 117).

<sup>200</sup> B.O.E. núm. 248, 16 octubre 1999 [RCL 1999, 2625].

de Pensiones extranjeros<sup>201</sup>, resulta irrisorio frente al escaso 25% de la media europea<sup>202</sup>. Un 0,1% procedente de Fondos de Pensiones nacionales en los años 1998 y 1999, simplemente invisible<sup>203</sup>. Un 0,7% en 1997 y un 1,3% en 1999, como aportaciones de las compañías de seguros nacionales al total del capital-riesgo español, nuevamente insignificantes<sup>204</sup>.

La cuestión a dilucidar es si en España en las respectivas legislaciones se prevé la inversión en acciones y/o participaciones de Sociedades y/o Fondos de Capital-Riesgo como activos aptos para cubrir las provisiones técnicas, en el caso de las compañías de seguro, o el Activo, en el caso de los Fondos de Pensiones. En un recorrido por el interminable artículo 50 ROSSP no se encuentra ningún apartado que contemple en específico esa clase de valores para las compañías aseguradoras. Sí tienen, en cambio, en el apartado quinto la consideración de bienes y derechos aptos para la cobertura de las provisiones técnicas de las entidades de seguros las acciones y las participaciones de IIC. Esta toma accionarial o de participaciones, respectivamente, en Sociedades y Fondos de Inversión Mobiliaria (o Inmobiliaria) puede conectar de modo mediato a aseguradoras (sobre todo, por los seguros *unit-linked*) con valores no negociables, desde el momento en que aquellas IIC inviertan en esta clase de valores en la forma y porcentajes estudiados. ¿Por qué no contemplar, entonces, desde la legislación de seguros -siempre con medidas cautelares- la inversión en acciones y participaciones de Sociedades y Fondos de Capital-Riesgo?. Son las ECR y no las IIC las que están invirtiendo en empresas no cotizadas. Sería, pues, invirtiendo/financiando en/a las ECR como las entidades de seguro podrían invertir/financiar en/a las empresas no financieras y no cotizadas. El artículo 34 RFPF tampoco hace referencia expresa en ninguno de sus nueve apartados a la inversión de los Fondos de Pensiones en capital-riesgo. Pero, podrá incluirla en una próxima modificación, a la hora de fijar los porcentajes de diversificación; en virtud de la habilitación (facultativa) del párrafo tercero del apartado 4 del artículo 16 LPFP en la redacción que ha otorgado la Ley 24/2001.

<sup>201</sup> Vid. MARTÍ PELLÓN, José. *El Capital Inversión...*, op. cit., p. 55-56, 63.

<sup>202</sup> Estos porcentajes del 2% y del 25% los reflejó la CNMV en su Informe anual sobre el desarrollo de su actividad y la situación de los Mercados Financieros organizados, presentado en Madrid el 29 de junio de 1999 a la Comisión de Economía, Comercio y Hacienda del Congreso de los Diputados. Por su parte, el profesor José MARTÍ PELLÓN (*El Capital Inversión...*, op. cit., p. 55) proporcionó unos porcentajes del 1,8% de los nuevos recursos de capital-riesgo procedentes de Fondos de Pensiones extranjeros en el año 1997, del 7,3% en 1998 y del 12,7% en 1999.

<sup>203</sup> Vid. MARTÍ PELLÓN, José. *El Capital Inversión...*, op. cit., p. 63.

<sup>204</sup> Conforme al cuadro 3.2 ("Procedencia de los recursos de las entidades de capital inversión que operaban en España [en millones de pesetas])" que se detuvo a confeccionar el profesor José MARTÍ PELLÓN en: *El Capital Inversión...*, op. cit., p. 63.

Aunque todavía en el presente no encuentre cómodo acomodo, planteemos, a modo de hipótesis futura, la ubicación en la que encajan nuestros Fondos de Pensiones y entidades de seguro de vida, como inversores (directos e indirectos), en el ciclo operativo del capital-riesgo, bajo el prisma inversor. Como los Fondos de Pensiones y las compañías de seguros españolas, incluso, con una normativa asentada en un enfoque cualitativo con los principios de diversificación y buen padre de familia acusan miedos o reticencias hacia la inversión más arriesgada, parece conveniente centrar su inversión directa en las empresas no cotizadas “más seguras” por ser más estables en el mercado. Las ECR -nutridas con los recursos, entre otros, de Fondos de Pensiones y entidades aseguradoras- habrían de invertir, entonces, en las empresas no cotizadas “menos seguras” por estar situadas en etapas de desarrollo menos avanzadas. La inversión directa o indirecta por medio de ECR del seguro sería financiación por capital-riesgo de empresas, “más o menos seguras”, no cotizadas.





## ***CAPÍTULO III***

# ***CAPITAL-RIESGO: FINANCIACIÓN DE EMPRESAS***

---



## I- CAPITAL-RIESGO: FINANCIACIÓN DE EMPRESAS

A las empresas no cotizadas las hemos ido convirtiendo en el Capítulo anterior en el punto de mira del capital-riesgo como actividad inversora a medio o largo plazo. Comprobemos, a renglón seguido, cómo las caracteriza la normativa y la operativa financiera de nuestro país. Averigüemos, en definitiva, quiénes son las empresas beneficiarias de la faceta financiadora del capital-riesgo.

### 1- FINANCIACIÓN: ¿PARA QUIÉN?

La regulación española de 1986 definió en su artículo 12.1 a las empresas destinatarias del capital-riesgo como “empresas no financieras”<sup>1</sup>. Era una expresión en exceso amplia que sólo excluía a las empresas que ejercían su actividad en el sector económico financiero. De ahí que la revisión introducida por el *Real Decreto-Ley 5/1992, de 21 de julio, de ordenación económica y medidas presupuestarias urgentes*<sup>2</sup> -sustituido, sin modificaciones al respecto, por la *Ley 28/1992, de 24 de noviembre*<sup>3</sup>- acotara el campo de las empresas a las que se dirigía el capital-riesgo: las PYMES innovadoras. Su artículo 8.1 dio nueva redacción al artículo 12.1 del Real Decreto-Ley 1/1986: “Empresas no financieras, de dimensión pequeña o mediana, que desarrollen actividades relacionadas con la innovación tecnológica o de otra naturaleza, en los términos que reglamentariamente se determinen”. El problema que surgió entonces fue, de un lado, la ausencia de una definición clara acerca de los conceptos “empresas de dimensión pequeña o mediana” e “innovación tecnológica”. De otro, el aumento de la imprecisión en lo relativo a las “actividades de otra naturaleza” y la remisión a un posterior Reglamento. Todo ello provocó no pocos recelos entre los inversionistas, quienes necesitaban la seguridad jurídica de que sus operaciones iban a poder beneficiarse de los incentivos fiscales que establecía aquel Real Decreto-Ley 1/1986.

Hasta el Real Decreto-Ley 7/1996 no se volvió a delimitar a las empresas destinatarias. Se utilizó de nuevo el concepto de “empresas no financieras”, pero esta vez limitado a aquéllas que no cotizaran ni en el Primer Mercado de Valores ni en ningún otro Mercado secundario organizado. Exigió, además, que fueran empresas independientes por no estar participadas en

<sup>1</sup> Unas breves indicaciones acerca de cómo el Real Decreto-Ley 1/1986 y sus sucesivas reformas llegaron a caracterizar a las empresas destinatarias del capital-riesgo se dibujaron en: CONGRESO DE LOS DIPUTADOS. SECRETARÍA GENERAL. *Entidades de Capital-Riesgo...*, op. cit., p. 29.

<sup>2</sup> B.O.E. núm. 176, 23 julio 1992 [RCL 1992, 1641].

un porcentaje superior al 25% por sociedades que cotizaran en esos Mercados o que tuviesen la consideración de entidad financiera. Con esta última caracterización había que preguntarse si el capital-riesgo dejaba de ser un instrumento de financiación estable para las empresas innovadoras de menor tamaño, que son las que se topan con mayores problemas financieros. Aunque es cierto que suprimió el criterio de la dimensión de la empresa también lo es que el legislador de 1996 pensaba en las empresas que sufrían dificultades financieras, ya fuera por el tamaño, por la etapa de desarrollo o antigüedad, por el nivel de endeudamiento, por el sector de operaciones, o por una combinación de todos o algunos de las anteriores criterios.

También fue ese el móvil de la LECR, tal y como se expresa al comienzo de su Exposición de Motivos: *“El Capital-Riesgo es una actividad financiera consistente en proporcionar recursos a medio y largo plazo, pero sin vocación de permanencia ilimitada, a empresas que presentan dificultades para acceder a otras fuentes de financiación”*. Con la voz “dificultades” pudiera parecer a primera vista que el legislador está haciendo alusión a situaciones de pre-insolvencia. Si fuera así el capital-riesgo se limitaría a financiar empresas en la fase de *turnaround* -que pronto será objeto de sucinta explicación-. No puede haber sido ésta su intención. Aun con una fórmula en exceso vaga e imprecisa, en la definición de la LECR encajan perfectamente las PYMES porque generalmente hallan a su paso dificultades para acceder a fuentes financieras propias o ajenas a largo plazo. No se refiere expresamente a este tipo de empresas ni la Exposición de Motivos ni el mentado artículo 2.1: *“Empresas no financieras cuyos valores no coticen en el Primer Mercado de las Bolsas de Valores”*; pero, *a priori*, no hay obstáculos para financiar por este procedimiento a la mayoría de las PYMES -independientes o no de sociedades financieras y/o cotizadas- de nuestro entorno; si bien tampoco para financiar a las múltiples grandes empresas con valores no admitidos a cotización oficial bursátil. Se profundiza, pues, en la flexibilización ya iniciada con el Real Decreto-Ley 7/1996, sin llegar a desnaturalizar la identidad del capital-riesgo<sup>4</sup>.

## 2- FINANCIACIÓN POR ETAPAS DEL DESARROLLO DE LA EMPRESA

El inversor de capital-riesgo (directo o indirecto) más que por la dimensión de la empresa actúa en consideración al estado de desarrollo en la que ésta se encuentra. Con todo, es normal que coincida la menor dimensión empresarial con las fases iniciales y el mayor tamaño con la madurez de la empresa. Esta correspondencia entre últimas fases de desarrollo y gran

---

<sup>3</sup> B.O.E. núm. 283, 25 noviembre 1992 [RCL 1992, 2497].

<sup>4</sup> Vid. CONGRESO DE LOS DIPUTADOS. SECRETARÍA GENERAL. *Entidades de Capital-Riesgo...*, op. cit., p. 29.

empresa no es, de todos modos, absoluta porque son numerosas las pequeñas o medianas empresas maduras. Con independencia de ello, la especialización de los inversores en una o en varias fases<sup>5</sup>, bien en las iniciales o bien en las avanzadas, es la tónica habitual.

Agruparemos las etapas en las seis siguientes<sup>6</sup>: *seed financing*, *start-up financing*, *expansion financing*, *bridge financing*, *buy-out/buy-in financing* y *turnaround*. No es ésta una clasificación acogida con generalidad en la literatura más autorizada. En ocasiones, se han distinguido tan sólo dos etapas<sup>7</sup>: *early-stage financing* o *start-up financing* y *expansion financing*. Otras veces se han señalado tres, bien -siguiendo al *Venture Capital Yearbook 1988*:- *early stage*, *later stage* y *leveraged buy-outs/acquisitions*<sup>8</sup>; o bien: *seed money*, *growth financing* y *going public*<sup>9</sup>. Algunas otras, se han diferenciado cuatro<sup>10</sup>: *seed finance*, *start-up financing*, *expansion financing* y *establishment finance*. Esta última ordenación fue la que, en un primer momento, acogió el profesor MARTÍ PELLÓN<sup>11</sup>, quien no consideró como etapas *stricto sensu*, sino como otro tipo de operaciones en las que también podían intervenir los capitalistas de riesgo, el *buy-out/buy-in financing*, el *turnaround* y los *joint-ventures*. Con

<sup>5</sup> Se debe hacer notar que la especialización de los inversores de capital-riesgo, aparte de por la fase de desarrollo, puede venir referida por el sector económico o el ámbito geográfico de actuación de las empresas sujetas a participación.

<sup>6</sup> Carlos Jesús CANO GUILLÉN y Leonardo CAZORLA PAPIS ("El modelo andaluz. De capital-riesgo: situación actual y perspectivas. Una comparación a escala nacional". En, *Revista de Estudios Regionales*, mayo-agosto 1998, nº 51, 2ª época, p. 134) distinguieron las mismas seis fases de financiación en función del grado de desarrollo empresarial; si bien prefirieron agregarlas en cuatro etapas a la hora de estudiar la estrategia seguida por el operador. Por su parte, Alberto ABAD ("La experiencia...", op. cit., p. 171) y Justo SOTELO NAVALTROPO (*El capital-riesgo...*, op. cit., p. 157-158) realizaron una clasificación semejante a la nuestra; aunque ninguno incluyó el *turnaround* como una de las etapas de desarrollo de la empresa en las que el capital-riesgo puede participar.

<sup>7</sup> Como así nos lo recuerda José MARTÍ PELLÓN (*El capital riesgo...*, op. cit., p. 105).

<sup>8</sup> Es la clasificación acogida, por ejemplo, por Jane KOLOSKI MORRIS ("Stand der venture capital...", op. cit., p. 29-51). También en esos tres estadios dividieron el desarrollo de una empresa S. PRATT (*Guide to venture capital sources*. Capital Publishing Corp., Wellesley, Mass, 1981) o Detlef HUNSDIEK y Ljuba KOKALJ ("Superación...", op. cit., p. 49-50).

<sup>9</sup> Vid. SNYDER, Arthur F. F. "The venture capital...", op. cit., p. 21. Otras tres etapas distinguieron Pierre BATTINI, Gilles COPIN y Pierre-Jean RAUGEL (*Le guide pratique...*, op. cit., p. 27): capital-creación, capital-desarrollo y capital-transmisión.

<sup>10</sup> Cuatro etapas enumeró Yolanda ANTÓN ("El capital-riesgo como alternativa financiera". En, AF, agosto 1998, nº 8, año III, p. 4): *seed capital*, la primera; *start-up investment*, la segunda; *expansion capital*, la tercera; y *leverage buy out/management buy out* junto con *turnaround*, la cuarta. De modo muy similar, Joël BESSIS (*Capital-risque...*, op. cit., p. 23-24) ya había clasificado antes el estado de desarrollo de la empresa en cuatro fases: *seed-financing* o *pré-démarrage*, *start-up financing* o *démarrage*, *expansion financing* o *capital-développement* y *leveraged buy-out financing* o *reprise d'entreprise*. Ramón CASILDA BÉJAR ("Instituciones...", op. cit., p. 3272) diferenció otras cuatro etapas de financiación: *seed financing*, *start-up financing*, *expansion financing* y *bridging financing*.

<sup>11</sup> Vid. MARTÍ PELLÓN, José. *El capital riesgo...*, op. cit., p. 93-110. Asimismo, como hemos indicado, Carlos Jesús CANO GUILLÉN y Leonardo CAZORLA PAPIS ("El modelo andaluz...", op. cit., p. 134) también dividieron -tras una reducción de los tipos- las operaciones en cuatro etapas.

posterioridad<sup>12</sup> varió su postura, añadiendo al *seed financing*, al *start-up financing* y a la *expansion financing* -donde incluyó el *bridge financing*-, el *buy-out/buy-in financing*, el *turnaround* y el *replacement capital*. A este último nosotros nos referiremos, en cambio, cuando vayamos a analizar la etapa *buy-out/buy-in* por su íntima unión cuando se trata de financiar a una empresa familiar de segunda o ulterior generación.

## 2.1- Financiación de empresas nuevas

En un sentido restringido, el capital-riesgo sólo abarca las dos primeras fases, esto es, el *seed capital*<sup>13</sup> y el *start-up financing*. En otros términos, el capital-riesgo *stricto sensu* es la financiación que dirigen los inversores a los momentos inmediatamente anteriores y posteriores al nacimiento de una empresa.

### 2.1.1- Seed financing

La traducción de *seed financing/capital/money/investment* sería: financiación, inversión o capital siembra o, sencillamente, dinero semilla. Es la apodada “fase cero”<sup>14</sup>, esto es, la financiación inicial que engloba desde las aportaciones necesarias antes del lanzamiento comercial o industrial de una idea empresarial hasta el momento en que puede entenderse técnica o comercialmente factible<sup>15</sup>. En definitiva, es el período previo al nacimiento de la compañía, sea ésta independiente o dependiente-filial de una gran empresa (*spin-off*). Lo que se financia aquí es el proyecto embrionario estructurado técnica, económica, financiera o jurídicamente y, en general, las primeras ideas de definición de una nueva empresa innovadora y de sus productos o servicios. La capacidad de estrategia es determinante.

El inversor estudia en profundidad la viabilidad futura de la futura empresa. Sabe que es la etapa con mayor riesgo, pues aún no hay nada tangible; pero también sabe que los recursos requeridos son menores que en fases posteriores y la rentabilidad puede ser muy alta si el proyecto cuaja y da los frutos esperados. Sopesando estos pros y contras el inversor de capital-

<sup>12</sup> Así, en los trabajos de su autoría que se nombran a renglón seguido: “La capitalización...”, op. cit., p. 93-94, 100; *Capital riesgo...*, op. cit., 17-19; “Financiación...”, op. cit.; *Notas técnicas...*, op. cit., p. 30-33.

<sup>13</sup> Jean LACHMANN (*Le seed capital...*, op. cit., p. 35-36) entendió que el *seed capital* y el capital-riesgo eran dos materias distintas con papeles diversos en el campo financiero y económico, que, no obstante, podían trabajar juntas.

<sup>14</sup> “Zero stage” o “Phase 0” son las expresiones que utilizaría Jean LACHMANN (*Le seed capital...*, op. cit., p. 14, 35) para denominar la *seed financing*.

<sup>15</sup> Vid. LACHMANN, Jean. *Le seed capital...*, op. cit., p. 27-28.

riesgo organizado no se ha decantado por esta etapa (abandona alrededor del 70% de los proyectos)<sup>16</sup>. Hay un cierto temor hacia el “efecto de la página en blanco”<sup>17</sup>. Sí ha invertido, en ocasiones, el particular; favoreciendo, de este modo, la creación de nuevas empresas.

### 2.1.2- Start-up financing

La segunda fase es la *start-up financing* o financiación del capital arranque. La empresa ya está en funcionamiento. Ha empezado sus primeras actividades productivas o comerciales, aunque no ha conseguido todavía beneficios. La empresa no es un simple proyecto, es una realidad y sus necesidades de financiación son altas. Para la empresa, la entrada aquí del capital-riesgo es crucial por los recursos económicos aportados y por el asesoramiento técnico especializado, la experiencia, la planificación y la ayuda adicional prestada, por ejemplo, para contratar más personal y formar un grupo de directivos que expanda el negocio<sup>18</sup>. El riesgo continúa siendo en exceso elevado y el período de tiempo hasta que la empresa pueda, en su caso, generar beneficios y, después, los inversores conseguir plusvalías es largo. Por estos motivos, tampoco se han decantado los intermediarios por este tipo de financiación y cuando lo hacen es de forma sindicada para evitar una excesiva concentración de riesgos<sup>19</sup>. Ésta y la anterior fase de financiación se han convertido en las parientes pobres del capital-riesgo.

## 2.2- Financiación de empresas maduras

Decíamos al comienzo del Capítulo anterior que el capital-riesgo *lato sensu* comprende, además de la financiación del nacimiento, la financiación de la maduración empresarial. Es el capital desarrollo y el capital transmisión, subdivididos en cuatro estadios: *expansion financing*, *bridge financing*, *buy-out/buy-in financing* y *turnaround*.

<sup>16</sup> Vid. MARTÍ PELLÓN, José. *El capital riesgo...*, op. cit., p. 94.

<sup>17</sup> El “efecto de la página en blanco” lo mencionaron Pierre BATTINI, Gilles COPIN y Pierre-Jean RAUGEL (*Le guide pratique...*, op. cit., p. 39); si bien para evidenciar los beneficios que producía en la evaluación de las necesidades financieras de la sociedad que se constituía.

<sup>18</sup> Vid. HOULDER, Vanessa. “The high-technology sector. New funds focus on IT companies”. En, *Financial Times*, 10 octubre 1997, p. 5 (Sección *Financial Times Survey*); HOULDER, Vanessa. “Profile Bob Jones. Venturer becomes an ambassador”. En, *Financial Times*, 10 octubre 1997, p. 5 (Sección *Financial Times Survey*); LEBAS, Patricia. “L’avenir...”, op. cit., p. 99.

<sup>19</sup> Vid. MARTÍ PELLÓN, José. *El capital riesgo...*, op. cit., p. 98.

### 2.2.1- Expansion financing

La *expansion* o *growth financing* es la financiación de la expansión o crecimiento de la empresa. En esta etapa, al igual que en la anterior, se necesitan grandes cantidades de recursos económicos, esta vez, para que la empresa se consolide y sus productos o servicios se distribuyan por todo el mercado. Las inversiones que se realizan aquí son, a diferencia de las anteriores, numerosas -pese a los superiores precios de entrada- porque existe una mayor seguridad de recuperar lo invertido y conseguir plusvalías sin dificultad, al contar con antecedentes sobre la empresa. Ya se sabe que la regla lógica -y puramente teórica- es que a mayor madurez, menor riesgo; aunque menores plusvalías, también.

### 2.2.2- Bridge financing

Otra de las fases es la *bridge financing* o financiación puente. Esta denominación cobra sentido si se comprende que el capital-riesgo desempeña una función de complemento o medio para que la empresa acceda a otras fuentes financieras, esencialmente al Mercado Bursátil. Para ello, este tipo de Mercado debe tener el suficiente grado de desarrollo como para que lleguen fondos a la empresa a través de la cotización en él de sus valores. En España las empresas cuentan en la actualidad con la posibilidad de utilizar el capital-riesgo como “puente” hacia la financiación bursátil en el Primer Mercado o en el Nuevo Mercado<sup>20</sup>; siempre, es claro, que reúnan todas sus exigencias.

### 2.2.3- Buy-out/Buy-in financing

En los últimos tiempos, los capitalistas en riesgo están dirigiendo su empeño hacia formas que no implican riesgos excesivos y que, en la práctica, se traducen en elevados y rápidos retornos anuales netos de costes e impuestos. Según datos estadísticos de la BVCA, mientras que los retornos netos anuales fueron del 6,5% -hasta finales de diciembre de 1996- para las inversiones realizadas durante los años 1980-1992 en las primeras etapas; alcanzaron un 25,4% en el caso de los *buy-outs*<sup>21</sup>. Por eso, el número de empresas participadas en proceso

<sup>20</sup> El Capítulo IV de la presente investigación se destinará a desentrañar los caracteres de la institución del Nuevo Mercado como método de desinversión del capital-riesgo.

<sup>21</sup> En esta línea, vid. CAMPBELL, Katharine. “Fund-raising. Begging-bowls for Europe are full”. En, *Financial Times*, 10 octubre 1997, p. 4 (Sección *Financial Times Survey*); PRICE, Christopher. “Early-stage investing across Europe. Fresh interest in technology funds”. En, *Financial Times*, 10 octubre 1997, p. 4 (Sección *Financial Times Survey*).



de siembra o arranque ha disminuido en el mercado norteamericano y, sobre todo, en el europeo a favor de la financiación de empresas maduras a través de *buy-outs* y *buy-ins*<sup>22</sup>.

El interrogante que, de inmediato, asoma es: ¿en qué consisten estos *buy-outs/buy-ins financing*?. Son operaciones de compra de empresas a crédito con apalancamiento financiero<sup>23</sup> para el pago del precio. En particular, el *leveraged (leverage) buy-out*<sup>24</sup> es un instrumento de ingeniería financiera que implica la compra de una sociedad con una mínima aportación económica externa y un fuerte endeudamiento interno post-adquisición. La sociedad debe tener con anterioridad un alto nivel de recursos propios para que la deuda que se suma no desestabilice la estructura financiera y para que los financiadores vean garantizados con el patrimonio social los recursos empleados en la operación. En cualquier otro caso, la sociedad podría tener dificultades de tesorería que, en último extremo, desembocarían en situaciones concursales<sup>25</sup>. No es extraño, pues, que de forma un tanto irónica se haya dicho<sup>26</sup> que las siglas LBO corresponden a: “*Large Bankruptcy Opportunity*”. A pesar de este riesgo implícito, se confía en que la empresa reflote y consiga una mayor eficiencia y productividad de la que se deriven beneficios y, por fin, para el inversor importantes plusvalías.

Dentro del *leveraged buy-out* es habitual en Europa que la operación se apoye en el equipo directivo que tiene la propia empresa. Estaremos, entonces, ante un *leveraged*

<sup>22</sup> Vid. BESSIS, Joël. *Capital-risque...*, op. cit., p. 173-174; FUNDACIÓN COTEC PARA LA INNOVACIÓN TECNOLÓGICA. *El sistema español de innovación. Diagnósticos y recomendaciones. Libro Blanco*. Madrid: COTEC, diciembre 1998, p. 101; MARTÍ PELLÓN, José. “Financiación...”, op. cit. Además, SEC (1998) 552 final, 31 marzo 1998, p. 7. Un análisis cuantitativo acerca de la evolución ascendente de los *buy-outs* efectuados en los distintos países europeos en los últimos años de la década de los noventa es: INITIATIVE EUROPE LIMITED. *Europe Buyout Review 2000*. 11ª ed. Reino Unido: Initiative Europe Limited; Private.equity.research.unit, 2000, 33 p. Con una clara orientación hacia los Estados europeos del Sur, véase en la materia: INITIATIVE EUROPE LIMITED. *Southern Europe insight. Regional private equity overview*. Reino Unido: Initiative Europe Limited, junio 2000, 27 p.

<sup>23</sup> De manera muy sencilla el término “apalancamiento financiero” podría definirse como la diferencia entre la rentabilidad y el coste de la financiación. A mayor apalancamiento financiero, mayor endeudamiento interno y menor capacidad de endeudamiento exterior.

<sup>24</sup> Entre nosotros, vid., por todos, AURIOLES MARTÍN, Adolfo. “Los leveraged-buy-out y su integración en el Derecho español de sociedades anónimas”. En, *RDBB*, julio-septiembre 1993, nº 51, año XII, p. 641 y ss.; AURIOLES MARTÍN, Adolfo. “Los leveraged-buy-out y su integración en el Derecho español de sociedades anónimas”. En, ALCOVER GARAU, Guillermo (et al.). *Estudios de Derecho Mercantil en homenaje al profesor Manuel Broseta Pont*. Valencia: Tirant lo Blanch, 1995, p. 237-264; LOIZAGA VIGURI, José María. “Introducción al “buy-out””. En, *Dirección y Progreso*, noviembre-diciembre 1988, nº 102, p. 59-61; MASCAREÑAS PÉREZ-ÍÑIGO, Juan. “La compra con apalancamiento (Leveraged buy-out)”. En, *AF*, marzo-abril 1989, nº 13, p. 919-948; MASCAREÑAS PÉREZ-ÍÑIGO, Juan. *Fusiones y adquisiciones de empresas*. 3ª ed. Madrid: McGraw-Hill, 2000.

<sup>25</sup> Vid. AURIOLES MARTÍN, Adolfo. “Los leveraged-buy-out...”, op. cit., p. 241.

<sup>26</sup> Nos lo recuerda José M<sup>a</sup>. GARRIDO (“Tácticas defensivas frente a ofertas de adquisición hostiles: la experiencia anglosajona”. En, *RDBB*, abril-junio 1992, nº 42, año XI, p. 365).

*management buy-out* (LMBO) o *management buy-out*<sup>27</sup>. Una definición de MBO que podría resultar de provecho para la comprensión de su esencia es la siguiente: “*La compra de una empresa por un grupo reducido de sus gerentes, financiándose normalmente mediante pagos en metálico y pagos aplazados, combinados con créditos a los gerentes, con garantía personal de los mismos o de las propias acciones de dicha empresa*”<sup>28</sup>. Quizás resulte más esclarecedora ésta otra: “*Operación consistente en la adquisición de una empresa, por su propio equipo directivo [...], utilizando como principal componente del precio el endeudamiento garantizado, ofrecido por la banca, y no garantizado, aportado por inversores financieros especializados*”<sup>29</sup>. Si la operación se sustentase, en cambio, en un equipo directivo externo a la empresa estaríamos ante el *management buy-in*<sup>30</sup>. En el caso de que se utilizaran ambas modalidades nos topáramos con el *buy-in management buy-out* (BIMBO). Menos extendido está el *leveraged employee buy-out* (LEBO) que es cuando la operación de compra la realizan los empleados.

Los directivos o empleados obtienen financiación de los inversores en capital-riesgo para adquirir la sociedad gracias, en numerosas ocasiones, a la asistencia financiera que ésta les presta. El legislador español -en el artículo 81.1 TRLSA<sup>31</sup>- prohibió a las S.A. conceder cualquier tipo de asistencia financiera para la adquisición por un tercero de sus acciones propias o de las acciones de su sociedad dominante. Se incorporaba, de este modo, en nuestro ordenamiento jurídico el artículo 23.2 de la Segunda Directiva comunitaria, inspirado en las *Sections* 151-158 de la versión del año 1929 de la *Companies Acts* y en el artículo 2358.3 del *Codice Civile*.

Esta proscripción -sancionable por la CNMV, conforme al régimen del artículo 89 TRLSA- no es, en modo alguno, absoluta. Los apartados segundo y tercero del artículo 81 TRLSA incorporan excepciones a la pauta general. El apartado segundo es el que, a nuestros efectos, más interesa. Dispone (en sentido similar al art. 2358 párrafo 3º *Codice Civile*) que el

<sup>27</sup> Como análisis específicos en España, vid. GARCÍA FERNÁNDEZ, Enrique. “Management buy-out”. En, *Dirección y Progreso*, mayo-junio 1987, nº 93, p. 51-54; MULLERAT, Ramón. “Management and leveraged buy-out”. (Adquisición de sociedades por sus propios directivos). Aspectos jurídicos”. En, *Revista Jurídica de Catalunya*, 1991-2, p. 337-357; SARACHO, Emilio. “Management buy-out: aspectos financieros”. En, *Dirección y Progreso*, mayo-junio 1987, nº 93, p. 55-60; TÁPIES LLORET, Josep. *Management buy out*. Madrid: McGraw-Hill, 2000, 200 p.

<sup>28</sup> La transcrita definición corresponde al primero de los autores nombrados en la previa nota al pie de página en: “Management...”, op. cit., p. 51.

<sup>29</sup> Esta segunda definición de MBO la proporcionó en nota a pie de página José MARTÍ PELLÓN en: “La capitalización...”, op. cit., p. 110.

<sup>30</sup> Esta definición se adjuntó en: MULLERAT, Ramón. “Management...”, op. cit., p. 338; SARACHO, Emilio. “Management...”, op. cit., p. 56.

<sup>31</sup> El profesor Adolfo AURIOLÉS MARTÍN (“Los leveraged-buy-outs...”, op. cit., p. 247-264) analizó el dictado del artículo 81 TRLSA, en relación al tema que nos ocupa. Encontramos, además, unas muy breves alusiones en torno a este precepto en: MULLERAT, Ramón. “Management...”, op. cit., p. 350-351.

apartado uno “no se aplicará a los negocios dirigidos a facilitar al personal de la empresa la adquisición de sus acciones o de acciones de una sociedad del grupo”. No hay obstáculo, por consiguiente, para reconocer en España la validez de la asistencia financiera tanto al personal laboral (art. 1.1 Estatuto de los Trabajadores [ET]<sup>32</sup>) como al personal de alta dirección que se vincula con un contrato de trabajo especial (art. 1.3.c) ET y *Real Decreto 1382/1985, de 1 de agosto*<sup>33</sup>). Sólo con una interpretación extensiva de la expresión “personal de la empresa” del artículo 81.2 TRLSA podría admitirse, en cambio, la asistencia financiera de la sociedad a los miembros que integran el órgano de administración. Una interpretación restrictiva de lo que es una excepción a una prohibición parece más adecuada<sup>34</sup>. En cualquier caso, esta interdicción de anticipos de fondos, concesión de préstamos y garantías o cualquier otra clase de asistencia financiera a los administradores por parte de la sociedad no significa que quede prohibida la propia operación de *buy-out*; si bien es cierto que se dificulta.

La empresa prototipo destinataria de todas estas operaciones de compra con apalancamiento es aquélla que goza de una sólida base económica y comercial, una cuota de mercado consolidada y unos productos o servicios propios, al tiempo que no se halla inmersa en un proceso de expansión o innovación que requiera la reinversión de los *cash-flows*<sup>35</sup>. Estas características impiden que la empresa esté en el período de arranque o crecimiento. Son siempre empresas (grandes, medianas o pequeñas) adultas.

El perfil más interesante para el uso de un MBO o MBI es la situación de sucesión de la empresa madura familiar<sup>36</sup>. Es el grado más complejo y avanzado a la hora de planificar la transmisión del poder financiero y estratégico, cuando la pasivización de los socios familiares es absoluta. Las formas menos complejas para cuando no existe una pasivización total son el *private placing* (pasivización de la minoría) y el *owner's buy-out* (pasivización de la mayoría). Ambas son también conocidas con el nombre de *replacement capital* (en castellano, capital de

<sup>32</sup> El *Real Decreto Legislativo 1/1995, de 24 de marzo* (B.O.E. núm. 75, 29 marzo 1995 [RCL 1995, 997]), aprobó el Texto Refundido del Estatuto de los Trabajadores.

<sup>33</sup> B.O.E. núm. 192, 12 agosto 1985, p. 3984-3986 [RCL 1985, 2011].

<sup>34</sup> Vid. AURIOLES MARTÍN, Adolfo. “Los leveraged-buy-outs...”, op. cit., p. 256; TUSQUETS TRIAS DE BES, Francisco. *La remuneración de los administradores de las sociedades mercantiles de capital*. Madrid: Civitas, 1998, p. 287, 300.

<sup>35</sup> Vid. BERNARDY, J. L. DE. “Le LMBO enfin possible en France”. En, *L'Actualité Fiducière*, septiembre 1985, p. 35 y ss.; BERTREL, Jean-Pierre; JEANTIN, Michel. *Droit de l'ingénierie financière*. París: Litec, 1990, p. 334; LOIZAGA VIGURI, José María. “Introducción...”, op. cit., p. 60; MASCAREÑAS PÉREZ-IÑIGO, Juan. “La compra...”, op. cit., p. 921; SARACHO, Emilio. “Management...”, op. cit., p. 56-57.

<sup>36</sup> Vid. GUTIERREZ UGALDE, Gabriel. “Soluciones financieras para los problemas de sucesión de las empresas familiares”. En, MÉNDEZ ÁLVAREZ, José. (Dir.). *PYMES: problemática global, financiera y fiscal*. Madrid: Fundación General de la Universidad Complutense. San Lorenzo de El Escorial, 21-25 julio 1997; LOIZAGA VIGURI, José María. “Introducción...”, op. cit., p. 60.

sustitución o de reemplazo), donde un grupo de socios minoritario o mayoritario, respectivamente, vende sus participaciones a terceros. En un primer momento, se produce exclusivamente un canje de socios que soluciona el problema de la pasivización de la empresa familiar de segunda o tercera generación. Ulteriormente, la presencia de los nuevos socios conduce al desarrollo de la empresa gracias al asesoramiento y a los medios económicos que de manera periódica facilitan.

Estas operaciones de MBO habían nacido a finales de los años setenta con otro ánimo: convertirse en solución para las empresas en crisis o con fuertes pérdidas, para los procesos de privatización o reprivatización de empresas públicas o de escisión de multinacionales, merced al cambio de manos de la propiedad y de la estructura del capital<sup>37</sup>.

#### 2.2.4- Turnaround

Por sus similitudes con la etapa anterior, el *turnaround/rescue* ha sido entendido<sup>38</sup> como uno de los segmentos de actuación del mercado de LBO: las empresas con dificultades. Se trata de inyectar liquidez a unas compañías que precisan variar su rumbo u orientación e, incluso, modificar el equipo directivo para superar los conflictos que atraviesan. En pocas palabras, es la reestructuración o reorientación de la empresa participada.

### 3- ABANDONO DE LA FINANCIACIÓN DE LAS PYMES

No resulta difícil adivinar cómo el papel financiador de los inversores de capital-riesgo, a través de los métodos de adquisición apalancada o de reestructuración, se cumple en detrimento de la empresa pequeña que pone la primera piedra de su actividad. Las inversiones en empresas en etapas iniciales que se sucedieron a finales de los ochenta y a principios de los noventa no produjeron las rentabilidades que cabía esperar, en atención al grado de riesgo que con ellas se contraía. Por norma general, el crecimiento empresarial fue menor y más lento del previsto, y la desinversión más difícil y costosa de lo deseable. Dos consecuencias inmediatas y de signo contrario aparecieron: una, la entrada constante en empresas consolidadas, con menores riesgos y, pese a ello, superiores rentabilidades medias; otra, el abandono paulatino de la participación en unidades empresariales recientes y pequeñas.

<sup>37</sup> Vid. GARCÍA FERNÁNDEZ, Enrique. "Management...", op. cit., p. 51.

<sup>38</sup> Vid. BESSIS, Joël. *Capital-risque...*, op. cit., p. 148.

Sería fácil achacar a los inversores/financiadores falta de iniciativa, valor, voluntad, carácter o coraje; mas antes de arrojar estas críticas hay que ser conscientes de que participando en estas empresas se multiplica el riesgo de perder el esfuerzo, trabajo y dinero (propio o de terceros) que se pone en juego. La asunción de riesgos empresariales no ha supuesto un incremento económico, en términos de beneficios, en las cuentas de resultados de los capitalistas<sup>39</sup>. Los éxitos -ciertamente escasos- que con las pequeñas empresas han ido consiguiéndose desde la aparición de la actividad de capital-riesgo no han logrado ensombrecer los recurrentes fracasos.

#### 4- SURGIMIENTO DE LA FINANCIACIÓN DE LAS PYMES “PUNTOCOM”

El capital-riesgo sistematizado no está llegando hoy a las PYMES en estados de desarrollo incipientes. Ésta es la conclusión que entresacamos de la lectura de los dos párrafos precedentes. Como conclusión general es válida, como conclusión absoluta no. Un nutrido número de microempresas -y proyectos de empresas- surgidas al calor de la fiebre por Internet han sido desde 1998 el foco de atención de los inversores. Encuentros informales como el “*Firsttuesday*”<sup>40</sup> -que nació en Londres en octubre de 1998- fueron extendiéndose con éxito por más de una veintena de ciudades de todo el mundo -entre ellas, Madrid<sup>41</sup> y Barcelona<sup>42</sup>- y lograron poner en contacto a emprendedores de la red de Internet con inversores, muchas veces, dependientes de fuertes holdings bancarios<sup>43</sup>. En el punto de mira de las inversiones/financiaciones de las ECR han estado, primero, las compañías de *e-commerce* y los portales, esto es, las populares empresas “*puntocom*” u “*on-line*” de la Nueva Economía<sup>44</sup>

<sup>39</sup> Ya indicó este motivo en el año 1984 el profesor Santiago GARCÍA ECHEVARRÍA (“Capital riesgo...”, op. cit., p. 99).

<sup>40</sup> Vid. <http://www.firsttuesday.com>. El *firsttuesday* es sólo un ejemplo -quizás, el más significativo- de los puntos de encuentro entre inversores y empresarios de la red de Internet. Un listado siempre actualizado con todos ellos lo podemos encontrar en la muy práctica *Web Site* de capital-riesgo y *private equity* dirigida por el profesor José MARTÍ PELLÓN en la Universidad Complutense de Madrid: <http://www.ucm.es/info/ecfin3/cr> o <http://www.webcapitalriesgo.com> y, en concreto, el enlace: <http://www.webcapitalriesgo.com/meeting.htm>.

<sup>41</sup> Vid. <http://www.egroups.com/group/firsttuesdaymadrid>.

<sup>42</sup> Vid. <http://www.egroups.com/group/firsttuesdaybarcelona>.

<sup>43</sup> Cuando una ECR, en particular un FCR, se encuentra bajo el control económico-financiero de un grupo financiero recibe el nombre de “Fondo cautivo” (“*captive fund*”), por contraposición al “Fondo independiente”. Obsérvese esta clasificación en: MARTÍ PELLÓN, José. *Capital riesgo...*, op. cit., p. 15; MARTÍ PELLÓN, José. *Notas técnicas...*, op. cit., p. 28.

<sup>44</sup> Vincenc NAVARRO (“¿Existe una “Nueva Economía”?”. En, *Sistema*, noviembre 2000, nº 159, p. 29-51), con el apoyo de datos empíricos, cuestionó y falló en contra de la existencia de una Nueva Economía.

(*Clicks Economy*) del conocimiento y la sociedad de la información<sup>45</sup>; más tarde, los fabricantes de *software, hardware, chips, routers*, fibra óptica y, en general, de infraestructuras de redes.

El ciclo típico de inversión y financiación por capital-riesgo se ve profundamente alterado siempre que estamos en presencia de una compañía *start-up* de Internet y comercio electrónico<sup>46</sup> o, más en general, de una compañía imbricada con las nuevas tecnologías. En primera instancia, porque la pauta general es que el lanzamiento en el mercado de una empresa con tales caracteres no precisa una ingente suma de dinero; en segunda instancia, porque el desarrollo empresarial en el mercado virtual sin fronteras evoluciona a un ritmo vertiginoso; en tercera y última instancia, porque la celeridad en la expansión y el crecimiento empresarial posibilita una rápida desinversión en cualquiera de los Mercados Bursátiles especializados en esta categoría de empresas con fuerte potencial tecnológico e intenso ritmo de crecimiento.

Las perspectivas de substanciosos rendimientos a corto plazo -pese a los riesgos- a la hora de la desinversión -facilitada por los Nuevos Mercados- alientan a aportar capitales en estas promesas empresariales. No es oro todo lo que reluce en el espacio *on-line*. Muchos inversionistas ya lo constataron cuando en el primer cuatrimestre del año 2000 explotó la burbuja especulativa y cayeron con brusquedad las cotizaciones de las empresas *puntocom* en el Mercado NASDAQ y en sus semejantes europeos. El ansia de beneficios rápidos puede llevar, en ocasiones, a mover el dinero sin ser suficientemente selectivo y no siempre lo que huele a Internet lleva detrás un equipo de gestores experimentados con un proyecto estructurado, viable y de futuro. También para los negocios de la *economía* el largo plazo debiera mantenerse<sup>47</sup>. La

---

<sup>45</sup> El fomento en la UE de la Nueva Economía del conocimiento y la sociedad de la información se erigió en objetivo básico del Consejo Europeo de Lisboa de 23 y 24 de marzo de 2000. Compruébese la referencia en la Comunicación de la Comisión acerca de los instrumentos comunitarios de financiación específicos de las PYMES (COM (2000) 653 final, 18 octubre 2000, p. 6). Los antecedentes inmediatos del apoyo y estímulo comunitario al ambicioso proyecto de la consolidación de la sociedad de la información se encuentran en los siguientes documentos de la Comisión Europea: *Europe. Una Sociedad de la Información para todos. Comunicación sobre una iniciativa de la Comisión para el Consejo Europeo extraordinario de Lisboa los días 23 y 24 de marzo de 2000* (COM (1999) 687 final, 8 diciembre 1999, 16 p.) y *eEurope. Una Sociedad de la Información para todos. Informe de avance para el Consejo Europeo extraordinario sobre Empleo, Reforma Económica y Cohesión Social -Hacia una Europa basada en la Innovación y el Conocimiento. Lisboa, 23 y 24 de marzo de 2000* (COM (2000) 130 final, 8 marzo 2000, 31 p.). El Consejo Europeo de Lisboa no sería sino un paso más en el camino. Las actuaciones continuaron: *eEurope 2002. Una Sociedad de la Información para todos. Proyecto de plan de acción preparado por la Comisión Europea para el Consejo Europeo de Feira 19 y 20 de junio de 2000* (COM (2000) 330 final, 24 mayo 2000, 33 p.).

<sup>46</sup> Las peculiaridades de las empresas de Internet y el comercio electrónico objeto de capital-riesgo las supo explicar con claridad el profesor José MARTÍ PELLÓN en: *El Capital Inversión...*, op. cit., p. 22-23, 51, 57, 78, 133; "Presente y futuro...", op. cit.; *Notas técnicas...*, op. cit., p. 14.

<sup>47</sup> En el año 1984 Patricia LEBAS ("L'avenir...", op. cit., p. 103) recogió una recomendación del *Venture Economics* sobre el alargamiento de los plazos, que hoy nosotros deseamos trasladar a las inversiones/financiaciones de los negocios de la Red.

Bolsa no es buena sustituta del capital-riesgo. La Bolsa facilita a los inversores (directos e indirectos) de capital-riesgo la llave maestra: la desinversión.





## ***CAPÍTULO IV***

### ***CAPITAL-RIESGO: DESINVERSIÓN EN EL NUEVO MERCADO***

---



## I- CAPITAL-RIESGO: DESINVERSIÓN

Acabamos de describir la financiación como la otra cara de la moneda del capital-riesgo. El inversor (directo o indirecto) de capital-riesgo financia a la empresa y ya intuimos las razones que conducen a esa financiación/inversión. Se invierte para conseguir beneficios con ocasión de la desinversión. El inversor es, primero, financiador y, después, desinversor. Hay inversión si existe facilidad y accesibilidad para la desinversión<sup>1</sup>. Porque la salida, a su vez, condiciona futuras entradas, el legislador de capital-riesgo facilita con incentivos fiscales la desinversión.

Es cierto que el capitalista en riesgo puede conseguir durante el tiempo de inversión dividendos activos -en proporción al capital desembolsado (arts. 215.1 TRLSA y 85 *Ley 2/1995, de 23 de marzo de sociedades de responsabilidad limitada*<sup>2</sup> [LSRL])- en el caso de que, siendo titular legítimo de acciones ordinarias -o participaciones sociales- la sociedad consiga ganancias y decida repartirlas (art. 48.2.a) TRLSA). Cuando el inversor es titular de acciones privilegiadas tiene garantizado un dividendo mínimo en los términos del artículo 50.3 TRLSA, si en esto consiste el privilegio que suele ser lo más común. Lo único que está prohibido es la percepción de un interés (art. 50.2 TRLSA). Sí percibirá, en cambio, unos intereses si el instrumento escogido para participar en la empresa fueron las obligaciones convertibles en acciones. Como acreedor de una cuota de un empréstito emitido por la sociedad anónima le corresponderán los intereses pactados hasta el momento de la conversión en que pasará a ostentar los derechos de todo accionista. No son estos dividendos e intereses los que motivan al inversor a realizar una operación de capital-riesgo. Son las plusvalías que espera alcanzar cuando desinvierta o salga de la empresa participada las que compensan los recursos invertidos, la asistencia ofrecida y el riesgo asumido.

### 1- MOMENTOS DE DESINVERSIÓN

La salida de la empresa participada requiere una planificación adecuada y anticipada. La salida, con todo, llega transcurrido un número variable de años. Cuando en el Capítulo II hablábamos de la inversión temporal como característica del capital-riesgo aludimos al

<sup>1</sup> Vid. IGLESIAS PRADA, Juan Luis. "Aproximación...", op. cit., p. 86; VENDRELL VILANOVA, Anna. "Un nuevo impulso...", op. cit., p. 10. Se celebra el matrimonio cuando va a ser fácil el divorcio; parafraseando la metáfora de Miguel Ángel TRIGO DE AIZPURU ("La financiación"..., op. cit.).

<sup>2</sup> B.O.E. núm. 71, 24 marzo 1995 [RCL 1995, 953].

alargamiento del período máximo de mantenimiento de la inversión en la empresa de diez a doce años. El número concreto estará en función, entre otros factores, de la etapa de desarrollo en la que se encuentre la empresa en el momento de la entrada. La relación es inversamente proporcional: a menor grado de desarrollo, mayor número de años<sup>3</sup>. Así, mientras en las operaciones apalancadas se necesita por término medio de dos a cuatro años, estas cifras se disparan desde los ocho hasta los doce años para el *seed financing*.

Interesa a las ECR adaptarse a los plazos en los que las plusvalías derivadas de la transmisión de las acciones o participaciones pueden eximirse parcialmente de tributar por el Impuesto sobre Sociedades (IS). El Real Decreto-Ley 1/1986 permitió una exención del 50% si el año de enajenación, computado desde el momento de la adquisición, era el décimo; del 75% si eran los tres primeros años o el noveno; del 95% los años sexto a octavo; y del 99% el cuarto y quinto. Del undécimo año en adelante no se aplicaba ninguna exención.

Esta escala de coeficientes de exención según el año de enajenación ha sufrido desde entonces una marea de revisiones. El artículo 8.3 del Real Decreto-Ley 5/1992 -y de la Ley 28/1992- eliminó la exención parcial de las plusvalías durante los dos primeros años y redujo los coeficientes distintos a tres: 50% para el noveno y décimo año, 80% para el séptimo y octavo, y 99% para los años tercero a sexto<sup>4</sup>. El Real Decreto-Ley 7/1996, de 7 de junio, volvió a introducir cambios en este ámbito<sup>5</sup>: uniformizó los coeficientes al 99% desde el tercero hasta el décimo año; por lo que no primó, durante dicho período temporal, unos años en perjuicio de otros. El número dos de la Disposición Adicional segunda de la LECR otorgó una nueva redacción al artículo 69.1 de la Ley 43/1995, de 27 de diciembre, reguladora del Impuesto sobre Sociedades<sup>6</sup> (LIS), indicando que la exención en el tributo sería del 99% desde el tercer

<sup>3</sup> Una escala de años hasta la desinversión, dependiendo del grado de desarrollo de la empresa en el momento de la inversión, se estructuró en: MARTÍ PELLÓN, José. *Capital riesgo...*, op. cit., p. 35.

<sup>4</sup> El profesor José MARTÍ PELLÓN (*El Capital Riesgo en España. 1993*. Madrid: IMPI, mayo 1993, p. 23; *La inversión en capital...*, op. cit., p. 36) elaboró un ilustrativo cuadro con los coeficientes reductores aplicables a las plusvalías en función del momento de enajenación, a partir de los datos que el Real Decreto-Ley 5/1992 introdujo en el Real Decreto-Ley 1/1986.

<sup>5</sup> Las novedades más relevantes que introdujo este Real Decreto-Ley 7/1996 en el terreno fiscal del capital-riesgo las esquematizaron Gregorio ARRANZ PUMAR ("Normas financieras incluidas en el RD Ley 7/1996, de 7 de junio, sobre medidas urgentes de carácter fiscal y de fomento y liberalización de la actividad económica". En, *DN*, julio-agosto 1996, nº 70-71, año 7, p. 72-73.) y Ernesto ESEVERRI y Clotilde MARTÍN PASCUAL ("El régimen fiscal de las sociedades y fondos de capital-riesgo". En, *Perspectivas del Sistema Financiero*, 1999, nº 67, p. 59).

<sup>6</sup> B.O.E. núm. 310, 28 diciembre 1995 [RCL 1995, 3496]. Esta Ley ha sido amplia y recientemente reformada por la Sección 2ª ("Impuesto sobre Sociedades") del Capítulo I ("Impuestos directos") del Título I ("Normas tributarias") de la Ley 24/2001, de 27 de diciembre; renovando o añadiendo estos preceptos: 9, 10, 11.4, 12.2, 12.5, 13.3, 20.3, 23, 28.4, 33, 35.2, 35.4, 36 *ter*, 36 *quater*, 37.1.2º, 66, 78, 79, 80, 81, 82, 83, 84, 85, 86, 87.3, 88, 89, 90, 91, 92, 93, 94, 95, 96, 103.3, 107.4, 108, 122, 123, 124,

año hasta el duodécimo, ambos inclusive. Hasta el momento, la última revisión ha llegado a través del artículo 7 de la Ley 6/2000, de 13 de diciembre, que -en el mismo sentido del artículo 6 del *Real Decreto-Ley 3/2000, de 23 de junio*<sup>7</sup>- amplía en un año el plazo para la bonificación de las rentas obtenidas<sup>8</sup>. La exención es del 99% desde el inicio del segundo año<sup>9</sup> hasta el duodécimo (“sistema campana”). *A contrario*, no se aplica exención ni en el primer año ni a partir del duodécimo. De manera excepcional, podrá ampliarse este período hasta el decimoséptimo año. Para ello hay en el segundo párrafo del artículo 69.1 LIS -según redacción de la LECR, sin modificar por la Ley 6/2000- una remisión a un futuro desarrollo reglamentario -hasta el momento, sin dictar- en el que se determinarán los supuestos, las condiciones y los requisitos de dicha excepción.

La exención hasta el duodécimo año, como pauta general, y hasta el decimoséptimo, como pauta excepcional, resulta positiva para el amparo de la puesta en marcha de proyectos de empresas ubicados en sectores económicos de la Vieja Economía que tienen grandes posibilidades de ganar una cuota de mercado y generar amplios márgenes de beneficios y que, sin embargo, ven cerradas las puertas del sector financiero tradicional por el hecho de carecer de garantías y antecedentes históricos. Es, asimismo, positiva cuando se ha participado en una empresa (“muerta en vida”) que no ha alcanzado en la práctica los resultados esperados en la teoría. En estos supuestos, la desinversión de la participación se suele demorar por las dificultades de encontrar un comprador. Una alternativa a prolongar este mantenimiento de la participación en la empresa en espera de que surja algún comprador externo sería la venta -incluso a un precio bajo- a los demás accionistas, a los directivos o a los empleados de la propia empresa<sup>10</sup>.

127, 127 bis, 128, 133, 135 *ter*, 135 *quater*, 135 *quinque*, 135 *sexies*, 135 *septies*, 138, 142.3, 146.4, 148 y Disposición Adicional decimocuarta.

<sup>7</sup> B.O.E. núm. 151, 24 junio 2000; rect. B.O.E. núm. 181, 29 julio 2000 [RCL 2000, 1401; 2000, 1716].

<sup>8</sup> La justificación del Gobierno en la Exposición de Motivos del Real Decreto-Ley 3/2000 a la dilatación de la bonificación desde el primer año fue la mejora del régimen del capital-riesgo como fórmula de financiación de las iniciativas empresariales más innovadoras. Este Real Decreto-Ley no puede sino estar refiriéndose implícitamente a las empresas innovadoras en fase de *start-up* de la Nueva Economía, que -según anunciábamos en el Capítulo precedente- precisan plazos muy cortos hasta el instante de la desinversión.

<sup>9</sup> El Grupo Parlamentario Catalán (Convergència i Unió) propuso el 29 de septiembre de 1998 una enmienda (nº 33) -sin acogida en aquel momento- a la Disposición Adicional segunda LECR que iba en esta dirección de flexibilizar la aplicación temporal de la exención fiscal, reduciendo a un año el período mínimo de inversión para que las ECR se beneficiaran de aquella (B.O.C.G. Congreso de los Diputados de 29 septiembre 1998, 121/000114, Serie A, núm. 115-7, p. 42).

<sup>10</sup> Ténganse en consideración, para este punto, las siguientes obras de José MARTÍ PELLÓN: *El Capital Riesgo...*, op. cit., p. 28-29; *Capital riesgo...*, op. cit., p. 36, 39; *La inversión en capital...*, op. cit., p. 42; *El capital inversión...*, op. cit., p. 53-54; *Notas técnicas...*, op. cit., p. 52.

## 2- VÍAS DE DESINVERSIÓN

No resulta improbable que la empresa participada no pueda sobrevivir por más tiempo. En esta hipótesis, entraría la sociedad en un proceso de disolución (arts. 260-265 TRLSA y arts. 104-108 LSRL) y posterior liquidación (arts. 266-281 TRLSA y arts. 109-124 LSRL) y extinción (art. 278 TRLSA, art. 121 LSRL y art. 247 RRM). Si el inversor de capital-riesgo fuera acreedor de la sociedad recuperaría la inversión con prioridad a los socios de aquélla. Si, por contra, el inversor fuera socio sólo podría recuperar la inversión -total o parcial- original cuando en la liquidación se dividiera el haber social -en la forma prevista en los Estatutos o, en su defecto, en proporción al importe nominal de las acciones (art. 277.2.2º TRLSA) o participaciones sociales (art. 119.1 LSRL)- una vez hubiera sido satisfecho o consignado el importe de los créditos de todos los acreedores (art. 277.2.1º TRLSA y art. 120 LSRL).

Las opciones con las que cuenta el inversor si la entrada en la empresa ha alcanzado éxito o, al menos, no se ha convertido en un rotundo fracaso son la venta a un tercero; la recompra por los accionistas, los directivos o los empleados; y la que aquí interesa: la salida a Bolsa.

### 2.1- Cesión privada

La venta a terceros o cesión privada<sup>11</sup> (*trade sale*) ha sido año tras año -excepto durante 1994<sup>12</sup>- la vía de salida más utilizada en Europa, a pesar de no ser siempre el camino ideal<sup>13</sup>. Se trata de desinvertir cuando se encuentra a un inversor ajeno que tiene interés en adquirir la participación empresarial. El comprador puede ser un inversor financiero e, incluso, otro capitalista en riesgo especializado en las etapas más avanzadas que participa (en segunda [tercera o cuarta] ronda de financiación) con semejantes criterios y por análogos motivos que el primero. La salida del primer capitalista sería la entrada del segundo. Es posible también que el

<sup>11</sup> Vid. BERTONÈCHE, Marc; VICKERY, Lister. *Le capital risque...*, op. cit., p. 73-74; GLADSTONE, David. *Venture capital investing. The complete handbook for investing in small private business for outstanding profits*. New Jersey: Prentice Hall, 1988, p. 220-223, 227-229; MARTÍ PELLÓN, José. *El capital riesgo...*, op. cit., p. 176-177; MARTÍ PELLÓN, José. *Capital riesgo...*, op. cit., p. 37-38; MARTÍ PELLÓN, José. *La inversión en capital...*, op. cit., p. 39-40; MARTÍ PELLÓN, José. *El capital inversión...*, op. cit., p. 51-52; WALL, John; SMITH, Julian. *Better exits*. Bruselas: EVCA, 1998, p. 9-11.

<sup>12</sup> Vid. CAMPBELL, Katharine. "Exit strategies. Finding a way out for investors". En, *Financial Times*, 10 octubre 1997, p. 6 (Sección *Financial Times Survey*); WALL, John; SMITH, Julian. *Better...*, op. cit., p. 5.

tercero sea un inversor industrial (gran empresa) que, por causas estratégicas o económico-financieras, se encuentre interesado bien en el producto o servicio que comercializa, bien en el proceso productivo y tecnológico que utiliza la empresa participada. De cualquier modo, la desinversión de unos es la inversión -mediante adquisición o fusión- de otros. La inversión de estos terceros financieros o industriales puede ser minoritaria o aspirar a ser mayoritaria, máxime, cuando el inversor es industrial. En esta última hipótesis, necesitará comprar las acciones o participaciones sociales de algún otro socio; aunque seguro encontrará obstáculos para ello en las empresas familiares y/o pequeñas donde los empresarios originarios -como tantas veces hemos resaltado- son reacios a la pérdida del control.

## 2.2- Retrocesión

El inversor de capital-riesgo generalmente prefiere la venta a terceros que la recompra “*inter partes*” o retrocesión a socios, directivos y, en ocasiones, empleados de la sociedad participada (*share buy-backs*). La razón intrínseca de esta afirmación estriba en la reducción de su poder de negociación. De un lado, porque los compradores internos ya conocen los puntos fuertes y débiles de la empresa; de otro, porque conocen la necesidad de venta del inversor en un determinado plazo<sup>14</sup>. La venta a los accionistas (*owners buy-back*) o a los directivos (*management buy-back*) vierte conflictos de fijación del precio<sup>15</sup> y es, además, poco rentable. Sólo se utilizará, pues, la mayoría de las veces, como vía marginal cuando el inversor no encuentre ninguna persona física o jurídica ajena al negocio interesada en el mismo, o cuando dentro de la empresa exista una oposición frontal a aceptar a un tercero y prefieran seguir solos la andadura. A la propia empresa la recompra le provoca más perjuicios que beneficios: tiene que hacer uso de recursos que bien podría destinar a la compra de materiales, a la conclusión de negocios o al inicio de planes de inversión<sup>16</sup>. Ésta es, de cualquier modo, la salida más utilizada después de la *trade sale* y no debe rechazarse *a priori* porque ante una determinada situación puede ser la mejor -o, quizás, la única- opción.

<sup>13</sup> Vid. CAMPBELL, Katharine. “Exit strategies...”, op. cit., p. 6. Los puntos flacos de la *trade sale* son, en todo caso, menores que sus puntos fuertes. Una enumeración de unos y otros puede consultarse en: WALL, John; SMITH, Julian. *Better...*, op. cit., p. 9.

<sup>14</sup> Estos motivos, y otros dos (interés meramente financiero y disposición de escasos recursos líquidos) que consideramos justifican en menor medida la disminución del poder negociador, los enumeró José MARTÍ PELLÓN en su siguiente investigación: *Capital riesgo...*, op. cit., p. 37.

<sup>15</sup> La indicación de este problema y de unos sistemas de posible solución corrió de parte de Rodrigo URÍA MERUÉNDANO (“La problemática...”, op. cit., p. 86-87).

<sup>16</sup> El drenaje de recursos por la empresa para la compra de la participación del capitalista en riesgo lo recordó con acierto José MARTÍ PELLÓN en: “Presente y futuro...”, op. cit.

### 2.3- Cesión pública

Teóricamente, la salida reina es la cesión pública. En condiciones de extrema eficiencia, la introducción de la sociedad participada en la Bolsa de Valores proporciona a los inversores de capital-riesgo fluidez, liquidez, objetividad y plusvalías adecuadas<sup>17</sup>. La empresa desinvertida obtiene públicamente recursos con que seguir financiando sus operaciones. Debería ser, pues, el medio de desinversión más utilizado. Su uso, sin embargo, es desigual en los distintos países industrializados. Sí es ampliamente utilizado en aquéllos, como los EE.UU o el Reino Unido, donde esta actividad financiera ha conseguido una grado de consolidación notable a la par que el Mercado Bursátil específico para las pequeñas empresas de rápido crecimiento. En estos Estados está muy extendida la fórmula de acudir al ofrecimiento público de las acciones o IPO para facilitar al inversor la realización de las plusvalías que han ido generándose durante el período de participación. Su presencia es, en cambio, a mero título anecdótico en aquéllos otros países en los que no se da una -o ninguna- de las dos condiciones anteriores.

En España, a pesar del reciente impulso que ha recibido el capital-riesgo gracias a la nueva legislación y a la aceptación generalizada por parte del propio sector financiero, no se ha consolidado el Mercado Bursátil como medio ágil de desinversión. La sociedad participada puede poseer entidad suficiente para cotizar en el Primer Mercado oficial, con lo que este medio de salida, en principio, será viable para el capitalista en riesgo. Pero, resulta más probable que no reúna las condiciones exigidas, fundamentalmente, por impedírsele su limitada dimensión. Para estos últimos casos en la década de los ochenta fueron surgiendo los denominados “Segundos Mercados”. Aunque en el Sistema Financiero español todavía existen Segundos Mercados no han sido en ningún momento una solución en este sentido. Su prematura y contundente inoperatividad no fue un aliciente para que las autoridades se decidieran a establecer con rapidez medidas que corrigieran las deficiencias. No es extraño, pues, que en España el Mercado Bursátil no haya sido -hasta momentos recientes- para el inversor una vía de salida apta. Muchas PYMES han visto frustradas por ello sus expectativas de obtener financiación a través del capital-riesgo. Con la aprobación de la *Orden de 22 de diciembre de 1999*<sup>18</sup>, por la que se crea en las Bolsas de Valores españolas los Nuevos Mercados, se abría, por fin, en nuestro país un camino que en los EE.UU. y en múltiples

<sup>17</sup> Las ventajas -y también las desventajas o costes- de la venta de la participación por medio de la Bolsa se enumeraron en: WALL, John; SMITH, Julian. *Better...*, op. cit., p. 8.

<sup>18</sup> B.O.E. núm. 312, 30 diciembre 1999 [RCL 1999, 3250]. Los puntos más relevantes del fondo de esta Orden ministerial los resumió la CNMV en: *Memoria 1999...*, op. cit., p. 72.



Estados europeos ha permitido a los capitalistas de riesgo desinvertir su participación de compañías innovadoras y con grandes posibilidades de crecimiento.

Un número relativamente elevado de Mercados de Valores nacionales específicos para estas empresas de fuerte crecimiento y tecnología avanzada choca de frente con la aspiración de un mercado pan-europeo de capital-riesgo. La concentración de la negociación en una sola plaza en Europa -acompañada de la mano de la política monetaria única- facilitaría la liquidez de las desinversiones, a la vez que alentaría las inversiones de capital-riesgo más allá de los estrechos bordes fronterizos estatales<sup>19</sup>.

Es necesaria ambición a escala europea<sup>20</sup> por parte de empresas, Gobiernos, legisladores e inversores para robustecer y unificar unos mercados de capital-riesgo que hoy siguen subdesarrollados y dispersos. Las empresas están tomando consciencia de que el crecimiento y la expansión internacional es la clave estratégica de su supervivencia, y que la innovaciones financiadas con capital-riesgo pueden ayudarlas a lograr ese fin. Las autoridades públicas comunitarias y nacionales comienzan a ser conscientes de que las empresas que realizan innovación e investigación son las principales contribuyentes a la creación de empleo en la UE, y que dicha innovación ha de financiarse con instrumentos específicos, como éste del capital-riesgo, de ámbito transnacional. El capital-riesgo pan-europeo busca un Mercado de Valores también pan-europeo en el que poder desinvertir.

## II- NUEVOS MERCADOS

Desde principios de la década de los noventa en las instancias comunitarias fueron encendiéndose luces con que alumbrar un nuevo sendero a recorrer en Europa por los Mercados de Valores como lugar de financiación de empresas de crecimiento o con una actividad altamente innovadora de ámbito europeo. Una de las principales dolencias que aquejan a la mayoría de las jóvenes empresas de reducida talla con marcado potencial de crecimiento e innovación tecnológica es la dificultad de encontrar los fondos propios (externos) necesarios

<sup>19</sup> En una línea parecida, véanse las palabras que la Comisión Europea plasmó en la *Comunicación de 28 de octubre de 1998*. “*Servicios Financieros: Establecimiento de un marco de actuación*” (COM (98) 625 final, 28 octubre 1998, 26 p.). De estas palabras de la Comisión se haría eco Anna VENDRELL VILANOVA para su ya citado estudio: “Un nuevo impulso...”, op. cit., p. 12. La integración de los Mercados de Valores para empresas en crecimiento también fue propugnada por José MARTÍ PELLÓN (*El Capital Inversión...*, op. cit., p. 29).

<sup>20</sup> Este prisma europeo fue el que defendió el CES en el punto 2.6 de su *Dictamen sobre el “Empleo, reforma económica y cohesión social: hacia una Europa de la innovación y del conocimiento”* (DO C 117, 26 abril 2000, p. 64 [2000/C 117/13]).

para su expansión<sup>21</sup>. El 14 de junio de 1993, el Consejo, en su *Decisión 93/379/CEE*<sup>22</sup>, de aprobación del Programa Plurianual de la DG XXIII, solicitó el apoyo de la Comisión Europea para estudiar la oportunidad y viabilidad de desarrollar un Mercado de Capitales pan-europeo suficientemente activo y líquido para esas PYMES innovadoras y de rápido crecimiento. Con la aprobación de la DSI, que permite el reconocimiento mutuo entre los Estados miembros de la regulación de los Mercados de Valores, la UE proporcionaba el vehículo necesario para establecer un Mercado electrónico pan-europeo. La Comisión adoptaba el 25 de octubre de 1995 una *Comunicación sobre la viabilidad de la creación de un Mercado europeo de Capitales para las empresas pequeñas caracterizadas por la eficiencia de su gestión y crecimiento*<sup>23</sup>. Sobre la misma se pronunciaría un año después el Parlamento Europeo en una *Resolución de 22 de julio de 1996*<sup>24</sup>; fruto de la cual aparecería el 5 de mayo de 1997 la *Comunicación de la Comisión sobre los Mercados europeos de Capital para las pequeñas y medianas empresas: perspectivas y posibles obstáculos a su progreso*<sup>25</sup> y un Dictamen del CES sobre la misma<sup>26</sup>. A la hora de afrontar el estudio de la figura del Nuevo Mercado se ha de hacer especial hincapié tanto en el carácter innovador y/o tecnológico de las empresas destinatarias como en la esfera internacional.

## 1- NUEVOS MERCADOS: MODELOS

El enfoque de estos Mercados Bursátiles es desde el prisma de un marco comunitario global. La intención fue vencer la fragmentación de los distintos Mercados nacionales gracias a su integración en unos Mercados de Valores de ámbito europeo para unas empresas de alto crecimiento y potencial tecnológico. A buscar empresas con visión pan-europea y fuerte proceso de innovación se dedican los Nuevos Mercados *ad hoc* que han comenzado a funcionar. El exitoso Mercado electrónico neoyorkino NASDAQ se tomó como ejemplo a seguir.

---

<sup>21</sup> La Comisión Europea confirmó esta aseveración en la *Comunicación de 10 de noviembre de 1993 sobre los problemas financieros de las pequeñas y medianas empresas* (COM (93) 528 final).

<sup>22</sup> DO L 161, 2 julio 1993, p. 68-74.

<sup>23</sup> COM (95) 498 final, 25 octubre 1995, 33 p.

<sup>24</sup> DO C 211, 22 julio 1996, p. 40-42.

<sup>25</sup> COM (97) 187 final, 5 mayo 1997, 15 p. La Comisión Europea explicó, en unos breves párrafos, los antecedentes y el fondo de esta Comunicación de 5 de mayo de 1997 en: "El desarrollo de los Mercados europeos de Capitales para las PYME". En, *Euro-info*, junio 1997, nº 101/ES, p. 1-2.

<sup>26</sup> DO C 235, 27 julio 1998, p. 13-23.

## 1.1- Modelo estadounidense

### 1.1.1- NASDAQ y Over The Counter

Para que los títulos que no reunían los criterios impuestos por los Mercados de Valores organizados (*On the Floor*) pudieran negociarse en EE.UU. sin cortapisas, se desarrollaron de manera espontánea los -en traducción literal del inglés- Mercados sobre el mostrador u *Over the Counter*. Estos -en forma abreviada- OTC se asentaron, primero, sobre un sistema de comunicaciones telefónicas y, después, sobre un sistema de comunicaciones informáticas. Posibilitaban la negociación directa de valores por *brokers* y *dealers*<sup>27</sup>, al tiempo que permitían desinvertir y, a la vez, estabilizar la actividad de *venture capital*. Los Mercados OTC nacieron sin regulación y evolucionaron hacia la regulación. A la vez que se desarrollaban, se regulaban y organizaban. En los estadios más avanzados de este desarrollo son difíciles de diferenciar de los Mercados que surgen, *ab initio*, centralizados, organizados y regulados<sup>28</sup>. Ejemplo paradigmático de esta evolución es el NASDAQ.

NASDAQ es un Mercado informal, descentralizado, informatizado y autorregulado. NASDAQ es, en primera instancia, un Mercado informal, esto es, un Mercado OTC y, por consiguiente, un Mercado no sujeto a la estricta reglamentación de los Mercados Bursátiles tradicionales. NASDAQ es, en segunda instancia, un Mercado descentralizado de concepción típicamente anglosajona y, por ende, un Mercado regido por precios: hay tantos precios como intervinientes<sup>29</sup>. NASDAQ es, en tercera instancia, un Mercado informatizado o electrónico con terminales informáticas distribuidas dentro y fuera de los EE.UU.<sup>30</sup> que facilitan un tratamiento automático de las transacciones que efectúan los intermediarios sobre los valores. A título de intermediarios actúan los *market-makers* -al menos, dos por valor-; quienes, aparte de

<sup>27</sup> Vid. KAUFFMAN, G. G. *Money the Financial System and Economy*. Chicago-Londres, 1973, p. 59-60; KIDWELL, D. S.; PETERSON, R. L. *Financial institutions, markets and money*. 4ª ed. Chicago-Tokyo, 1990, p. 51.

<sup>28</sup> Vid. CANSECO, José Emilio. "El fenómeno Bolsa". En, SÁNCHEZ FERNÁNDEZ DE VALDERRAMA, José Luis. (Dir.). *Curso de Bolsa. I*. Barcelona: Ariel, 1992, p. 180.

<sup>29</sup> Hubert DE VAUPLANE y Jean-Pierre BORNET (*Droit de la Bourse*. París: Librairie de la Cour de Cassation, 1994, p. 127), de un lado, y Santiago HIERRO ANIBARRO (*El Nuevo Mercado de valores tecnológicos*. Madrid: Civitas, 2001, p. 47-50), de otro, pusieron cara a cara el Mercado latino centralizado, dirigido por órdenes, y el Mercado anglosajón descentralizado, dirigido por precios. Los rasgos propios del modelo de Mercado dirigido por precios en contraposición con el de confrontación por órdenes también se ilustraron en: MORTIER, Denis. "Une nouvelle donne pour les marchés d'actions". En, *Banque*, enero 1996, nº 566, p. 29.

<sup>30</sup> A modo ejemplificativo, NASDAQ llegó a un acuerdo con la *London Stock Exchange* que permite a los operadores londinenses, gracias a las terminales de ordenadores, trabajar y estar en contacto continuo con este Mercado neoyorkino.

“sponsorizar” o patrocinar los valores<sup>31</sup>, informan a lo largo de toda la jornada y en tiempo real de los precios de compra y venta (*bid and offer/ask prices*)<sup>32</sup> de los títulos negociados. Los *market-makers*, en esta función de creación de mercado o contrapartida, garantizan de continuo la liquidez del Mercado. NASDAQ es, en cuarta y última instancia, un Mercado autorregulado por una organización autónoma y autorreguladora (*self-regulatory organization* [SRO]): la *National Association of Securities Dealers, Inc.* (NASD)<sup>33</sup>. Ésta fue constituida en 1938 merced a la base jurídica de la *Maloney Act*<sup>34</sup>, de modificación (por adición del artículo 15ª) de la *Securities Exchange Act 1934*, y gracias a la labor de la *Securities and Exchange Commission* (SEC).

El sistema del NASDAQ que la NASD configuró se compone de dos grandes compartimentos<sup>35</sup>. En el primero se sitúa, desde 1982, el Mercado nacional o *National Market*, para los valores de mayor capitalización y liquidez (relativamente, “*blue chips*”) procedentes de compañías grandes, establecidas y conocidas<sup>36</sup>. En el otro, el Mercado líquido de pequeña

<sup>31</sup> El rol de “sponsor” que lleva a cabo la figura del “*market-maker*” en el NASDAQ se subrayó en: NATIONAL ASSOCIATION OF SECURITIES DEALERS AUTOMATED QUOTATION. *The NASDAQ Stock Market 1997 Fact Book*. Washington: NASDAQ, 1997, p. 7.

<sup>32</sup> En lo relativo a los márgenes (*spread*) entre los precios de compra y venta (*bid and ask*) de los *market-makers* en el NASDAQ, véase, de un lado, la Sección 2.d) de la Parte VI del programa D de la legislación de la NASD y, de otro: NATIONAL ASSOCIATION OF SECURITIES DEALERS. *NASD Compliance check-list*. Washington: NASD, diciembre 1992, p. 9.

<sup>33</sup> La NASD es, efectivamente, una organización autorreguladora. Tanto la NASD como la NASD Regulation (NASDR) -establecida en 1996 como organización separada, independiente y subsidiaria de la NASD, y encargada de la regulación del NASDAQ- ponen a disposición del interesado en la materia información financiera completa, actualizada y especializada en sus respectivas *Web Site*: <http://www.nasd.com> y <http://www.nasdr.com>. Ambas y, en especial, la NASDR, como recomendación del *Rudman Report* de 15 de septiembre de 1995, hallaron extenso y pormenorizado estudio en: VOLARICH, Maria A. “Easing the regulation of a pan-European securities market: Applying the recommendations of the Rudman report to EASDAQ”. En, *Fordham International Law Journal*, 1996, nº 19, p. 2230-2280. Con exhaustividad en torno a la operativa y actividad de la NASD y la NASDR, véase, en nuestra doctrina, los dos siguientes trabajos de Santiago HIERRO ANIBARRO: “La Asociación Nacional de Intermediarios de Activos Financieros (NASD) y el Mercado NASDAQ”. En, *RDBB*, julio-septiembre 2000, nº 79, año XIX, p. 96-110; *El Nuevo Mercado...*, op. cit., p. 67-107.

<sup>34</sup> La *Maloney Act 1938* debe su nombre al Senador Francis T. MALONEY. Sobre el propósito de su aprobación, véase (en nota a pie de página): VOLARICH, Maria A. “Easing the regulation...”, op. cit., p. 2232, 2239, 2271. Algún otro comentario realizó la NASD en: *Securities regulation in the United States*. 3ª ed. Washington: NASD, 1996, p. 11, 61-62; *NASD 1997*. Washington: NASD, 1998, p. 0. También, el profesor Santiago HIERRO ANIBARRO, en: “La Asociación...”, op. cit., p. 100-102; *El Nuevo Mercado...*, op. cit., p. 80-83.

<sup>35</sup> Cada uno de los compartimentos de los que se compone el NASDAQ fue objeto de sucinto comentario en: KLEIN, William A.; COFFEE, John C. JR. *Business organisation and finance. Legal and Economic principles*. 6ª ed. Nueva York: The Foundation Press, 1996, p. 383. A modo de simple nota, también en: NATIONAL ASSOCIATION OF SECURITIES DEALERS AUTOMATED QUOTATION. *The NASDAQ...*, op. cit., p. 6.

<sup>36</sup> Para el año 1996, analícese el contenido de un cuadro con las diez IPO de mayor volumen en el *National Market* elaborado por NASDAQ en: *The NASDAQ...*, op. cit., p. 13. Una larga lista con el nombre, siglas y país de procedencia de las sociedades que efectuaron una IPO en el NASDAQ durante

capitalización o *Small-Cap Market*, donde un buen número de entidades jóvenes de talla pequeña a mediana en fase de crecimiento emiten sus valores (“*penny stocks*”). Separadas de - aunque, en cierto modo, conectadas a- estos dos sectores del NASDAQ están las famosas “*Pink Sheets*”<sup>37</sup>. Famosas -calificamos a las *Pink Sheets*- no por las sociedades -pequeñas, desconocidas y de sumo riesgo- cuyos valores en ellas negocian, sino por ser el medio histórico en el que se publican los precios de compra y venta en los OTC. Las *Pink Sheets* son el Mercado más libre o el *Over the Counter* menos oficial y reglamentado. Las entidades más pequeñas que bien no reúnen *a priori*, o bien dejan de reunir *a posteriori*, el listado de requerimientos del *National Market* o de la *Small-Cap*, se refugian en el *Over The Counter Bulletin Board (OTCBB)*<sup>38</sup> o en el *Pink Sheets Exchange*<sup>39</sup>; sin la exigencia de estrictas condiciones y con escasa supervisión, a cambio de la pérdida de un notable grado de visibilidad y liquidez<sup>40</sup>.

El NASDAQ, con estos submercados, no actúa como puente hacia el *New York Stock Exchange (NYSE)* de *Wall Street*, sino como hogar de acogida de empresas competitivas. En el conjunto del NASDAQ la situación en materia de liquidez ha sido durante años envidiable. Jóvenes empresas de base tecnológica ligadas a las Universidades o centros de investigación científica o tecnológica e imbuidas en la sociedad del conocimiento alimentan a -y se alimentan de- este Mercado de intercambio de valores tecnológicos. Si a ello se añaden las condiciones específicas de admisión y negociación de valores<sup>41</sup> no sorprende ni la liquidez ni la confianza que han caracterizado al NASDAQ.

---

1997 encontrará el interesado en la materia en: NATIONAL ASSOCIATION OF SECURITIES DEALERS. *NASD 1997...*, op. cit., p. 38-43.

<sup>37</sup> “*Pink Sheets*” -en traducción literal, “sábanas rosas”- podría chocar al lector si no conoce que este nombre se debe al color de las microfichas sobre las cuales se inscriben las transacciones en el OTC.

<sup>38</sup> El OTCBB fue instituido como sistema electrónico en junio del año 1990 por parte de la SEC, en obediencia al mandato de la *Penny Stock Reform Act 1990*, para los valores (incluidos los “*penny stocks*”) no negociados ni en el NASDAQ ni en ningún otro Mercado de Valores norteamericano. Sobre el tema, véase: NATIONAL ASSOCIATION OF SECURITIES DEALERS. *Securities...*, op. cit., p. 30-31. <http://www.otcbb.com>, es su URL en la red.

<sup>39</sup> El *Pink Sheets Exchange* es distinto al OTCBB. El *Pink Sheets* no pertenece ni opera a través del Mercado de Valores; pertenece a una compañía privada con un servicio de cotizaciones en tiempo real y base en Internet para valores OTC. Vid. <http://www.otcbb.com/aboutOTCBB/comparison.htm>.

<sup>40</sup> Vid. CARLISLE, Anthony Todd. “NOXSO faces possible delisting from NASDAQ Exchange”. En, *Pittsburgh Business Times*, 26 mayo 1997, vol. 14, p. 4; STARZYNSKY, Bob. “NASDAQ may drop Essex from SmallCap Market”. En, *Washington Business Journal*, 30 marzo 1997, vol. 16, p. 17.

<sup>41</sup> Las condiciones cuantitativas y cualitativas en el *National Market* y las de carácter cuantitativo en el *Small-Cap* se muestran en dos ilustrativos cuadros y un esquema en: NATIONAL ASSOCIATION OF SECURITIES DEALERS AUTOMATED QUOTATION. *The NASDAQ...*, op. cit., p. 55-57. Quien solicite mayor detalle, tenga en cuenta del profesor Santiago HIERRO ANIBARRO los dos siguientes textos: “La Asociación...”, op. cit., p. 123-128; *El Nuevo Mercado...*, op. cit., p. 121-126.

## 1.2- Modelos europeos

En Europa los Nuevos Mercados no han querido encerrarse en el interior de los límites territoriales de los países desde los que operan. La internacionalización se ha convertido en aspiración de todos y cada uno de ellos. El que una plaza financiera adquiriera talla internacional depende de la liquidez, la eficacia, la transparencia y la seguridad que esté dispuesta a proporcionar<sup>42</sup>. Mientras la eficacia, la transparencia y la seguridad dependen estrictamente de una adecuada reglamentación y supervisión; la liquidez está sujeta, asimismo, a amplios volúmenes de valores en circulación y a la participación continua de un buen número de inversores. Liquidez, eficacia, transparencia y seguridad son bienes a proteger, al contribuir a la calidad y expansión del Mercado. Empresas innovadoras de visión supranacional son las candidatas idóneas para entrar y permanecer en estos Mercados especiales tipo “NM” para valores de alto riesgo que, pese a su asiento geográfico en un escalón nacional, están abiertos a valores de compañías *ad extra* de sus fronteras. La escala nacional deja el camino abierto a la escala internacional. En esta ambición, los formatos pan-europeos hallan perfecto acomodo.

### 1.2.1- Modelos pan-europeos

El EASDAQ<sup>43</sup> (*European Association of Securities Dealers Automated Quotation*) y la red Euro-NM fueron las primeras iniciativas de Mercados pan-europeos para valores de intenso crecimiento que se lanzaron en Europa. El NASDAQ y la *iX-International Exchanges plc.* -con participación al 50% de la *London Stock Exchange* y de la *Deutsche Börse*- propusieron el 3 de mayo de 2000 aunar sus fuerzas mediante una *joint-venture* que desarrollaría un Mercado para valores con aquellas características<sup>44</sup>. Este proyecto de Mercado pan-europeo no vería, sin embargo, la luz al fracasar antes, en septiembre de 2000, la agrupación *iX*. El EASDAQ y la red Euro-NM fueron, pues, las únicas iniciativas de Mercados pan-europeos para valores de intenso crecimiento que llegaron a cuajar en Europa. Menos de un lustro han durado ambas iniciativas.

<sup>42</sup> Vid. “La modernisation des marché financier”. En, *Les Cahiers Francais*, julio-septiembre 1988, p. 19.

<sup>43</sup> Información interactiva de los precios a tiempo real (con sólo quince minutos de retraso) a los que se negociaban los valores de las sociedades emisoras, datos con la evolución del EASDAQ, y listados con los miembros y los *market-makers* se encontraban en su *Web Site*: <http://www.easdaq.be>. Si desde junio de 2001 pinchamos en dicha URL el servidor automáticamente nos envía a la página electrónica del NASDAQ *Europe*. Idéntico resultado podemos conseguir escribiendo en el teclado del ordenador: <http://www.nasdaqeuropa.com>.

<sup>44</sup> Este proyecto de Mercado pan-europeo fue nombrado por la OCDE en el siguiente trabajo: “Principales cambios en la estructura financiera de la Eurozona desde la introducción del euro”. En, *Perspectivas del Sistema Financiero*, 2000, nº 70, p. 146, 150; como traducción de éste otro: “Main changes in the financial structure of the Euro-zone since the introduction of the Euro”. En, *Financial Market Trends*, junio 2000, nº 76, p. 109-127.

figura de los Fondos de Pensiones -directa o indirectamente como proveedor de un intermediario financiero- en el *venture capital* norteamericano sea incuestionable. Unas cifras lejanas en el tiempo lo confirman<sup>55</sup>: en 1984 los Fondos de Pensiones aportaron al capital-riesgo estadounidense mil ochenta y cinco millones de dólares, frente a los quinientos setenta y tres de los inversionistas extranjeros, los cuatrocientos sesenta y siete de los inversionistas individuales, los cuatrocientos sesenta y tres de las sociedades de capital, los cuatrocientos diecinueve de los aseguradores y los ciento setenta y ocho de las fundaciones.

Al lado de los Fondos de Pensiones y de las entidades de seguro, (de las fundaciones y de las sociedades de capital), los *business angels* o inversores particulares privados no oficiales (cerca de doscientos cincuenta mil)<sup>56</sup> han estado dispuestos a invertir sumas de capital importantes (entre cincuenta mil y cien mil dólares)<sup>57</sup> en empresas muy jóvenes de rápido crecimiento; la mayoría de las veces, surgidas en torno a centros de investigación tecnológica o académica. Pese a que sus inversiones no se circunscriben exclusivamente a las primeras etapas de las empresas -al financiar algunas compañías que han entrado en un período de expansión y obtención de beneficios-, el imán hacia el riesgo de estos *angels investors* ayuda a que las nuevas empresas encuentren recursos con mayor facilidad por esta vía informal que por la del *venture capital* formal, intermediado o sistematizado. Basten dos ejemplos<sup>58</sup>: los servicios federales estadounidenses estimaron que durante el ejercicio de 1989 el conjunto de *business angels* o *venture capital angels* había aportado veintisiete mil millones de dólares para la creación de nuevas empresas, frente a los mil millones del conjunto de intermediarios financieros de capital-riesgo. Por su parte, la Comisión Europea expuso en su Comunicación: “El capital de riesgo: clave de la creación de empleo en la Unión Europea. Abril de 1998”<sup>59</sup> que

<sup>55</sup> Según los datos de *Venture Economics Inc. (The challenge of private pension funds. Special report n° 1058, Gilberto CRAWFORD)* con los que Camilo PIESCHACÓN VELASCO confeccionó el cuadro 5 (“Fuentes de financiación del capital de riesgo en los estados Unidos [1984] [en millones de dólares]”) de este trabajo ya citado: “Los Fondos...”, op. cit., p. 464.

<sup>56</sup> Esta cifra corresponde a las estimaciones realizadas en los EE.UU. por la *New Hampshire University*. Vid. GUITIÁN FERNÁNDEZ DE CÓRDOBA, Rafael. “Financiación de PYMES: el proceso de creación de los “angels markets” en Estados Unidos”. En, *AF*, 29 noviembre-5 diciembre 1993, n° 44, p. I-992; WETZEL, William. “Angel money”. En, *Whole Earth Review*, otoño 1990, n° 68, p. 78-79.

<sup>57</sup> Las sumas de capital que, por término medio, invierten en EE.UU. los *business angels* en empresas con potencial de crecimiento quedaron reflejadas en el *Dictamen del Comité Económico y Social sobre la “Comunicación de la Comisión - Mercados europeos de capital para las pequeñas y medianas empresas: perspectivas y posibles obstáculos al progreso”* (DO C 235, 27 julio 1998, p. 17 [98/C 235/04]). Estimaciones en torno a un capital entre sesenta mil y ciento setenta y siete mil dólares figuran en: MASON, Colin; HARRISON, Richard. “Stimulating “Business Angels””. En, OCDE. *Venture Capital and Innovation*. París: OCDE, 1996, p. 58.

<sup>58</sup> Las referencias del primer ejemplo que citamos están tomadas de Jean LACHMANN (*Le seed capital...*, op. cit., p. 12) que, a su vez, las recogió de P. MOLGA (“Les business angels donnent des ailes au capital-risque”. En, *Les Echos*, 24 octubre 1990).

<sup>59</sup> SEC (1998) 552 final, 31 marzo 1998, p. 5.

los *business angels* venían invirtiendo en los EE.UU. en un número de empresas de veinte a cuarenta veces superior y por un importe cinco veces mayor al del *venture capital* propiamente dicho<sup>60</sup>. Los *business angels* son empresarios de éxito ya retirados<sup>61</sup> o aún en activo, miembros del órgano de administración de alguna sociedad, científicos, ingenieros, físicos, abogados o, en general, profesionales liberales<sup>62</sup> que dedican una porción de su dinero, tiempo y experiencia a proyectos empresariales innovadores que inician su andadura<sup>63</sup>. Aparte de recursos económicos, resulta muy valioso el asesoramiento financiero, técnico o estratégico que proporcionan a los retoños de empresas de los que no ansían su toma de control. Su contacto es por medios informales, principalmente amigos, personas vinculadas al negocio, bancos<sup>64</sup> o los propios empresarios demandantes<sup>65</sup>. Pero, en esta labor de contacto intervienen, en ocasiones, agencias especializadas que encuentran el ángel empresarial “perfecto” para cada tipo de empresa<sup>66</sup>. En esta última dirección, la SBA está concentrando sus esfuerzos en orden a estatuir y mantener una completa base de datos a nivel nacional que ayude a reunir a los inversores directos con las empresas eventualmente beneficiarias de sus aportaciones económicas y sugerencias<sup>67</sup>.

Tanto el mercado informal de *business angels* como el organizado de *venture capital* han conseguido un gran auge -a pesar de las oscilaciones- en los EE.UU. Las gracias hay que dárselas a la cómoda desinversión mediante los Mercados de Valores: NASDAQ (*National Association of Securities Dealers Automated Quotation*) y otros Mercados *Over-The-Counter* (OTC). ¡Qué ciertas son las palabras del profesor MARTÍ PELLÓN<sup>68</sup>!: “La facilidad en la desinversión incentiva la iniciación de un nuevo ciclo de financiación mediante capital riesgo”.

<sup>60</sup> Quizás la Comisión Europea tomase estos datos del siguiente análisis de la OCDE: *Venture Capital and Innovation*. París: OCDE, 1996, p. 6.

<sup>61</sup> Vid. BEYNON, Karen. “Attracting venture capital in Europe”. En, *Scrip Magazine*, octubre 1998, p. 34.

<sup>62</sup> Un listado con los porcentajes concretos de las ocupaciones profesionales de los *business angels* se encuentra en un detallado libro sobre su tipología y operativa: GASTON, Robert J. *Finding private venture capital for your firm: a complete guide*. John Wiley & Sons, 1989, p. 17.

<sup>63</sup> Vid. MURPHY, Shelby L. “Need funding?. Look for angels, banks and factoring”. En, *Austin Business Journal*, 18 abril 1997, vol. 17, p. 25.

<sup>64</sup> “Commercial banks can and should be navigators guiding potential entrepreneurs through the uncharted waters to the port of venture capital” fueron las mágicas palabras que empleó Arthur F. F. SNYDER (“The venture capital process-sailing uncharted waters”. En, *Bankers Monthly Magazine*, 15 mayo 1970, p. 18) para describir la función de los bancos como punto de contacto entre inversores oferentes de recursos de capital-riesgo y empresarios demandantes de los mismos.

<sup>65</sup> Véase una referencia a estos puntos de contacto informales en: GASTON, Robert J. *Finding private...*, op. cit., p. 19-20, 37, 80-81, 125, 130.

<sup>66</sup> Vid. ASCRI. “Business Angels: como caídos del cielo”. En, *Boletín de la Asociación Española de Capital Inversión*, primavera-verano 1997, p. 4.

<sup>67</sup> Así lo recordó el CES en su Dictamen sobre la Comunicación de la Comisión en relación a los Mercados europeos de Capital para las PYMES (DO C 235, 27 julio 1998, p. 17).

<sup>68</sup> Vid. MARTÍ PELLÓN, José. *El capital riesgo...*, op. cit., p. 235.



La salida a través de *initial public offering* (IPO)<sup>69</sup> suele producir una fuerte valoración de la compañía. No todas las empresas participadas reúnen, sin embargo, las características apropiadas para salir a negociar a Bolsa. A finales de los años ochenta el número de salidas mediante IPO fue inferior al de las realizadas mediante venta y correlativa fusión o adquisición, pero desde 1991 se disparó aquél método con un número récord de doscientos ochenta IPO en el año 1996; que, no obstante, descendería de manera considerable en los dos años posteriores<sup>70</sup> para volver a aumentar en 1999<sup>71</sup>. Las cifras son, en cualquier caso, muy superiores a las alcanzadas en los países europeos.

Fondos de Pensiones como motores del *venture capital* organizado, *business angels* como agentes del *venture capital* escondido o no organizado y Mercados NASDAQ y OTC como vías de desinversión son los tres pilares en los que se sustenta esta actividad en los EE.UU.

## 2.2- Modelos europeos

La necesidad acuciante de aunar esfuerzos en torno a la actividad de capital-riesgo también es sentida hoy en Europa. Desde las instancias comunitarias y nacionales se aplauden las iniciativas de aquéllos que participan por la vía del capital-riesgo en compañías no cotizadas. El aplauso se aviva cuando la participación recae en empresas de reciente incorporación al mercado con intensa capacidad de crecimiento y pujanza tecnológica. No faltarán momentos en otros Capítulos para ahondar en esta aseveración. Limitémonos ahora a descifrar los rasgos característicos de los modelos de capital-riesgo europeos.

---

<sup>69</sup> OPI sería el acrónimo en lengua castellana de: "Oferta Pública Inicial" de suscripción de acciones o, en otros términos, de la primera oferta del capital a la suscripción del público. La relación directa entre el mercado de *venture capital* y el de IPO fue objeto de examen en: BROPHY, David. "United States venture capital markets: changes and challenges". En, OCDE. *Venture Capital and Innovation*. París: OCDE, 1996, p. 45.

<sup>70</sup> Ciento treinta y ocho fueron las salidas mediante IPO durante 1997 y setenta y ocho durante 1998, conforme los datos que ofrecieron el 1 de octubre de 1999 la *National Venture Capital Association* (NVCA) y el *Venture Economics Information Services* (VEIS) de la *Thomson Financial Securities Data* (TFSD). Sobre este extremo, vid. <http://www.nvca.com>.

<sup>71</sup> Ciento ochenta fue la cifra de IPO hasta el tercer trimestre de 1999. Un gráfico muy ilustrativo del número de desinversiones en EE.UU. mediante IPO y fusiones-adquisiciones durante los años 1986-1992 (1993) lo dibujó Francisco ALCALÁ OLID en: *Los intermediarios...*, op. cit., p. 181; *El capital riesgo...*, op. cit., p. 147. Para el período 1995-1999, accédase a: <http://www.nvca.com>.

### 2.2.1- Modelo europeo-anglosajón

Resulta evidente que no todos los países europeos pudieron decidirse al mismo tiempo a crear una industria de capital-riesgo. El ritmo de crecimiento fue más o menos veloz en función del apoyo y sustento de los poderes públicos nacionales y de la aceptación de los agentes económicos privados implicados. Gran Bretaña se caracteriza por ser el país europeo pionero en esta materia y por haber conocido el mayor y más vigoroso grado de desarrollo en términos de madurez, rentabilidad y porcentaje de inversión en riesgo. A su impulso contribuyeron las autoridades públicas mediante diversos programas que estimularon el mercado de financiación de fondos propios y el de creación de empresas.

*Business Expansion Scheme* (BES) fue el más afamado de esos programas. Lo promovió la *Finance Act* 1983 para impulsar la expansión empresarial, a cambio de otorgar importantes incentivos fiscales (doble deducción fiscal del coste de la inversión) a los inversionistas que mantuvieran sus operaciones un mínimo de cinco años. En 1981 se había instaurado el *Business Start-up Scheme* (BSS), especializado, asimismo, en la concesión de desgravaciones fiscales a quienes aportaran recursos que favorecieran la consolidación de nuevas empresas. En la misma década se instauraron otros programas de incentivo de las inversiones en jóvenes compañías no cotizadas de fácil crecimiento. Fue el caso del *Venture Capital Scheme*, el *Share Initiatives Scheme* o el *Loan Guarantee Scheme* (LGS)<sup>72</sup>. Junto a ellos, el *Small Engineering Firms Investment Scheme* y el *Support for Innovation* estimularon, en cierta medida, esta actividad financiera a través del apoyo al proceso de innovación y a las inversiones en empresas de ingeniería avanzada. Desde mediados de los años noventa el *Enterprise Investment Scheme* (EIS)<sup>73</sup> proporciona incentivos fiscales en el Impuesto sobre la Renta y en el Impuesto sobre las Plusvalías a los particulares que invierten sus ahorros de forma directa (*business angels*) en empresas pequeñas de elevado riesgo con valores que no cotizan en Bolsa.

<sup>72</sup> Las características generales que definieron los programas *Share Initiatives Scheme*, *Venture Capital Scheme* y *Business Expansion Scheme* se resumen en el libro de Francisco ALCALÁ OLID: *El capital riesgo...*, op. cit., p. 158-160. Algunas ideas respecto al *Business Expansion Scheme*, *Business Start-up Scheme* y *Loan Guarantee Scheme* también quedaron recogidas en: GEOFFRON, Patrice. *Le processus...*, op. cit., p. 238-239. Únicamente respecto al *Business Expansion Scheme*, vid. CONFEDERACIÓN ESPAÑOLA DE ORGANIZACIONES EMPRESARIALES. "Capital riesgo. Obstáculos legales y fiscales a su expansión". En, *Informes y Estudios*, febrero-marzo, 1986, p. 11-12.

<sup>73</sup> En relación al programa británico EIS: SEC (1999) 1725, 20 octubre 1999, p. 35, 75. Para la obtención de más detalles al respecto, léase la siguiente publicación de la EVCA: "A guide to the *Enterprise Investment Scheme*".

El *venture capital* americano no halló grandes dificultades de asimilación en Gran Bretaña. Se topó con un entorno económico en múltiples facetas equivalente. Fue allí donde los grupos norteamericanos comenzaron su “aventura” europea. En la actualidad, los Fondos de Pensiones estadounidenses siguen ocupando el primer puesto como aportantes de recursos de capital-riesgo dentro de Gran Bretaña con una contribución anual cercana a la tercera parte del total<sup>74</sup>. Fondos de Pensiones con libertad de inversiones y, en menor medida, compañías aseguradoras de vida como inversores principales<sup>75</sup>; un significativo número de *business angels*<sup>76</sup> -organizados en redes- que tienden a participar en los estadios iniciales del desarrollo empresarial; y un auge de las inversiones en los sectores de las comunicaciones, la energía o los servicios financieros<sup>77</sup> constituyen -junto con los programas públicos enunciados- los tintes definatorios más sobresalientes de este modelo europeo-anglosajón.

### 2.2.2- Modelo europeo-continental

En los restantes países de la UE la introducción del *venture capital* norteamericano se produjo no sin destacadas variaciones. Hubo que incorporar y adaptar un instrumento de financiación de la innovación cuyo origen se situaba en una cultura financiera, empresarial y jurídica muy dispar a la del viejo Continente<sup>78</sup>. Frente al modelo europeo-anglosajón surgió el modelo europeo-continental.

El sector público local, regional y nacional tuvo aquí un mayor peso en el papel de proveedor directo e indirecto de recursos. En los últimos años, sin embargo, tras el despegue del capital-riesgo, el sector público ha ido perdiendo la fuerza que ha ganado el sector privado. Entre los inversores privados sobresalen los bancos, seguidos a gran distancia de los Fondos de Pensiones, las compañías de seguros, las grandes empresas no financieras y los particulares. Todos ellos han ido mostrando sus preferencias de inversión hacia las operaciones menos arriesgadas, es decir, las etapas de expansión y *Leverage Buy-Out* (LBO); en sectores económicos tradicionales de media y baja tecnología como bienes de equipo, productos de

<sup>74</sup> SEC (1999) 1725, 20 octubre 1999, p. 14. A nivel doctrinal, vid. MARTÍ PELLÓN, José. *Capital riesgo...*, op. cit., p. 11.

<sup>75</sup> Vid., por todos, SINGER, John. “Stand der Venture Capital finanzierung: Grossbritannien”. En, AAVV. *Internationales venture capital. Proceedings “Fair Genes” Köln 1988*. Colonia: Deutscher Wirtschaftsdienst, 1989, p. 69

<sup>76</sup> La actividad de los *business angels* en el Reino Unido se analiza en varias publicaciones de la *British Venture Capital Association* (BVCA). De manera principal, en su directorio: “*Sources of business angel capital*”. Asimismo, en el “*Report on business angel investment activity*”.

<sup>77</sup> Vid. ALCALÁ OLID, Francisco. *El capital riesgo...*, op. cit., p. 158.

consumo o servicios comerciales<sup>79</sup>. No obstante, cada día se dirigen más al campo de las telecomunicaciones, la informática (con Internet como protagonista), la biotecnología e ingeniería genética, y la automatización industrial o robótica. Sus preferencias de desinversión se concentran en la venta a terceros, si bien en Francia y Alemania también el Mercado de Valores se comporta como una salida fluida.

El modelo continental que así hemos caracterizado posee matices propios dependiendo del Estado concreto a considerar. El caso de Finlandia es peculiar en cuanto a los inversores de capital-riesgo, porque encaja mejor en el modelo anglosajón. En este país son los Fondos de Pensiones<sup>80</sup> y las compañías de seguros<sup>81</sup> las entidades que aportan casi la mitad del total de los nuevos recursos. Las instituciones financieras dependientes del Gobierno, los bancos y las compañías privadas -por este orden de importancia- son los restantes grupos inversores<sup>82</sup>. La distribución de las inversiones por etapas del desarrollo empresarial y por sectores industriales financiados sí que se corresponde, en cambio, con las pautas del resto de Estados europeos del Continente: fases maduras, en detrimento del *seed* y *start-up financing*; en la industria de productos y servicios tradicionales. En Italia, por el contrario, el número de inversiones de capital-riesgo durante el año 1997 se dirigió mayoritariamente<sup>83</sup> al *seed* y *start-up stage*; aunque también fueron abundantes las inversiones en la fase de expansión<sup>84</sup>. A gran trecho se situó el número de inversiones en *replacement* y *buy-out*, aunque esto no impidió que la suma en billones de liras fuera muy superior en estas dos últimas etapas<sup>85</sup>.

Con independencia de los matices nacionales, la escasa atracción de inversores institucionales como Fondos de Pensiones y compañías aseguradoras por el capital-riesgo,

<sup>78</sup> La difícil transposición y el proceso de adaptación los citó Patrice GEOFFRON en: "Le financement...", op. cit., p. 138.

<sup>79</sup> Las líneas maestras de la inversión de capital-riesgo en Europa se recogieron, *verbi gratia*, en: OCDE. *Venture Capital...*, op. cit., p. 5.

<sup>80</sup> 25% fue el porcentaje que alcanzaron en Finlandia en 1997 los Fondos de Pensiones como proveedores de recursos de las instituciones de capital-riesgo.

<sup>81</sup> Un 20% de los recursos fueron aportados por las compañías aseguradoras en el año 1997.

<sup>82</sup> Las cifras específicas en millones de *markkas* finlandesas y en porcentaje del total de inversión en capital-riesgo durante el año 1997 las reprodujo la *Finnish Venture Capital Association* (FVCA) en su URL oficial: [http://www.fvca.fi/pages/STATISTICS/?USR\\_ID=07022000-1315046566](http://www.fvca.fi/pages/STATISTICS/?USR_ID=07022000-1315046566).

<sup>83</sup> Noventa y tres inversiones.

<sup>84</sup> Concretamente, ochenta y dos inversiones.

<sup>85</sup> Resultan muy ilustrativos los gráficos sobre datos industriales elaborados por la *Associazione Italiana Degli Investitori Istituzionali Nel Capitale Di Rischio* o *Associazione Italiana Finanziarie Investimento Capitale Di Rischio* (A.I.F.I.) (*Via Cornaggia*, 10. 201123 Milán), que figuran a disposición de los interesados en el *Web Site* de esta asociación: <http://www.aifi>.

unido a la inversión en empresas en procesos expansivos o en estados maduros han propiciado un retraimiento en el crecimiento de este modelo frente al anterior.

### 2.2.3- Modelo pan-europeo

Los sistemas de capital-riesgo que bajo los modelos europeo-anglosajón y europeo-continental descritos se agrupan han experimentado diferentes ritmos de crecimiento y un desarrollo dispar en sus regímenes jurídicos. Es un grupo heterogéneo que todavía no ha aprovechado todo el potencial que posee como mecanismo de financiación. El capital-riesgo pasa por un buen momento en los Estados europeos: en los últimos años ha alcanzado un notable aumento en número de inversiones, volumen e inversión total<sup>86</sup>. Pese a esta mejora, ninguno de ellos alcanza cifras análogas a las invertidas en los Estados Unidos en alta tecnología (*high-tech*) y en creación de empresas<sup>87</sup>. En Europa, los distintos países se miran a través del espejo norteamericano, mas aún no se ven en él reflejados. El principal handicap que hay que superar es la fragmentación aún existente de los mercados de capital-riesgo e investigación. El capital-riesgo en la UE debe tener un carácter transnacional o pan-europeo y verse acompañado de un espacio de innovación e investigación no compartimentado<sup>88</sup>.

<sup>86</sup> Así lo confirmaría la Comisión Europea en su *Comunicación de 18 de octubre de 2000, de análisis de los instrumentos comunitarios de financiación específicos de las PYMES* (COM (2000) 653 final, 18 octubre 2000, p. 2). Ya en los años 1997 y 1998 el volumen de recursos captados en Europa había supuesto un considerable incremento (veinte millardos de euros) respecto de los ocho años previos, con un máximo de ocho millardos de euros y un mínimo de tres. Éstos son datos de la *European Venture Capital Association* que reprodujo la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV [<http://www.cnmv.es>]) en la página 37 de su Memoria 1999. En España se siguió una línea similar al resto de Europa. ASCRI (antes, Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo y ahora, Asociación Española de Capital Inversión) aseguró que las entidades que integran su asociación desembolsaron durante 1999 aproximadamente setecientos veintitrés millones de euros, lo que supuso el doble que el año anterior. En el 2000 los recursos captados sobrepasaron los trescientos noventa mil millones de pesetas y las inversiones se incrementaron un 91,5% respecto al año anterior, según los datos aportados en el II Congreso de ASCRI, de los que se dio cuenta en: BOLSA DE MADRID. "El capital riesgo como motor de empresas". En, *Bolsa de Madrid*, junio-julio 2001, n° 100, p. 56; MARTÍ PELLÓN, José. *Private equity in Spain. 2001 Update*. Madrid, 2001, p. 5. La CNMV, por su parte, indicó en su Memoria 1999 que las Entidades de Capital-Riesgo españolas habían captado durante 1998 un 70% más que durante el ejercicio de 1997.

<sup>87</sup> La Dirección General de Investigación de la Comisión Europea elaboró un gráfico comparativo sobre la evolución de las inversiones en capital-riesgo en EE.UU. y en Europa por sectores industriales durante el período 1990-1998, donde demostró esta afirmación de una menor inversión europea en la alta tecnología y en la puesta en marcha de empresas innovadoras. El gráfico al que hacemos referencia se reprodujo en la *Comunicación de la Comisión de 18 de enero de 2000 al Consejo, al Parlamento Europeo, al Comité Económico y Social y al Comité de las Regiones: hacia un espacio europeo de investigación* (COM (2000) 06, 18 enero 2000, p. 30).

<sup>88</sup> En la Comunicación que la Comisión envió el 18 de enero de 2000 al Consejo, al Parlamento Europeo, al Comité Económico y Social y al Comité de las Regiones el propósito fue el de proporcionar datos y recabar ideas en torno a un futuro de investigación no fragmentado, aislado o compartimentado en Europa.

Los organismos comunitarios han concentrado sus esfuerzos para lograr un auténtico capital-riesgo pan-europeo que abra las puertas de la inversión y la financiación fuera de las fronteras nacionales. Una medida en esta dirección fue la puesta en marcha, en agosto de 1983, de la *European Venture Capital Association (EVCA)*<sup>89</sup>, con cuarenta y tres miembros fundadores. *Ab initio*, con el respaldo de la Comisión y, *a posteriori*, como organización plurinacional independiente, la EVCA siempre ha estado dispuesta a promover la industria del capital-riesgo a escala europea. Para ello se ha convertido en lugar de información y de encuentro entre los operadores, al tiempo que ha propuesto guías de buenas prácticas (*best practices*) a nivel nacional y europeo, y ha puesto en contacto a los inversores de distintos países para que participen de manera sindicada en empresas de rápida expansión. La EVCA no fue la primera iniciativa que emprendió la Comisión en este terreno. Desde 1980 hasta 1983 la DG XIII puso en funcionamiento el *European Venture Capital Pilot Scheme*<sup>90</sup>, en torno al que se reunieron diversas Sociedades de Capital-Riesgo con el objeto de elaborar un estudio de evaluación de las dificultades de difusión de un mercado europeo e identificación del número de jóvenes empresas que, por utilizar innovación y tecnologías en sus actividades, se convertían en sus eventuales destinatarias. Las actuaciones prosiguieron. En el año 1985 se instituyó, en colaboración con la EVCA, el *Venture Consort Scheme (VC)*<sup>91</sup>, con subvenciones *ex-ante* y *ex-post* destinadas a operaciones multinacionales de capital-riesgo, y con colaboraciones en la formación de consorcios o sindicatos transfronterizos de inversores/financiadores de proyectos con alto contenido innovador de distintas PYMES de cualquier sector industrial o de servicios de varios Estados miembros.

A estos programas y a las medidas, acciones, proyectos o planes comunitarios de ayudas públicas en forma de capital se unen otros que se caracterizan por realizar una labor de fomento indirecto del capital-riesgo. Es conocido que esta actividad financiera se orienta - aunque no se centra en exclusiva- hacia la financiación de empresas inmersas en procesos de innovación. El apoyo inmediato a la innovación y, en concreto, a la investigación y al

<sup>89</sup> Estas siglas se han mantenido con la nueva denominación de la asociación: "*European Private Equity and Venture Capital Association*". La EVCA tiene su sede en Bélgica: *Keibergpark, Minervastraat 6, box 6, B-1930 Zaventem*. Para una información actualizada sobre las actividades de la EVCA, vid. <http://www.evca.com>.

<sup>90</sup> Patrice GEOFFRON introdujo una breve descripción de este programa en su Tesis Doctoral: *Le processus...*, op. cit., p. 282-283.

<sup>91</sup> La *Comunicación de los Vicepresidentes CHRISTOPHERSEN y PANDOLFI, y de los miembros de la Comisión Srs. CARDOSO y CUNHA, MILLÁN y VAN MIERT sobre los instrumentos comunitarios para el fomento y el desarrollo del capital riesgo en la Comunidad (SEC (91) 2414, 11 diciembre 1991)*

desarrollo tecnológico es, por ende, un apoyo mediato al instrumento financiero objeto de estudio. PYMES, innovación y capital-riesgo son eslabones de una misma cadena.

Es innegable la relación directa entre competitividad empresarial y esfuerzos en investigación, desarrollo tecnológico y, en general, innovación de productos o servicios y procedimientos. Resulta, así, necesaria una política eficaz y coordinada de I+D que repercuta en la elevación de la competitividad de las empresas. A la vez, surge una relación indirecta, compleja y con efectos a largo plazo entre los esfuerzos de adaptación e innovación y el empleo<sup>92</sup>. Según datos que reflejó la Comisión en la *Comunicación de 20 de enero de 1999, al Consejo, al Parlamento Europeo, al Comité de Regiones y al Comité Económico y Social, sobre cómo fomentar la competitividad de las empresas europeas frente a la mundialización*<sup>93</sup>, dos terceras partes de los nuevos puestos de trabajo creados en EE.UU. durante los años 1995-1998 surgieron de empresas -la mitad de las cuales eran PYMES- que utilizaban procesos tecnológicos avanzados. En aquel mismo período temporal alrededor de la mitad de los nuevos empleos en Europa provinieron de un 4% de PYMES que hacían uso de las tecnologías.

No puede extrañarnos, por consiguiente, que desde las instancias comunitarias se desee favorecer el potencial innovador del conjunto de empresas y, en concreto, de las PYMES, incluidas las microempresas y la artesanía. Los medios para conseguir este fin son de índole diversa, desde medidas en el ámbito de la educación, la información, el asesoramiento o la cooperación hasta medidas en el sector financiero. En este último aspecto, la Resolución del Consejo de 27 de noviembre de 1995 subrayó la necesidad de “*ensayar fórmulas novedosas de carácter financiero que fomenten el desarrollo y participación de las PYME en actividades relacionadas con la I+D y la innovación tecnológica, tales como el capital riesgo*”. En efecto, la mejora del acceso al capital-riesgo es uno de los objetivos que la UE se ha propuesto alcanzar -conforme al artículo 2 de la *Decisión del Consejo de 9 de diciembre de 1996*<sup>94</sup>- para

---

exploró (en sus p. 14-18, 37, 42, 47-48) el origen, los objetivos, la evaluación y los obstáculos existentes a la sindicación transfronteriza incentivada mediante el *Venture Consort Scheme*.

<sup>92</sup> Ambos tipos de relaciones se estudiaron por la Comisión en el *Libro Verde de la Innovación de 20 de diciembre de 1995* (COM (95) 688 final, 20 diciembre 1995, 79 p.). La incidencia indirecta o mediata y de importancia crucial a largo plazo de las actividades empresariales de IDT en el empleo se volvió a subrayar en el *Informe Anual de 1999 de la Comisión sobre las actividades de investigación y desarrollo tecnológico de la Unión Europea* (COM (99) 284, 16 junio 1999, p. 8). “*La investigación [...] crea los empleos de pasado mañana*” fue la expresiva oración con que la Comisión abrió -tras la aportación de una serie de cifras- su Comunicación titulada: “*Hacia un espacio europeo de investigación*” (COM (2000) 06, 18 enero 2000, p. 5).

<sup>93</sup> COM (1998) 718 final, 20 enero 1999, p. 10. Diez meses después de la publicación de esta Comunicación el CES publicaría un Dictamen de respuesta: DO C 329, 17 noviembre 1999, p. 49-57 (1999/C 329/12).

<sup>94</sup> DO L 6, 10 enero 1997, p. 26.

estimular a las PYMES europeas en su papel de creación de empleo, crecimiento económico y competitividad.

### A)- Obstáculos para el modelo pan-europeo

El apartado 30 de las conclusiones de la Cumbre extraordinaria de Luxemburgo de 20-21 de noviembre de 1997 reconoció la relevancia que un capital-riesgo pan-europeo de amplias dimensiones podía tener en la futura creación de empleo en el territorio comunitario. Por eso, requirió a la Comisión para que realizara un estudio acerca de los obstáculos que hasta el momento habían impedido a este instrumento financiero destapar todo su potencial. La respuesta de la Comisión no se hizo esperar. El 31 de marzo de 1998 publicaba la Comunicación que lleva por título: "El capital de riesgo: clave de la creación de empleo en la Unión Europea", con la pretensión de presentarla al Consejo ECOFIN de 21 de abril del mismo año. Tras un exhaustivo análisis de los Mercados de Valores y del capital-riesgo en Europa y en los EE.UU., la Comisión determinó seis grandes categorías de obstáculos.

En primer lugar, la fragmentación o compartimentación de los mercados nacionales. En segundo lugar, la carencia, en el marco institucional y reglamentario, de una legislación mercantil uniforme sobre los Fondos de Capital-Riesgo y sobre la función que pueden desempeñar en este terreno inversores institucionales como las compañías de seguros o los Fondos de Pensiones. Intimamente relacionado con este segundo obstáculo se encuentra el siguiente: los impedimentos fiscales o, en otras palabras, la ausencia de una legislación fiscal uniformizada sobre los intereses, dividendos, beneficios no distribuidos y plusvalías que favorezca sin trabas la expansión pan-europea del capital-riesgo. Aun en el caso de que estos tres obstáculos desaparecieran la debilidad del capital-riesgo europeo subsistiría si no hubiera una oferta de proyectos donde invertir. La escasez de PYMES de alta tecnología en la UE es, así, el cuarto obstáculo. A juicio de la Comisión no existe en la actualidad un número suficiente de PYMES tecnológicas, entre otros motivos, por las normas vigentes en materia de propiedad industrial y por los estrictos requisitos jurídicos y los largos procedimientos a los que en varios países se somete la creación de una sociedad. El problema es aún más acuciante porque ni siquiera existe un número suficientemente amplio de empresarios y de expertos en capital-riesgo. Esta falta de iniciativa empresarial y de especialistas financieros es lo que la Comisión calificó como el obstáculo de los recursos humanos. Para construir una Europa más empresarial se exige una mentalidad más abierta de la sociedad en su conjunto hacia el riesgo. Las barreras culturales o sociales es el último impedimento que la Comisión insta a superar en orden a



conseguir una industria europea de capital-riesgo capaz de cumplir de manera eficaz y eficiente con su función financiera.

## B)- Medidas de superación de obstáculos para el modelo pan-europeo

La superación de cada una de las áreas problemáticas descritas precisa la adopción de unas medidas de corrección que se enmarquen en lo que la Comisión denominó el “Plan de Acción de Capital-Riesgo”(PACR)<sup>95</sup>. Desde los servicios de la Comisión Europea se preparó en octubre de 1999 el *Documento de Trabajo sobre el capital-riesgo: factor clave para la creación de empleo. Desarrollo del Plan de Acción*<sup>96</sup> donde -junto a la *Comunicación de la Comisión de 20 de octubre de 1999 sobre capital-riesgo: Propuestas para proseguir el desarrollo del Plan de Acción*<sup>97</sup>- se recogieron las últimas iniciativas de los organismos comunitarios adoptadas para dismantelar los obstáculos que impiden en Europa el deseado mercado integrado de capital-riesgo.

Una de esas iniciativas legislativas es precisamente la propuesta ya citada relativa a las actividades de los OPJ, cuya aprobación supondrá la adopción de normas cautelares que permitan a los Fondos de Pensiones invertir/financiar en/a empresas que no cotizan en Bolsa; invertir/financiar, en suma, en/al capital-riesgo. Los resultados a los que se está llegando tanto en este concreto terreno como en los restantes gracias al esfuerzo comunitario y nacional son gratamente positivos. En efecto, se realizan avances significativos; aunque su impacto es más lento de lo deseable. Aún está lejos de alcanzarse un mercado integrado de capital-riesgo europeo que pueda competir en cifras con el mercado estadounidense, mas ya se atisban los primeros signos en esta dirección. La aprobación del euro el 1 de enero de 1999, con la consiguiente supresión de los riesgos de cambio entre los Estados miembros y la disminución del coste de las inversiones, facilitará instrumentos financieros pan-europeos, como los que ya existen en el ámbito de los Mercados de Valores para compañías de alto crecimiento. Los organismos de la UE y de los Estados miembros deben seguir avanzando en la adopción y el desarrollo de este tipo de medidas y en la uniformización o armonización de las legislaciones nacionales mercantiles y fiscales. Programas especiales y cambios legislativos desde la UE y

<sup>95</sup> El PACR se halla anexo a la Comunicación sobre capital-riesgo de abril de 1998. La *Comunicación de la Comisión al Consejo y al Parlamento Europeo. Informe provisional acerca del Plan de Acción sobre Capital-Riesgo* (COM (2000) 658 final, 18 octubre 2000, 38 p.) estudió la aplicación que se venía desarrollando del mismo en la UE. Su plena aplicación se fijó por los Jefes de Estado y de Gobierno en el Consejo Europeo de Lisboa de marzo de 2000 para antes del año 2003.

<sup>96</sup> SEC (1999) 1725, 20 octubre 1999, 105 p.

<sup>97</sup> COM (1999) 493 final, 20 octubre 1999, 10 p.

sus Estados miembros contribuirán a resaltar el papel que ejerce la empresa sobre la innovación, el crecimiento económico y el empleo en Europa; al tiempo que ayudarán a convertir en realidad el sueño de un capital-riesgo pan-europeo fuerte, amplio, dinámico e integrado.

## II- CAPITAL-RIESGO: INVERSIÓN

Del capital-riesgo contamos ya con la definición y con los distintos modelos que han ido surgiendo; mas nunca podríamos llegar a comprender la esencia de este fenómeno si no nos detuviéramos en la doble vertiente de su técnica operativa: inversora-financiadora. El capital-riesgo financia a empresas que no cotizan cuando invierte en ellas. La búsqueda en este Capítulo II del “quién” de la faceta inversora nos guiará en el Capítulo III hacia el “para quién” de la faceta financiadora. El “como” de la inversión será el “cómo” de la financiación.

### 1- INVERSIÓN: ¿CÓMO?

Comencemos con la cara inversora. La exposición de cómo se interviene por el lado activo del capital-riesgo nos será de utilidad, como paso previo, para el análisis de quiénes son aquéllos que invierten en las empresas.

La decisión de invertir en una empresa viene necesariamente precedida de una serie de contactos preliminares en los que en un primer acercamiento se evalúa la viabilidad técnica y económica, el atractivo, la ambición y el dinamismo innovador del proyecto empresarial presentado. Si tras estos contactos de evaluación (*screening*) el capitalista en riesgo prosigue con interés -lo que no es fácil (máximo 3%-5% de las solicitudes)- entrará a investigar con detenimiento y a contrastar *in situ* (*due diligence*)<sup>98</sup> el diseño global del plan económico o *business plan*<sup>99</sup>. Éste contiene una descripción atenta del proyecto y de la empresa en su conjunto (datos históricos, trayectoria presente y previsiones futuras) con hincapié en su

<sup>98</sup> Una parte del *due diligence* es asegurar la honorabilidad de los promotores del proyecto empresarial. Vid. ÁLVAREZ VARA, Javier. “El capital riesgo-capital inversión apuesta por Internet y las nuevas tecnologías”. En, BENJUMEA CABEZA DE VACA, Javier. (Dir.). *El capital riesgo - capital inversión: una oportunidad para la empresa española*. Madrid: Fundación General de la Universidad Complutense. San Lorenzo de El Escorial, 18-19 julio 2000. Al pormenor sobre este proceso de contraste o *due diligence* véase: MARTÍ PELLÓN, José. *Capital riesgo...*, op. cit., p. 26; MARTÍ PELLÓN, José. *Notas técnicas...*, op. cit., p. 41.

<sup>99</sup> Con gran detalle y profusión explicó Constantin ZOPOUNIDIS (*La gestion du capital-risque*. París: Economica, 1990, p. 67-83) los pasos a seguir y los elementos que componen un *business plan* (*plan de*

estructura económica y financiera y, muy especialmente, en las personas que integran el cuadro superior de dirección. El trasfondo humano es más importante aún que el económico-financiero porque el éxito de cualquier proyecto empresarial depende de los líderes que lo dirigen<sup>100</sup>. El grito “*management, management, management*”, junto a la célebre frase: “*Prefiero un hombre de categoría A con una idea de categoría B a un hombre de categoría B con una idea de categoría A*” se han convertido en los lemas de los profesionales del capital-riesgo. Si éstos continuaran interesados, quedaría la negociación para hacer una correcta valoración de la empresa y la posterior firma del acuerdo o protocolo sobre el precio y demás condiciones (instrumentos, plazos o intereses) de la inversión e, incluso, de la desinversión<sup>101</sup>.

### 1.1- Inversión minoritaria

La participación del inversor en el capital social de la compañía receptora es, por regla general, minoritaria porque el objetivo del primero no es conseguir el control societario, político o económico de la segunda, sino simplemente invertir para ganar al desinvertir. La inversión puede ser pasiva<sup>102</sup> (*hands-off management approach*), limitando la intervención al examen de los indicadores financieros, técnicos y comerciales. Pero, más corriente y en mayor correspondencia con el espíritu del capital-riesgo es la inversión activa (*hands-on management approach*), donde se efectúan labores de apoyo o soporte extra-financiero sin llegar a suplantar al empresario en su papel de gestor. El *status* del “clásico inversor” se cambia por el *status* del “inversor-colaborador”<sup>103</sup>. En la Exposición de Motivos (párrafo 5º) y en el articulado de

---

*développement*, en lengua francesa). También de manera muy pormenorizada se pueden observar los elementos de un *business plan* en: BATTINI, Pierre. *Capital risque...*, op. cit., p. 57-69.

<sup>100</sup> Vid. GARCÍA ECHEVARRÍA, Santiago. “Configuración del capital-riesgo en la economía española”. En, *Esic-Market*, enero-marzo 1985, p. 208-209.

<sup>101</sup> Para una profundización en las primeras fases del proceso de actuación del inversor de capital-riesgo o -como lo denominan Francisco ALCALÁ OLID y José MARTÍ PELLÓN- del ciclo de financiación mediante capital-riesgo, vid., ad ex., ABAD, Alberto. “La experiencia...”, op. cit., p. 168-171; ALCALÁ OLID, Francisco. “La gestión del capital-riesgo en España”. En, *Perspectivas del Sistema Financiero*, 1999, nº 67, p. 7-12; MARTÍ PELLÓN, José. *El capital riesgo...*, op. cit., p. 119-149; MARTÍ PELLÓN, José. “El capital riesgo...”, op. cit. p. 253-254; MARTÍ PELLÓN, José. *Capital riesgo...*, op. cit., p. 20-29; SOTELO NAVALTROPO, Justo. *El capital-riesgo...*, op. cit., p. 177-196.

<sup>102</sup> El grado máximo de pasividad lo representan los *sleeping partners* o *partenaire dormant*. Vid. BATTINI, Pierre. *Capital risque...*, op. cit., p. 21; TRIGO DE AIZPURU, Miguel Ángel. “Las ventajas del Capital Inversión”. En, BENJUMEA CABEZA DE VACA, Javier. (Dir.). *El capital riesgo - capital inversión: una oportunidad para la empresa española*. Madrid: Fundación General de la Universidad Complutense. San Lorenzo de El Escorial, 18-19 julio 2000. Al “socio durmiente” aludiría el profesor Emilio LANGLE Y RUBIO (“Problemas jurídicos de las asociaciones en participación”. En, *AAMN*. Madrid: Editoriales de Derecho Reunidas, 1947, p. 219); si bien a los efectos de la relación comerciante-partícipe en el reducido marco de las cuentas en participación. No son pocos los puntos coincidentes entre el capital-riesgo y este contrato regulado -con brevedad- en los artículos 239 a 242 C. de c.

<sup>103</sup> Vid. URÍA MERUENDANO, Rodrigo. “La problemática de los contratos de capital-riesgo en España”. En, AAVV. *La financiación de capital-riesgo (Venture Capital) y el desarrollo de nuevas empresas*. Madrid 3 y 4 abril 1984. Madrid: Instituto de Empresa, 1984, p. 84; ZOPOUNIDIS,

nuestra LECR (arts. 2.2, 3 y 4.1) adquiere carta de naturaleza el asesoramiento profesional del inversor a la empresa participada, en línea con las directrices marcadas por el artículo 17 del *Real Decreto-Ley 7/1996, de 7 de junio*<sup>104</sup>. Asesoramiento y ayuda no significan sustitución en la gestión. Esto es algo que debe difundirse entre las empresas pequeñas y/o familiares reacias a admitir personas ajenas en su negocio. El inversor en capital-riesgo en ningún momento dirige su empeño a acometer las tareas diarias de administración; no realiza acciones ejecutivas, aun cuando tome parte de las decisiones claves de la empresa para lógicamente defender sus intereses<sup>105</sup>. El inversor genera valor añadido<sup>106</sup>. El inversor en capital-riesgo -se ha dicho gráfica y acertadamente- es un compañero de viaje<sup>107</sup>, no un espectador<sup>108</sup>.

Es cierto, sin embargo, que el carácter minoritario no es esencial. En la vigente sede normativa de capital-riesgo no se contempla ningún límite de participación, directa o indirecta, en el capital de la sociedad beneficiaria<sup>109</sup>; al tiempo que se eleva del 15%<sup>110</sup> al 25% el umbral

---

Constantin. "Comment prendre une décision d'investissement en capital risque". En, *Revue Francaise de Gestion*, marzo-abril-mayo 1987, nº 62, p. 20.

<sup>104</sup> B.O.E. núm. 139, 8 junio 1996; rect. B.O.E. núm. 147, 18 junio 1996 [RCL 1996, 1767; 1996, 1823].

<sup>105</sup> Ésta es una idea bastante compartida entre la doctrina. Así, Francisco ALCALÁ OLID ("Criterios de inversión del capital riesgo español: un análisis empírico". En, *AF*, 13-19 marzo 1995, nº 11, p. F-245-F-246), José Luis MARTÍN MENDOZA (*El capital-riesgo...*, op. cit., p. 13), Enrique MEDINA FERNÁNDEZ ("Consideración y aspectos legales del capital-riesgo en España". En, *EI*, marzo-abril 1988, nº 260, p. 113), Justo SOTELO NAVALTROPO (*El capital-riesgo...*, op. cit., p. 156-157) o Anna VENDRELL VILANOVA ("Un nuevo impulso...", op. cit., p. 4).

<sup>106</sup> En idéntico sentido, véase en la doctrina: BERGARECHE BUSQUET, Santiago. "La Banca privada y la financiación por capital-riesgo". En, *AAVV. La financiación capital-riesgo (venture capital) y el desarrollo de nuevas empresas. Madrid, 3 y 4 abril 1984*. Madrid: Instituto de Empresa, 1984, p. 121; BESSIS, Joël. *Capital-riesgo...*, op. cit., p. 20, 27; GARCÍA MINGO, Ángel. "El capital inversión como alternativa de financiación para una compañía en proceso de expansión". En, BENJUMEA CABEZA DE VACA, Javier. (Dir.). *El capital riesgo - capital inversión: una oportunidad para la empresa española*. Madrid: Fundación General de la Universidad Complutense. San Lorenzo de El Escorial, 18-19 julio 2000; MARTÍ PELLÓN, José. "La capitalización...", op. cit., p. 93; MARTÍ PELLÓN, José. "Financiación...", op. cit.; MARTÍ PELLÓN, José. "Presente y futuro...", op. cit.; MARTÍ PELLÓN, José. *Notas técnicas...*, p. 6, 8; SCHÜSLER, Helmut. "Selecting venture capitalists as strategic partners". En, *EVCA. 1993 EVCA Yearbook*. Bélgica: KPMG; EVCA, 1993, p. 33-34; VENDRELL VILANOVA, Anna. "Un nuevo impulso...", op. cit., p. 4. También, CONGRESO DE LOS DIPUTADOS. SECRETARÍA GENERAL. *Entidades de Capital-Riesgo y Sociedades Gestoras. (Documentación preparada para la tramitación del Proyecto de Ley reguladora de las Entidades de Capital-Riesgo y de sus Sociedades Gestoras)*. (BOCD. Congreso de los Diputados, Serie A, núm. 115-1, de 19 de mayo de 1998). Madrid: Congreso de los Diputados, 1998, p. 26; <http://www.nvca.com/def.html>.

<sup>107</sup> Esta metáfora la utilizó para describir al capitalista en riesgo Javier BENJUMEA CABEZA DE VACA en la inauguración del curso que dirigió bajo el título: *El capital riesgo - capital inversión: una oportunidad para la empresa española*. Madrid: Fundación General de la Universidad Complutense. San Lorenzo de El Escorial, 18-19 julio 2000.

<sup>108</sup> Vid. GALLEGU ANGULO, Felipe. "Instrumentos financieros comunitarios a las PYME". En, *EI*, mayo-junio 1990, nº 273, p. 74.

<sup>109</sup> La primitiva redacción del Real Decreto-Ley 1/1986 sí contuvo, en cambio, un porcentaje de participación máximo del 45% en el capital desembolsado de cada sociedad beneficiaria. Por lo que hace a las implicaciones de este límite, léanse algunos apuntes en: IGLESIAS PRADA, Juan Luis. "Aproximación...", op. cit., p. 89.

de inversión del Activo de la Entidad de Capital-Riesgo en una misma sociedad (art. 18.1 LECR). Es viable, por ende, la opción de la participación mayoritaria y la congruente toma de control. En la práctica es, además, frecuente esta inversión mayoritaria, normalmente, sindicada<sup>111</sup>. Al inversor se le ha de ver, entonces, como un “auténtico” socio que se involucra en la compañía y toma asiento en el Consejo de Administración para asegurar que sus capitales lleguen a buen puerto. Esto no ha de ser un handicap ni para las empresas medianas o grandes maduras, ni tampoco para aquéllas en estado embrionario con proyectos harto novedosos que requieren grandes cantidades de recursos y que, a cambio, pueden producir substanciosas ganancias a la hora de la desinversión<sup>112</sup>. La adquisición de un paquete de control disminuye el riesgo de iliquidez e incrementa para el inversor el número de eventuales vías de desinversión<sup>113</sup>. Por su parte, los empresarios, en este tipo de supuestos, a buen seguro prefieren recursos propios (externos) con los que hacer realidad sus ideas en el mercado a la posesión del 100% del capital social<sup>114</sup>. A cambio de la pérdida de una parte de la independencia *ad intra*, con el capital-riesgo la compañía gana independencia *ad extra*, al fortalecerse frente a terceros.

## 1.2- Inversión temporal

La inversión no es, además, con vocación de perpetuidad sino limitada en el tiempo. El objetivo de rentabilidad no es cortoplacista porque el proyecto ha de madurar para que dé frutos; si bien tampoco es ilimitado, ya que los beneficios se obtienen en forma de plusvalías en el momento de la salida. Este enfoque temporal o transitorio de las inversiones, como pauta general, está dando paso, sin embargo, en los últimos tiempos a inversiones más estables por parte de los operadores económicos<sup>115</sup>.

No se conoce, por anticipado, el día concreto del vencimiento de la inversión. En la década de los años ochenta el término medio de participación en España fue -según algunos

<sup>110</sup> El porcentaje del 15% se dispuso en el artículo 14.3 del Real Decreto-Ley 1/1986, según redacción del artículo 18 del Real Decreto-Ley 7/1996.

<sup>111</sup> Vid. CONGRESO DE LOS DIPUTADOS. SECRETARÍA GENERAL. *Entidades de Capital-Riesgo...*, op. cit., p. 49; TRIGO DE AIZPURU, Miguel Ángel. “La financiación de las PYMES y las Sociedades de Capital Riesgo”. En, GÓMEZ CASTAÑEDA, Juan. *Economía y sector público en el umbral del Siglo XXI*. Málaga: Universidad General de la Universidad de Málaga, 4-8 marzo 2002.

<sup>112</sup> Vid. MARTÍN MENDOZA, José Luis. *El capital-riesgo...*, op. cit., p. 13-14.

<sup>113</sup> Vid. CONGRESO DE LOS DIPUTADOS. SECRETARÍA GENERAL. *Entidades de Capital-Riesgo...*, op. cit., p. 49; MARTÍ PELLÓN, José. *La inversión en capital...*, op. cit., p. 28; MARTÍ PELLÓN, José. “La financiación...”, op. cit.

<sup>114</sup> Vid. CENTELLES, Enrique. “La actividad...”, op. cit., p. 142.

<sup>115</sup> Vid. MARTÍ PELLÓN, José. “El capital riesgo...”, op. cit., p. 252.

autores<sup>116</sup> cifraron- como mínimo de dos a cinco años para compañías con experiencia y como máximo de ocho a diez años para los negocios nuevos. En la actualidad un alargamiento podría haberse visto favorecido indirectamente por los incentivos fiscales. Con la reciente legislación sobre capital-riesgo se ha elevado el límite superior temporal para el cómputo de las exenciones parciales de las plusvalías desde el décimo hasta el décimo segundo año, por norma general (Disposición Adicional 2ª punto 2 LECR). Esto significa, *a contrario*, que el mantenimiento de la participación por un período superior no interesará -salvo excepción- al inversor, al no ver aplicable deducción alguna por sus plusvalías y comprobar, por ende, cómo disminuye la tasa de rentabilidad de sus inversiones. A pesar de la ampliación de las exenciones, pocas son las operaciones que hoy se mantienen durante un plazo superior a cinco años. En la práctica, la estancia media se cifra entre tres y cinco años<sup>117</sup>; período medio que corresponde a los requerimientos de una empresa ya asentada en el mercado.

### 1.3- Instrumentos de inversión

La inversión temporal y minoritaria es susceptible de instrumentarse mediante diversas herramientas. En términos generales, los medios de inversión que, con mayor o menor hábito, se utilizan son los siguientes: acciones ordinarias, acciones privilegiadas, acciones sin voto, participaciones sociales, obligaciones convertibles, obligaciones con cláusula de participación y préstamos participativos<sup>118</sup>. Éstos no son, sin embargo, los únicos. Un protagonismo creciente están adquiriendo, máxime en los Estados Unidos, *stocks options* y *warrants*. Incluso, hay quien<sup>119</sup> incluye aquí como otro de los instrumentos de participación el *buy-out/buy-in*. Nosotros preferimos, en cambio, incluir este tipo de operación entre las fases de desarrollo de las empresas que se financian con capital-riesgo. En cualquier caso, la elección de unos u otros medios de inversión -de manera excluyente o simultánea- estará siempre en función de la forma

<sup>116</sup> En concreto, nos referimos a José MARTÍ PELLÓN (*El capital riesgo...*, p. 170, 183) y a José Luis MARTÍN MENDOZA (*El capital-riesgo...*, op. cit., p. 14). Por su parte, Ramón CASILDA BÉJAR ("Instituciones no bancarias y financiación a las PYME". En, *ICE. Boletín Económico*, 26 octubre-1 noviembre 1992, nº 2343, p. 3271-3272) cifró el período temporal entre tres y diez años.

<sup>117</sup> Vid. BENJUMEA CABEZA DE VACA, Javier. "Inauguración...", op. cit.; MARTÍ PELLÓN, José. "Presente y futuro...", op. cit. Un entorno temporal entre tres y diez años calcula ASCRI, conforme a lo establecido en la definición que sobre el capital inversión aporta en su página Web: <http://www.ascr.org/capital.htm>. Entre cinco y diez años se situaron los cálculos de Francisco ALCALÁ OLID ("La gestión...", op. cit., p. 11).

<sup>118</sup> Ramón CASILDA BÉJAR ("El financiamiento de la PYME". En, *ICE. Boletín Económico*, 7-13 septiembre 1992, nº 2336, p. 2611) elaboró un cuadro (nº 2) titulado: "Instrumentos de participación en las PYMES", donde puso de relieve las características, ventajas, desventajas, vías de salida y otros comentarios de las acciones ordinarias, las acciones preferentes, las obligaciones convertibles, y los créditos y empréstitos participativos.

<sup>119</sup> Es el caso de Francisco ALCALÁ OLID: *Los intermediarios...*, op. cit., p. 139-146; *El capital riesgo en España...*, op. cit., p. 114-118.

jurídico-societaria de la empresa y del ratio riesgo/rentabilidad que el inversor esté dispuesto a asumir.

## 2- INVERSIÓN: ¿QUIÉN?

Conocemos el “cómo” de la inversión que es -volvamos a repetir- el “cómo” de la financiación; vayamos, por fin, al “quién” de la inversión. Hasta este instante cuando hemos hecho alusión al sujeto activo de la actividad de capital-riesgo generalmente ha salido a la palestra el inversionista/inversor de capital-riesgo o el capitalista en riesgo<sup>120</sup>. Es ocasión de clarificar estos términos y observar el desenvolvimiento de su labor.

### 2.1- Inversores directos de capital-riesgo

El inversor en capital-riesgo puede ser una persona física o jurídica y, en este último caso, pública o privada. Su actuación será directa (*direct investors*) o indirecta (*indirect investors*) mediante intermediarios financieros, especializados o no<sup>121</sup>. Con la primera vía las personas arriesgan derechamente parte de sus recursos en proyectos novedosos con las esperanza de incrementarlos a la hora de la desinversión. Es el capital-riesgo no organizado, espontáneo, escondido o informal<sup>122</sup>.

El capital-riesgo no organizado procedente de particulares se ha extendido como la pólvora en los países anglosajones, máxime en EE.UU., donde opera bajo aquel nombre de “*business angels*”<sup>123</sup>. En EE.UU. y en el Reino Unido sabemos que desempeñan un *rol*

<sup>120</sup> Las denominaciones de “inversor de capital-riesgo” y “capitalista en riesgo” las hemos venido -y continuaremos, en las páginas que siguen- entendiendo intercambiables. El matiz que a partir de ahora introducimos es el calificativo “directo” o “indirecto” en lo que a su actuación, a través de intermediarios, se refiere. Diversa fue la posición que adoptaron Manuel MARTÍN RODRÍGUEZ y Francisco Javier SÁEZ FERNÁNDEZ (“El apoyo al capital-riesgo en la política empresarial de la Unión Europea”. En, *Perspectivas del Sistema Financiero*, 1999, nº 67, p. 38), para quienes el inversor de riesgo era exclusivamente el intermediario financiero y el capitalista en riesgo el ahorrador último que cede recursos al intermediario especializado.

<sup>121</sup> Vid. ALCALÁ OLID, Francisco: *Los intermediarios...*, op. cit., p. 287; ALCALÁ OLID, Francisco. *El capital riesgo en España...*, op. cit., p. 211. Una completa figura representativa de la inversión directa e indirecta por capital-riesgo elaboraron Detlef HUNDIESK y Ljuba KOKALJ en el cuadro nº 1 (“Financiación “Venture Capital””) de su ya nombrado análisis: “Superación...”, op. cit., p. 52.

<sup>122</sup> Con todas estas expresiones se da nombre a una misma realidad: la inversión directa en empresas. Estos calificativos los recogieron Francisco ALCALÁ OLID (*Los intermediarios...*, op. cit., p. 114; *El capital riesgo en España...*, op. cit., p. 94-95) y José MARTÍ PELLÓN (*El capital riesgo...*, op. cit., p. 27-28, 30, 35; “Financiación...”, op. cit.; *El Capital Inversión...*, op. cit., p. 58-59).

<sup>123</sup> El equivalente francés de los *business angels* son los “*investisseurs providentiels*”, como se encargó de repetir el Ministerio de Economía, de Finanzas y de la Industria el 11 de marzo de 1998 en la quinta

primordial en la financiación de empresas recientes que todavía no son atractivas para los intermediarios de capital-riesgo. La expansión de la actividad de estos ángeles empresariales precisa un fuerte Mercado Bursátil donde entren a cotizar las empresas financiadas de pequeña dimensión y perspectivas de crecimiento superior a la media. En la Europa continental -sobre todo, de tintes latinos- la tardía aparición de estos Mercados específicos y su lenta o nula consolidación se ha convertido en un impedimento para la difusión de los *business angels*. Con esta última afirmación no queremos decir que el capital-riesgo no organizado que se nutre de las aportaciones de particulares se desconozca en Europa. Los Países Bajos y Finlandia son territorios donde estos ángeles se mueven con relativa facilidad<sup>124</sup>.

*Lato sensu* en el concepto de *business angels* podrían quedar comprendidos, incluso, los préstamos de familiares y/o amigos (*friends and family capital*) a empresarios que inician o intentan consolidar una actividad económica en el mercado<sup>125</sup>. Bien es cierto que, en reiteradas ocasiones, faltará en estos préstamos uno de los caracteres de toda financiación mediante capital-riesgo: la obtención de plusvalías como objetivo principal del inversor; pues, como norma general, los mismos se otorgan a fondo perdido, con muy bajo o nulo tipo de interés. La relación personal prima sobre la relación financiera. Es el conocido “capital-confianza”<sup>126</sup>.

En todo caso, es evidente que el conocimiento de la existencia de inversores directos particulares no significa, *a sensu contrario*, su fácil expansión. Un método de valoración de los negocios y un régimen jurídico fiscal favorable<sup>127</sup>, con deducciones por plusvalías en el

---

parte (“*Les mesures financières et fiscales pour l’innovation*”) del *Rapport de mission sur l’innovation et la technologie et l’innovation*; adjunto en las páginas 313-327 de la documentación preparada por la Secretaría General del Congreso de los Diputados para la tramitación en España del Proyecto de LECR.

<sup>124</sup> En los Países Bajos, Finlandia y el Reino Unido se calcula que existen inversiones procedentes de ángeles empresariales por un valor cercano a los setecientos cincuenta millones de euros al año. Vid. COMISIÓN EUROPEA. “Innovación = [tecnología + personas] + capital”. En, *Innovación & Transferencia de Tecnología*, noviembre 1999, nº 6, p. 7.

<sup>125</sup> Según Robert J. GASTON (*Finding private...*, op. cit., p. 56-59) las inversiones en empresas de familiares encajan en uno de los subtipos de *business angels* (*Cousin Randy, Aunt Agnes* o *Uncle Moe*) y representan el 10% del total de ángeles. De manera análoga, Arthur F. F. SNYDER (“The venture capital...”, op. cit., p. 21) entendió que la primera fuente de capital-riesgo eran las aportaciones de los familiares (*Aunt Minnie*); aunque su importancia no derivara del volumen de capital prestado. Asimismo, vid. GASPARI, Giorgio Aloisio DE: “La experiencia de la Bolsa de Milán en el mercado de capital-riesgo”. En, AAVV. *La financiación capital-riesgo (venture capital) y el desarrollo de nuevas empresas*. Madrid, 3 y 4 abril 1984. Madrid: Instituto de Empresa, 1984, p. 34.

<sup>126</sup> Vid. BERTONÈCHE, Marc; VICKERY, Lister. *Le capital risque...*, op. cit., p. 43.

<sup>127</sup> Con claridad observó la Comisión, en el Libro Verde de la Innovación (p. 44 y 47), la pertinencia de una fiscalidad favorable para los particulares que invirtieran en riesgo e innovación. En otro sentido, resulta, cuando menos, sorprendente el dato (recogido de: RIDING, A (et al.). *Informal investors in Canada: the identification of salient characteristics*. Ottawa: Carleton University, 1993) que reflejaron Colin MASON y Richard HARRISON (“Stimulating...”, op. cit., p. 66) acerca de que muchos inversores



Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas, son las claves para su intervención en las etapas de arranque de las empresas emprendedoras. Con cierto paralelismo en los programas británicos BES o EIS, nuestro Real Decreto-Ley 7/1996 (art. 11) permitió que los inversores particulares tributasen en el IRPF por el 20% de las plusvalías reales generadas por las inversiones en PYMES, cuando el mantenimiento de las mismas superara los dos años. Si bien ésta es la dirección a seguir, resulta una medida harto insuficiente. Un tratamiento más beneficioso en materia fiscal será si no la única, sí la mejor forma de que las inversiones de los *business angels* rellenen los huecos que dejan al descubierto los inversores institucionales (directos o indirectos a través de los intermediarios de capital-riesgo): los duros comienzos empresariales.

### 2.1.1- Inversores institucionales

La Comisión Europea -en su Primer Plan de Acción para la Innovación en Europa<sup>128</sup>- expresó su deseo de que se hiciera hincapié en la difusión de buenas prácticas que orientasen hacia las inversiones con riesgo el ahorro a largo plazo o “capital paciente”, esto es, *business angels*, Fondos de Pensiones o ahorro salarial y compañías de seguro de vida.

Examinemos, por fin, la posibilidad de la actuación de los inversores institucionales (Fondos de Inversión, Fondos de Pensiones y compañías de seguro de vida) nacionales como fuente directa de recursos a las empresas de riesgo. Esto es, la transformación del capital de ahorro en capital de inversión empresarial. El interés que nos mueve en este examen radica en el afán por comprender las causas de su ínfima contribución directa (y también indirecta) al capital-riesgo en nuestro país y en el anhelo por encontrar, primero, y potenciar, después, los medios que fomenten el ahorro colectivo en este campo.

#### A)- Fondos de Inversión

Los Fondos de Inversión y las restantes IIC son inversores institucionales en tanto recogen de inversores particulares recursos ajenos que invierten en unión con sus recursos propios. Con mayor concreción aparece para definir a estos Fondos de Inversión el calificativo

---

particulares se oponen expresamente a la existencia de incentivos fiscales; argumentando que, con ello, se produce una grave distorsión del mercado.

<sup>128</sup> COM (96) 589 final, p. 6; p. 20 Anexo 1; y p. 13 Anexo 2.1.

de “inversores colectivos”, al ser los particulares que invierten a su través sobre quienes, por regla general, recaen los resultados de la gestión<sup>129</sup>.

Su encaje entre los inversores institucionales no justifica por sí solo la aparición de estos Fondos de Inversión en la escena de un estudio que versa sobre el seguro y el capital-riesgo. Es preciso buscar alguna justificación adicional. Hallamos una doble: la primera es que la figura del Fondo de Inversión (de estructura formal análoga al Fondo de Pensiones)<sup>130</sup> es una institución financiera capaz de ofrecer, de manera no finalista o discrecional, previsión social, por ejemplo, de jubilación. Existen, en efecto, sistemas de pensiones basados en Fondos de Inversión (también en Sociedades de Inversión) y desde este punto de vista su trabazón con el seguro *lato sensu* es clara. Tan clara como que el Proyecto de 26 de abril de 1982 de la Ley de IIC<sup>131</sup> -como el borrador de Anteproyecto de 1981 del Ministro de Economía y Comercio en que se basó<sup>132</sup>- incluía a los Fondos de Pensiones entre las IIC (no tipificadas)<sup>133</sup>. Tan clara, además, como que los seguros de vida pueden invertir sus provisiones técnicas en acciones de Sociedades de Inversión y/o en participaciones de Fondos de Inversión (art. 50.5 ROSSP) y como que un seguro de vida específico como es el *unit-linked* se caracteriza, *grosso modo*,

<sup>129</sup> Vid. GARCÍA CALLE, José Antonio. “Gestión de Instituciones de Inversión Colectiva, de Fondos de Pensiones y de carteras (I)”. En, *AF*, 26 julio-1 agosto 1993, nº 30, p. I-556; GARCÍA DÍAZ, Iluminada. *Los Fondos...*, op. cit., p. 99.

<sup>130</sup> No resulta ser éste lugar adecuado para adentrarse en la estructura formal de los Fondos (de Inversión o de Pensiones), tan sólo es lugar para reconocer un esquema triangular análogo (participes, sociedad gestora y depositario) y para recordar alguno de los estudios jurídicos que han trabajado sobre la materia, bien desde la perspectiva del Fondo de Pensiones: DUQUE DOMÍNGUEZ, Justino F. “Notas delimitadoras...”, op. cit., p. 67-92; LA CASA GARCÍA, Rafael. *Los Fondos...*, op. cit.; TAPIA HERMIDA, Alberto Javier. “La gestión de los Fondos de Pensiones (un análisis jurídico)”. En, *RDBB*, abril-junio 1998, nº 30, año VIII, p. 395-402; TIRADO SUÁREZ, Francisco Javier. “Posición jurídica de los promotores, participes y beneficiarios”. En, SÁNCHEZ CALERO, Fernando (et al.). *Régimen jurídico de los planes y Fondos de Pensiones*. 2ª ed. Madrid: Editorial Española de Seguros, 1989, p. 93-110; VÉRGEZ, Mercedes. “Los contratos de gestión y depósito de Fondos de Pensiones”. En, SÁNCHEZ CALERO, Fernando (et al.). *Régimen jurídico de los planes y Fondos de Pensiones*. 2ª ed. Madrid: Editorial Española de Seguros, 1989, p. 118-124; o bien desde la perspectiva de los Fondos de Inversión: PULGAR EZQUERRA, Juana. *La naturaleza jurídica de los Fondos de Inversión Mobiliaria*. Madrid: Marcial Pons, 2001, 247 p.

<sup>131</sup> B.O.C.G. Congreso de los Diputados. I Legislatura, 26 abril 1982, nº 263-I, Serie A, p. 1979-1998. Vid. CASTRO ARGÜELLES, M<sup>a</sup>. Antonia. “El papel...”, op. cit., p. 498-499; MICHAVILA NÚÑEZ, José María. “Naturaleza...”, op. cit., p. 52-53; TAPIA HERMIDA, Alberto Javier. “La gestión...”, op. cit., p. 380; TIRADO SUÁREZ, Francisco Javier. “La legislación...”, op. cit., p. 139-140.

<sup>132</sup> Vid. ALMANSA PASTOR, José Manuel. “Mutualidades de Previsión Social y Fondos de Pensiones como instrumentos de Seguridad Social complementaria”. En, *RSS*, octubre-diciembre 1984, nº 24, p. 31.

<sup>133</sup> Aprobada la Ley de regulación de las IIC y aprobada la LPFP algún autor, en particular, Edmundo ANGULO RODRÍGUEZ (“Constitución y régimen de organización de los Fondos de Pensiones”. En, MARTÍNEZ LAFUENTE, Antonio. (Dir.). *Estudios sobre planes y Fondos de Pensiones*. Barcelona: Ariel, septiembre 1989, p. 70) calificó -a nuestro parecer, sin total correspondencia legal- a los Fondos de Pensiones como: “Modalidad específica de instituciones de inversión colectiva”.

porque invierte en Fondos de Inversión (Disposición Adicional 1ª.2.A).a) *in fine*)<sup>134</sup>. La segunda justificación es que el Fondo de Inversión (también la Sociedad de Inversión) tiene abierta la posibilidad de invertir sus activos, en proporción minoritaria o mayoritaria, en valores que no negocian en un Mercado regulado. Su enlace con el capital-riesgo no es, a la postre, menos claro que el anterior.

En esta última dirección, la interacción entre capital-riesgo e inversión colectiva mobiliaria fue calificada con exactitud por el profesor EMBID IRUJO de “*similitud funcional*”<sup>135</sup>. Si bien en el año 1990 se consideró que esta similitud funcional se había relativizado<sup>136</sup>, con las vigentes regulaciones en materia de inversión colectiva y capital-riesgo la similitud de funciones está más viva que nunca. La conexión funcional entre estas dos figuras de inversión ha llevado al legislador español de capital-riesgo a admitir que las Sociedades Gestoras de las IIC, aunque encuentren su regulación en la *Ley 46/1984, de 26 de diciembre*<sup>137</sup> (LIIC), gestionen los Fondos de Capital-Riesgo o los activos de las Sociedades de Capital-Riesgo. La nueva LECR dedica, incluso, un precepto (el nº 31) a las Sociedades Gestoras de IIC, haciendo extensivas las referencias de las Sociedades Gestoras de Entidades de Capital-Riesgo, y puntualizando que en cuanto se comporten como gestoras de Fondos o activos de SCR se sujetarán a esta Ley y a la normativa posterior dictada en su desarrollo. La mira está puesta en la generación de economías de escala, al utilizar idéntica arquitectura para la gestión de carteras con diferente finalidad<sup>138</sup>.

Es tan enérgica la trabazón entre capital-riesgo e inversión colectiva que antes de la promulgación del Real Decreto-Ley 1/1986 se había propuesto a nivel académico<sup>139</sup> la conveniencia de incluir a las Entidades de Capital-Riesgo en el entorno jurídico propio de las IIC. El tiempo no ha refrendado esta propuesta. Hay una regulación separada para cada uno de los campos; si bien éstos materialmente no están tan separados como formalmente pudiera parecer. Incluso, se ha estudiado en la doctrina<sup>140</sup> la viabilidad de aplicar, a falta de indicación

<sup>134</sup> Vid., ad ex., MATEOS, Alfonso. “El fenómeno...”, op. cit., p. 175.

<sup>135</sup> Vid. EMBID IRUJO, José Miguel. “Aproximación al significado jurídico de las Sociedades y Fondos de Capital-Riesgo”. En, *RDBB*, abril-junio 1986, nº 22, año VI, p. 368.

<sup>136</sup> Lo indicó, en particular, el profesor Juan Luis IGLESIAS PRADA (“Aproximación...”, op. cit., p. 77).

<sup>137</sup> B.O.E. núm. 310, 27 diciembre 1984 [RCL 1984, 1935].

<sup>138</sup> Vid. MÍNGUEZ PRIETO, Rafael. “Novedades normativas en materia de Entidades de Capital Riesgo”. En, *AF*, junio 1998, nº 6, año III, p. 7.

<sup>139</sup> Fue una propuesta del profesor de Economía de la Empresa Ángel BERGÉS LOBERA (“El capital-riesgo como nueva fuente de financiación industrial”. En, *Economistas*, 1985, nº extraordinario, p. 123).

<sup>140</sup> En particular, vid. BAUZÁ MORÉ, Francisco J. “Sociedades de Capital-Riesgo y Fondos de Capital-Riesgo”. En, ALONSO UREBA, Alberto; MARTÍNEZ-SIMANCAS y SÁNCHEZ, Julián. (Dir.).

específica en la LECR, a los Fondos de Capital-Riesgo las normas generales de la LIIC sobre los Fondos de Inversión. Veamos cómo ha ido produciéndose un acercamiento entre ambas instituciones financieras, a pesar de las diferencias.

Subsisten algunos contrastes entre una y otra figura de inversión. El primero de ellos se liga con la forma de obtención de beneficios por parte del inversor. En la inversión mobiliaria la retribución viene de los dividendos e intereses recibidos mientras que en el capital-riesgo, aunque no se excluye esta vía, las expectativas de conseguir beneficios se ponen en el momento de la salida a través de las plusvalías generadas. Otro contraste es que en la inversión mobiliaria no se interviene en la gestión de las empresas participadas. Lo contrario ocurre como criterio general en el capital-riesgo. La contribución del inversor de capital-riesgo no es, en efecto, estrictamente financiera y es harto frecuente la realización por su parte de actividades de asesoramiento en la estrategia de gestión o dirección de la empresa participada. Aun cuando circunscrito al mero asesoramiento y apoyo técnico.

Una de las clásicas divergencias de mayor envergadura entre las actividades de capital-riesgo e inversión mobiliaria ha desaparecido, en cambio. Venía referida a las características de las compañías destinatarias de los recursos<sup>141</sup>. Si con el capital-riesgo los beneficiarios eran -y son- entidades cuyos valores no estaban admitidos a cotización oficial, con la inversión mobiliaria los destinatarios eran siempre compañías que cotizaban en Bolsa. Esta rígida línea de separación se ha diluido porque la normativa de inversión mobiliaria (en particular, art. 17 bis RIIC) permite ahora que las IIC mobiliarias inviertan el patrimonio en sociedades con valores no negociables e, incluso, ha instituido la figura de las IIC especializadas en valores no negociados.

### a)- Inversión de las IIC en valores no negociables

Desde 1984 y hasta mediados de 1996 estuvo vetada a las IIC la inversión de su capital en valores que no estuvieran cotizando en un Mercado secundario. La *Ley de 26 de diciembre de 1958*<sup>142</sup>, en su artículo 3.2, había contemplado *ex novo* para las SIM la facultad -con

---

*Derecho del Mercado Financiero*. T. I. Entidades del Mercado Financiero. Caracterización y régimen. Vol. I. Madrid: Civitas, 1994, p. 657-658; MADRID PARRA, Agustín. "Aspectos jurídicos...", op. cit., p. 94-95.

<sup>141</sup> Ésta y otras diferencias -algunas de las cuales no recogemos por considerar que no tienen suficiente entidad, a nuestros efectos- entre la inversión mobiliaria y el capital-riesgo se contienen en los estudios que citamos acto seguido: BERGÉS LOBERA, Ángel. "El capital-riesgo...", op. cit., p. 122-123; IGLESIAS PRADA, Juan Luis. "Aproximación...", op. cit., p. 74-76; SOTELO NAVALTROPO, Justo. *El capital-riesgo...*, op. cit., p. 142-144.

<sup>142</sup> B.O.E. núm. 311, 29 diciembre 1958 [RCL 1958, 2089].

autorización específica del Ministro de Hacienda, previo Informe de la Junta de Inversiones, o con aval del Estado- de invertir hasta un 30% de su capital en valores mobiliarios, de renta fija o variable, no cotizados en ninguna Bolsa oficial; emitidos por sociedades con, al menos, tres años de vida y Cuentas Anuales legalmente aprobadas. Esta opción inversora -dentro del coeficiente obligatorio de inversión- continuó con el *Decreto-Ley 7/1964, de 30 de abril*<sup>143</sup>, ceñida a las Sociedades de Inversión (art. 1.2º). Si para los Fondos de Inversión Inmobiliaria este Decreto-Ley -en el segundo párrafo del artículo 8- dejó entrever un camino hacia la inversión en valores no admitidos a cotización oficial, bajo las pautas que reglamentariamente se determinarían; para los FIM lo obstaculizó: “*El fin exclusivo de estos Fondos de Inversión habrá de ser la adquisición [...] de valores mobiliarios admitidos a la cotización oficial*” (art. 7 párrafo 2º). Sería con la reforma de la *Orden de 1 de diciembre de 1970*<sup>144</sup> (art. 21.6 párrafo 3º y 22.4 párrafo 3º) -introducida mediante la *Orden de 22 de diciembre de 1971*<sup>145</sup>- cuando se abriría la posibilidad (transitoria) de que el patrimonio de los FIM quedara integrado por “*títulos no admitidos aún a cotización oficial*”.

La primera redacción de la LIIC acabó con esta vía de inversión, francamente en desuso y punto de mira de variadas críticas desde diversos frentes: carencia de liquidez, riesgos por dificultades de valoración e inadecuación de la inversión colectiva para el lanzamiento o la promoción de empresas<sup>146</sup>. El Real Decreto-Ley 7/1996, de 7 de junio, fue el encargado de restablecer la inversión en valores no negociables, ahora, para el conjunto de las IIC financieras. Para ello hubo de modificar mediante su artículo 21 el artículo 10.2 LIIC. Exigió, a efectos de la mayor transparencia posible, que esta posibilidad constara en los Estatutos sociales -en el caso de las Sociedades de Inversión- o en el reglamento de gestión -para los Fondos-, aparte de en el folleto informativo.

La efectiva materialización de estas inversiones requería un desarrollo reglamentario. A cumplir este fin se destinó el *Real Decreto 1094/1997, de 4 de julio*<sup>147</sup>. Compuesto de tres artículos, una única Disposición Adicional, dos Disposiciones Transitorias, una Disposición Derogatoria y dos Disposiciones Finales, dio nueva redacción a los artículos 10.5 *in fine*, 13.5 y 37.1.b) del RIIC; al mismo tiempo que añadió los artículos 17 bis, 26 primer párrafo y 49.5, y

<sup>143</sup> B.O.E. núm. 107, 4 mayo 1964 [RCL 1964, 996].

<sup>144</sup> B.O.E. núm. 295, 10 diciembre 1970; rect. B.O.E. núm. 302, 18 diciembre 1970 [RCL 1970, 2043; 1970, 2106].

<sup>145</sup> B.O.E. núm. 310, 28 diciembre 1971 [RCL 1971, 2313].

<sup>146</sup> A juicio de Pedro A. FERNÁNDEZ RAÑADA (“Instituciones de Inversión Colectiva”. En, *Papeles de Economía Española*, 1981, nº 9, p. 156), estos aspectos eran más que suficientes para dejar proscrita en nuestro ordenamiento la vía de inversión en títulos no negociables.

derogó el artículo 33.2 párrafo primero del mismo texto normativo. La entrada formal de estos cambios precisó de la *Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 3 de noviembre de 1997*<sup>148</sup>, por la que se modificaba la *Orden de 20 de diciembre de 1990*<sup>149</sup>, de desarrollo parcial del Reglamento. Posteriormente, las reglas del Real Decreto 1094/1997 se detallarían mediante la *Circular 4/1997, de 26 de noviembre, de la CNMV, sobre criterios de valoración y condiciones de las Instituciones de Inversión Colectiva en valores no cotizados*<sup>150</sup>.

¿Qué motivo impulsó al poder legislativo a acometer de nuevo esta medida financiera?. La intención fue que las sociedades que no tenían su capital admitido a cotización oficial se vieran beneficiadas por las inversiones de unas instituciones -inmersas en un proceso expansivo- que contaban con amplios patrimonios formados por fondos, bienes o derechos que captaban del público para gestionarlos. Detrás de esas sociedades no bursátiles se encuentran principalmente pequeñas y medianas empresas. Se apoyaba, así, la estructura financiera de las PYMES mediante la inyección externa de recursos. Las palabras del redactor en el párrafo cuarto del Preámbulo de este Real Decreto 1094/1997 resultan muy ilustrativas: “*Dada la importancia en nuestro País de las pequeñas y medianas empresas, esta medida puede servir para canalizar el ahorro hacia la Economía real. A principios de este año las Instituciones de Inversión Colectiva gestionaban un patrimonio superior a los 19 billones de pesetas*”<sup>151</sup>. Por

<sup>147</sup> B.O.E. núm. 172, 19 julio 1997 [RCL 1997, 1837].

<sup>148</sup> B.O.E. núm. 268, 8 noviembre 1997, p. 6791 [RCL 1997, 2654]. Vid. TAPIA HERMIDA, Alberto Javier. “Habilitación de la CNMV en materia de Instituciones de Inversión Colectiva: la Orden de 3 de noviembre de 1997”. En, *RDBB*, octubre-diciembre 1997, nº 68, año XVI, p. 1393-1394.

<sup>149</sup> B.O.E. núm. 306, 22 diciembre 1990, p. 7162-7163 [RCL 1990, 2648]. Vid. TAPIA HERMIDA, Alberto Javier. “La Orden de 20 de diciembre de 1990 de desarrollo parcial del nuevo Reglamento de las Instituciones de Inversión Colectiva”. En, *RDBB*, octubre-diciembre 1990, nº 40, año X, p. 998-1000.

<sup>150</sup> B.O.E. núm. 297, 12 diciembre 1997, p. 7866-7873 [RCL 1997, 2941]. Vid. ARRANZ PUMAR, Gregorio. “Circular 4/1997, de 26 de noviembre, de la CNMV, sobre criterios de valoración y condiciones de inversión de las IIC en valores no cotizados”. En, *DN*, enero 1998, nº 88, año 9, p. 89-92; FERNÁNDEZ AGUADO, Javier. “Criterios de valoración en Instituciones de Inversión Colectiva”. En, *DN*, enero 1998, nº 88, año 9, p. 68-70; TAPIA HERMIDA, Alberto Javier. “Novedades en la regulación de las Instituciones de Inversión Colectiva: las Circulares 4 y 5 de 1997 de la CNMV”. En, *RDBB*, enero-marzo 1998, nº 69, año XVII, p. 294-296.

<sup>151</sup> Conforme a los datos del Informe Anual 1996 de la CNMV, a 31 de diciembre de 1996 el patrimonio total de las IIC en España era superior a los diecinueve billones de pesetas, aportados en gran medida por los FIAMM (más de nueve billones) y los FIM (también más de nueve billones). A lo largo de 1998 esa cifra global ascendió a treinta y cinco millones doscientos cincuenta y tres mil seiscientos sesenta y un mil millones de pesetas, lo que supuso un incremento de un 26,67% respecto al año previo. Durante 1999 el crecimiento fue tan sólo del 4%, en gran parte debido a las reformas fiscales y a las altas comisiones aplicadas. Los datos cuantitativos del patrimonio y número de partícipes de las IIC durante el período 1985-1997 se reproducen en el siguiente libro de Alberto Javier TAPIA HERMIDA: *Sociedades y Fondos de Inversión y Fondos de Titulización*. Madrid: Dykinson, 1998, p. 72-77. Asimismo, en: LÓPEZ PASCUAL, Joaquín; RODRÍGUEZ DE PRADO, Francisco. “Modificaciones en el régimen fiscal de los incrementos de patrimonio a partir de la entrada en vigor del RD-L 7/1996 y su incidencia sobre la rentabilidad financiero-fiscal de los partícipes de Fondos de Inversión”. En, *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, octubre-diciembre 1998, nº 97, vol. XXVII, p. 915. Las cantidades de 1998 corresponden a las recogidas en: COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES. *Informe*

*ello, muy posiblemente, la liberalización de la política de inversión de estas instituciones favorecerá la financiación de nuestro atomizado tejido empresarial”.*

En virtud del artículo 17 bis RIIC y de la Norma 4ª 1.b) Circular 4/1997, las IIC cuentan con una cifra *-rectius*, varias cifras- de inversión máxima en valores no negociables dentro del coeficiente de libre disposición: 10% máximo si son SIM, SIMCAV o FIM; 5% si se trata de FIAMM. Impone, además, el citado artículo 17 bis RIIC unas exquisitas reglas de diversificación que impiden una concentración excesiva de riesgos. La primera de ellas es que ninguna IIC puede invertir más del 2% de su Activo en valores no negociables emitidos o avalados por una misma entidad (punto a) y Norma 4ª.1.c) Circular 4/1997). La segunda es que no puede invertir un porcentaje superior al 4% en valores no negociables que hayan sido emitidos o avalados por distintas entidades que pertenezcan a un mismo grupo (punto b) y Norma 4ª.1.d) Circular 4/1997). Ambos porcentajes se miden tomando como referencia el valor efectivo del total de activos financieros de la IIC y de los valores no negociables en cuestión. El contraste con los porcentajes de los valores cotizados sorprendería si no conociéramos la prudencia -y cierta reticencia- con la que el legislador mira la inversión que no cotiza.

Esta inversión de las IIC en valores no negociables no está, sin embargo, produciendo los resultados esperados. Las razones son varias. Unas, como el desconocimiento o la falta de información, por un lado, y la ausencia de incentivos fiscales, por otro, tienen fácil arreglo. Continuos programas informativos sobre la materia, en el primer caso, y una legislación fiscal adecuada, en el segundo, servirían para evitar o, al menos, mitigar estas primeras dificultades. Otras encuentran, por contra, mayores obstáculos para una rápida y sencilla solución. Riesgo, iliquidez y problemas de valoración son causas estructurales que, en intensa conexión, cortan el camino de la inversión colectiva hacia los valores no negociables.

Las IIC invierten en renta fija y en renta variable, pero de valores negociables. La liquidez, que caracteriza a las acciones cotizadas en Bolsa, desaparece cuando los valores en

---

*Anual 1998 sobre el desarrollo de sus actividades y la situación de los mercados financieros organizados presentado a la Comisión de Economía, Comercio y Hacienda del Congreso de los Diputados.* Madrid: CNMV, 29 junio 1999, p. 17; COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES. *Informe anual sobre los Mercados de Valores. 1998.* Madrid: CNMV, 1999, p. 34, 87; PUERTA, Manuel DE LA; OLMEDILLA, Pedro. “Instituciones de Inversión Colectiva. Aspectos fiscales y obligaciones de información”. En, *AF*, 2º trimestre 1999, nº monográfico 2/99, año IV, p. 24. Las cifras que se refieren al año 1999 están en el *Informe anual sobre los Mercados de Valores. 1999.* Madrid: CNMV, 2000, p. 91-93.

juego no cotizan<sup>152</sup>. Resulta complicado vender con rapidez estos títulos y convertirlos en dinero para corresponder a las peticiones de reembolso de los partícipes. No hay liquidez porque no hay un Mercado organizado de compra y venta de valores. Y al no haber ese Mercado de referencia existen problemas de valoración diaria. La cartera de una IIC con valores no negociables conlleva un elevado grado de incertidumbre respecto a la liquidez y respecto a -algo aún más importante- la valoración efectiva<sup>153</sup>.

La valoración<sup>154</sup> de todos y cada uno de los valores que integran la cartera de una IIC es primordial para medir la rentabilidad<sup>155</sup>. Infravaloraciones o sobrevaloraciones pondrían en serio peligro el principio de equidad entre los inversores<sup>156</sup>. De ahí, que la CNMV -habilitada por la Orden de 20 de diciembre de 1990- acordara en su reunión de Consejo de 27 de diciembre de 1990, y plasmara en el apartado B de la Norma novena de la Circular 7/1990, que la sociedad gestora calcularía el valor estimado de realización respecto a cada uno de los valores; diariamente, en el caso de los FIM, FIAMM y SIMCAV, como consecuencia del principio de *open-end*; mensualmente, en el de las SIM, a consecuencia de su atributo cerrado. Expuso la CNMV en la *Carta Circular 2/1998, de 3 de marzo*<sup>157</sup>, que sería exigible a las gestoras la remisión a la Sociedad Rectora de la Bolsa de Valores de la información necesaria para la publicación diaria del valor liquidativo de los Fondos de Inversión, con el fin de que los partícipes conocieran la evolución de sus inversiones y protegieran adecuadamente sus intereses.

<sup>152</sup> En esta dirección se manifestó Gregorio ARRANZ PUMAR: "Titulización y PYMES, Fondos de Inversión y Segundos Mercados". En, MÉNDEZ ÁLVAREZ, José. (Dir.). PYMES: problemática global, financiera y fiscal. Madrid: Fundación General de la Universidad Complutense. San Lorenzo de El Escorial, 21-25 julio 1997.

<sup>153</sup> Esta última idea, clave para comprender la escasez de inversión en los valores no negociables, la mencionó Francisco Luis DE VERA SANTANA en un análisis económico: "Los Fondos de Inversión". En, *Economistas*, 1998, nº 77, año XVI, p. 177.

<sup>154</sup> Un esquema de la valoración de la cartera de los Fondos de Inversión se delinea en: BELTRÁN TELLO, Hermógenes. *Fondos de Inversión. Guía del Inversor I*. Madrid: Recoletos, 1993, p. 47; ERNST & YOUNG. *Los Fondos de Inversión y otras Instituciones de Inversión Colectiva. Aspectos legales, fiscales y contables*. Madrid: Ernst & Young, 1991, p. 50-53.

<sup>155</sup> Tenemos varios ejemplos en clave económica sobre la rentabilidad de los Fondos, proporcionada por la valoración diaria de sus patrimonios, en: BELTRÁN TELLO, Hermógenes. *Fondos...*, op. cit., p. 86-89.

<sup>156</sup> Vid. COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES. *Memoria anual CNMV...*, op. cit., p. 26.

<sup>157</sup> Es la *Carta Circular 2/1998, de 3 de marzo, dirigida a los Presidentes de todas las sociedades gestoras de IIC, relativa a la valoración de las suscripciones y reembolsos de participaciones en Fondos de Inversión y publicación diaria del valor liquidativo*.



ejercicio cerrado y, en su caso, el efecto dilución por la emisión de bonos y obligaciones convertibles antes de la fecha de compra de esas acciones o participaciones. Pero, la cuestión anterior sigue sin respuesta. Respuesta que no puede ser otra sino que, *de facto*, no existe valoración día a día de estos valores. La valoración diaria se podría hacer por promedios, pero, entonces, se necesitaría un grupo numeroso de sociedades emisoras en comparación<sup>160</sup>.

Las dificultades prácticas de valoración no son inferiores para los valores no negociables de renta fija. Es natural que haya que comparar -en el supuesto de vida residual de más de seis meses- los valores no negociables con la Deuda Pública u otros valores cotizados similares, mas no existe seguridad ni en cuanto a la analogía de los valores ni en cuanto al montante de la prima con que se incrementa el precio. Grado de liquidez de los valores, solvencia del emisor y riesgo país son datos que introducen incertidumbre.

La variabilidad e imprevisibilidad en la valoración de los activos no negociables -de renta fija o variable- se traduce en una elevada volatilidad de los valores liquidativos. La inseguridad en los valores liquidativos es, precisamente, lo que dificulta el despegue de la inversión de las IIC en estos valores no negociables<sup>161</sup> y, en consecuencia, impide la financiación, a su través, de las sociedades emisoras.

## b)- IIC especializadas en valores no negociables

La declaración con la que finalizábamos el apartado anterior no debe llevarnos a la deducción de que es errónea la apertura de mecanismos que conduzcan a la inversión de las IIC en valores no negociables. Muy al contrario, ha de irse a la búsqueda de vías óptimas que faciliten dicha inversión y la correlativa financiación. ¿Podría ser, en este sentido, una solución la creación de IIC especializadas en invertir en empresas *-rectius*, valores- no cotizadas?. Se trata de avanzar un paso más y constituir IIC que inviertan de manera mayoritaria en valores no negociables. En ningún caso, son confundibles estas otras IIC con las estudiadas hasta el momento, cuya inversión en títulos que no cotizan -reiteramos- no ha de superar un máximo del 10% (o del 5%). Con las instituciones especializadas subsistirán e, incluso, se multiplicarán las dificultades antedichas de iliquidez y valoración. Nuevamente, sin un Mercado transparente será arduo atender a las suscripciones y reembolsos de las participaciones, y al cálculo

<sup>160</sup> Vid. MARTÍ PELLÓN, José. "Presente y futuro del capital inversión en España". En, BENJUMEA CABEZA DE VACA, Javier. (Dir.). *El capital riesgo - capital inversión: una oportunidad para la empresa española*. Madrid: Fundación General de la Universidad Complutense. San Lorenzo de El Escorial, 18-19 julio 2000.

<sup>161</sup> Vid. VERA SANTANA, Francisco Luis DE. "Los Fondos...", op. cit., p. 177.

periódico del valor liquidativo<sup>162</sup>. Mas veamos seguidamente de qué forma ha llegado a configurarse una regulación sobre la materia en nuestro ordenamiento jurídico.

Nuestro ordenamiento se decidió a incluir la figura de las IIC especializadas en la inversión en valores no negociables en el año 1998<sup>163</sup>; si bien no ha sido sino hasta fechas muy recientes cuando ha encontrado desarrollo reglamentario. En la dirección de posibilitar la creación en España de IIC especializadas en valores no negociables, la Ley 37/1998 añadió a la LIIC -mediante su Disposición Adicional primera- el artículo 23 ter que, en su apartado primero, apunta: “*Podrán crearse, al amparo de la presente Ley, sociedades de inversión mobiliaria, tanto de capital fijo como variable, como fondos de inversión mobiliaria caracterizados por invertir, mayoritariamente, su activo en valores no negociados en mercados secundarios de valores*”. Son IIC que invierten la mayor parte de su Activo en valores no negociables. Las únicas IIC de carácter financiero que se excluyen del ámbito de aplicación de este artículo 23 ter LIIC son los FIAMM. El motivo se desprende con facilidad de la caracterización de estos Fondos: su patrimonio se invierte en activos financieros de renta fija a corto plazo del Mercado Monetario, que gozan de una elevada liquidez y solvencia (art. 2.2 párrafo 3º LIIC).

La LIIC no demarca el régimen de este tipo de IIC especializadas. Expone el apartado dos *in fine* de su artículo 23 ter que, supletoriamente y en la medida en que sea posible, la regulación general de las SIM, SIMCAV y FIM será aplicable. Lo que hay es una remisión a un desarrollo reglamentario posterior en las materias de inversión, diversificación de riesgos, coeficientes de inversión y de liquidez, contabilidad y reglas de valoración, suscripción y reembolso de participaciones. Una normativa de desarrollo que ha de soslayar las limitaciones que tiene el artículo 17 bis RIIC en el tema de liquidez, contabilidad y clase de valores susceptibles de inversión, si se desea que los recursos de las IIC lleguen efectivamente a las empresas que no cotizan. Una normativa de desarrollo ya existe en la materia gracias a la aprobación del *Real Decreto 91/2001, de 2 de febrero*<sup>164</sup>.

<sup>162</sup> Vid., por todos, MARTÍNEZ PARDO, Ramiro. “Previsiones en materia de inversión colectiva”. En, *Dirección y Progreso*, noviembre-diciembre 1998, nº 162, p. 72.

<sup>163</sup> La idea en España de un Fondo de Inversión especializado en valores no negociados estaba antes de su aprobación legal en la mente -y estudios- de algunos autores. El profesor José MARTÍ PELLÓN, por ejemplo, la propuso (“La capitalización...”, op. cit., p. 108-109; *La inversión en capital...*, op. cit., p. 43-44) bajo la denominación de: “Fondos de Inversión específicos”, “Fondos de Inversión en empresas en crecimiento” o “Fondos de Desarrollo de Capitales” (FDC).

<sup>164</sup> B.O.E. núm. 42, 17 febrero 2001 [RCL 2001, 431].

El artículo decimonoveno del Real Decreto 91/2001 adicionó una nueva Sección 6ª al Capítulo II del Título I RIIC con el siguiente título: “Instituciones de Inversión Colectiva Especializadas”. Dentro de él, el artículo 52 quinto es el que regula las IIC especializadas en la inversión en valores no negociados en Mercados secundarios. Tanto con esta figura especializada como con las de los restantes artículos (52 bis, 52 ter y 52 quater) que componen esta Sección la pretensión es abrir la puerta a políticas de inversión ajustadas a las necesidades y preferencias de los distintos tipos de inversores. Para que una IIC especializada en valores no negociables funcione necesita, ante todo, regirse por los principios de máxima transparencia e información eficiente debido a que el riesgo es superior a cuando la inversión es en valores que cotizan. El riesgo es elevado; en hipótesis, la rentabilidad también.

Veamos cómo el artículo 52 quinto ha normado, entre otros temas, sobre coeficientes de inversión y liquidez, financiaciones, operaciones sobre los activos, naturaleza del inversor y carácter abierto o cerrado de la IIC. Por lo que se refiere a este último aspecto, hubo en la doctrina<sup>165</sup> quien opinó que en el necesario desarrollo reglamentario de la LIIC las instituciones especializadas en valores no negociables debían tener un carácter semiabierto, en vez de totalmente abierto, donde el número de participaciones varía en función de los reembolsos y las suscripciones. En principio, no tendría porqué existir impedimento alguno para adoptar aquí la forma general de los *open-end* o *Mutual Funds*; aun cuando la naturaleza cerrada contribuya en mayor grado a una financiación continua de las empresas. El artículo 52 quinto en su apartado sexto admite, para estos Fondos de Inversión especializados en valores no negociados, tanto la estructura abierta como la cerrada; en este último caso cuando el reglamento de gestión acoge la posibilidad de no admitir nuevas suscripciones, en atención al buen funcionamiento y la estabilidad de la institución.

Con estructura abierta o cerrada, este artículo 52 quinto RIIC obliga a que estas instituciones especializadas adopten el modelo jurídico de SIM o FIM que, en todo caso, serán de nueva creación (ap. 2.a)). En los tres años -plazo ampliable por la CNMV- siguientes a su constitución los FIME (FIM especializados en valores no negociados) habrán debido alcanzar en su Activo un porcentaje mínimo del 50% y máximo del 80% -90% para las SIME<sup>166</sup>- en valores no negociados, emitidos por entidades con sede social en países de la OCDE que no ostenten la condición de paraíso fiscal (ap. 2.b).1º y 2º). Asimismo, será posible que esta

<sup>165</sup> Estamos refiriéndonos a Gregorio ARRANZ PUMAR en: “Titulización y PYMES...”, op. cit.

<sup>166</sup> SIME son las siglas que corresponden a las Sociedades de Inversión Mobiliaria Especializadas en la inversión en valores no negociados.

inversión obligatoria se concrete en valores emitidos por F.T.A., conforme al artículo 2.3.b) del Real Decreto 926/1998 (ap. 2.b).3º). Aparte de este coeficiente obligatorio de inversión, se impone la fijación de un coeficiente mínimo de liquidez del 10% (ap. 3).

En cuanto a la liquidez, resulta de interés y ajustada a la práctica la previsión del apartado quinto de este mismo artículo 52 quinto RIIC que indica que el reembolso de las participaciones en los FIME no se asegurará diariamente. El inversor final que invierta a través de una SIME o de un FIME no podrá conocer a diario la rentabilidad de su inversión. No hubiera podido ser de otra manera o, acaso, ¿es factible hallar cada día el valor de unos valores para los que no existe ningún Mercado de referencia?. El reembolso será dos veces al año en los términos de fechas que figuren en los Reglamentos de gestión. Las peticiones de reembolso se solicitarán con un plazo de preaviso no superior a un mes. Además, en los supuestos que establezca el Ministro de Economía, la CNMV estará facultada para autorizar medidas excepcionales con el objetivo de atender todas las peticiones de reembolso de los partícipes. El reembolso se hará, de acuerdo al apartado séptimo, al primer valor liquidativo calculado tras la solicitud.

La inversión de los Fondos de Inversión y restantes IIC en valores no negociables bajo los términos descritos se podría sumar a la inversión que realizan como intermediarios financieros las Entidades de Capital-Riesgo. En este sentido, incluso, sería viable<sup>167</sup> que las sociedades gestoras de las IIC administrasen, representasen y gestionasen Fondos de Capital-Riesgo, en la línea que abriera la LECR, de ir hacia una gestora universal de productos financieros. Pero, de momento, en España la inversión colectiva está ausente en el campo de actuación del capital-riesgo. La inversión colectiva en valores no negociados es una vía abierta en el terreno jurídico, pero cerrada -o semicerrada- en el financiero práctico. En España las IIC no están invirtiendo *de facto* en sociedades que no cotizan en los Mercados Bursátiles. ¿Para qué sirve crear sobre el papel figuras que nadie utiliza ni reclama?. Quizás, para animar a los inversores a recorrer el camino trazado en la Ley. Hasta que no efectúen este tipo de inversiones no podremos estar hablando con corrección de nuestros Fondos de Inversión como inversores directos de capital-riesgo. Acabamos de colocar el apelativo “directos” y alguien podría pensar -con razón- que los Fondos de Inversión cobijan bajo su patrimonio las aportaciones de otros inversores, generalmente particulares, que estarían convirtiéndose, a su vez, en inversores indirectos de capital-riesgo. Hilando esta lógica se puede pensar, además, en la inversión indirecta de los propios Fondos de Inversión a través de otros intermediarios

---

<sup>167</sup> El Título Cuarto del Proyecto de LIIC en su artículo 37.1 así lo permite.

financieros. Atenderemos, en cierto modo, a esta última óptica en el epígrafe siguiente acerca de los inversores indirectos. Continuemos por ahora con la inversión directa que nos ocupa.

## B)- Fondos de Pensiones

Uno de los males endémicos que ha azotado al capital-riesgo en los diferentes Estados europeos ha sido la escasez -o nula- atracción de recursos desde otra clase de inversor institucional, esta vez, de ahorro finalista: los Fondos de Pensiones. Si en EE.UU. su aparición en escena dinamizó esta actividad, en Europa, su ocultación tras el telón la ha ralentizado.

Las instancias comunitarias sienten una acusada preocupación por la ausencia de recursos de capital-riesgo procedentes de esta clase de inversores institucionales. Esto ha desembocado en una decidida voluntad por hacer girar ciento ochenta grados esta situación. Conocemos que la Comisión propuso el 11 de octubre de 2000 una Directiva relativa a las actividades de los OPJ que permitirá flexibilizar el régimen actual de las inversiones de los Fondos de Pensiones y ampliarlo, incluso, a las acciones emitidas por PYMES, coticen o no en un Mercado de Valores. La Directiva -una vez adoptada- será la continuación de la *Comunicación de la Comisión de 11 de mayo de 1999. "Hacia un Mercado Único de los sistemas complementarios de pensiones"*<sup>168</sup> sobre las conclusiones obtenidas de las consultas iniciadas a partir del *Libro Verde de 10 de junio de 1997 relativo a los sistemas complementarios de pensiones en el Mercado Único*<sup>169</sup>. En este Libro Verde estuvo muy presente aquella propuesta de Directiva de 1991 retirada y aquella Comunicación de 1994 anulada de las que habláramos en el Capítulo precedente, a la hora de plantear una regulación comunitaria que posibilitara a los gestores de Fondos de Pensiones gozar de libertad a la hora de escoger los valores o activos financieros más adecuados para cada tipo de Fondo. Libertad que, naturalmente, debe regirse por unas normas prudentes de supervisión cautelar (entre ellas, el principio de diversificación de activos y el papel de actuarios, auditores externos y

<sup>168</sup> COM (1999) 134, 11 mayo 1999, 53 p. Los aspectos más destacados del contenido de esta Comunicación de la Comisión los recogió la Dirección General de Seguros (DGS) de la Secretaría de Estado de Economía, de la Energía y de la Pequeña y Mediana Empresa del Ministerio de Economía para su *Informe 1999. Seguros y Fondos de Pensiones*. Madrid: Secretaría General Técnica. Centro de Publicaciones y Documentación del Ministerio de Economía y Hacienda, 2000, p. 61-62.

<sup>169</sup> COM (97) 283 final, 10 junio 1997, 52 p. La base de este Libro Verde la constituyó la Comunicación de la Comisión sobre la modernización y mejora de la protección social en la UE (COM (97) 102 final, 12 marzo 1997, 38 p.). Las respuestas a las consultas del Libro Verde se resumieron a mediados de 1998 en el siguiente documento de trabajo: CAB/62/98.

autoridades de supervisión<sup>170</sup>) adaptadas al Mercado Único para que no queden comprometidas las futuras prestaciones de jubilación.

Bajo una gestión Activo-Pasivo (GAP) (*asset-liability management*)<sup>171</sup> flexible - conectada al principio del buen padre de familia, a semejanza de la *prudent man legislation* estadounidense<sup>172</sup>- la Comisión busca la elaboración de una estrategia diversificada de inversión o colocación del ahorro a largo plazo adecuada a los compromisos del Fondo de Pensiones y materializada en acciones (cotizadas o no cotizadas) y en renta fija privada, nacional o internacional, aparte de en Deuda Pública. La dispersión del ahorro conlleva la dispersión del riesgo<sup>173</sup>. Los coeficientes excesivamente restrictivos de inversión en determinadas categorías de activos hasta ahora vigentes en parte de los Estados miembros -no en el Reino Unido, Irlanda, los Países Bajos y Finlandia<sup>174</sup>- han impedido que los capitales de los Fondos de Pensiones repercutan positivamente en la industria europea y, por correlación, en el crecimiento económico y el empleo. *A sensu contrario*, la supresión de dichas limitaciones en el marco del Tratado de la Unión Europea (TUE) favorecerá la participación de los Fondos de Pensiones en las empresas, con independencia de que sus valores se encuentren admitidos a cotización en algún Mercado organizado; sin malograr por ello ni los derechos de los pensionistas, ni la eficacia, ni la competitividad del sistema de pensiones complementarias. Precisamente, las tres ventajas que intuyó la Comisión<sup>175</sup> que se sucederían con la adopción y aplicación en Europa de la *prudent man rule* fueron los beneficios para los pensionistas, la mayor competitividad de los Fondos de Pensiones y la inyección de recursos para el capital-riesgo.

<sup>170</sup> El Capítulo III de este Libro Verde relativo a los sistemas complementarios de pensiones (COM (97) 283 final, 10 junio 1997, p. 17-23) se dedica a las normas cautelares que mejor se adaptan a un entorno de Mercado Único. El epígrafe 2 de la Comunicación de la Comisión de 11 de mayo de 1999 (COM (1999) 134 final, 11 mayo 1999, p. 14-31) refleja igualmente las normas cautelares aplicables a los Fondos de pensiones compatibles con un Mercado Único y una moneda única.

<sup>171</sup> La *asset-liability management*, de donde proviene la gestión Activo-Pasivo que se propone implantar con la propuesta de Directiva sobre los OPJ, encuentra somera definición de sus elementos básicos (adecuación del valor de mercado del Activo al valor del Pasivo mediante una cartera de renta fija y una cartera de riesgo) en: MONTLLOR I SERRATS, Joan; TARRAZÓN RODÓN, M<sup>a</sup>. Antonia. La inversión..., op. cit., p. 25; y en la bibliografía que allí se da cita: BOOKSTABER, Richard; GOLD, Jeremy. "In search of the liability asset". En, *Financial Analysts Journal*, 1988, n° 1, vol. 44, p. 70-80; LEIBOWITZ, Martin L., HENRICKSSON, Roy D. "Portfolio optimization within a surplus framework". En, *Financial Analysts Journal*, marzo-abril 1988. Asimismo, en: CHARPENTIER, Francois. *Retraites...*, op. cit., p. 377-378.

<sup>172</sup> Canadá y Australia son otros dos países extracomunitarios -de indudables tintes anglosajones- que cuentan con una *prudent man legislation*.

<sup>173</sup> Vid. GARCÍA ECHEVARRÍA, Santiago. "Configuración...", op. cit., p. 203.

<sup>174</sup> Téngase en cuenta, a este efecto, el Cuadro IX del Libro Verde, realizado con datos obtenidos de un estudio de la Comisión del año 1994 titulado: "*Sistemas de pensiones complementarias en la Unión Europea*". Asimismo, COM (2000) 658 final, 18 octubre 2000, p. 15.

<sup>175</sup> SEC (1998) 552 final, 31 marzo 1998, p. 8, 11, 16.

En la Exposición de Motivos que antecede a la propuesta de Directiva de 27 de marzo de 2001 la explicación que se da al artículo 18.6.c) (“*Se dará también a estos organismos la posibilidad de: invertir en capital de riesgo*”) es ésta: “*Como inversores a muy largo plazo, los OPJ pueden contribuir a mejorar el tamaño y la liquidez de los mercados de capital de riesgo de la UE. Son los propios OPJ los que deben decidir si desean o no invertir en capital de riesgo. [Para ello,] es fundamental que el marco normativo no imponga excesivas restricciones a esta forma de inversión*”. El legislador español, por propio convencimiento y adelantándose a la aprobación de esta Directiva, ha apostado expresamente en la -con aún poco tiempo de vigencia- Ley 24/2001, de 27 de diciembre, por el capital-riesgo<sup>176</sup>. La nueva redacción que da al apartado 4 del artículo 16 LPFP expresamente así lo confirma: “*Reglamentariamente se podrá establecer porcentajes de diversificación sobre el activo del fondo de pensiones para determinados tipo[s] de inversiones, [...] en valores no cotizados en mercados organizados, especialmente de pequeñas y medianas empresas y en capital[-]riesgo*”. Dos apuntes: primero, ¿qué es sino capital-riesgo la inversión en valores no cotizados en mercados organizados, especialmente de pequeñas y medianas empresas?. Segundo, el problema que a buen seguro aparecerá será, como en el caso de los Fondos de Inversión, la valoración de los valores no negociados. No sirve la valoración a precios de mercado, por lo que habrá que encontrar algún criterio eficaz de valoración. No se olvide que, según estimaciones de la Comisión Europea en su Comunicación de 11 de mayo de 1999<sup>177</sup>, con sólo un 2% del Activo de todos los Fondos de Pensiones europeos invertido en valores no negociables de empresas innovadoras, esto es, en capital-riesgo, el impacto en la riqueza económico-productiva de Europa sería realmente significativo. Sin contraer riesgos indebidos, los Fondos de Pensiones pueden llegar a ser en el territorio europeo inversores directos (e indirectos) de capital-riesgo.

### C)- Compañías de seguro de vida

En línea con los Fondos de Pensiones, las compañías aseguradoras son tradicionales proveedoras de recursos de capital-riesgo en los Mercados Financieros anglosajones. Por la

<sup>176</sup> La Directora General de Seguros Pilar GONZÁLEZ DE FRUTOS, en una conferencia pronunciada con ocasión de la clausura del curso: “Beneficios sociales, fidelización y formas de retribución flexibles. Una estrategia para retener el talento” organizado por la Fundación General de la Universidad de Málaga los días 4 a 8 de marzo de 2002, manifestó que las modificaciones de la LPFP por la Ley 24/2001 en materia de inversiones fueron más un convencimiento de España que un efecto de la propuesta de Directiva de los OPJ. España se sitúa en una línea intermedia entre aquellos países (Reino Unido, Holanda e Irlanda) que apuestan por el principio del buen padre de familia en su faceta más extrema y aquellos otros (Francia o Alemania) que desean criterios cuantitativos estrictos.

<sup>177</sup> COM (1999) 134 final, 11 mayo 1999, p. 15.

actitud que toman frente al riesgo, por cuestiones de oferta y demanda y, más comúnmente, por limitaciones o prohibiciones legales, su llegada en los restantes Mercados ha sido residual. En los últimos años, no obstante, se están tomando en distintos Estados europeo-continetales medidas para la inversión en valores sin cotización bursátil. En Francia, por ejemplo, desde la *Ley de Finanzas para 1998*, los aseguradores obtienen incentivos fiscales por la inversión, mínima del 5%, de su cartera en títulos que no cotizan, en el marco del contrato de seguro de vida “DSK”<sup>178</sup>. En Dinamarca hasta un 10% de la inversión de las entidades de seguro puede materializarse en acciones que no cotizan<sup>179</sup>. En España sin embargo, el dato indiscutible es que, a día de hoy, las compañías de seguro, salvo excepciones (recuérdese el art. 50 ROSSP), tienen prácticamente vetada la inversión en valores de entidades que no cotizan<sup>180</sup>.

Factores de generación de altas rentabilidades y diversificación prudencial de riesgos en el marco de la moneda única están impulsando a introducir cambios en las normativas - anticuadas, según el Comité Económico y Social (CES)<sup>181</sup>- de seguros. Unos cambios que podrían traducirse, cubriendo las garantías necesarias y atendiendo al riesgo de liquidez<sup>182</sup>, en la aceptación para provisiones técnicas de las inversiones por capital-riesgo en empresas cuyos valores están sin cotizar<sup>183</sup>.

La autorización para que entidades de seguros nacionales dediquen -como pueden dedicar los Fondos de Inversión- sin tantas limitaciones una parte, aun minoritaria, de sus recursos a inversiones “arriesgadas”, en unión con el fomento de la libertad de gestión e inversión de los Fondos de Pensiones nacionales, es uno de los factores<sup>184</sup> de los que más

<sup>178</sup> La referencia a este contrato francés de seguro de vida procede de: SEC (1999) 1725, 20 octubre 1999, p. 60; COM (2000) 658 final, 18 octubre 2000, p. 15.

<sup>179</sup> SEC (1999) 1725, 20 octubre 1999, p. 35.

<sup>180</sup> Si no el veto, sí el disfavor de la inversión en valores no cotizados frente a los valores cotizados por parte de las compañías de seguros en Europa fue puesto de relieve en: EUROPEAN ASSOCIATION OF SECURITIES DEALERS. *Legal and Tax Issues arising from Cross Border Dealings on EASDAQ*. Bruselas: EASD, p. 3-4.

<sup>181</sup> Los adjetivos de “anticuada”, “improcedente” e “innecesaria” los adjudicaría el CES a las normativas nacionales en materia de inversores institucionales en su Dictamen sobre la Comunicación de la Comisión acerca de los mercados europeos de capital para las pequeñas y medianas empresas (DO C 235, 27 julio 1998, p. 16, 21-22)

<sup>182</sup> Vid. *supra* Capítulo I.

<sup>183</sup> Hace tiempo que viene reclamándose que las inversiones de las compañías de seguros en sociedades no cotizadas -a través de intermediarios financieros- sean aptas para constituir sus provisiones técnicas. Vid., por todos, MARTÍ PELLÓN, José. “La capitalización...”, op. cit., p. 106.

<sup>184</sup> El profesor José MARTÍ PELLÓN (“La oferta...”, op. cit., p. 82) destacó, además, como factores a tener en consideración en la oferta de capital-riesgo la existencia de un marco fiscal adecuado, de unos Mercados Bursátiles específicos y de unos directivos especializados en la materia.



depende la futura evolución y el desarrollo del mercado de capital-riesgo en Europa hasta llegar a niveles cercanos a los alcanzados en EE.UU..

## 2.2- Inversores indirectos de capital-riesgo

Los inversores institucionales, como los particulares, los organismos públicos, las entidades financieras<sup>185</sup>, las grandes empresas no financieras, las instituciones sin ánimo de lucro o los inversores extranjeros<sup>186</sup>, pueden ser también fuente proveedora indirecta de recursos de capital-riesgo, esto es, sujetos oferentes de capitales a intermediarios financieros, especializados o no<sup>187</sup>. En efecto, la segunda vía de inversión (indirecta) implica la actuación de intermediarios financieros que invierten en capital-riesgo los recursos que en ellos invierten aquellos inversores.

### 2.2.1- Intermediarios financieros de capital-riesgo: Entidades de Capital-Riesgo

Existen intermediarios que no llegan a especializarse en operaciones de capital-riesgo, por lo que actúan de manera esporádica o marginal en este terreno; pero es más frecuente la figura de los intermediarios especializados. Su presencia mitiga, en cierta medida, el riesgo y temor que toda inversión directa conlleva<sup>188</sup>, merced a las limitaciones legales de concentración de riesgos que se imponen a estos intermediarios y a la responsabilidad limitada a las aportaciones de los inversores (indirectos)<sup>189</sup> (art. 27.3 LECR). Los intermediarios financieros

<sup>185</sup> Dentro de las entidades financieras y, más en concreto, de las entidades de crédito, las cajas de ahorro podrían aportar capitales bien de modo directo, bien indirecto a sociedades de talla pequeña que no cotizan, como medio de desenvolver su obra social. Una vez más, vid., por todos, MARTÍ PELLÓN, José. *El Capital Inversión...*, op. cit., p. 26, 57.

<sup>186</sup> Dentro del grupo “inversores extranjeros” no hay que olvidar el relevante peso de los recursos procedentes de Fondos de Inversión, Fondos de Pensiones y entidades aseguradoras de países terceros. Datos recogidos en el año 1993 evidenciaron cómo los recursos de los inversores extranjeros, sobre todo, de los inversores institucionales sumaban un 40,5% del total de los recursos acumulados por los intermediarios de capital-riesgo. Sobre este punto, consúltese, verbigracia, MARTÍ PELLÓN, José. “La capitalización...”, op. cit., p. 96-97, 102.

<sup>187</sup> Las funciones, intereses e importancia de cada uno de estos grupos de aportantes de fondos las explicó al pormenor José MARTÍ PELLÓN (*Capital riesgo...*, op. cit., p. 8-12).

<sup>188</sup> Santiago GARCÍA ECHEVARRÍA (“Capital riesgo en la empresa española. Exigencias para un programa financiero”. En, *ICE*, julio 1984, nº 611, p. 100) expuso que las instituciones de capital-riesgo, como intermediarios financieros, reducían el miedo al riesgo, al disponer de información fehaciente y de capacidad gerencial.

<sup>189</sup> En vez de “inversores indirectos”, Patricia LEBAS (“L’avenir du capital-risque en Europe”. En, *Revue Francaise de Gestion*, noviembre-diciembre 1984, nº 49, p. 99) utilizó la expresión “inversores pasivos” para referirse a los particulares, inversores institucionales, inversores extranjeros, grandes sociedades, asociaciones o fundaciones que participan en la actividad de capital-riesgo a través de intermediarios financieros.

dan lugar al capital-riesgo organizado o sistematizado<sup>190</sup> o, de manera más simple, al capital-riesgo propiamente dicho.

En España cumplen la característica de intermediación especializada en capital-riesgo - al menos, hasta el presente- únicamente las Entidades de Capital-Riesgo<sup>191</sup> (ECR)<sup>192</sup> que, conforme al artículo 1.2 LECR, son las Sociedades de Capital-Riesgo (SCR [art. 6.1]) y los Fondos de Capital-Riesgo (FCR [art. 6.1]); estos últimos siempre administrados por una Sociedad Gestora (SGECR [art. 6.1]) (art. 3). Su objeto social principal es, conforme la indicación del artículo 2 en su apartado primero: “*La toma de participaciones temporales en el capital de empresas no financieras cuyos valores no coticen en el Primer Mercado de las Bolsas de Valores*”.

Hasta el Real Decreto-Ley 1/1986, de 14 de marzo, de medidas urgentes administrativas, financieras, fiscales y laborales no encontraron respaldo jurídico estas ECR. Sin ser un Real Decreto-Ley el medio jurídico más apropiado para regular de manera original en nuestro país esta clase de entidad financiera, lo cierto es que los artículos 12 a 20 de aquél instauraron una regulación -parca<sup>193</sup> y rígida- en la materia. El propósito -indicó la Exposición de Motivos- fue promover y participar, mediante la inversión y la canalización del ahorro, en la mejora de la estructura económico-financiera de aquellas empresas comprometidas con los sectores productivos de mayor futuro.

<sup>190</sup> Vid. ALCALÁ OLID, Francisco. *Los intermediarios...*, op. cit., p. 115; ALCALÁ OLID, Francisco. *El capital riesgo en España...*, op. cit., p. 94.

<sup>191</sup> Esta categoría de “Entidades de Capital-Riesgo” no apareció en la legislación hasta la redacción que concedió el artículo 17 del Real Decreto-Ley 7/1996 al punto uno del artículo 12 del Real Decreto-Ley 1/1986.

<sup>192</sup> Al contrario que para Sociedades, Fondos y Gestoras de Capital-Riesgo, para las Entidades de Capital-Riesgo no dispuso la LECR una abreviatura oficial. Sí lo haría, en cambio, después la *Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 17 de junio de 1999* (B.O.E. núm. 155, 30 junio 1999 [RCL 1999, 14369]). En exclusiva sobre esta Orden ministerial, véanse los siguientes resúmenes descriptivos: FERNÁNDEZ AGUADO, Javier. “Orden de 17 de junio de 1999. Entidades de capital-riesgo y sociedades gestoras”. En, *DN*, octubre 1999, nº 109, año 10, p. 71-72; GÓMEZ PORRÚA, Juan Manuel. “Orden de 17 de junio de 1999. Entidades de Capital-Riesgo y sus Sociedades Gestoras”. En, *DN*, julio-agosto 1999, nº 106-107, año 10, p. 40-42; TAPIA HERMIDA, Alberto Javier. “Habilitación normativa a la CNMV sobre Entidades de Capital-Riesgo: la Orden de 17 de junio de 1999”. En, *RDBB*, julio-septiembre 1999, nº 75, año XVIII, p. 281-282.

<sup>193</sup> El profesor José Miguel EMBID IRUJO (“Aproximación...”, op. cit., p. 369, 379) calificó el régimen jurídico de las Entidades de Capital-Riesgo contenido en el Real Decreto-Ley 1/1986 de parco, breve, insuficiente e impresionista. Contra lo que en *ab initio* pudiera parecer, estos adjetivos no pecaron de exagerados a la luz de las intensas críticas con que desde distintos frentes (académicos y financieros) se ha pintado a esta primera regulación: fragmentaria, excesivamente rígida y alejada de la verdadera ortodoxia de la inversión/financiación mediante capital-riesgo.

SCR y FCR coinciden en naturaleza jurídica (mitad entidad financiera, mitad holding)<sup>194</sup>; difieren, en cambio, en molde jurídico-societario. Antes que nada, la SCR es -como de su propio nombre se deriva- una sociedad. En particular, una sociedad anónima, como se encarga de precisar el artículo 2.1 LECR; frente al silencio que sostuvo el artículo 12.Dos del Real Decreto-Ley 1/1986, en su última redacción. Una sociedad anónima que goza de un régimen jurídico especial: esta LECR y toda su normativa presente y futura de desarrollo. En lo no previsto por ella rige el *Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas (TRLSA)*<sup>195</sup>, según indicación expresa de la propia LECR en su artículo 23.1. La SCR es, por consiguiente, una sociedad anónima especial o una subespecie de sociedad anónima<sup>196</sup>.

Como anónima especial, la SCR cuenta con una suma mínima de capital social muy superior a la de cualquier otra anónima: un millón doscientos dos mil (art. 23.2 LECR) frente a sesenta mil ciento un euros (art. 4 TRLSA) (o traducido a pesetas: doscientos millones frente a diez); aun cuando la misma pudiera resultar en la actualidad insuficiente para alcanzar una adecuada diversificación de la cartera<sup>197</sup>. Como anónima especial, la SCR debe desembolsar -en efectivo o en bienes que integren el inmovilizado- en el momento de su constitución un porcentaje mínimo superior (50% frente a 25%), y el resto desembolsarlo -en una o varias veces- en el plazo máximo de tres años a contar desde aquella constitución (art. 23.2)<sup>198</sup>. Como anónima especial, la SCR no puede tener distintas clases ni series de acciones, y éstas han de estar necesariamente representadas bien por títulos nominativos o bien por anotaciones en

<sup>194</sup> El profesor Agustín MADRID PARRA contempló esa peculiar naturaleza jurídica en: "Instituciones de inversión y financiación colectiva". En, JIMÉNEZ SÁNCHEZ, Guillermo Jesús. (Coord.). *Derecho Mercantil*. 4ª ed. T. I. Barcelona: Ariel, septiembre 1997, p. 438; la omitió, al compás de la LECR, en la última edición (6ª) de la obra.

<sup>195</sup> B.O.E. núm. 310, 27 diciembre 1989; rect. B.O.E. núm. 28, 1 febrero 1990 [RCL 1989, 2737; 1990, 206].

<sup>196</sup> El profesor Juan Luis IGLESIAS PRADA no dudó en otorgar a la SCR la calificación de "subespecie de sociedad anónima" en el estudio que realizó en el año 1990 sobre la materia y que tantas veces hemos nombrado: "Aproximación...", op. cit., p. 74, 77. No obstante, no pasó desapercibida para este autor la denominación de "sociedad anónima especial" ("Aproximación...", op. cit., p. 78).

<sup>197</sup> Quinientos millones de pesetas (más de tres millones de euros) fue la suma que estimó José MARTÍ PELLÓN ("La capitalización...", op. cit., p. 104; *La inversión en capital...*, op. cit., p. 33) adecuada para que las ECR afrontaran su actividad con una mínima diversificación de carteras. Por su parte, Juan Luis IGLESIAS PRADA ("Aproximación...", op. cit., p. 79), aun cuando no se atrevió a dar una suma concreta, estimó aconsejable la exigencia de una cifra superior de capital social mínimo. Un importe (el de doscientos millones de pesetas o un millón doscientos mil euros) que Francisco J. BAUZÁ MORÉ ("Sociedades...", op. cit., 649, 660) entendería como excesivamente exiguo y fuera del contexto de la realidad económica. La normativa no refleja, de todos modos, la práctica habitual: más de seis millones de euros de capital social. Vid. MARTÍ PELLÓN, José. *El Capital Inversión...*, op. cit., p. 34.

<sup>198</sup> El artículo 23.2 LECR indica el mismo porcentaje y período temporal para el desembolso de las aportaciones que el artículo 13.1 del Real Decreto-Ley 1/1986.

cuenta (art. 23.3). Como anónima especial, la SCR no puede hacer disfrutar a sus fundadores o promotores de las remuneraciones o ventajas que prevé el artículo 11 TRLSA (art. 23.4). Como anónima especial, la SCR ha de recoger en sus Estatutos sociales, aparte de las indicaciones del artículo 9 TRLSA, la política de inversiones a seguir y la posibilidad de que la gestión la realice, previo acuerdo de la Junta General, una Sociedad Gestora (arts. 4 y 23.5).

La existencia meramente facultativa de una Sociedad Gestora -con forma jurídica de anónima (art. 4.1 LECR)- en las SCR se transforma en obligatoria en los FCR. El artículo 3 LECR manifiesta que los FCR son patrimonios -de vida limitada- administrados por una gestora, a quien corresponde la realización de las actividades de asesoramiento previstas en el objeto principal de los mismos. Comoquiera que el FCR carece -pese al silencio legal- de personalidad jurídica<sup>199</sup>, la gestora asume el *rol* de administradora (art. 4.1) de un patrimonio que es copropiedad de los inversores (particulares, públicos, financieros, no financieros, institucionales o extranjeros) titulares de las participaciones nominativas y de idénticas características en que el mismo se divide (art. 24.3). Esta gestora podría sustituirse por una gestora de IIC, en las condiciones y con los requisitos exigidos por un Reglamento (arts. 4.2 y 27.1); sustentando igual que la SGEGR una relación fiduciaria (art. 37.2 LECR y Anexo 3.A Circular 4/1999, de 22 de septiembre<sup>200</sup>).

## 2.2.2- Inversores indirectos de capital-riesgo: entidades de seguro y Fondos de Pensiones

Una vez que hemos encontrado -sin mucho buscar- las claves de la fisonomía jurídica de las ECR como intermediarios financieros especializados en capital-riesgo queremos retroceder sobre nuestros pasos para hallar la posición de nuestras entidades de seguro y Fondos de Pensiones como (potenciales o reales) aportantes de recursos a las ECR. Los Fondos de Pensiones y las compañías aseguradoras de vida cuando son de nacionalidad extranjera, principalmente estadounidense o británica, invierten en y, por consiguiente, financian a las ECR nacionales; pero, cuando, en cambio, los Fondos de Pensiones y las compañías de seguros de vida son de nacionalidad española apenas han invertido -quizás, tampoco hayan buscado la inversión- en nuestras ECR. Un porcentaje en 1997-1998 en torno al 2%, procedente de Fondos

<sup>199</sup> Con rotundidad -igual que hacemos nosotros- negó a los FCR la personalidad jurídica el profesor Agustín MADRID PARRA ("Aspectos jurídicos...", op. cit., p. 82, 93-94, 100); quien, sin embargo, entrevió una cierta entitación en los mismos. En vez de "entitación", "persona jurídica" fue la expresión que utilizó -sin corrección- Enrique MEDINA FERNÁNDEZ ("Consideración...", op. cit., p. 117).

<sup>200</sup> B.O.E. núm. 248, 16 octubre 1999 [RCL 1999, 2625].

de Pensiones extranjeros<sup>201</sup>, resulta irrisorio frente al escaso 25% de la media europea<sup>202</sup>. Un 0,1% procedente de Fondos de Pensiones nacionales en los años 1998 y 1999, simplemente invisible<sup>203</sup>. Un 0,7% en 1997 y un 1,3% en 1999, como aportaciones de las compañías de seguros nacionales al total del capital-riesgo español, nuevamente insignificantes<sup>204</sup>.

La cuestión a dilucidar es si en España en las respectivas legislaciones se prevé la inversión en acciones y/o participaciones de Sociedades y/o Fondos de Capital-Riesgo como activos aptos para cubrir las provisiones técnicas, en el caso de las compañías de seguro, o el Activo, en el caso de los Fondos de Pensiones. En un recorrido por el interminable artículo 50 ROSSP no se encuentra ningún apartado que contemple en específico esa clase de valores para las compañías aseguradoras. Sí tienen, en cambio, en el apartado quinto la consideración de bienes y derechos aptos para la cobertura de las provisiones técnicas de las entidades de seguros las acciones y las participaciones de IIC. Esta toma accionarial o de participaciones, respectivamente, en Sociedades y Fondos de Inversión Mobiliaria (o Inmobiliaria) puede conectar de modo mediato a aseguradoras (sobre todo, por los seguros *unit-linked*) con valores no negociables, desde el momento en que aquellas IIC inviertan en esta clase de valores en la forma y porcentajes estudiados. ¿Por qué no contemplar, entonces, desde la legislación de seguros -siempre con medidas cautelares- la inversión en acciones y participaciones de Sociedades y Fondos de Capital-Riesgo?. Son las ECR y no las IIC las que están invirtiendo en empresas no cotizadas. Sería, pues, invirtiendo/financiando en/a las ECR como las entidades de seguro podrían invertir/financiar en/a las empresas no financieras y no cotizadas. El artículo 34 RFPF tampoco hace referencia expresa en ninguno de sus nueve apartados a la inversión de los Fondos de Pensiones en capital-riesgo. Pero, podrá incluirla en una próxima modificación, a la hora de fijar los porcentajes de diversificación; en virtud de la habilitación (facultativa) del párrafo tercero del apartado 4 del artículo 16 LPFP en la redacción que ha otorgado la Ley 24/2001.

<sup>201</sup> Vid. MARTÍ PELLÓN, José. *El Capital Inversión...*, op. cit., p. 55-56, 63.

<sup>202</sup> Estos porcentajes del 2% y del 25% los reflejó la CNMV en su Informe anual sobre el desarrollo de su actividad y la situación de los Mercados Financieros organizados, presentado en Madrid el 29 de junio de 1999 a la Comisión de Economía, Comercio y Hacienda del Congreso de los Diputados. Por su parte, el profesor José MARTÍ PELLÓN (*El Capital Inversión...*, op. cit., p. 55) proporcionó unos porcentajes del 1,8% de los nuevos recursos de capital-riesgo procedentes de Fondos de Pensiones extranjeros en el año 1997, del 7,3% en 1998 y del 12,7% en 1999.

<sup>203</sup> Vid. MARTÍ PELLÓN, José. *El Capital Inversión...*, op. cit., p. 63.

<sup>204</sup> Conforme al cuadro 3.2 ("Procedencia de los recursos de las entidades de capital inversión que operaban en España [en millones de pesetas])" que se detuvo a confeccionar el profesor José MARTÍ PELLÓN en: *El Capital Inversión...*, op. cit., p. 63.

Aunque todavía en el presente no encuentre cómodo acomodo, planteemos, a modo de hipótesis futura, la ubicación en la que encajan nuestros Fondos de Pensiones y entidades de seguro de vida, como inversores (directos e indirectos), en el ciclo operativo del capital-riesgo, bajo el prisma inversor. Como los Fondos de Pensiones y las compañías de seguros españolas, incluso, con una normativa asentada en un enfoque cualitativo con los principios de diversificación y buen padre de familia acusan miedos o reticencias hacia la inversión más arriesgada, parece conveniente centrar su inversión directa en las empresas no cotizadas “más seguras” por ser más estables en el mercado. Las ECR -nutridas con los recursos, entre otros, de Fondos de Pensiones y entidades aseguradoras- habrían de invertir, entonces, en las empresas no cotizadas “menos seguras” por estar situadas en etapas de desarrollo menos avanzadas. La inversión directa o indirecta por medio de ECR del seguro sería financiación por capital-riesgo de empresas, “más o menos seguras”, no cotizadas.



## ***CAPÍTULO III***

# ***CAPITAL-RIESGO: FINANCIACIÓN DE EMPRESAS***

---





## I- CAPITAL-RIESGO: FINANCIACIÓN DE EMPRESAS

A las empresas no cotizadas las hemos ido convirtiendo en el Capítulo anterior en el punto de mira del capital-riesgo como actividad inversora a medio o largo plazo. Comprobemos, a renglón seguido, cómo las caracteriza la normativa y la operativa financiera de nuestro país. Averigüemos, en definitiva, quiénes son las empresas beneficiarias de la faceta financiadora del capital-riesgo.

### 1- FINANCIACIÓN: ¿PARA QUIÉN?

La regulación española de 1986 definió en su artículo 12.1 a las empresas destinatarias del capital-riesgo como “empresas no financieras”<sup>1</sup>. Era una expresión en exceso amplia que sólo excluía a las empresas que ejercían su actividad en el sector económico financiero. De ahí que la revisión introducida por el *Real Decreto-Ley 5/1992, de 21 de julio, de ordenación económica y medidas presupuestarias urgentes*<sup>2</sup> -sustituido, sin modificaciones al respecto, por la *Ley 28/1992, de 24 de noviembre*<sup>3</sup>- acotara el campo de las empresas a las que se dirigía el capital-riesgo: las PYMES innovadoras. Su artículo 8.1 dio nueva redacción al artículo 12.1 del Real Decreto-Ley 1/1986: “Empresas no financieras, de dimensión pequeña o mediana, que desarrollen actividades relacionadas con la innovación tecnológica o de otra naturaleza, en los términos que reglamentariamente se determinen”. El problema que surgió entonces fue, de un lado, la ausencia de una definición clara acerca de los conceptos “empresas de dimensión pequeña o mediana” e “innovación tecnológica”. De otro, el aumento de la imprecisión en lo relativo a las “actividades de otra naturaleza” y la remisión a un posterior Reglamento. Todo ello provocó no pocos recelos entre los inversionistas, quienes necesitaban la seguridad jurídica de que sus operaciones iban a poder beneficiarse de los incentivos fiscales que establecía aquel Real Decreto-Ley 1/1986.

Hasta el Real Decreto-Ley 7/1996 no se volvió a delimitar a las empresas destinatarias. Se utilizó de nuevo el concepto de “empresas no financieras”, pero esta vez limitado a aquéllas que no cotizaran ni en el Primer Mercado de Valores ni en ningún otro Mercado secundario organizado. Exigió, además, que fueran empresas independientes por no estar participadas en

<sup>1</sup> Unas breves indicaciones acerca de cómo el Real Decreto-Ley 1/1986 y sus sucesivas reformas llegaron a caracterizar a las empresas destinatarias del capital-riesgo se dibujaron en: CONGRESO DE LOS DIPUTADOS. SECRETARÍA GENERAL. *Entidades de Capital-Riesgo...*, op. cit., p. 29.

<sup>2</sup> B.O.E. núm. 176, 23 julio 1992 [RCL 1992, 1641].

un porcentaje superior al 25% por sociedades que cotizaran en esos Mercados o que tuviesen la consideración de entidad financiera. Con esta última caracterización había que preguntarse si el capital-riesgo dejaba de ser un instrumento de financiación estable para las empresas innovadoras de menor tamaño, que son las que se topan con mayores problemas financieros. Aunque es cierto que suprimió el criterio de la dimensión de la empresa también lo es que el legislador de 1996 pensaba en las empresas que sufrían dificultades financieras, ya fuera por el tamaño, por la etapa de desarrollo o antigüedad, por el nivel de endeudamiento, por el sector de operaciones, o por una combinación de todos o algunos de las anteriores criterios.

También fue ese el móvil de la LECR, tal y como se expresa al comienzo de su Exposición de Motivos: *“El Capital-Riesgo es una actividad financiera consistente en proporcionar recursos a medio y largo plazo, pero sin vocación de permanencia ilimitada, a empresas que presentan dificultades para acceder a otras fuentes de financiación”*. Con la voz “dificultades” pudiera parecer a primera vista que el legislador está haciendo alusión a situaciones de pre-insolvencia. Si fuera así el capital-riesgo se limitaría a financiar empresas en la fase de *turnaround* -que pronto será objeto de sucinta explicación-. No puede haber sido ésta su intención. Aun con una fórmula en exceso vaga e imprecisa, en la definición de la LECR encajan perfectamente las PYMES porque generalmente hallan a su paso dificultades para acceder a fuentes financieras propias o ajenas a largo plazo. No se refiere expresamente a este tipo de empresas ni la Exposición de Motivos ni el mentado artículo 2.1: *“Empresas no financieras cuyos valores no coticen en el Primer Mercado de las Bolsas de Valores”*; pero, *a priori*, no hay obstáculos para financiar por este procedimiento a la mayoría de las PYMES -independientes o no de sociedades financieras y/o cotizadas- de nuestro entorno; si bien tampoco para financiar a las múltiples grandes empresas con valores no admitidos a cotización oficial bursátil. Se profundiza, pues, en la flexibilización ya iniciada con el Real Decreto-Ley 7/1996, sin llegar a desnaturalizar la identidad del capital-riesgo<sup>4</sup>.

## 2- FINANCIACIÓN POR ETAPAS DEL DESARROLLO DE LA EMPRESA

El inversor de capital-riesgo (directo o indirecto) más que por la dimensión de la empresa actúa en consideración al estado de desarrollo en la que ésta se encuentra. Con todo, es normal que coincida la menor dimensión empresarial con las fases iniciales y el mayor tamaño con la madurez de la empresa. Esta correspondencia entre últimas fases de desarrollo y gran

<sup>3</sup> B.O.E. núm. 283, 25 noviembre 1992 [RCL 1992, 2497].

<sup>4</sup> Vid. CONGRESO DE LOS DIPUTADOS. SECRETARÍA GENERAL. *Entidades de Capital-Riesgo...*, op. cit., p. 29.

empresa no es, de todos modos, absoluta porque son numerosas las pequeñas o medianas empresas maduras. Con independencia de ello, la especialización de los inversores en una o en varias fases<sup>5</sup>, bien en las iniciales o bien en las avanzadas, es la tónica habitual.

Agruparemos las etapas en las seis siguientes<sup>6</sup>: *seed financing*, *start-up financing*, *expansion financing*, *bridge financing*, *buy-out/buy-in financing* y *turnaround*. No es ésta una clasificación acogida con generalidad en la literatura más autorizada. En ocasiones, se han distinguido tan sólo dos etapas<sup>7</sup>: *early-stage financing* o *start-up financing* y *expansion financing*. Otras veces se han señalado tres, bien -siguiendo al *Venture Capital Yearbook 1988*:- *early stage*, *later stage* y *leveraged buy-outs/acquisitions*<sup>8</sup>; o bien: *seed money*, *growth financing* y *going public*<sup>9</sup>. Algunas otras, se han diferenciado cuatro<sup>10</sup>: *seed finance*, *start-up financing*, *expansion financing* y *establishment finance*. Esta última ordenación fue la que, en un primer momento, acogió el profesor MARTÍ PELLÓN<sup>11</sup>, quien no consideró como etapas *stricto sensu*, sino como otro tipo de operaciones en las que también podían intervenir los capitalistas de riesgo, el *buy-out/buy-in financing*, el *turnaround* y los *joint-ventures*. Con

<sup>5</sup> Se debe hacer notar que la especialización de los inversores de capital-riesgo, aparte de por la fase de desarrollo, puede venir referida por el sector económico o el ámbito geográfico de actuación de las empresas sujetas a participación.

<sup>6</sup> Carlos Jesús CANO GUILLÉN y Leonardo CAZORLA PAPIS ("El modelo andaluz. De capital-riesgo: situación actual y perspectivas. Una comparación a escala nacional". En, *Revista de Estudios Regionales*, mayo-agosto 1998, nº 51, 2ª época, p. 134) distinguieron las mismas seis fases de financiación en función del grado de desarrollo empresarial; si bien prefirieron agregarlas en cuatro etapas a la hora de estudiar la estrategia seguida por el operador. Por su parte, Alberto ABAD ("La experiencia...", op. cit., p. 171) y Justo SOTELO NAVALTROPO (*El capital-riesgo...*, op. cit., p. 157-158) realizaron una clasificación semejante a la nuestra; aunque ninguno incluyó el *turnaround* como una de las etapas de desarrollo de la empresa en las que el capital-riesgo puede participar.

<sup>7</sup> Como así nos lo recuerda José MARTÍ PELLÓN (*El capital riesgo...*, op. cit., p. 105).

<sup>8</sup> Es la clasificación acogida, por ejemplo, por Jane KOLOSKI MORRIS ("Stand der venture capital...", op. cit., p. 29-51). También en esos tres estadios dividieron el desarrollo de una empresa S. PRATT (*Guide to venture capital sources*. Capital Publishing Corp., Wellesley, Mass, 1981) o Detlef HUNSDIEK y Ljuba KOKALJ ("Superación...", op. cit., p. 49-50).

<sup>9</sup> Vid. SNYDER, Arthur F. F. "The venture capital...", op. cit., p. 21. Otras tres etapas distinguieron Pierre BATTINI, Gilles COPIN y Pierre-Jean RAUGEL (*Le guide pratique...*, op. cit., p. 27): capital-creación, capital-desarrollo y capital-transmisión.

<sup>10</sup> Cuatro etapas enumeró Yolanda ANTÓN ("El capital-riesgo como alternativa financiera". En, AF, agosto 1998, nº 8, año III, p. 4): *seed capital*, la primera; *start-up investment*, la segunda; *expansion capital*, la tercera; y *leverage buy out/management buy out* junto con *turnaround*, la cuarta. De modo muy similar, Joël BESSIS (*Capital-risque...*, op. cit., p. 23-24) ya había clasificado antes el estado de desarrollo de la empresa en cuatro fases: *seed-financing* o *pré-démarrage*, *start-up financing* o *démarrage*, *expansion financing* o *capital-développement* y *leveraged buy-out financing* o *reprise d'entreprise*. Ramón CASILDA BÉJAR ("Instituciones...", op. cit., p. 3272) diferenció otras cuatro etapas de financiación: *seed financing*, *start-up financing*, *expansion financing* y *bridging financing*.

<sup>11</sup> Vid. MARTÍ PELLÓN, José. *El capital riesgo...*, op. cit., p. 93-110. Asimismo, como hemos indicado, Carlos Jesús CANO GUILLÉN y Leonardo CAZORLA PAPIS ("El modelo andaluz...", op. cit., p. 134) también dividieron -tras una reducción de los tipos- las operaciones en cuatro etapas.

posterioridad<sup>12</sup> varió su postura, añadiendo al *seed financing*, al *start-up financing* y a la *expansion financing* -donde incluyó el *bridge financing*-, el *buy-out/buy-in financing*, el *turnaround* y el *replacement capital*. A este último nosotros nos referiremos, en cambio, cuando vayamos a analizar la etapa *buy-out/buy-in* por su íntima unión cuando se trata de financiar a una empresa familiar de segunda o ulterior generación.

## 2.1- Financiación de empresas nuevas

En un sentido restringido, el capital-riesgo sólo abarca las dos primeras fases, esto es, el *seed capital*<sup>13</sup> y el *start-up financing*. En otros términos, el capital-riesgo *stricto sensu* es la financiación que dirigen los inversores a los momentos inmediatamente anteriores y posteriores al nacimiento de una empresa.

### 2.1.1- Seed financing

La traducción de *seed financing/capital/money/investment* sería: financiación, inversión o capital siembra o, sencillamente, dinero semilla. Es la apodada “fase cero”<sup>14</sup>, esto es, la financiación inicial que engloba desde las aportaciones necesarias antes del lanzamiento comercial o industrial de una idea empresarial hasta el momento en que puede entenderse técnica o comercialmente factible<sup>15</sup>. En definitiva, es el período previo al nacimiento de la compañía, sea ésta independiente o dependiente-filial de una gran empresa (*spin-off*). Lo que se financia aquí es el proyecto embrionario estructurado técnica, económica, financiera o jurídicamente y, en general, las primeras ideas de definición de una nueva empresa innovadora y de sus productos o servicios. La capacidad de estrategia es determinante.

El inversor estudia en profundidad la viabilidad futura de la futura empresa. Sabe que es la etapa con mayor riesgo, pues aún no hay nada tangible; pero también sabe que los recursos requeridos son menores que en fases posteriores y la rentabilidad puede ser muy alta si el proyecto cuaja y da los frutos esperados. Sopesando estos pros y contras el inversor de capital-

<sup>12</sup> Así, en los trabajos de su autoría que se nombran a renglón seguido: “La capitalización...”, op. cit., p. 93-94, 100; *Capital riesgo...*, op. cit., 17-19; “Financiación...”, op. cit.; *Notas técnicas...*, op. cit., p. 30-33.

<sup>13</sup> Jean LACHMANN (*Le seed capital...*, op. cit., p. 35-36) entendió que el *seed capital* y el capital-riesgo eran dos materias distintas con papeles diversos en el campo financiero y económico, que, no obstante, podían trabajar juntas.

<sup>14</sup> “Zero stage” o “Phase 0” son las expresiones que utilizaría Jean LACHMANN (*Le seed capital...*, op. cit., p. 14, 35) para denominar la *seed financing*.

<sup>15</sup> Vid. LACHMANN, Jean. *Le seed capital...*, op. cit., p. 27-28.

riesgo organizado no se ha decantado por esta etapa (abandona alrededor del 70% de los proyectos)<sup>16</sup>. Hay un cierto temor hacia el “efecto de la página en blanco”<sup>17</sup>. Sí ha invertido, en ocasiones, el particular; favoreciendo, de este modo, la creación de nuevas empresas.

### 2.1.2- Start-up financing

La segunda fase es la *start-up financing* o financiación del capital arranque. La empresa ya está en funcionamiento. Ha empezado sus primeras actividades productivas o comerciales, aunque no ha conseguido todavía beneficios. La empresa no es un simple proyecto, es una realidad y sus necesidades de financiación son altas. Para la empresa, la entrada aquí del capital-riesgo es crucial por los recursos económicos aportados y por el asesoramiento técnico especializado, la experiencia, la planificación y la ayuda adicional prestada, por ejemplo, para contratar más personal y formar un grupo de directivos que expanda el negocio<sup>18</sup>. El riesgo continúa siendo en exceso elevado y el período de tiempo hasta que la empresa pueda, en su caso, generar beneficios y, después, los inversores conseguir plusvalías es largo. Por estos motivos, tampoco se han decantado los intermediarios por este tipo de financiación y cuando lo hacen es de forma sindicada para evitar una excesiva concentración de riesgos<sup>19</sup>. Ésta y la anterior fase de financiación se han convertido en las parientes pobres del capital-riesgo.

## 2.2- Financiación de empresas maduras

Decíamos al comienzo del Capítulo anterior que el capital-riesgo *lato sensu* comprende, además de la financiación del nacimiento, la financiación de la maduración empresarial. Es el capital desarrollo y el capital transmisión, subdivididos en cuatro estadios: *expansion financing*, *bridge financing*, *buy-out/buy-in financing* y *turnaround*.

<sup>16</sup> Vid. MARTÍ PELLÓN, José. *El capital riesgo...*, op. cit., p. 94.

<sup>17</sup> El “efecto de la página en blanco” lo mencionaron Pierre BATTINI, Gilles COPIN y Pierre-Jean RAUGEL (*Le guide pratique...*, op. cit., p. 39); si bien para evidenciar los beneficios que producía en la evaluación de las necesidades financieras de la sociedad que se constituía.

<sup>18</sup> Vid. HOULDER, Vanessa. “The high-technology sector. New funds focus on IT companies”. En, *Financial Times*, 10 octubre 1997, p. 5 (Sección *Financial Times Survey*); HOULDER, Vanessa. “Profile Bob Jones. Venturer becomes an ambassador”. En, *Financial Times*, 10 octubre 1997, p. 5 (Sección *Financial Times Survey*); LEBAS, Patricia. “L’avenir...”, op. cit., p. 99.

<sup>19</sup> Vid. MARTÍ PELLÓN, José. *El capital riesgo...*, op. cit., p. 98.

### 2.2.1- Expansion financing

La *expansion* o *growth financing* es la financiación de la expansión o crecimiento de la empresa. En esta etapa, al igual que en la anterior, se necesitan grandes cantidades de recursos económicos, esta vez, para que la empresa se consolide y sus productos o servicios se distribuyan por todo el mercado. Las inversiones que se realizan aquí son, a diferencia de las anteriores, numerosas -pese a los superiores precios de entrada- porque existe una mayor seguridad de recuperar lo invertido y conseguir plusvalías sin dificultad, al contar con antecedentes sobre la empresa. Ya se sabe que la regla lógica -y puramente teórica- es que a mayor madurez, menor riesgo; aunque menores plusvalías, también.

### 2.2.2- Bridge financing

Otra de las fases es la *bridge financing* o financiación puente. Esta denominación cobra sentido si se comprende que el capital-riesgo desempeña una función de complemento o medio para que la empresa acceda a otras fuentes financieras, esencialmente al Mercado Bursátil. Para ello, este tipo de Mercado debe tener el suficiente grado de desarrollo como para que lleguen fondos a la empresa a través de la cotización en él de sus valores. En España las empresas cuentan en la actualidad con la posibilidad de utilizar el capital-riesgo como “puente” hacia la financiación bursátil en el Primer Mercado o en el Nuevo Mercado<sup>20</sup>; siempre, es claro, que reúnan todas sus exigencias.

### 2.2.3- Buy-out/Buy-in financing

En los últimos tiempos, los capitalistas en riesgo están dirigiendo su empeño hacia formas que no implican riesgos excesivos y que, en la práctica, se traducen en elevados y rápidos retornos anuales netos de costes e impuestos. Según datos estadísticos de la BVCA, mientras que los retornos netos anuales fueron del 6,5% -hasta finales de diciembre de 1996- para las inversiones realizadas durante los años 1980-1992 en las primeras etapas; alcanzaron un 25,4% en el caso de los *buy-outs*<sup>21</sup>. Por eso, el número de empresas participadas en proceso

<sup>20</sup> El Capítulo IV de la presente investigación se destinará a desentrañar los caracteres de la institución del Nuevo Mercado como método de desinversión del capital-riesgo.

<sup>21</sup> En esta línea, vid. CAMPBELL, Katharine. “Fund-raising. Begging-bowls for Europe are full”. En, *Financial Times*, 10 octubre 1997, p. 4 (Sección *Financial Times Survey*); PRICE, Christopher. “Early-stage investing across Europe. Fresh interest in technology funds”. En, *Financial Times*, 10 octubre 1997, p. 4 (Sección *Financial Times Survey*).

de siembra o arranque ha disminuido en el mercado norteamericano y, sobre todo, en el europeo a favor de la financiación de empresas maduras a través de *buy-outs* y *buy-ins*<sup>22</sup>.

El interrogante que, de inmediato, asoma es: ¿en qué consisten estos *buy-outs/buy-ins financing*?. Son operaciones de compra de empresas a crédito con apalancamiento financiero<sup>23</sup> para el pago del precio. En particular, el *leveraged (leverage) buy-out*<sup>24</sup> es un instrumento de ingeniería financiera que implica la compra de una sociedad con una mínima aportación económica externa y un fuerte endeudamiento interno post-adquisición. La sociedad debe tener con anterioridad un alto nivel de recursos propios para que la deuda que se suma no desestabilice la estructura financiera y para que los financiadores vean garantizados con el patrimonio social los recursos empleados en la operación. En cualquier otro caso, la sociedad podría tener dificultades de tesorería que, en último extremo, desembocarían en situaciones concursales<sup>25</sup>. No es extraño, pues, que de forma un tanto irónica se haya dicho<sup>26</sup> que las siglas LBO corresponden a: “*Large Bankruptcy Opportunity*”. A pesar de este riesgo implícito, se confía en que la empresa reflote y consiga una mayor eficiencia y productividad de la que se deriven beneficios y, por fin, para el inversor importantes plusvalías.

Dentro del *leveraged buy-out* es habitual en Europa que la operación se apoye en el equipo directivo que tiene la propia empresa. Estaremos, entonces, ante un *leveraged*

<sup>22</sup> Vid. BESSIS, Joël. *Capital-risque...*, op. cit., p. 173-174; FUNDACIÓN COTEC PARA LA INNOVACIÓN TECNOLÓGICA. *El sistema español de innovación. Diagnósticos y recomendaciones. Libro Blanco*. Madrid: COTEC, diciembre 1998, p. 101; MARTÍ PELLÓN, José. “Financiación...”, op. cit. Además, SEC (1998) 552 final, 31 marzo 1998, p. 7. Un análisis cuantitativo acerca de la evolución ascendente de los *buy-outs* efectuados en los distintos países europeos en los últimos años de la década de los noventa es: INITIATIVE EUROPE LIMITED. *Europe Buyout Review 2000*. 11ª ed. Reino Unido: Initiative Europe Limited; Private.equity.research.unit, 2000, 33 p. Con una clara orientación hacia los Estados europeos del Sur, véase en la materia: INITIATIVE EUROPE LIMITED. *Southern Europe insight. Regional private equity overview*. Reino Unido: Initiative Europe Limited, junio 2000, 27 p.

<sup>23</sup> De manera muy sencilla el término “apalancamiento financiero” podría definirse como la diferencia entre la rentabilidad y el coste de la financiación. A mayor apalancamiento financiero, mayor endeudamiento interno y menor capacidad de endeudamiento exterior.

<sup>24</sup> Entre nosotros, vid., por todos, AURIOLES MARTÍN, Adolfo. “Los leveraged-buy-out y su integración en el Derecho español de sociedades anónimas”. En, *RDBB*, julio-septiembre 1993, nº 51, año XII, p. 641 y ss.; AURIOLES MARTÍN, Adolfo. “Los leveraged-buy-out y su integración en el Derecho español de sociedades anónimas”. En, ALCOVER GARAU, Guillermo (et al.). *Estudios de Derecho Mercantil en homenaje al profesor Manuel Broseta Pont*. Valencia: Tirant lo Blanch, 1995, p. 237-264; LOIZAGA VIGURI, José María. “Introducción al “buy-out””. En, *Dirección y Progreso*, noviembre-diciembre 1988, nº 102, p. 59-61; MASCAREÑAS PÉREZ-ÍÑIGO, Juan. “La compra con apalancamiento (Leveraged buy-out)”. En, *AF*, marzo-abril 1989, nº 13, p. 919-948; MASCAREÑAS PÉREZ-ÍÑIGO, Juan. *Fusiones y adquisiciones de empresas*. 3ª ed. Madrid: McGraw-Hill, 2000.

<sup>25</sup> Vid. AURIOLES MARTÍN, Adolfo. “Los leveraged-buy-out...”, op. cit., p. 241.

<sup>26</sup> Nos lo recuerda José Mª. GARRIDO (“Tácticas defensivas frente a ofertas de adquisición hostiles: la experiencia anglosajona”. En, *RDBB*, abril-junio 1992, nº 42, año XI, p. 365).



*management buy-out* (LMBO) o *management buy-out*<sup>27</sup>. Una definición de MBO que podría resultar de provecho para la comprensión de su esencia es la siguiente: “*La compra de una empresa por un grupo reducido de sus gerentes, financiándose normalmente mediante pagos en metálico y pagos aplazados, combinados con créditos a los gerentes, con garantía personal de los mismos o de las propias acciones de dicha empresa*”<sup>28</sup>. Quizás resulte más esclarecedora ésta otra: “*Operación consistente en la adquisición de una empresa, por su propio equipo directivo [...], utilizando como principal componente del precio el endeudamiento garantizado, ofrecido por la banca, y no garantizado, aportado por inversores financieros especializados*”<sup>29</sup>. Si la operación se sustentase, en cambio, en un equipo directivo externo a la empresa estaríamos ante el *management buy-in*<sup>30</sup>. En el caso de que se utilizaran ambas modalidades nos topáramos con el *buy-in management buy-out* (BIMBO). Menos extendido está el *leveraged employee buy-out* (LEBO) que es cuando la operación de compra la realizan los empleados.

Los directivos o empleados obtienen financiación de los inversores en capital-riesgo para adquirir la sociedad gracias, en numerosas ocasiones, a la asistencia financiera que ésta les presta. El legislador español -en el artículo 81.1 TRLSA<sup>31</sup>- prohibió a las S.A. conceder cualquier tipo de asistencia financiera para la adquisición por un tercero de sus acciones propias o de las acciones de su sociedad dominante. Se incorporaba, de este modo, en nuestro ordenamiento jurídico el artículo 23.2 de la Segunda Directiva comunitaria, inspirado en las *Sections* 151-158 de la versión del año 1929 de la *Companies Acts* y en el artículo 2358.3 del *Codice Civile*.

Esta proscripción -sancionable por la CNMV, conforme al régimen del artículo 89 TRLSA- no es, en modo alguno, absoluta. Los apartados segundo y tercero del artículo 81 TRLSA incorporan excepciones a la pauta general. El apartado segundo es el que, a nuestros efectos, más interesa. Dispone (en sentido similar al art. 2358 párrafo 3º *Codice Civile*) que el

<sup>27</sup> Como análisis específicos en España, vid. GARCÍA FERNÁNDEZ, Enrique. “Management buy-out”. En, *Dirección y Progreso*, mayo-junio 1987, nº 93, p. 51-54; MULLERAT, Ramón. “Management and leveraged buy-out”. (Adquisición de sociedades por sus propios directivos). Aspectos jurídicos”. En, *Revista Jurídica de Catalunya*, 1991-2, p. 337-357; SARACHO, Emilio. “Management buy-out: aspectos financieros”. En, *Dirección y Progreso*, mayo-junio 1987, nº 93, p. 55-60; TÁPIES LLORET, Josep. *Management buy out*. Madrid: McGraw-Hill, 2000, 200 p.

<sup>28</sup> La transcrita definición corresponde al primero de los autores nombrados en la previa nota al pie de página en: “Management...”, op. cit., p. 51.

<sup>29</sup> Esta segunda definición de MBO la proporcionó en nota a pie de página José MARTÍ PELLÓN en: “La capitalización...”, op. cit., p. 110.

<sup>30</sup> Esta definición se adjuntó en: MULLERAT, Ramón. “Management...”, op. cit., p. 338; SARACHO, Emilio. “Management...”, op. cit., p. 56.

<sup>31</sup> El profesor Adolfo AURIOLÉS MARTÍN (“Los leveraged-buy-outs...”, op. cit., p. 247-264) analizó el dictado del artículo 81 TRLSA, en relación al tema que nos ocupa. Encontramos, además, unas muy breves alusiones en torno a este precepto en: MULLERAT, Ramón. “Management...”, op. cit., p. 350-351.

apartado uno “no se aplicará a los negocios dirigidos a facilitar al personal de la empresa la adquisición de sus acciones o de acciones de una sociedad del grupo”. No hay obstáculo, por consiguiente, para reconocer en España la validez de la asistencia financiera tanto al personal laboral (art. 1.1 Estatuto de los Trabajadores [ET]<sup>32</sup>) como al personal de alta dirección que se vincula con un contrato de trabajo especial (art. 1.3.c) ET y *Real Decreto 1382/1985, de 1 de agosto*<sup>33</sup>). Sólo con una interpretación extensiva de la expresión “personal de la empresa” del artículo 81.2 TRLSA podría admitirse, en cambio, la asistencia financiera de la sociedad a los miembros que integran el órgano de administración. Una interpretación restrictiva de lo que es una excepción a una prohibición parece más adecuada<sup>34</sup>. En cualquier caso, esta interdicción de anticipos de fondos, concesión de préstamos y garantías o cualquier otra clase de asistencia financiera a los administradores por parte de la sociedad no significa que quede prohibida la propia operación de *buy-out*; si bien es cierto que se dificulta.

La empresa prototipo destinataria de todas estas operaciones de compra con apalancamiento es aquella que goza de una sólida base económica y comercial, una cuota de mercado consolidada y unos productos o servicios propios, al tiempo que no se halla inmersa en un proceso de expansión o innovación que requiera la reinversión de los *cash-flows*<sup>35</sup>. Estas características impiden que la empresa esté en el período de arranque o crecimiento. Son siempre empresas (grandes, medianas o pequeñas) adultas.

El perfil más interesante para el uso de un MBO o MBI es la situación de sucesión de la empresa madura familiar<sup>36</sup>. Es el grado más complejo y avanzado a la hora de planificar la transmisión del poder financiero y estratégico, cuando la pasivización de los socios familiares es absoluta. Las formas menos complejas para cuando no existe una pasivización total son el *private placing* (pasivización de la minoría) y el *owner's buy-out* (pasivización de la mayoría). Ambas son también conocidas con el nombre de *replacement capital* (en castellano, capital de

<sup>32</sup> El *Real Decreto Legislativo 1/1995, de 24 de marzo* (B.O.E. núm. 75, 29 marzo 1995 [RCL 1995, 997]), aprobó el Texto Refundido del Estatuto de los Trabajadores.

<sup>33</sup> B.O.E. núm. 192, 12 agosto 1985, p. 3984-3986 [RCL 1985, 2011].

<sup>34</sup> Vid. AURIOLES MARTÍN, Adolfo. “Los leveraged-buy-outs...”, op. cit., p. 256; TUSQUETS TRIAS DE BES, Francisco. *La remuneración de los administradores de las sociedades mercantiles de capital*. Madrid: Civitas, 1998, p. 287, 300.

<sup>35</sup> Vid. BERNARDY, J. L. DE. “Le LMBO enfin possible en France”. En, *L'Actualité Fiducière*, septiembre 1985, p. 35 y ss.; BERTREL, Jean-Pierre; JEANTIN, Michel. *Droit de l'ingénierie financière*. París: Litec, 1990, p. 334; LOIZAGA VIGURI, José María. “Introducción...”, op. cit., p. 60; MASCAREÑAS PÉREZ-IÑIGO, Juan. “La compra...”, op. cit., p. 921; SARACHO, Emilio. “Management...”, op. cit., p. 56-57.

<sup>36</sup> Vid. GUTIERREZ UGALDE, Gabriel. “Soluciones financieras para los problemas de sucesión de las empresas familiares”. En, MÉNDEZ ÁLVAREZ, José. (Dir.). *PYMES: problemática global, financiera y fiscal*. Madrid: Fundación General de la Universidad Complutense. San Lorenzo de El Escorial, 21-25 julio 1997; LOIZAGA VIGURI, José María. “Introducción...”, op. cit., p. 60.

sustitución o de reemplazo), donde un grupo de socios minoritario o mayoritario, respectivamente, vende sus participaciones a terceros. En un primer momento, se produce exclusivamente un canje de socios que soluciona el problema de la pasivización de la empresa familiar de segunda o tercera generación. Ulteriormente, la presencia de los nuevos socios conduce al desarrollo de la empresa gracias al asesoramiento y a los medios económicos que de manera periódica facilitan.

Estas operaciones de MBO habían nacido a finales de los años setenta con otro ánimo: convertirse en solución para las empresas en crisis o con fuertes pérdidas, para los procesos de privatización o reprivatización de empresas públicas o de escisión de multinacionales, merced al cambio de manos de la propiedad y de la estructura del capital<sup>37</sup>.

#### 2.2.4- Turnaround

Por sus similitudes con la etapa anterior, el *turnaround/rescue* ha sido entendido<sup>38</sup> como uno de los segmentos de actuación del mercado de LBO: las empresas con dificultades. Se trata de inyectar liquidez a unas compañías que precisan variar su rumbo u orientación e, incluso, modificar el equipo directivo para superar los conflictos que atraviesan. En pocas palabras, es la reestructuración o reorientación de la empresa participada.

### 3- ABANDONO DE LA FINANCIACIÓN DE LAS PYMES

No resulta difícil adivinar cómo el papel financiador de los inversores de capital-riesgo, a través de los métodos de adquisición apalancada o de reestructuración, se cumple en detrimento de la empresa pequeña que pone la primera piedra de su actividad. Las inversiones en empresas en etapas iniciales que se sucedieron a finales de los ochenta y a principios de los noventa no produjeron las rentabilidades que cabía esperar, en atención al grado de riesgo que con ellas se contraía. Por norma general, el crecimiento empresarial fue menor y más lento del previsto, y la desinversión más difícil y costosa de lo deseable. Dos consecuencias inmediatas y de signo contrario aparecieron: una, la entrada constante en empresas consolidadas, con menores riesgos y, pese a ello, superiores rentabilidades medias; otra, el abandono paulatino de la participación en unidades empresariales recientes y pequeñas.

<sup>37</sup> Vid. GARCÍA FERNÁNDEZ, Enrique. "Management...", op. cit., p. 51.

<sup>38</sup> Vid. BESSIS, Joël. *Capital-risque...*, op. cit., p. 148.

Sería fácil achacar a los inversores/financiadores falta de iniciativa, valor, voluntad, carácter o coraje; mas antes de arrojar estas críticas hay que ser conscientes de que participando en estas empresas se multiplica el riesgo de perder el esfuerzo, trabajo y dinero (propio o de terceros) que se pone en juego. La asunción de riesgos empresariales no ha supuesto un incremento económico, en términos de beneficios, en las cuentas de resultados de los capitalistas<sup>39</sup>. Los éxitos -ciertamente escasos- que con las pequeñas empresas han ido consiguiéndose desde la aparición de la actividad de capital-riesgo no han logrado ensombrecer los recurrentes fracasos.

#### 4- SURGIMIENTO DE LA FINANCIACIÓN DE LAS PYMES “PUNTOCOM”

El capital-riesgo sistematizado no está llegando hoy a las PYMES en estados de desarrollo incipientes. Ésta es la conclusión que entresacamos de la lectura de los dos párrafos precedentes. Como conclusión general es válida, como conclusión absoluta no. Un nutrido número de microempresas -y proyectos de empresas- surgidas al calor de la fiebre por Internet han sido desde 1998 el foco de atención de los inversores. Encuentros informales como el “*Firsttuesday*”<sup>40</sup> -que nació en Londres en octubre de 1998- fueron extendiéndose con éxito por más de una veintena de ciudades de todo el mundo -entre ellas, Madrid<sup>41</sup> y Barcelona<sup>42</sup>- y lograron poner en contacto a emprendedores de la red de Internet con inversores, muchas veces, dependientes de fuertes holdings bancarios<sup>43</sup>. En el punto de mira de las inversiones/financiaciones de las ECR han estado, primero, las compañías de *e-commerce* y los *portales*, esto es, las populares empresas “*puntocom*” u “*on-line*” de la Nueva Economía<sup>44</sup>

<sup>39</sup> Ya indicó este motivo en el año 1984 el profesor Santiago GARCÍA ECHEVARRÍA (“Capital riesgo...”, op. cit., p. 99).

<sup>40</sup> Vid. <http://www.firsttuesday.com>. El *firsttuesday* es sólo un ejemplo -quizás, el más significativo- de los puntos de encuentro entre inversores y empresarios de la red de Internet. Un listado siempre actualizado con todos ellos lo podemos encontrar en la muy práctica *Web Site* de capital-riesgo y *private equity* dirigida por el profesor José MARTÍ PELLÓN en la Universidad Complutense de Madrid: <http://www.ucm.es/info/ecfin3/cr> o <http://www.webcapitalriesgo.com> y, en concreto, el enlace: <http://www.webcapitalriesgo.com/meeting.htm>.

<sup>41</sup> Vid. <http://www.egroups.com/group/firsttuesdaymadrid>.

<sup>42</sup> Vid. <http://www.egroups.com/group/firsttuesdaybarcelona>.

<sup>43</sup> Cuando una ECR, en particular un FCR, se encuentra bajo el control económico-financiero de un grupo financiero recibe el nombre de “Fondo cautivo” (“*captive fund*”), por contraposición al “Fondo independiente”. Obsérvese esta clasificación en: MARTÍ PELLÓN, José. *Capital riesgo...*, op. cit., p. 15; MARTÍ PELLÓN, José. *Notas técnicas...*, op. cit., p. 28.

<sup>44</sup> Vincenc NAVARRO (“¿Existe una “Nueva Economía”?”. En, *Sistema*, noviembre 2000, nº 159, p. 29-51), con el apoyo de datos empíricos, cuestionó y falló en contra de la existencia de una Nueva Economía.

(*Clicks Economy*) del conocimiento y la sociedad de la información<sup>45</sup>; más tarde, los fabricantes de *software, hardware, chips, routers*, fibra óptica y, en general, de infraestructuras de redes.

El ciclo típico de inversión y financiación por capital-riesgo se ve profundamente alterado siempre que estamos en presencia de una compañía *start-up* de Internet y comercio electrónico<sup>46</sup> o, más en general, de una compañía imbricada con las nuevas tecnologías. En primera instancia, porque la pauta general es que el lanzamiento en el mercado de una empresa con tales caracteres no precisa una ingente suma de dinero; en segunda instancia, porque el desarrollo empresarial en el mercado virtual sin fronteras evoluciona a un ritmo vertiginoso; en tercera y última instancia, porque la celeridad en la expansión y el crecimiento empresarial posibilita una rápida desinversión en cualquiera de los Mercados Bursátiles especializados en esta categoría de empresas con fuerte potencial tecnológico e intenso ritmo de crecimiento.

Las perspectivas de substanciosos rendimientos a corto plazo -pese a los riesgos- a la hora de la desinversión -facilitada por los Nuevos Mercados- alientan a aportar capitales en estas promesas empresariales. No es oro todo lo que reluce en el espacio *on-line*. Muchos inversionistas ya lo constataron cuando en el primer cuatrimestre del año 2000 explotó la burbuja especulativa y cayeron con brusquedad las cotizaciones de las empresas *puntocom* en el Mercado NASDAQ y en sus semejantes europeos. El ansia de beneficios rápidos puede llevar, en ocasiones, a mover el dinero sin ser suficientemente selectivo y no siempre lo que huele a Internet lleva detrás un equipo de gestores experimentados con un proyecto estructurado, viable y de futuro. También para los negocios de la *economía* el largo plazo debiera mantenerse<sup>47</sup>. La

---

<sup>45</sup> El fomento en la UE de la Nueva Economía del conocimiento y la sociedad de la información se erigió en objetivo básico del Consejo Europeo de Lisboa de 23 y 24 de marzo de 2000. Compruébese la referencia en la Comunicación de la Comisión acerca de los instrumentos comunitarios de financiación específicos de las PYMES (COM (2000) 653 final, 18 octubre 2000, p. 6). Los antecedentes inmediatos del apoyo y estímulo comunitario al ambicioso proyecto de la consolidación de la sociedad de la información se encuentran en los siguientes documentos de la Comisión Europea: *Europe. Una Sociedad de la Información para todos. Comunicación sobre una iniciativa de la Comisión para el Consejo Europeo extraordinario de Lisboa los días 23 y 24 de marzo de 2000* (COM (1999) 687 final, 8 diciembre 1999, 16 p.) y *eEurope. Una Sociedad de la Información para todos. Informe de avance para el Consejo Europeo extraordinario sobre Empleo, Reforma Económica y Cohesión Social -Hacia una Europa basada en la Innovación y el Conocimiento. Lisboa, 23 y 24 de marzo de 2000* (COM (2000) 130 final, 8 marzo 2000, 31 p.). El Consejo Europeo de Lisboa no sería sino un paso más en el camino. Las actuaciones continuaron: *eEurope 2002. Una Sociedad de la Información para todos. Proyecto de plan de acción preparado por la Comisión Europea para el Consejo Europeo de Feira 19 y 20 de junio de 2000* (COM (2000) 330 final, 24 mayo 2000, 33 p.).

<sup>46</sup> Las peculiaridades de las empresas de Internet y el comercio electrónico objeto de capital-riesgo las supo explicar con claridad el profesor José MARTÍ PELLÓN en: *El Capital Inversión...*, op. cit., p. 22-23, 51, 57, 78, 133; "Presente y futuro...", op. cit.; *Notas técnicas...*, op. cit., p. 14.

<sup>47</sup> En el año 1984 Patricia LEBAS ("L'avenir...", op. cit., p. 103) recogió una recomendación del *Venture Economics* sobre el alargamiento de los plazos, que hoy nosotros deseamos trasladar a las inversiones/financiaciones de los negocios de la Red.

Bolsa no es buena sustituta del capital-riesgo. La Bolsa facilita a los inversores (directos e indirectos) de capital-riesgo la llave maestra: la desinversión.



## ***CAPÍTULO IV***

### ***CAPITAL-RIESGO: DESINVERSIÓN EN EL NUEVO MERCADO***

---





## I- CAPITAL-RIESGO: DESINVERSIÓN

Acabamos de describir la financiación como la otra cara de la moneda del capital-riesgo. El inversor (directo o indirecto) de capital-riesgo financia a la empresa y ya intuimos las razones que conducen a esa financiación/inversión. Se invierte para conseguir beneficios con ocasión de la desinversión. El inversor es, primero, financiador y, después, desinversor. Hay inversión si existe facilidad y accesibilidad para la desinversión<sup>1</sup>. Porque la salida, a su vez, condiciona futuras entradas, el legislador de capital-riesgo facilita con incentivos fiscales la desinversión.

Es cierto que el capitalista en riesgo puede conseguir durante el tiempo de inversión dividendos activos -en proporción al capital desembolsado (arts. 215.1 TRLSA y 85 *Ley 2/1995, de 23 de marzo de sociedades de responsabilidad limitada*<sup>2</sup> [LSRL])- en el caso de que, siendo titular legítimo de acciones ordinarias -o participaciones sociales- la sociedad consiga ganancias y decida repartirlas (art. 48.2.a) TRLSA). Cuando el inversor es titular de acciones privilegiadas tiene garantizado un dividendo mínimo en los términos del artículo 50.3 TRLSA, si en esto consiste el privilegio que suele ser lo más común. Lo único que está prohibido es la percepción de un interés (art. 50.2 TRLSA). Sí percibirá, en cambio, unos intereses si el instrumento escogido para participar en la empresa fueron las obligaciones convertibles en acciones. Como acreedor de una cuota de un empréstito emitido por la sociedad anónima le corresponderán los intereses pactados hasta el momento de la conversión en que pasará a ostentar los derechos de todo accionista. No son estos dividendos e intereses los que motivan al inversor a realizar una operación de capital-riesgo. Son las plusvalías que espera alcanzar cuando desinvierta o salga de la empresa participada las que compensan los recursos invertidos, la asistencia ofrecida y el riesgo asumido.

### 1- MOMENTOS DE DESINVERSIÓN

La salida de la empresa participada requiere una planificación adecuada y anticipada. La salida, con todo, llega transcurrido un número variable de años. Cuando en el Capítulo II hablábamos de la inversión temporal como característica del capital-riesgo aludimos al

<sup>1</sup> Vid. IGLESIAS PRADA, Juan Luis. "Aproximación...", op. cit., p. 86; VENDRELL VILANOVA, Anna. "Un nuevo impulso...", op. cit., p. 10. Se celebra el matrimonio cuando va a ser fácil el divorcio; parafraseando la metáfora de Miguel Ángel TRIGO DE AIZPURU ("La financiación"..., op. cit.).

<sup>2</sup> B.O.E. núm. 71, 24 marzo 1995 [RCL 1995, 953].

alargamiento del período máximo de mantenimiento de la inversión en la empresa de diez a doce años. El número concreto estará en función, entre otros factores, de la etapa de desarrollo en la que se encuentre la empresa en el momento de la entrada. La relación es inversamente proporcional: a menor grado de desarrollo, mayor número de años<sup>3</sup>. Así, mientras en las operaciones apalancadas se necesita por término medio de dos a cuatro años, estas cifras se disparan desde los ocho hasta los doce años para el *seed financing*.

Interesa a las ECR adaptarse a los plazos en los que las plusvalías derivadas de la transmisión de las acciones o participaciones pueden eximirse parcialmente de tributar por el Impuesto sobre Sociedades (IS). El Real Decreto-Ley 1/1986 permitió una exención del 50% si el año de enajenación, computado desde el momento de la adquisición, era el décimo; del 75% si eran los tres primeros años o el noveno; del 95% los años sexto a octavo; y del 99% el cuarto y quinto. Del undécimo año en adelante no se aplicaba ninguna exención.

Esta escala de coeficientes de exención según el año de enajenación ha sufrido desde entonces una marea de revisiones. El artículo 8.3 del Real Decreto-Ley 5/1992 -y de la Ley 28/1992- eliminó la exención parcial de las plusvalías durante los dos primeros años y redujo los coeficientes distintos a tres: 50% para el noveno y décimo año, 80% para el séptimo y octavo, y 99% para los años tercero a sexto<sup>4</sup>. El Real Decreto-Ley 7/1996, de 7 de junio, volvió a introducir cambios en este ámbito<sup>5</sup>: uniformizó los coeficientes al 99% desde el tercero hasta el décimo año; por lo que no primó, durante dicho período temporal, unos años en perjuicio de otros. El número dos de la Disposición Adicional segunda de la LECR otorgó una nueva redacción al artículo 69.1 de la Ley 43/1995, de 27 de diciembre, reguladora del Impuesto sobre Sociedades<sup>6</sup> (LIS), indicando que la exención en el tributo sería del 99% desde el tercer

<sup>3</sup> Una escala de años hasta la desinversión, dependiendo del grado de desarrollo de la empresa en el momento de la inversión, se estructuró en: MARTÍ PELLÓN, José. *Capital riesgo...*, op. cit., p. 35.

<sup>4</sup> El profesor José MARTÍ PELLÓN (*El Capital Riesgo en España. 1993*. Madrid: IMPI, mayo 1993, p. 23; *La inversión en capital...*, op. cit., p. 36) elaboró un ilustrativo cuadro con los coeficientes reductores aplicables a las plusvalías en función del momento de enajenación, a partir de los datos que el Real Decreto-Ley 5/1992 introdujo en el Real Decreto-Ley 1/1986.

<sup>5</sup> Las novedades más relevantes que introdujo este Real Decreto-Ley 7/1996 en el terreno fiscal del capital-riesgo las esquematizaron Gregorio ARRANZ PUMAR ("Normas financieras incluidas en el RD Ley 7/1996, de 7 de junio, sobre medidas urgentes de carácter fiscal y de fomento y liberalización de la actividad económica". En, *DN*, julio-agosto 1996, nº 70-71, año 7, p. 72-73.) y Ernesto ESEVERRI y Clotilde MARTÍN PASCUAL ("El régimen fiscal de las sociedades y fondos de capital-riesgo". En, *Perspectivas del Sistema Financiero*, 1999, nº 67, p. 59).

<sup>6</sup> B.O.E. núm. 310, 28 diciembre 1995 [RCL 1995, 3496]. Esta Ley ha sido amplia y recientemente reformada por la Sección 2ª ("Impuesto sobre Sociedades") del Capítulo I ("Impuestos directos") del Título I ("Normas tributarias") de la Ley 24/2001, de 27 de diciembre; renovando o añadiendo estos preceptos: 9, 10, 11.4, 12.2, 12.5, 13.3, 20.3, 23, 28.4, 33, 35.2, 35.4, 36 *ter*, 36 *quater*, 37.1.2º, 66, 78, 79, 80, 81, 82, 83, 84, 85, 86, 87.3, 88, 89, 90, 91, 92, 93, 94, 95, 96, 103.3, 107.4, 108, 122, 123, 124,

año hasta el duodécimo, ambos inclusive. Hasta el momento, la última revisión ha llegado a través del artículo 7 de la Ley 6/2000, de 13 de diciembre, que -en el mismo sentido del artículo 6 del *Real Decreto-Ley 3/2000, de 23 de junio*<sup>7</sup>- amplía en un año el plazo para la bonificación de las rentas obtenidas<sup>8</sup>. La exención es del 99% desde el inicio del segundo año<sup>9</sup> hasta el duodécimo (“sistema campana”). *A contrario*, no se aplica exención ni en el primer año ni a partir del duodécimo. De manera excepcional, podrá ampliarse este período hasta el decimoséptimo año. Para ello hay en el segundo párrafo del artículo 69.1 LIS -según redacción de la LECR, sin modificar por la Ley 6/2000- una remisión a un futuro desarrollo reglamentario -hasta el momento, sin dictar- en el que se determinarán los supuestos, las condiciones y los requisitos de dicha excepción.

La exención hasta el duodécimo año, como pauta general, y hasta el decimoséptimo, como pauta excepcional, resulta positiva para el amparo de la puesta en marcha de proyectos de empresas ubicados en sectores económicos de la Vieja Economía que tienen grandes posibilidades de ganar una cuota de mercado y generar amplios márgenes de beneficios y que, sin embargo, ven cerradas las puertas del sector financiero tradicional por el hecho de carecer de garantías y antecedentes históricos. Es, asimismo, positiva cuando se ha participado en una empresa (“muerta en vida”) que no ha alcanzado en la práctica los resultados esperados en la teoría. En estos supuestos, la desinversión de la participación se suele demorar por las dificultades de encontrar un comprador. Una alternativa a prolongar este mantenimiento de la participación en la empresa en espera de que surja algún comprador externo sería la venta -incluso a un precio bajo- a los demás accionistas, a los directivos o a los empleados de la propia empresa<sup>10</sup>.

127, 127 bis, 128, 133, 135 *ter*, 135 *quater*, 135 *quinque*, 135 *sexies*, 135 *septies*, 138, 142.3, 146.4, 148 y Disposición Adicional decimocuarta.

<sup>7</sup> B.O.E. núm. 151, 24 junio 2000; rect. B.O.E. núm. 181, 29 julio 2000 [RCL 2000, 1401; 2000, 1716].

<sup>8</sup> La justificación del Gobierno en la Exposición de Motivos del Real Decreto-Ley 3/2000 a la dilatación de la bonificación desde el primer año fue la mejora del régimen del capital-riesgo como fórmula de financiación de las iniciativas empresariales más innovadoras. Este Real Decreto-Ley no puede sino estar refiriéndose implícitamente a las empresas innovadoras en fase de *start-up* de la Nueva Economía, que -según anunciábamos en el Capítulo precedente- precisan plazos muy cortos hasta el instante de la desinversión.

<sup>9</sup> El Grupo Parlamentario Catalán (Convergència i Unió) propuso el 29 de septiembre de 1998 una enmienda (nº 33) -sin acogida en aquel momento- a la Disposición Adicional segunda LECR que iba en esta dirección de flexibilizar la aplicación temporal de la exención fiscal, reduciendo a un año el período mínimo de inversión para que las ECR se beneficiaran de aquella (B.O.C.G. Congreso de los Diputados de 29 septiembre 1998, 121/000114, Serie A, núm. 115-7, p. 42).

<sup>10</sup> Ténganse en consideración, para este punto, las siguientes obras de José MARTÍ PELLÓN: *El Capital Riesgo...*, op. cit., p. 28-29; *Capital riesgo...*, op. cit., p. 36, 39; *La inversión en capital...*, op. cit., p. 42; *El capital inversión...*, op. cit., p. 53-54; *Notas técnicas...*, op. cit., p. 52.

## 2- VÍAS DE DESINVERSIÓN

No resulta improbable que la empresa participada no pueda sobrevivir por más tiempo. En esta hipótesis, entraría la sociedad en un proceso de disolución (arts. 260-265 TRLSA y arts. 104-108 LSRL) y posterior liquidación (arts. 266-281 TRLSA y arts. 109-124 LSRL) y extinción (art. 278 TRLSA, art. 121 LSRL y art. 247 RRM). Si el inversor de capital-riesgo fuera acreedor de la sociedad recuperaría la inversión con prioridad a los socios de aquélla. Si, por contra, el inversor fuera socio sólo podría recuperar la inversión -total o parcial- original cuando en la liquidación se dividiera el haber social -en la forma prevista en los Estatutos o, en su defecto, en proporción al importe nominal de las acciones (art. 277.2.2º TRLSA) o participaciones sociales (art. 119.1 LSRL)- una vez hubiera sido satisfecho o consignado el importe de los créditos de todos los acreedores (art. 277.2.1º TRLSA y art. 120 LSRL).

Las opciones con las que cuenta el inversor si la entrada en la empresa ha alcanzado éxito o, al menos, no se ha convertido en un rotundo fracaso son la venta a un tercero; la recompra por los accionistas, los directivos o los empleados; y la que aquí interesa: la salida a Bolsa.

### 2.1- Cesión privada

La venta a terceros o cesión privada<sup>11</sup> (*trade sale*) ha sido año tras año -excepto durante 1994<sup>12</sup>- la vía de salida más utilizada en Europa, a pesar de no ser siempre el camino ideal<sup>13</sup>. Se trata de desinvertir cuando se encuentra a un inversor ajeno que tiene interés en adquirir la participación empresarial. El comprador puede ser un inversor financiero e, incluso, otro capitalista en riesgo especializado en las etapas más avanzadas que participa (en segunda [tercera o cuarta] ronda de financiación) con semejantes criterios y por análogos motivos que el primero. La salida del primer capitalista sería la entrada del segundo. Es posible también que el

<sup>11</sup> Vid. BERTONÈCHE, Marc; VICKERY, Lister. *Le capital risque...*, op. cit., p. 73-74; GLADSTONE, David. *Venture capital investing. The complete handbook for investing in small private business for outstanding profits*. New Jersey: Prentice Hall, 1988, p. 220-223, 227-229; MARTÍ PELLÓN, José. *El capital riesgo...*, op. cit., p. 176-177; MARTÍ PELLÓN, José. *Capital riesgo...*, op. cit., p. 37-38; MARTÍ PELLÓN, José. *La inversión en capital...*, op. cit., p. 39-40; MARTÍ PELLÓN, José. *El capital inversión...*, op. cit., p. 51-52; WALL, John; SMITH, Julian. *Better exits*. Bruselas: EVCA, 1998, p. 9-11.

<sup>12</sup> Vid. CAMPBELL, Katharine. "Exit strategies. Finding a way out for investors". En, *Financial Times*, 10 octubre 1997, p. 6 (Sección *Financial Times Survey*); WALL, John; SMITH, Julian. *Better...*, op. cit., p. 5.

tercero sea un inversor industrial (gran empresa) que, por causas estratégicas o económico-financieras, se encuentre interesado bien en el producto o servicio que comercializa, bien en el proceso productivo y tecnológico que utiliza la empresa participada. De cualquier modo, la desinversión de unos es la inversión -mediante adquisición o fusión- de otros. La inversión de estos terceros financieros o industriales puede ser minoritaria o aspirar a ser mayoritaria, máxime, cuando el inversor es industrial. En esta última hipótesis, necesitará comprar las acciones o participaciones sociales de algún otro socio; aunque seguro encontrará obstáculos para ello en las empresas familiares y/o pequeñas donde los empresarios originarios -como tantas veces hemos resaltado- son reacios a la pérdida del control.

## 2.2- Retrocesión

El inversor de capital-riesgo generalmente prefiere la venta a terceros que la recompra “*inter partes*” o retrocesión a socios, directivos y, en ocasiones, empleados de la sociedad participada (*share buy-backs*). La razón intrínseca de esta afirmación estriba en la reducción de su poder de negociación. De un lado, porque los compradores internos ya conocen los puntos fuertes y débiles de la empresa; de otro, porque conocen la necesidad de venta del inversor en un determinado plazo<sup>14</sup>. La venta a los accionistas (*owners buy-back*) o a los directivos (*management buy-back*) vierte conflictos de fijación del precio<sup>15</sup> y es, además, poco rentable. Sólo se utilizará, pues, la mayoría de las veces, como vía marginal cuando el inversor no encuentre ninguna persona física o jurídica ajena al negocio interesada en el mismo, o cuando dentro de la empresa exista una oposición frontal a aceptar a un tercero y prefieran seguir solos la andadura. A la propia empresa la recompra le provoca más perjuicios que beneficios: tiene que hacer uso de recursos que bien podría destinar a la compra de materiales, a la conclusión de negocios o al inicio de planes de inversión<sup>16</sup>. Ésta es, de cualquier modo, la salida más utilizada después de la *trade sale* y no debe rechazarse *a priori* porque ante una determinada situación puede ser la mejor -o, quizás, la única- opción.

<sup>13</sup> Vid. CAMPBELL, Katharine. “Exit strategies...”, op. cit., p. 6. Los puntos flacos de la *trade sale* son, en todo caso, menores que sus puntos fuertes. Una enumeración de unos y otros puede consultarse en: WALL, John; SMITH, Julian. *Better...*, op. cit., p. 9.

<sup>14</sup> Estos motivos, y otros dos (interés meramente financiero y disposición de escasos recursos líquidos) que consideramos justifican en menor medida la disminución del poder negociador, los enumeró José MARTÍ PELLÓN en su siguiente investigación: *Capital riesgo...*, op. cit., p. 37.

<sup>15</sup> La indicación de este problema y de unos sistemas de posible solución corrió de parte de Rodrigo URÍA MERUÉNDANO (“La problemática...”, op. cit., p. 86-87).

<sup>16</sup> El drenaje de recursos por la empresa para la compra de la participación del capitalista en riesgo lo recordó con acierto José MARTÍ PELLÓN en: “Presente y futuro...”, op. cit.

### 2.3- Cesión pública

Teóricamente, la salida reina es la cesión pública. En condiciones de extrema eficiencia, la introducción de la sociedad participada en la Bolsa de Valores proporciona a los inversores de capital-riesgo fluidez, liquidez, objetividad y plusvalías adecuadas<sup>17</sup>. La empresa desinvertida obtiene públicamente recursos con que seguir financiando sus operaciones. Debería ser, pues, el medio de desinversión más utilizado. Su uso, sin embargo, es desigual en los distintos países industrializados. Sí es ampliamente utilizado en aquéllos, como los EE.UU o el Reino Unido, donde esta actividad financiera ha conseguido una grado de consolidación notable a la par que el Mercado Bursátil específico para las pequeñas empresas de rápido crecimiento. En estos Estados está muy extendida la fórmula de acudir al ofrecimiento público de las acciones o IPO para facilitar al inversor la realización de las plusvalías que han ido generándose durante el período de participación. Su presencia es, en cambio, a mero título anecdótico en aquéllos otros países en los que no se da una -o ninguna- de las dos condiciones anteriores.

En España, a pesar del reciente impulso que ha recibido el capital-riesgo gracias a la nueva legislación y a la aceptación generalizada por parte del propio sector financiero, no se ha consolidado el Mercado Bursátil como medio ágil de desinversión. La sociedad participada puede poseer entidad suficiente para cotizar en el Primer Mercado oficial, con lo que este medio de salida, en principio, será viable para el capitalista en riesgo. Pero, resulta más probable que no reúna las condiciones exigidas, fundamentalmente, por impedírsele su limitada dimensión. Para estos últimos casos en la década de los ochenta fueron surgiendo los denominados "Segundos Mercados". Aunque en el Sistema Financiero español todavía existen Segundos Mercados no han sido en ningún momento una solución en este sentido. Su prematura y contundente inoperatividad no fue un aliciente para que las autoridades se decidieran a establecer con rapidez medidas que corrigieran las deficiencias. No es extraño, pues, que en España el Mercado Bursátil no haya sido -hasta momentos recientes- para el inversor una vía de salida apta. Muchas PYMES han visto frustradas por ello sus expectativas de obtener financiación a través del capital-riesgo. Con la aprobación de la *Orden de 22 de diciembre de 1999*<sup>18</sup>, por la que se crea en las Bolsas de Valores españolas los Nuevos Mercados, se abría, por fin, en nuestro país un camino que en los EE.UU. y en múltiples

<sup>17</sup> Las ventajas -y también las desventajas o costes- de la venta de la participación por medio de la Bolsa se enumeraron en: WALL, John; SMITH, Julian. *Better...*, op. cit., p. 8.

<sup>18</sup> B.O.E. núm. 312, 30 diciembre 1999 [RCL 1999, 3250]. Los puntos más relevantes del fondo de esta Orden ministerial los resumió la CNMV en: *Memoria 1999...*, op. cit., p. 72.

Estados europeos ha permitido a los capitalistas de riesgo desinvertir su participación de compañías innovadoras y con grandes posibilidades de crecimiento.

Un número relativamente elevado de Mercados de Valores nacionales específicos para estas empresas de fuerte crecimiento y tecnología avanzada choca de frente con la aspiración de un mercado pan-europeo de capital-riesgo. La concentración de la negociación en una sola plaza en Europa -acompañada de la mano de la política monetaria única- facilitaría la liquidez de las desinversiones, a la vez que alentaría las inversiones de capital-riesgo más allá de los estrechos bordes fronterizos estatales<sup>19</sup>.

Es necesaria ambición a escala europea<sup>20</sup> por parte de empresas, Gobiernos, legisladores e inversores para robustecer y unificar unos mercados de capital-riesgo que hoy siguen subdesarrollados y dispersos. Las empresas están tomando consciencia de que el crecimiento y la expansión internacional es la clave estratégica de su supervivencia, y que la innovaciones financiadas con capital-riesgo pueden ayudarlas a lograr ese fin. Las autoridades públicas comunitarias y nacionales comienzan a ser conscientes de que las empresas que realizan innovación e investigación son las principales contribuyentes a la creación de empleo en la UE, y que dicha innovación ha de financiarse con instrumentos específicos, como éste del capital-riesgo, de ámbito transnacional. El capital-riesgo pan-europeo busca un Mercado de Valores también pan-europeo en el que poder desinvertir.

## II- NUEVOS MERCADOS

Desde principios de la década de los noventa en las instancias comunitarias fueron encendiéndose luces con que alumbrar un nuevo sendero a recorrer en Europa por los Mercados de Valores como lugar de financiación de empresas de crecimiento o con una actividad altamente innovadora de ámbito europeo. Una de las principales dolencias que aquejan a la mayoría de las jóvenes empresas de reducida talla con marcado potencial de crecimiento e innovación tecnológica es la dificultad de encontrar los fondos propios (externos) necesarios

<sup>19</sup> En una línea parecida, véanse las palabras que la Comisión Europea plasmó en la *Comunicación de 28 de octubre de 1998*. “*Servicios Financieros: Establecimiento de un marco de actuación*” (COM (98) 625 final, 28 octubre 1998, 26 p.). De estas palabras de la Comisión se haría eco Anna VENDRELL VILANOVA para su ya citado estudio: “Un nuevo impulso...”, op. cit., p. 12. La integración de los Mercados de Valores para empresas en crecimiento también fue propugnada por José MARTÍ PELLÓN (*El Capital Inversión...*, op. cit., p. 29).

<sup>20</sup> Este prisma europeo fue el que defendió el CES en el punto 2.6 de su *Dictamen sobre el “Empleo, reforma económica y cohesión social: hacia una Europa de la innovación y del conocimiento”* (DO C 117, 26 abril 2000, p. 64 [2000/C 117/13]).



para su expansión<sup>21</sup>. El 14 de junio de 1993, el Consejo, en su *Decisión 93/379/CEE*<sup>22</sup>, de aprobación del Programa Plurianual de la DG XXIII, solicitó el apoyo de la Comisión Europea para estudiar la oportunidad y viabilidad de desarrollar un Mercado de Capitales pan-europeo suficientemente activo y líquido para esas PYMES innovadoras y de rápido crecimiento. Con la aprobación de la DSI, que permite el reconocimiento mutuo entre los Estados miembros de la regulación de los Mercados de Valores, la UE proporcionaba el vehículo necesario para establecer un Mercado electrónico pan-europeo. La Comisión adoptaba el 25 de octubre de 1995 una *Comunicación sobre la viabilidad de la creación de un Mercado europeo de Capitales para las empresas pequeñas caracterizadas por la eficiencia de su gestión y crecimiento*<sup>23</sup>. Sobre la misma se pronunciaría un año después el Parlamento Europeo en una *Resolución de 22 de julio de 1996*<sup>24</sup>; fruto de la cual aparecería el 5 de mayo de 1997 la *Comunicación de la Comisión sobre los Mercados europeos de Capital para las pequeñas y medianas empresas: perspectivas y posibles obstáculos a su progreso*<sup>25</sup> y un Dictamen del CES sobre la misma<sup>26</sup>. A la hora de afrontar el estudio de la figura del Nuevo Mercado se ha de hacer especial hincapié tanto en el carácter innovador y/o tecnológico de las empresas destinatarias como en la esfera internacional.

## 1- NUEVOS MERCADOS: MODELOS

El enfoque de estos Mercados Bursátiles es desde el prisma de un marco comunitario global. La intención fue vencer la fragmentación de los distintos Mercados nacionales gracias a su integración en unos Mercados de Valores de ámbito europeo para unas empresas de alto crecimiento y potencial tecnológico. A buscar empresas con visión pan-europea y fuerte proceso de innovación se dedican los Nuevos Mercados *ad hoc* que han comenzado a funcionar. El exitoso Mercado electrónico neoyorkino NASDAQ se tomó como ejemplo a seguir.

---

<sup>21</sup> La Comisión Europea confirmó esta aseveración en la *Comunicación de 10 de noviembre de 1993 sobre los problemas financieros de las pequeñas y medianas empresas* (COM (93) 528 final).

<sup>22</sup> DO L 161, 2 julio 1993, p. 68-74.

<sup>23</sup> COM (95) 498 final, 25 octubre 1995, 33 p.

<sup>24</sup> DO C 211, 22 julio 1996, p. 40-42.

<sup>25</sup> COM (97) 187 final, 5 mayo 1997, 15 p. La Comisión Europea explicó, en unos breves párrafos, los antecedentes y el fondo de esta Comunicación de 5 de mayo de 1997 en: "El desarrollo de los Mercados europeos de Capitales para las PYME". En, *Euro-info*, junio 1997, nº 101/ES, p. 1-2.

<sup>26</sup> DO C 235, 27 julio 1998, p. 13-23.

## 1.1- Modelo estadounidense

### 1.1.1- NASDAQ y Over The Counter

Para que los títulos que no reunían los criterios impuestos por los Mercados de Valores organizados (*On the Floor*) pudieran negociarse en EE.UU. sin cortapisas, se desarrollaron de manera espontánea los -en traducción literal del inglés- Mercados sobre el mostrador u *Over the Counter*. Estos -en forma abreviada- OTC se asentaron, primero, sobre un sistema de comunicaciones telefónicas y, después, sobre un sistema de comunicaciones informáticas. Posibilitaban la negociación directa de valores por *brokers* y *dealers*<sup>27</sup>, al tiempo que permitían desinvertir y, a la vez, estabilizar la actividad de *venture capital*. Los Mercados OTC nacieron sin regulación y evolucionaron hacia la regulación. A la vez que se desarrollaban, se regulaban y organizaban. En los estadios más avanzados de este desarrollo son difíciles de diferenciar de los Mercados que surgen, *ab initio*, centralizados, organizados y regulados<sup>28</sup>. Ejemplo paradigmático de esta evolución es el NASDAQ.

NASDAQ es un Mercado informal, descentralizado, informatizado y autorregulado. NASDAQ es, en primera instancia, un Mercado informal, esto es, un Mercado OTC y, por consiguiente, un Mercado no sujeto a la estricta reglamentación de los Mercados Bursátiles tradicionales. NASDAQ es, en segunda instancia, un Mercado descentralizado de concepción típicamente anglosajona y, por ende, un Mercado regido por precios: hay tantos precios como intervinientes<sup>29</sup>. NASDAQ es, en tercera instancia, un Mercado informatizado o electrónico con terminales informáticas distribuidas dentro y fuera de los EE.UU.<sup>30</sup> que facilitan un tratamiento automático de las transacciones que efectúan los intermediarios sobre los valores. A título de intermediarios actúan los *market-makers* -al menos, dos por valor-; quienes, aparte de

<sup>27</sup> Vid. KAUFFMAN, G. G. *Money the Financial System and Economy*. Chicago-Londres, 1973, p. 59-60; KIDWELL, D. S.; PETERSON, R. L. *Financial institutions, markets and money*. 4ª ed. Chicago-Tokyo, 1990, p. 51.

<sup>28</sup> Vid. CANSECO, José Emilio. "El fenómeno Bolsa". En, SÁNCHEZ FERNÁNDEZ DE VALDERRAMA, José Luis. (Dir.). *Curso de Bolsa. I*. Barcelona: Ariel, 1992, p. 180.

<sup>29</sup> Hubert DE VAUPLANE y Jean-Pierre BORNET (*Droit de la Bourse*. París: Librairie de la Cour de Cassation, 1994, p. 127), de un lado, y Santiago HIERRO ANIBARRO (*El Nuevo Mercado de valores tecnológicos*. Madrid: Civitas, 2001, p. 47-50), de otro, pusieron cara a cara el Mercado latino centralizado, dirigido por órdenes, y el Mercado anglosajón descentralizado, dirigido por precios. Los rasgos propios del modelo de Mercado dirigido por precios en contraposición con el de confrontación por órdenes también se ilustraron en: MORTIER, Denis. "Une nouvelle donne pour les marchés d'actions". En, *Banque*, enero 1996, nº 566, p. 29.

<sup>30</sup> A modo ejemplificativo, NASDAQ llegó a un acuerdo con la *London Stock Exchange* que permite a los operadores londinenses, gracias a las terminales de ordenadores, trabajar y estar en contacto continuo con este Mercado neoyorkino.

“sponsorizar” o patrocinar los valores<sup>31</sup>, informan a lo largo de toda la jornada y en tiempo real de los precios de compra y venta (*bid and offer/ask prices*)<sup>32</sup> de los títulos negociados. Los *market-makers*, en esta función de creación de mercado o contrapartida, garantizan de continuo la liquidez del Mercado. NASDAQ es, en cuarta y última instancia, un Mercado autorregulado por una organización autónoma y autorreguladora (*self-regulatory organization* [SRO]): la *National Association of Securities Dealers, Inc.* (NASD)<sup>33</sup>. Ésta fue constituida en 1938 merced a la base jurídica de la *Maloney Act*<sup>34</sup>, de modificación (por adición del artículo 15ª) de la *Securities Exchange Act 1934*, y gracias a la labor de la *Securities and Exchange Commission* (SEC).

El sistema del NASDAQ que la NASD configuró se compone de dos grandes compartimentos<sup>35</sup>. En el primero se sitúa, desde 1982, el Mercado nacional o *National Market*, para los valores de mayor capitalización y liquidez (relativamente, “*blue chips*”) procedentes de compañías grandes, establecidas y conocidas<sup>36</sup>. En el otro, el Mercado líquido de pequeña

<sup>31</sup> El rol de “sponsor” que lleva a cabo la figura del “*market-maker*” en el NASDAQ se subrayó en: NATIONAL ASSOCIATION OF SECURITIES DEALERS AUTOMATED QUOTATION. *The NASDAQ Stock Market 1997 Fact Book*. Washington: NASDAQ, 1997, p. 7.

<sup>32</sup> En lo relativo a los márgenes (*spread*) entre los precios de compra y venta (*bid and ask*) de los *market-makers* en el NASDAQ, véase, de un lado, la Sección 2.d) de la Parte VI del programa D de la legislación de la NASD y, de otro: NATIONAL ASSOCIATION OF SECURITIES DEALERS. *NASD Compliance check-list*. Washington: NASD, diciembre 1992, p. 9.

<sup>33</sup> La NASD es, efectivamente, una organización autorreguladora. Tanto la NASD como la NASD Regulation (NASDR) -establecida en 1996 como organización separada, independiente y subsidiaria de la NASD, y encargada de la regulación del NASDAQ- ponen a disposición del interesado en la materia información financiera completa, actualizada y especializada en sus respectivas *Web Site*: <http://www.nasd.com> y <http://www.nasdr.com>. Ambas y, en especial, la NASDR, como recomendación del *Rudman Report* de 15 de septiembre de 1995, hallaron extenso y pormenorizado estudio en: VOLARICH, Maria A. “Easing the regulation of a pan-European securities market: Applying the recommendations of the Rudman report to EASDAQ”. En, *Fordham International Law Journal*, 1996, nº 19, p. 2230-2280. Con exhaustividad en torno a la operativa y actividad de la NASD y la NASDR, véase, en nuestra doctrina, los dos siguientes trabajos de Santiago HIERRO ANIBARRO: “La Asociación Nacional de Intermediarios de Activos Financieros (NASD) y el Mercado NASDAQ”. En, *RDBB*, julio-septiembre 2000, nº 79, año XIX, p. 96-110; *El Nuevo Mercado...*, op. cit., p. 67-107.

<sup>34</sup> La *Maloney Act 1938* debe su nombre al Senador Francis T. MALONEY. Sobre el propósito de su aprobación, véase (en nota a pie de página): VOLARICH, Maria A. “Easing the regulation...”, op. cit., p. 2232, 2239, 2271. Algún otro comentario realizó la NASD en: *Securities regulation in the United States*. 3ª ed. Washington: NASD, 1996, p. 11, 61-62; *NASD 1997*. Washington: NASD, 1998, p. 0. También, el profesor Santiago HIERRO ANIBARRO, en: “La Asociación...”, op. cit., p. 100-102; *El Nuevo Mercado...*, op. cit., p. 80-83.

<sup>35</sup> Cada uno de los compartimentos de los que se compone el NASDAQ fue objeto de sucinto comentario en: KLEIN, William A.; COFFEE, John C. JR. *Business organisation and finance. Legal and Economic principles*. 6ª ed. Nueva York: The Foundation Press, 1996, p. 383. A modo de simple nota, también en: NATIONAL ASSOCIATION OF SECURITIES DEALERS AUTOMATED QUOTATION. *The NASDAQ...*, op. cit., p. 6.

<sup>36</sup> Para el año 1996, analícese el contenido de un cuadro con las diez IPO de mayor volumen en el *National Market* elaborado por NASDAQ en: *The NASDAQ...*, op. cit., p. 13. Una larga lista con el nombre, siglas y país de procedencia de las sociedades que efectuaron una IPO en el NASDAQ durante

capitalización o *Small-Cap Market*, donde un buen número de entidades jóvenes de talla pequeña a mediana en fase de crecimiento emiten sus valores (“*penny stocks*”). Separadas de - aunque, en cierto modo, conectadas a- estos dos sectores del NASDAQ están las famosas “*Pink Sheets*”<sup>37</sup>. Famosas -calificamos a las *Pink Sheets*- no por las sociedades -pequeñas, desconocidas y de sumo riesgo- cuyos valores en ellas negocian, sino por ser el medio histórico en el que se publican los precios de compra y venta en los OTC. Las *Pink Sheets* son el Mercado más libre o el *Over the Counter* menos oficial y reglamentado. Las entidades más pequeñas que bien no reúnen *a priori*, o bien dejan de reunir *a posteriori*, el listado de requerimientos del *National Market* o de la *Small-Cap*, se refugian en el *Over The Counter Bulletin Board (OTCBB)*<sup>38</sup> o en el *Pink Sheets Exchange*<sup>39</sup>; sin la exigencia de estrictas condiciones y con escasa supervisión, a cambio de la pérdida de un notable grado de visibilidad y liquidez<sup>40</sup>.

El NASDAQ, con estos submercados, no actúa como puente hacia el *New York Stock Exchange (NYSE)* de *Wall Street*, sino como hogar de acogida de empresas competitivas. En el conjunto del NASDAQ la situación en materia de liquidez ha sido durante años envidiable. Jóvenes empresas de base tecnológica ligadas a las Universidades o centros de investigación científica o tecnológica e imbuidas en la sociedad del conocimiento alimentan a -y se alimentan de- este Mercado de intercambio de valores tecnológicos. Si a ello se añaden las condiciones específicas de admisión y negociación de valores<sup>41</sup> no sorprende ni la liquidez ni la confianza que han caracterizado al NASDAQ.

---

1997 encontrará el interesado en la materia en: NATIONAL ASSOCIATION OF SECURITIES DEALERS. *NASD 1997...*, op. cit., p. 38-43.

<sup>37</sup> “*Pink Sheets*” -en traducción literal, “sábanas rosas”- podría chocar al lector si no conoce que este nombre se debe al color de las microfichas sobre las cuales se inscriben las transacciones en el OTC.

<sup>38</sup> El OTCBB fue instituido como sistema electrónico en junio del año 1990 por parte de la SEC, en obediencia al mandato de la *Penny Stock Reform Act 1990*, para los valores (incluidos los “*penny stocks*”) no negociados ni en el NASDAQ ni en ningún otro Mercado de Valores norteamericano. Sobre el tema, véase: NATIONAL ASSOCIATION OF SECURITIES DEALERS. *Securities...*, op. cit., p. 30-31. <http://www.otcbb.com>, es su URL en la red.

<sup>39</sup> El *Pink Sheets Exchange* es distinto al OTCBB. El *Pink Sheets* no pertenece ni opera a través del Mercado de Valores; pertenece a una compañía privada con un servicio de cotizaciones en tiempo real y base en Internet para valores OTC. Vid. <http://www.otcbb.com/aboutOTCBB/comparison.htm>.

<sup>40</sup> Vid. CARLISLE, Anthony Todd. “NOXSO faces possible delisting from NASDAQ Exchange”. En, *Pittsburgh Business Times*, 26 mayo 1997, vol. 14, p. 4; STARZYNSKY, Bob. “NASDAQ may drop Essex from SmallCap Market”. En, *Washington Business Journal*, 30 marzo 1997, vol. 16, p. 17.

<sup>41</sup> Las condiciones cuantitativas y cualitativas en el *National Market* y las de carácter cuantitativo en el *Small-Cap* se muestran en dos ilustrativos cuadros y un esquema en: NATIONAL ASSOCIATION OF SECURITIES DEALERS AUTOMATED QUOTATION. *The NASDAQ...*, op. cit., p. 55-57. Quien solicite mayor detalle, tenga en cuenta del profesor Santiago HIERRO ANIBARRO los dos siguientes textos: “La Asociación...”, op. cit., p. 123-128; *El Nuevo Mercado...*, op. cit., p. 121-126.

## 1.2- Modelos europeos

En Europa los Nuevos Mercados no han querido encerrarse en el interior de los límites territoriales de los países desde los que operan. La internacionalización se ha convertido en aspiración de todos y cada uno de ellos. El que una plaza financiera adquiriera talla internacional depende de la liquidez, la eficacia, la transparencia y la seguridad que esté dispuesta a proporcionar<sup>42</sup>. Mientras la eficacia, la transparencia y la seguridad dependen estrictamente de una adecuada reglamentación y supervisión; la liquidez está sujeta, asimismo, a amplios volúmenes de valores en circulación y a la participación continua de un buen número de inversores. Liquidez, eficacia, transparencia y seguridad son bienes a proteger, al contribuir a la calidad y expansión del Mercado. Empresas innovadoras de visión supranacional son las candidatas idóneas para entrar y permanecer en estos Mercados especiales tipo “NM” para valores de alto riesgo que, pese a su asiento geográfico en un escalón nacional, están abiertos a valores de compañías *ad extra* de sus fronteras. La escala nacional deja el camino abierto a la escala internacional. En esta ambición, los formatos pan-europeos hallan perfecto acomodo.

### 1.2.1- Modelos pan-europeos

El EASDAQ<sup>43</sup> (*European Association of Securities Dealers Automated Quotation*) y la red Euro-NM fueron las primeras iniciativas de Mercados pan-europeos para valores de intenso crecimiento que se lanzaron en Europa. El NASDAQ y la *iX-International Exchanges plc.* -con participación al 50% de la *London Stock Exchange* y de la *Deutsche Börse*- propusieron el 3 de mayo de 2000 aunar sus fuerzas mediante una *joint-venture* que desarrollaría un Mercado para valores con aquellas características<sup>44</sup>. Este proyecto de Mercado pan-europeo no vería, sin embargo, la luz al fracasar antes, en septiembre de 2000, la agrupación *iX*. El EASDAQ y la red Euro-NM fueron, pues, las únicas iniciativas de Mercados pan-europeos para valores de intenso crecimiento que llegaron a cuajar en Europa. Menos de un lustro han durado ambas iniciativas.

<sup>42</sup> Vid. “La modernisation des marché financier”. En, *Les Cahiers Francais*, julio-septiembre 1988, p. 19.

<sup>43</sup> Información interactiva de los precios a tiempo real (con sólo quince minutos de retraso) a los que se negociaban los valores de las sociedades emisoras, datos con la evolución del EASDAQ, y listados con los miembros y los *market-makers* se encontraban en su *Web Site*: <http://www.easdaq.be>. Si desde junio de 2001 pinchamos en dicha URL el servidor automáticamente nos envía a la página electrónica del NASDAQ *Europe*. Idéntico resultado podemos conseguir escribiendo en el teclado del ordenador: <http://www.nasdaqeuropa.com>.

<sup>44</sup> Este proyecto de Mercado pan-europeo fue nombrado por la OCDE en el siguiente trabajo: “Principales cambios en la estructura financiera de la Eurozona desde la introducción del euro”. En, *Perspectivas del Sistema Financiero*, 2000, nº 70, p. 146, 150; como traducción de éste otro: “Main changes in the financial structure of the Euro-zone since the introduction of the Euro”. En, *Financial Market Trends*, junio 2000, nº 76, p. 109-127.

EASDAQ ha sido recientemente sustituido por NASDAQ *Europe*; la red Euro-NM, por su parte, no ha podido -o sabido- responder al envite de la mayor Bolsa pan-europea: *Euronext*.

El NASDAQ *Europe* es la culminación en territorio europeo de la ansiada visión estratégica de un NASDAQ global. La pretensión del NASDAQ siempre ha sido alcanzar una suerte de Mercado tecnológico mundial, con ramificaciones en EE.UU., Europa, Japón, Canadá, Asia o Sudamérica, que posibilite la cotización de los valores las veinticuatro horas del día.

Europa, que soñaba con crear un Mercado lo más parecido posible al NASDAQ, tiene hoy su propio NASDAQ: NASDAQ *Europe*. NASDAQ no aterrizó, sin embargo, en Europa directamente. Lo intentó y no lo consiguió. Tuvo que realizar, entonces, otra maniobra: buscar alianzas con algunos de los Mercados aquí ya operativos. Con la primera tentativa: formar una *joint-venture* con Londres y Francfort, falló. Con la segunda: tomar el control del EASDAQ, acertó. Surgió de ello el NASDAQ *Europe*. El NASDAQ *Europe* de hoy es, *mutatis mutandi*, el EASDAQ de ayer. En otras palabras, el EASDAQ es el embrión de donde nace el NASDAQ *Europe*.

El 8 de junio de 2001 el NASDAQ *Europe* comenzaba su camino, tras un período de conversaciones que finalizaron el 30 de marzo de 2001 con la votación unánime de los accionistas del EASDAQ de vender al NASDAQ *Stock Market* el 58% de su capital. El NASDAQ tenía que moldearse para su correcta adaptación a Europa. Para ello, ideó un nuevo sistema de contratación: *European Trading System (ETS)*<sup>45</sup>; muy similar aún al del NASDAQ americano, pero en el que está previsto introducir las modificaciones precisas para ajustarlo a las particularidades europeas (Prólogo NASDAQ *Europe Rule Book*)<sup>46</sup>.

El ETS es hoy por hoy un modelo de precios y como todo modelo de Mercado dirigido por precios se completa necesariamente con un sistema de creación de mercado. Dos o más

<sup>45</sup> Desde el ETS se contacta directamente con dos depositarios centrales de valores: EUROCLEAR y CLEARSTREAM. Vid. NATIONAL ASSOCIATION OF SECURITIES DEALERS AUTOMATED QUOTATION EUROPE. *Introducing NASDAQ Europe*. Bruselas: NASDAQ Europe, 2001, p. 17. El ETS fue fabricado gracias a la colaboración de socios como CAP GEMINI ERNST & YOUNG o REVERS AND GLOBAL CROSSING. En torno a la colaboración de estas compañías, vid. [http://www.nasdaqeurope.com/includes/dualcontent/popous/press\\_release\\_040601.asp](http://www.nasdaqeurope.com/includes/dualcontent/popous/press_release_040601.asp).

<sup>46</sup> El NASDAQ *Europe Rule Book* lo aprobó la *Commission Bancaire et Financière* (CBF) y el Ministro belga de Finanzas el 11 de mayo de 2001; aunque no adquirió efectos hasta el 8 de junio del mismo año. Se facilitan copias de este *Rule Book* a través de la *Web Site* del NASDAQ Europe; donde, además, se indica que se podrán obtener las sucesivas actualizaciones de la versión de mayo de 2001.

creadores de mercado (*multiple market-makers system*)<sup>47</sup> por compañía cotizada (*Rule 43.0.2.a*) 3) proporcionan solvencia a la petición de cotización<sup>48</sup>. Comprometidos en proporcionar liquidez, los creadores de mercado se obligan a comprar y vender por cuenta propia los valores a los precios que ofrecen, vía terminales informáticas, siempre con respeto a la horquilla de precios establecida por la autoridad de mercado. La liquidez queda garantizada por partida doble porque, al lado de creadores de mercado, un porcentaje mínimo del 20% del capital de la entidad -representado por cien o más accionistas- debe ponerse a disposición del público (*Rule 43.0.2.a*) 1 y 2). Es un modelo de precios que, sin embargo, converge hacia uno híbrido de precios y órdenes<sup>49</sup>. No se ha olvidado el NASDAQ *Europe* que el sistema de introducción de órdenes de compra y venta, y su integración en un Libro Central anónimo y limitado, es el modelo tradicional en Europa.

Las compañías que deseen cotizar en el NASDAQ *Europe* disponen de tres alternativas. Con la primera han de reunir un mínimo de diez millones de euros de capital y reservas, y unos ingresos antes de impuestos en el último año fiscal o en dos de los tres últimos de un millón de euros (*Rule 43.0.2.b*). Con la segunda, la reunión de veinte millones de euros de capital y reservas, y dos años de actividad económica previa resultan suficientes (*Rule 43.0.2.c*). Con la tercera, un mínimo de cincuenta millones de euros de capitalización y un total de activos e ingresos de otros cincuenta millones en el año fiscal completo más reciente o en dos de los tres últimos (*Rule 43.0.2.d*).

A lo largo de la cotización y con el objeto de mantener ésta, los emisores deben tener un porcentaje igual o superior al 20% de capital flotante, un número igual o mayor a cien accionistas y, al menos, dos *market-makers* activos y registrados (*Rule 53.0.2.a*). Aparte de estas reglas obligatorias y comunes a todos los emisores, dos opciones se abren: la primera, el mantenimiento de un mínimo de cinco millones de euros en capital y reservas (*Rule 53.0.2.b*); la segunda, el mantenimiento de un mínimo de veinte millones de capitalización, además de un total de activos e ingresos de otros veinte millones reunidos en el último año fiscal completo o

---

<sup>47</sup> Vid. NATIONAL ASSOCIATION OF SECURITIES DEALERS AUTOMATED QUOTATION EUROPE. *Introducing...*, op. cit., p. 2-3.

<sup>48</sup> El NASDAQ *Europe Rule Book* no contempla, junto a los *market-makers*, la presencia de un sponsor. En el EASDAQ, con la primera revisión de su *Rule Book* desapareció la exigencia que contenía el Capítulo V del Libro I de un patrocinador-introductor o sponsor, como intermediario financiero responsable de la colocación de los valores; que actuaba complementando, de algún modo, la actividad de aquellos creadores de mercado. Tampoco en el NASDAQ estadounidense se conoce al sponsor como figura separada del *market-maker*.

<sup>49</sup> Una combinación de ambos modelos de transacciones (por precios y por órdenes) encaja sin dificultades, a nuestro entender, en los Nuevos Mercados europeos. La red Euro-NM -que, a continuación, pasaremos a analizar en el texto principal- adoptó precisamente este doble sistema.

en dos de los tres últimos (*Rule 53.0.2.c*). Ninguna de las dos alternativas requieren, en cambio, un ratio de beneficios mínimos; aunque sí unos requisitos de transparencia e información severos.

Para empezar a cotizar es preciso proporcionar información en forma de prospecto sobre el emisor y los títulos a emitir (*Rule 55.2.0*). Los requisitos del prospecto de admisión (*admission prospectus*) que solicita el NASDAQ Europe -en el formato del Anexo A de su *Rule Book*- son una mezcla de los de la *Directiva 89/298/CEE, de 17 de abril*<sup>50</sup>, y de los de la *Securities Act 1933* de la SEC -revisados en 1938 por la *Maloney Act*-: datos personales de los responsables del contenido del prospecto y de la auditoría de las Cuentas; instrumentos financieros a negociar; sociedad emisora y capital social; negocios o actividades empresariales; estados financieros auditados, activos, ganancias y pérdidas; órgano de administración, dirección y supervisión; y todos aquellos riesgos materiales o factores de riesgos que puedan afectar al satisfactorio desarrollo de las operaciones de la compañía. Con este contenido, el folleto o prospecto de admisión, que habrá de llevar la aprobación de la autoridad competente<sup>51</sup>, ha de publicarse después.

Una vez admitidos a cotización los valores, la sociedad emisora tiene que elaborar Informes anuales con las Cuentas consolidadas auditadas<sup>52</sup> (*Rule 55.5.0* y Anexo E), en los tres meses siguientes a la finalización del ejercicio económico; Informes trimestrales (*Rule 55.5.1* y Anexo F) no auditados, en el plazo de dos meses desde la finalización del trimestre fiscal, que comprendan el Balance, las Cuentas de resultados, el estado del *cash-flow*, un comentario de los resultados y un cuadro comparativo con los cambios acaecidos desde las últimas Cuentas consolidadas; e información detallada e inmediata acerca de cualquier dato o evento relacionado con las finanzas de la empresa con influencia en el precio de los valores.

Aparte de estas reglas de información, existen otras de *corporate governance*: una Junta General de accionistas anual, de cuya convocatoria se informará a los propios accionistas

<sup>50</sup> DO L 124, 5 mayo 1989, p. 8-15.

<sup>51</sup> Lo que haya de entenderse, en general, por "autoridad competente" lo explica el artículo 1.9 (en relación con el 22) DSI: cada Estado de la UE debe designar a una autoridad pública u organismo reconocido por el ordenamiento jurídico nacional o por las correspondientes autoridades públicas como autoridad competente, a los efectos de supervisar y conceder autorizaciones. El artículo 21.2 de la Directiva de Prospectos hace responsable a la autoridad competente de la verificación del prospecto.

<sup>52</sup> Las Cuentas Anuales de las sociedades emisoras deben confeccionarse siguiendo bien el standard contable internacional (*International Accounting Standards* [IAS] del *International Accounting Standards Committee*), bien los principios contables generalmente aceptados en EE.UU. (*US Generally Accepted Accounting Principles* [US GAAP]), o bien las normas nacionales que sean acordes con los IAS o US GAAP (*Rule 47.2.0*).



y a la autoridad de mercado con, al menos, veinte días de anticipación (*Rule 56.0.1*); un mínimo de dos directores independientes (*Rule 56.0.2*); un Comité de remuneración que actúa en materia de remuneración del Consejo de Administración ajustado a las mejores prácticas internacionales (*Rule 56.0.3*); un Comité de auditoría (*Rule 56.0.4*); prevención de situaciones de conflictos de intereses respecto a las exigencias de convocatoria de asambleas, inspección y registro de los contratos de servicio de directores y ejecutivos; y un *Dealing Code* (*Rule 56.0.9* y Anexo G).

Fuera de las condiciones de gobierno de empresa, están los acuerdos de *lock-up* que prohíben a los directores, ejecutivos y accionistas con una participación significativa (más del 10%) la venta de más del 20% de sus acciones por un período mínimo de seis meses, a contar desde el primer día de la negociación (*Rule 44.0.5* y *Rule 2.9.1* del Anexo A). Por último, pero no por ello menos importante, la sociedad emisora ha de pagar unas tasas anuales, y otras por la admisión y por las transacciones (*Rules 43.0.3* y *53.0.3*).

NASDAQ *Europe* es, bajo estas reglas, un Mercado con formato europeo<sup>53</sup>, autónomo e independiente decidido a superar la fragmentación de las diversidades nacionales. Se dirige a unas entidades de fuerte crecimiento<sup>54</sup> y/o con fuerte contenido tecnológico (en los sectores de la electrónica, la informática, las telecomunicaciones, la ingeniería, la biotecnología o la información tecnológica) y conexiones, por lugar de constitución y/o lugar de operaciones, en Europa. En este recorrido, el NASDAQ *Europe* se ve acompañado de los Nuevos Mercados nacionales para compañías de alto crecimiento o alta tecnología que han ido instalándose en variados Mercados Financieros europeos de dentro y fuera de la UE. En directa competencia se sitúa, así, un cúmulo de Nuevos Mercados; cinco de los cuales integraron la antes conocida y hoy desaparecida red Euro-NM.

El 1 de marzo de 1996 las Bolsas francesa y belga se aliaban con el ánimo de configurar la denominada red Euro-NM, como una A.E.I.E. con vocación de llegada internacional y partida multinacional que garantizara una estrecha sinergia. El propósito - declaraban en la Bolsa parisina- fue instaurar una red o asociación a escala europea de centros

<sup>53</sup> El apartado primero del artículo 2 del *Arrêté de création*, según ha sido modificado para que en lugar del EASDAQ opere el NASDAQ *Europe*, indica que el NASDAQ *Europe* goza de un carácter pan-europeo y una orientación internacional, siempre con la mirada puesta en el ámbito de la UE.

<sup>54</sup> Como expone el artículo 2.2 del *Arrêté Royal du 10 juin 1996, portant la création et l'organisation de EASDAQ* (Moniteur Belge 2 juillet 1996, p. 18045-18053) -que tuvo como apoyo jurídico el Capítulo III de la *Loi du 6 avril 1995, relative aux marchés secondaires, au statut des entreprises d'investissement et*

financieros al servicio de pequeñas y medianas empresas dinámicas, que utilizara un conjunto único de requisitos para la admisión a cotización y la realización de las transacciones de títulos. Meses después se unirían a ellos los Mercados alemán (junio 1996) y holandés (octubre 1996). Las Bolsas de París, Bruselas, Francfort y Amsterdam se constituían en el eje central de esta alianza; cuyo establecimiento definitivo fue a finales de 1997. Sumado el Mercado de Milán en 1999, fueron cinco los integrantes de este grupo pan-europeo de Mercados tipo “NM” para valores de empresas -por lo general, más pequeñas que las que cotizaban en el EASDAQ<sup>55</sup> - de alto crecimiento y riesgo. Desde 1998 y hasta su desaparición la red giró en torno al *Neuer Markt* alemán en cuanto a volumen y número de cotizaciones. El *Nouveau Marché* francés iba a su caza. El NMAX holandés, el Euro-NM belga y el *Nuovo Mercato* italiano registraban un valor sensiblemente inferior<sup>56</sup>. Todos ellos engrandecían esta red<sup>57</sup>; a la que tuvieron la intención de sumarse los Nuevos Mercados de las Bolsas de Zurich, Estocolmo o Copenhague<sup>58</sup>.

Los Nuevos Mercados nacionales que componían esta plataforma pan-europea se encuentran regulados por sus leyes nacionales respectivas; armonizadas gracias a las Directivas de Servicios de Inversión y de Prospectos, esto es, a la Directiva 93/22/CEE y a la Directiva 89/298/CEE, respectivamente. En el interior de la red se había armonizado (*Markets Harmonisation Agreement*)<sup>59</sup>, a su vez, las normas sobre admisión, miembros y creadores de

---

*à leur contrôle, aux intermédiaires et conseillers en placements* (Moniteur Belge 3 juin 1995, p. 15876 y ss.); según las modificaciones que introdujo la *Ley de 10 de marzo de 1999*.

<sup>55</sup> Se achacó al EASDAQ un talante demasiado conservador porque sólo aceptaba empresas grandes y consolidadas. Vid. FUNDACIÓN COTEC PARA LA INNOVACIÓN TECNOLÓGICA. *El sistema español...*, op. cit., p. 102. Aunque, como media, el EASDAQ concentró a empresas de mayor dimensión y capitalización que las de la red Euro-NM; ello no obstó el que, en ocasiones, las entidades que cotizaron en alguno de los Mercados nacionales de esta red, principalmente en el *Neuer Markt*, poseyeran un volumen medio de capitalización superior. Julian WALMSLEY y Brian SCOTT-QUINN (“Evolución probable...”, op. cit., p. 38) pusieron un ejemplo: en diciembre de 1998, la capitalización media de las entidades con cotización en el EASDAQ era de trescientos veintisiete mil millones de euros, frente a los más de trescientos cincuenta mil millones de las sociedades del *Neuer Markt*.

<sup>56</sup> Los porcentajes que representaron cada uno de los Nuevos Mercados nacionales, dentro del valor global de la red Euro-NM, durante el año 1998 se reprodujeron en: WALMSLEY, Julian; SCOTT-QUINN, Brian. “Evolución probable de los mercados europeos de capitales en el marco de la Unión Monetaria Europea”. En, *Perspectivas del Sistema Financiero*, 2000, nº 70, p. 36.

<sup>57</sup> La red Euro-NM tuvo un índice bursátil propio y global: “Euro.NM *All Share*”, con base 1000 a 30 de diciembre de 1997; compuesto por estos cinco subíndices: “Euro.NM *Belgium Index*”, “*Neuer Markt Index*”, “*NMAX Index*”, “*Nouveau Marché Index*” y “*Nuovo Mercato Index*”. En lo que concierne al índice y subíndices, véanse algunos apuntes en: BOLSA DE MADRID. “Mercados para empresas de crecimiento en Europa”. En, *Bolsa de Madrid*, abril 2000, nº 87, p. 12.

<sup>58</sup> Al respecto, vid. MARTÍ PELLÓN, José. *El Capital Inversión...*, op. cit., p. 28.

<sup>59</sup> El 20 de diciembre de 1996 se firmaba, por primera vez, un acuerdo inicial de armonización de Mercados, con un standard mínimo sobre condiciones para la admisión, criterios para los miembros o procedimientos de cotización. En 1998, tal y como fue anunciado el 22 de abril, dicho acuerdo sería sustituido con el fin de acelerar el proceso de convergencia, aclarar los standards, incrementar la transparencia y reforzar la posición de la red como líder de los Nuevos Mercados pan-europeos.

mercado; los procedimientos de cotización; y las modalidades de difusión de la información de los distintos Nuevos Mercados de ámbito nacional que, en su seno, se mostraban interdependientes. La armonización estampaba un mínimo común. Para la admisión se exigía, al menos, un millón y medio de euros en recursos propios, cien mil acciones y un 20% del capital en manos del público. Tras la admisión, el volumen de la primera emisión debía superar los cinco millones de euros, con un aumento de capital del 50% o más del volumen emitido. A contar desde el inicio de la cotización, los propietarios de la sociedad emisora no podían transmitir sus acciones (“pacto de no disposición” o “*shareholder lock-up*”) durante un plazo mínimo de seis meses; período que se alargaba hasta un año cuando un Mercado permitía transmitir hasta un máximo del 20% de la participación.

Si liquidez y transparencia son claves en la negociación de valores de cualquier Mercado Bursátil, se convierten en imprescindibles en cualquier Nuevo Mercado por la menor dimensión y madurez de las empresas a las que se dirige. La liquidez en la red Euro-NM se garantizó con una amplia difusión de títulos en los términos descritos y con la actuación de uno o más asesores permanentes en la sociedad emisora y uno o más creadores de mercado operando por precios, sin impedir la operativa por órdenes a través de un Libro Electrónico Central de Órdenes siempre abierto durante las sesiones<sup>60</sup>. La transparencia se garantizó mediante la información a aportar: primero, un folleto de admisión, aprobado y publicado por un Comité de admisión; y, después, Informes de periodicidad trimestral -y anual, si así lo pedían los distintos Mercados- con los estados contables acordes con las normas nacionales o internacionales de contabilidad<sup>61</sup>.

La cruzada que persiguió el Euro-NM fue conseguir un Mercado de Capitales pan-europeo líquido, transparente, integrado y descentralizado<sup>62</sup> para aquellas empresas de alto crecimiento que por sus especiales características buscaban grandes cantidades de capital con que financiar su desarrollo. Liquidez, transparencia e integración para unos Nuevos Mercados que se incorporaban al proceso de integración económica que está viviendo Europa.

---

<sup>60</sup> Se entendió que el sistema de negociación en la red Euro-NM era dual: por precios y por órdenes. Así, Olivier LEFERVRE en el segundo prólogo del siguiente libro: BLUMBERG, Jean-Pierre (et al.). *EASDAQ and Euro-NM Belgium*. Gante: Mys & Breesch, 1997, p. VIII; o M<sup>a</sup>. Ángeles SOLER MOVILLA, en: “EASDAQ y EURO.NM: Mercados paneuropeos para PYMES”. En, *AF*, enero 1999, n<sup>o</sup> 1, año IV, p. 47, 59. También, Manuel CASTILLA (*Regulación y competencia en los Mercados de Valores*. Madrid: Civitas, 2001, p. 189).

<sup>61</sup> En este Capítulo, vid. *supra* nota a pie de página n<sup>o</sup> 52.

<sup>62</sup> Como Mercado de Valores europeo descentralizado, basado en una red de Mercados nacionales subyacentes, definieron Julian WALMSLEY y Brian SCOTT-QUINN (“Evolución probable...”, op. cit., p. 37) al Euro-NM.

Justamente, la integración de las Bolsas de Amsterdam, Bruselas y París en la plataforma transfronteriza *Euronext* el pasado 22 de septiembre de 2000 hizo tambalear la estructura de Euro-NM. Al no estar integrados en *Euronext* ni la Bolsa de Milán ni la *Deutsche Börse*, la participación de sus respectivos Nuevos Mercados en Euro-NM perdía el significado que antaño había tenido. El resultado inevitable fue la desintegración de Euro-NM<sup>63</sup>.

*Euronext* no reemplaza a Euro-NM porque aquella no es una alianza de Nuevos Mercados. *Euronext*, sin embargo, cuenta, desde enero de 2002, con un índice bursátil específico para las empresas de la Nueva Economía: “*NextEconomy*”; en paralelo con la creación de un segmento de Mercado para las empresas de los sectores tecnológicos<sup>64</sup>. Unas compañías que han de remitir sus resultados trimestrales en los sesenta días siguientes al fin del correspondiente trimestre y asumir las normas contables europeas IAS.

### 1.2.2- Modelos nacionales

Al lado de los Nuevos Mercados pan-europeos (pasados o presentes, *ad hoc* o en red) numerosos Estados en Europa tienen sus propios Nuevos Mercados, con una operativa y unos criterios de permanencia o contratación más flexibles que los de los Mercados Bursátiles principales y unas condiciones de transparencia e información tanto o más rigurosos que las de éstos.

El Nuevo Mercado nacional pionero (19 de junio de 1995) en Europa fue el *Alternative Investment Market* británico, al que seguirían en el propio Reino Unido los Mercados *TechMark*<sup>65</sup> y *Off Exchange* u OFEX<sup>66</sup>. El 14 de febrero de 1996 fue el día en el que entró en funcionamiento el *Nouveau Marché* de la *Bourse de Paris*, y poco más de un año después (el 10

<sup>63</sup> El Boletín del mes de octubre de 2000 de la Federación Internacional de Bolsas de Valores avanzó la noticia de la desaparición de Euro-NM a finales del año 2000. Esta noticia la recogió la Bolsa de Madrid para su Revista mensual bajo el siguiente título y en el siguiente número: “Euro.NM dejará de funcionar a finales de año”. En, *Bolsa de Madrid*, diciembre 2000, nº 94, p. 91. Se disolvió en enero de 2001, conforme fechó el profesor Santiago HIERRO ANIBARRO (*El Nuevo Mercado...*, op. cit., p. 352).

<sup>64</sup> Vid. [http://www.euronext.com/fr/markets\\_prices/list/new\\_segments/nexteconomy/](http://www.euronext.com/fr/markets_prices/list/new_segments/nexteconomy/).

<sup>65</sup> De manera concisa y, a la vez, precisa se relataron el nacimiento, la operativa y las exigencias de admisión y cotización del *TechMark* en: BOLSA DE MADRID. “Nuevo mercado para empresas de innovación tecnológica”. En, *Bolsa de Madrid*, diciembre 1999, nº 83, p. 71; BOLSA DE MADRID. “Mercados...”, op. cit., p. 13; VERA SANTANA, Francisco Luis DE. “Nuevos mercados bursátiles, empresas de internet y capital riesgo”. En, *Perspectivas del Sistema Financiero*, 2000, nº 70, p. 105. La propuesta de su creación en septiembre de 1999 la recogió la Comisión Europea en su Documento de Trabajo sobre el capital-riesgo (SEC (1999) 1725, 20 octubre 1999, p. 9).

<sup>66</sup> En dos breves párrafos dio cuenta del OFEX, como Mercado para compañías de pequeña capitalización, Denis MORTIER en: “Une nouvelle...”, op. cit., p. 28. Vid. <http://www.ofex.co.uk>.

de marzo de 1997<sup>67</sup>) el *Neuer Markt*<sup>68</sup> abrió sus puertas en la *Deutsche Börse* y, en concreto, en el *Frankfurt Stock Exchange* (FWB). Las compañías de reducida capitalización y crecimiento moderado, cualquiera que sea su grado de innovación, cuentan, además, en la *Deutsche Börse* con un segmento o plataforma especial -que hace uso del sistema XETRA- denominado "SMAX"<sup>69</sup>. En Holanda el NMAX<sup>70</sup>, *Nieuwe Markt* o *New Markt* del *Euronext Amsterdam* (sucesor del *Amsterdam Exchanges* [AEX]) existe desde el 25 de marzo de 1997<sup>71</sup>. El Euro-NM *Belgium*<sup>72</sup> -Nuevo Mercado del *Euronext Brussels* (antiguo *Brussels Stock Exchange* [BXS])- abrió el 11 de abril de 1997<sup>73</sup>; aunque las iniciativas para su instauración se remontan a 1995, cuando se estaba trabajando en los actos preparatorios de transposición al Derecho interno de la DSI. En Italia se creó el 17 de junio de 1999, en igual dirección, un Nuevo Mercado autónomo para compañías innovadoras de pequeño y mediano tamaño, dentro del contexto de la compañía privada "*Borsa Italiana Spa*"<sup>74</sup>: *Nuovo Mercato*. Para las entidades de menor dimensión con aspiraciones locales, regionales o, a lo sumo, nacionales ya estaba en Italia el METIM o *Mercato Telematico delle Imprese*<sup>75</sup>. El METIM es, efectivamente, desde su nacimiento a finales de 1994 un Mercado electrónico para valores de PYMES regionales no necesariamente de base innovadora. Austria dio luz verde al Mercado FIT<sup>76</sup> de la Bolsa de Viena que, bajo el

<sup>67</sup> Para confirmar la fecha, consúltese: BLUMBERG, Jean-Pierre (et al.). *EASDAQ...*, op. cit., p. 57; HIERRO ANIBARRO, Santiago. *El Nuevo Mercado...*, op. cit., p. 262.

<sup>68</sup> Aunque a efectos puramente académicos o doctrinales sea escaso su valor, a efectos prácticos resulta interesante visitar el *Web Site* del *Neuer Markt*: <http://www.neuer-markt.de>.

<sup>69</sup> Del Mercado SMAX alemán nos dieron cumplida nota Julian WALMSLEY y Brian SCOTT-QUINN ("Evolución probable...", op. cit., p. 36-37), primero, y Santiago HIERRO ANIBARRO (*El Nuevo Mercado...*, op. cit., p. 262-264, 279-280), después.

<sup>70</sup> Del NMAX como Nuevo Mercado del vigente *Euronext Amsterdam* y anterior *Amsterdam Exchanges* tenemos noticia, por ejemplo, a través de: BOLSA DE MADRID. "Amsterdam abre una nueva Bolsa para compañías pequeñas y de rápido crecimiento". En, *Bolsa de Madrid*, mayo 1997, nº 55, p. 44.

<sup>71</sup> Compruébese la fecha de fundación del NMAX en: BLUMBERG, Jean-Pierre (et al.). *EASDAQ...*, op. cit., p. 57.

<sup>72</sup> Probablemente el mejor o, al menos, el más completo estudio jurídico que se haya realizado sobre el Euro-NM *Belgium* sea: BLUMBERG, Jean-Pierre (et al.). *EASDAQ...*, op. cit., p. 57-100.

<sup>73</sup> Para comprobar la fecha de apertura del Euro-NM *Belgium*, consúltese el trabajo citado *supra* nota a pie de página nº 71.

<sup>74</sup> La *Borsa Italiana Spa* se encuentra operativa en la República italiana desde el 2 de enero de 1998; aun cuando fuera autorizada el 23 de enero de un año antes por el Consejo de la Bolsa de Valores de aquel país. En un sucinto párrafo, Julian WALMSLEY y Brian SCOTT-QUINN ("Evolución probable...", op. cit., p. 43) compactaron algunos de los rasgos más destacados de la misma. La composición inicial de su órgano directivo se relató en: BOLSA DE MADRID. "La nueva Bolsa Italiana comienza a operar". En, *Bolsa de Madrid*, abril 1998, nº 65, p. 47.

<sup>75</sup> Se escribieron unas palabras acerca del *Mercato Telematico delle Imprese*, como Mercado para PYMES regionales, en: BOLSA DE MADRID. "Mercado autónomo para compañías de pequeño y mediano tamaño". En, *Bolsa de Madrid*, octubre 1997, nº 59, p. 46; MORTIER, Denis. "Une nouvelle...", op. cit., p. 28-29.

<sup>76</sup> La esencia del Mercado austríaco FIT la recogió la Bolsa de Madrid en: "La Bolsa de Viena ha iniciado un importante proyecto: FIT, el nuevo mercado para pequeñas y medianas empresas". En, *Bolsa de Madrid*, octubre 1997, nº 59, p. 46. Una nota acerca de la noticia de su proyecto escribió la Comisión Europea en su Comunicación sobre las perspectivas y obstáculos al progreso de los Mercados europeos de Capital para PYMES (COM (97) 187 final, 5 mayo 1987, p. 3).

sistema de negociación automático EQOS y organizado con asesores e intermediarios, asegura publicidad y liquidez. Bajo el imperio de las leyes austríacas, un Nuevo Mercado para empresas de crecimiento de los países del Centro y Este de Europa se anunciaba en agosto del año 2000 que empezaría a funcionar tres meses después. Es un Nuevo Mercado que, bajo el nombre de "NEWEX"<sup>77</sup>, proporciona financiación a bajo coste a empresas de reciente creación o en fase de reestructuración procedentes de los más variados países, tales como Polonia, la República Checa, Hungría o Rusia. También Dinamarca quiso subirse al tren de los Nuevos Mercados. El 1 de septiembre de 2000 decidió la Bolsa de Copenhague inaugurar el *KVX Growth Market*<sup>78</sup>. Un Mercado que como sus antecesores y sucesores vela por la financiación de unas empresas de rápido crecimiento operativas en sectores económicos relacionados con las más nuevas tecnologías. En Irlanda, por su parte, el *Irish Stock Exchange (ISE)* abrió el 8 de septiembre de 2000 un Nuevo Mercado para las empresas tecnológicas: *ITEQ*<sup>79</sup>. Para las compañías emergentes, el ISE había lanzado tiempo atrás (enero de 1997) el *Developing Companies Market (DCM)*<sup>80</sup>. Como su propio nombre indica, el DCM financia a entidades inmersas en las primeras etapas del desarrollo empresarial, con independencia de que posean o no un mercado carácter tecnológico. Fuera del marco estricto de los Estados miembros de la UE, pero dentro de los contornos territoriales del Continente europeo, nació en julio de 1999 el *SWX (Swiss Exchange) New Market (SNMI)* suizo. Las condiciones de admisión y cotización<sup>81</sup> de los valores de las compañías de carácter innovador a las que se dirige son análogas a las de los restantes Mercados tipo "NM" y, en particular, a las de aquéllos que integraron la red Euro-NM. En el viaje por los Nuevos Mercados nacionales no podíamos dejar de acercarnos a España donde el día 10 de abril de 2000 es la fecha clave a recordar en este tema del Nuevo Mercado para empresas de alta tecnología o con alto potencial de crecimiento. La Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 22 de diciembre de 1999, por la que se crea un segmento especial de negociación en las Bolsas de Valores denominado "Nuevo Mercado" y se

<sup>77</sup> En torno al anuncio del establecimiento de NEWEX, léase: BOLSA DE MADRID. "NEWEX espera comenzar el 3 de noviembre de 2000". En, *Bolsa de Madrid*, octubre 2000, nº 92, p. 66-67.

<sup>78</sup> Una concisa noticia relativa a este *KVX Growth Market* danés se encargó de escribir la Bolsa de Madrid -con fuente en el resumen de agosto de 2000 de la FIBV- en: "La Bolsa de Copenhague lanza un mercado de empresas en crecimiento". En, *Bolsa de Madrid*, octubre 2000, nº 92, p. 67.

<sup>79</sup> Con una noticia de prensa aparecida el mes de septiembre de 2000 en el ISE, la Bolsa de Madrid confeccionó una reseña sobre este Nuevo Mercado irlandés ITEQ: "La Bolsa lanza un nuevo mercado de valores tecnológicos". En, *Bolsa de Madrid*, noviembre 2000, nº 93, p. 70-71.

<sup>80</sup> El *Developing Companies Market* de la *Irish Stock Exchange*, como una de las iniciativas que intenta satisfacer las necesidades financieras de las empresas de menor envergadura, fue citado como ejemplo por el CES en su Dictamen sobre la Comunicación de la Comisión relativa a las perspectivas y obstáculos al progreso de los Mercados de Capitales europeos para PYMES (DO C 235, 27 julio 1998, p. 19).

<sup>81</sup> Las condiciones de admisión y cotización en el *SWX New Market* vienen recogidas en forma de cuadro en el apéndice del siguiente estudio: VERA SANTANA, Francisco Luis DE. "Nuevos mercados...", op. cit., p. 104-105. Alguna otra anotación existe en: BOLSA DE MADRID. "Mercados...", op. cit., p. 14; WALMSLEY, Julian; SCOTT-QUINN, Brian. "Evolución probable...", op. cit., p. 37, 42.

modifican los requisitos de admisión a Bolsa sentó sus bases jurídicas. La *Circular 1/2000, de 9 de febrero, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores*<sup>82</sup> completó en nuestro país los pilares del cuadro jurídico singular en la materia<sup>83</sup>.

Estos Nuevos Mercados son, en primera instancia y en el terreno más jurídico, Mercados -o segmentos de Mercados- donde se aúnan la regulación del legislador con la autorregulación de la “autoridad competente”, en una especie de potestad normativa compartida. Son, en segunda instancia y en un terreno más operativo, unos Mercados donde se mezclan los dos sistemas clásicos de contratación: el sistema por órdenes o centralizado y el sistema por precios o negociación con la figura del creador de mercado. El fin último es asegurar la liquidez. A idéntico fin responden, en tercera instancia, las severas obligaciones informativas en estos Nuevos Mercados. La simplificación de los criterios de admisión y cotización respecto a los Mercados principales en nada obstaculiza el endurecimiento de los requisitos de información, que se ven acompañados de normas de *corporate governance*. A mayor información, inicial y periódica en forma de prospecto o folleto informativo, mayor liquidez, transparencia y protección del inversor. En cuarta instancia, los Nuevos Mercados poseen una clara orientación internacional, acentuada en el caso de los Mercados pan-europeos. Los Nuevos Mercados con vocación internacional son, en quinta y última instancia, Mercados con vocación tecnológica desde el instante en que se dirigen -estudiaremos en el próximo Capítulo cómo y en qué medida- a satisfacer las necesidades financieras de empresas de sectores económicos nuevos, dinámicos y tecnológicamente avanzados.

### III- NUEVOS MERCADOS: DESINVERSIÓN E INVERSIÓN DE CAPITAL-RIESGO

La institución del Nuevo Mercado fue originalmente objeto de demanda por parte de los inversores de capital-riesgo. Hasta su creación el Mercado de Valores no reunía los atributos para hacer de él una salida fluida de desinversión para la actividad de capital-riesgo. La petición de un Nuevo Mercado se dirigió a rellenar ese espacio hueco en el momento de la desinversión. Con la desinversión el capital-riesgo pasa el testigo de la financiación empresarial a los inversores de los Nuevos Mercados y capta recursos con que continuar su actividad

<sup>82</sup> B.O.E. núm. 41, 17 febrero 2000 [RCL 2000, 465].

<sup>83</sup> A ellas se sumó también la *Circular 2/2000, de 13 de abril, de la Sociedad de Bolsas* (ARRAZ PUMAR, Gregorio. “Circular de la Sociedad de Bolsas 2/2000, de 13 de abril. Régimen de actuación del especialista en el segmento especial de negociación denominado “Nuevo Mercado””. En, *DN*, junio 2000,

inversora y financiera. El capital-riesgo se ha desenvuelto durante años sin la existencia de un Nuevo Mercado; mas éste facilita la salida y, con ella, la valoración a precios de mercado y las plusvalías. *Sensu contrario*, el Nuevo Mercado puede proporcionar inversiones sin conexión con el capital-riesgo, mas éste facilita la entrada a cotización de sociedades y, con ella, pluraliza la oferta inversora. Capital-riesgo y Nuevo Mercado pueden sobrevivir el uno sin el otro; mas quizás sólo eso: sobrevivir.

En el Nuevo Mercado la desinversión del capital-riesgo carecería de sentido sin la inversión continuada de las personas físicas o jurídicas inversoras. La inversión en el Nuevo Mercado podría ser también labor a desempeñar por el capital-riesgo. Capital-riesgo como desinversor e inversor del Nuevo Mercado. El artículo 2.1 LECR (repetamos: “*Las Sociedades de Capital-Riesgo son sociedades anónimas cuyo objeto social principal consiste en la toma de participaciones temporales en el capital de empresas no financieras cuyos valores no coticen en el primer mercado de las Bolsas de Valores*”) sería la base para afirmar, con reparos, que las ECR pueden invertir en sociedades con cotización en el Nuevo Mercado; si éste es entendido como Mercado *-rectius*, segmento de Mercado- distinto del Primer Mercado en cuanto Mercado de Valores principal y tradicional.

Cuestión a separar y no confundir con la anterior se plantea cuando el capitalista en riesgo que ha invertido en la entidad previamente a la admisión en el Nuevo Mercado decide o, incluso, debe continuar durante cierto tiempo en la misma por exigencias del compromiso adquirido de no disposición, en los términos de la letra c) del apartado segundo de la norma cuarta de la Circular 1/2000<sup>84</sup>. Con una cláusula *lock-up* el Mercado de Valores no es una vía inmediata de desinversión para el capitalista en riesgo. En ese supuesto, la desinversión del capital-riesgo no sería contemporánea a la admisión de la sociedad en el Nuevo Mercado; sería postergada a una fecha posterior hasta la cual aquella inversión se alargaría<sup>85</sup>.

nº 117, año 11, p. 77-79); pronto sustituida por la Circular 7/2000, de 12 de diciembre, de la Sociedad de Bolsas.

<sup>84</sup> La letra c) habla, en relación a los accionistas con una participación significativa, de la incorporación, en su caso, de una cláusula de no disposición o *lock-up*; de la posibilidad de que participen en ulteriores operaciones de financiación de la empresa; y de su pertenencia o no al Consejo de Administración.

<sup>85</sup> Algo similar comentarían Marc BERTONÈCHE y Lister VICKERY (*Le capital risque...*, op. cit., p. 73), a los efectos de la interdicción de la legislación norteamericana de vender durante dos años la participación del inversor en las jóvenes compañías cuando a éstas les son admitidos a Bolsa sus valores. Asimismo, John WALL y Julian SMITH en: *Better...*, op. cit., p. 8. En términos más generales, para el caso de los Segundos Mercados, léase también: GEOFFRON, Patrice. *Le processus...*, op. cit., p. 113-114.



#### IV- NUEVOS MERCADOS: INVERSIÓN DE INVERSORES INSTITUCIONALES

La inversión en compañías que cotizan en el Nuevo Mercado por parte de inversores desconectados con la actividad de capital-riesgo es la tónica habitual. En esta inversión la tendencia es ir hacia la “institucionalización”<sup>86</sup>. Uno de los factores que contribuye al desarrollo de cualquier Mercado de Valores es precisamente la institucionalización, esto es, la actuación de Fondos de Inversión, Fondos de Pensiones y grandes entidades de seguros, en especial, entidades de seguro de vida por la captación del ahorro a largo plazo. La institucionalización permite la desintermediación bancaria. El modelo europeo-continental de Mercado Financiero, con centro en el sistema bancario, converge paso a paso hacia el modelo anglosajón fuertemente impregnado de la filosofía del liberalismo económico, con centro en el Mercado de Valores y, dentro de él, en el inversor institucional<sup>87</sup>. La desintermediación bancaria capaz de instaurar la actuación de esta clase de inversores es, sin embargo, muy relativa en Europa, desde el instante en que Fondos de Inversión, Fondos de Pensiones y compañías aseguradoras del ramo de vida continúan bajo el “yugo” de los bancos. Son, en efecto, escasos los inversores institucionales independientes. La institucionalización facilita, al tiempo, la liquidez. Un masivo interés de los inversores institucionales por estos Nuevos Mercados *ad hoc* movería importantes paquetes de los valores que en ellos cotizan<sup>88</sup>, con los beneficios que ello conlleva en aras a garantizar la siempre deseada liquidez.

Los Nuevos Mercados requieren la presencia inversora de las compañías de seguros y de los Fondos de Pensiones -también de los Fondos de Inversión- en dos momentos distintos: uno prebursátil, esto es, previo a la cotización en ellos de los valores (acciones y/u obligaciones) de las empresas, mediante la aportación de recursos de capital-riesgo porque -se comentó- sin capital-riesgo difícilmente subsisten los Nuevos Mercados; otro bursátil y posterior, cuando ya se encuentran admitidos a cotización oficial en los Nuevos Mercados los

---

<sup>86</sup> Institucionalización, internacionalización y desarrollo tecnológico son las tres tendencias de la evolución de los Mercados Financieros en el mundo; como bien se indicó, terminando la década de los años ochenta, en: “La modernisation...”, op. cit., p. 19. Institucionalización, concentración o integración y liberalización son las líneas de evolución que se advierten en el presente en los Mercados de Valores europeos. En desarrollo de estas tres últimas líneas, véase, por todos: WALMSLEY, Julian; SCOTT-QUINN, Brian. “Evolución probable...”, op. cit., p. 1-56.

<sup>87</sup> El cambio de modelo se ha entendido como una consecuencia de la Unión Monetaria Europea (UME) (en esta dirección, vid. WALMSLEY, Julian; SCOTT-QUINN, Brian. “Evolución probable...”, op. cit., p. 30) o como una consecuencia del desarrollo de las pensiones privadas (vid., ad ex., MONTLLOR I SERRATS, Joan; TARRAZÓN RODON, M<sup>a</sup>. Antonia. “Planes de pensiones...”, op. cit., p. 47-48; MONTLLOR I SERRATS, Joan; TARRAZÓN RODON, M<sup>a</sup>. Antonia. *La inversión...*, op. cit., p. 65, 69, 71).

<sup>88</sup> Vid. “La modernisation...”, op. cit., p. 19.

valores (acciones y/u obligaciones) de las empresas. La secuencia lógica es fácil de apre(he)nder: el seguro financia *-rectius*, podría financiar- al capital-riesgo; el capital-riesgo financia a las empresas no cotizadas; el capital-riesgo, al desinvertir, financia al Nuevo Mercado; el seguro, al invertir en empresas cotizadas, también financia al Nuevo Mercado. Financiar al capital-riesgo y al Nuevo Mercado es financiar a empresas no cotizadas y cotizadas, respectivamente. Invertir en capital-riesgo y en Nuevos Mercados es invertir en futuro.



## ***CAPÍTULO V***

### ***NUEVO MERCADO Y SEGURO: FINANCIACIÓN DE EMPRESAS***

---



## I- NUEVO MERCADO: FINANCIACIÓN DE EMPRESAS

Los inversores institucionales, como también los particulares, buscan con la inversión en el Nuevo Mercado liquidez como medio para convertir de manera inmediata los valores de su cartera en dinero efectivo. Mientras tanto, los emisores buscan en él una fuente alternativa de financiación. ¿Podría financiarse en el Nuevo Mercado el propio capital-riesgo?, es la pregunta que ahora lanzamos. No hay ningún precepto que expresamente permita la cotización de las ECR en el Nuevo Mercado. Otras preguntas al hilo de la anterior aparecen sin respuesta fácil: ¿sería el silencio legal obstáculo para la cotización de sus valores en el supuesto de que reunieran las condiciones establecidas?, ¿podrían reunir las ECR las condiciones exigidas por la normativa del Nuevo Mercado a través de las sociedades en las que participan?

Una cuestión más general, que afecta más que a las ECR a las empresas participadas o no por ellas: ¿por qué financiarse por el canal del Nuevo Mercado y no por el del Mercado principal?. El Mercado de Valores principal y tradicional aporta financiación a las empresas más consolidadas y competitivas. Son, precisamente, el elevado crecimiento y el ingente riesgo como caracteres intrínsecos en las empresas emergentes innovadoras<sup>1</sup>, los que no se ajustan bien al sistema del Mercado Bursátil tradicional. Pensando en estas nuevas empresas se han creado estos Nuevos Mercados. Unos Nuevos Mercados que desempeñan una función básica de financiación para paliar la insaciable sed de recursos de unas empresas embrionarias especializadas en los sectores más novedosos; de unas empresas de rápido crecimiento con grandes dosis de incertidumbre y dificultades en la valoración<sup>2</sup>. Prototipos de este grupo de empresas han sido las empresas de Internet (*pure play Net firms*) o “*puntocom*”. Prototipos, mas no los únicos tipos. Empresas, de escaso presente e incierto futuro, que se concentran en los sectores relacionados con las telecomunicaciones, la biomedicina o la biotecnología se acomodan a los Nuevos Mercados con extrema facilidad. Empresas con gran potencial tecnológico y empresas de alto crecimiento son, conforme reza nuestra normativa (núm. primero, ap. 2º Orden 22 de diciembre de 1999 y norma 1ª Circular 1/2000), las empresas para las que se configuró el Nuevo Mercado.

<sup>1</sup> “*El riesgo es inherente a la innovación*”, diría al hablar de la financiación de la innovación Jean LACHMANN (*Le financement des stratégies de l'innovation*. París: Economica, 1993, p. 119).

<sup>2</sup> En las dificultades de valoración de las empresas emergentes imbricadas en las novedosas tecnologías y, en concreto, de las empresas de Internet hizo especial hincapié el siguiente artículo doctrinal: VERA SANTANA, Francisco Luis DE. “Nuevos mercados...”, op. cit., p. 91-94.

## 1- EMPRESAS CON GRAN POTENCIAL TECNOLÓGICO

Las empresas con intenso potencial tecnológico, en el producto o en el proceso productivo, componen uno de los dos grupos para los que se crea el Nuevo Mercado. Veamos, a continuación, qué significa poseer “potencial tecnológico”. Para ello, resulta conveniente, en este primer instante, tratar de delimitar la expresión “innovación tecnológica”.

Entre las definiciones que ha aportado la doctrina económico-empresarial, destaquemos aquí cuatro<sup>3</sup>. Conforme a la primera, titularidad de SCHUMPETER<sup>4</sup>, la innovación no es sólo nuevos productos y procesos, sino también nuevas formas de organización, nuevos mercados y nuevas fuentes de materias primas. La segunda, de ROTHWELL, destaca el dato de la innovación tecnológica como: “*Proceso que incluye la técnica, el diseño, la fabricación y las actividades comerciales y de gestión implicadas en la venta de un nuevo producto o el uso de un nuevo proceso de fabricación o equipamiento*”. La tercera, por su parte, es de BARCELÓ ROCA, quien consideró que la innovación tecnológica era el producto, proceso o metodología de fabricación que aparece en un mercado determinado y que es aceptado por el mismo. La cuarta y última, de VEGARA, quien entendió la innovación tecnológica como aquel proceso capaz de acoplar, por primera vez en el mercado, una nueva oportunidad tecnológica a una necesidad solvente.

Otra definición, esta vez proporcionada por el Manual de Oslo<sup>5</sup>, diferencia la innovación tecnológica en el producto de la innovación tecnológica en el procedimiento. Se

<sup>3</sup> Las tres primeras definiciones que acto seguido se transcriben en el texto se hallan recogidas en: ZAHERA, Manuel. “Las PYMES españolas y la innovación”. En, *Harvard Deusto Business Review*, septiembre-octubre 1996, nº 74, p. 63-64. La primera de las definiciones enumeradas también la puede encontrar el lector en este trabajo de Julio GUZMÁN RODRÍGUEZ: “Políticas públicas de apoyo a la innovación tecnológica”. En, *Política Científica*, noviembre 1997, nº 47, p. 8. La tercera, en: BARCELÓ ROCA, Miquel. *Innovación tecnológica en la industria*. Barcelona: Beta, 1994, p. 32, 49. La cuarta, de Josep María VEGARA (“Les bases conceptuales de la innovació tecnològica”. En, *Quaderns de Tecnologia*, abril 1990, nº 1, p. 19) la utilizó José María IVÁÑEZ GIMENO en el siguiente escrito: “Financiación pública de programas de innovación tecnológica para la PYME”. En, *EI*, mayo-junio 1990, nº 273, p. 31.

<sup>4</sup> Vid. SCHUMPETER, Joseph Alois. *The theory of economic development: An inquiry into profits, capital, credit, interest, and the business cycle*. Cambridge: Harvard University Press, 1934. Esta obra data en su primera edición del año 1912. Fue entonces cuando acuñó esta noción de “innovación”, en la que destacó la incorporación de un nuevo producto, un nuevo método de producción, un nuevo mercado, una nueva fuente de aprovisionamiento o una nueva organización industrial.

<sup>5</sup> Vid. OCDE. *OECD proposed guidelines for collecting and interpreting technological innovation data - Oslo Manual-* (OCDE/GD (92) 26). El concepto de innovación que proporciona el Manual de Oslo se reprodujo en: EUROPEAN COMMISSION. *Enterprises in Europe. Fourth Report*. Bruselas: Eurostat, 1996, p. 68. El Círculo de Empresarios (*Actitud y comportamiento de las grandes empresas españolas ante la innovación*. Madrid: Círculo de Empresarios, 1995, p. 50-51) elaboró un completo cuadro con las definiciones, en esta línea, de “innovación de producto” e “innovación de proceso”, seguidas de las de “productos nuevos” y “procesos nuevos”.

comprende bajo el primer concepto la comercialización de un producto tecnológicamente modificado. El cambio innovador ocurre cuando el diseño del producto se transforma de tal manera que aporta nuevos servicios o ventajas a los consumidores de aquél. Se atiende con el segundo concepto a un cambio significativo de tecnología en el ítem de la producción, ya a través de nuevos bienes de equipo, ya de nuevos métodos de organización.

La Comisión Europea también puso su grano de arena a la hora de ofrecer una definición. Fue en su Libro Verde de la Innovación<sup>6</sup> donde señaló que innovar era producir, asimilar y explotar con éxito una novedad, tanto en la parcela económica como en la social; aportando soluciones inéditas a los problemas existentes y a las necesidades de personas y sociedad.

La doctrina jurídica no ha acuñado definiciones porque la innovación ni es ni puede ser un concepto jurídico<sup>7</sup>. Sí es, en cambio, una noción que ha recogido a efectos fiscales la legislación. La reciente Ley 24/2001, de 27 de diciembre, al dar nueva redacción al artículo 33 LIS a través del artículo 10 de la Sección II del Capítulo I del Título I incluye, a efectos de deducciones fiscales, una definición de “innovación tecnológica” del siguiente tenor: “*Actividad cuyo resultado sea un avance tecnológico en la obtención de nuevos productos o procesos de producción o mejoras sustanciales de los ya existentes*”. Además, al igual que ocurrió con la regulación sobre medidas fiscales urgentes, es decir, con el Real Decreto-Ley 3/2000 y la Ley 6/2000, se proporciona amplitud a la definición de “I+D”. Es una definición más industrializada y menos apegada al ámbito científico, en la que caben el desarrollo de prototipos, el *software* avanzado o los demostradores. Es la “I+D *lato sensu*”, más cercana ahora al concepto de “innovación”.

La innovación tecnológica es a la investigación científica (I+D o IDT) lo que el género es a la especie. La innovación no se limita en exclusiva a la pura investigación o desarrollo tecnológico<sup>8</sup>; lo que no obsta para que exista una intensa correlación entre ambos conceptos. De algún modo, la investigación subyace en la innovación. La Fundación COTEC, en un estudio

<sup>6</sup> COM (95) 688 final, 20 diciembre 1995, 79 p.

<sup>7</sup> Jean LACHMANN (*Le financement...*, op. cit., p. 132-133) mostró -como también aquí nosotros- un tono tajante a la hora de negar carácter jurídico a la noción de innovación. Añadió que la innovación era un acto económico resultado de un proceso largo y complejo que podía comprender actividades de I+D, de transferencia de tecnología o de innovación propiamente dicha. Tomando unas palabras de la OCDE, Jean LACHMANN volvió a repetir (p. 207) que la innovación no era un concepto jurídico; que no era algo que se pudiera decretar, sino algo que se aceptaba o no por las empresas; a quienes los poderes públicos habían de alentar mediante métodos indirectos.

<sup>8</sup> “*La actividad de investigación y desarrollo es sólo una parte de la innovación*”, comentó con maestría la Fundación COTEC para la innovación tecnológica en: *El sistema español...*, op. cit., p. 41.



sobre el proceso innovador en las empresas españolas<sup>9</sup>, recogió como conclusión que más de las dos terceras partes de las compañías que desempeñaban una fuerte actividad innovadora tenían detrás una sólida base investigadora. Siguiendo esta línea, la Comunidad de Madrid, en la *Ley 5/1998, de 7 de mayo*<sup>10</sup>, acertó al entrelazar la innovación tecnológica y la investigación científica y decir que no son términos contrapuestos, sino complementarios (párrafo 2º Preámbulo).

En atención al potencial innovador, se confecciona, a renglón seguido, una clasificación de las empresas. En este sentido, diferenciamos tres categorías<sup>11</sup>. En primera instancia, las “empresas innovadoras o tecnológicas”, que son productoras de tecnología y en cuyo seno adquieren gran peso los factores incorporales. Éstas, a su vez, pueden dividirse en tres subtipos<sup>12</sup>. El primero de ellos es el que integran las “empresas de tecnología avanzada”. Se trata de empresas que desarrollan y/o utilizan tecnologías en diferentes aplicaciones para distintos mercados. Como notas más relevantes, sus gastos en IDT son elevados; el personal es altamente cualificado; aplican los resultados obtenidos en la investigación; utilizan métodos muy específicos; actúan en sectores sometidos a grandes cambios tecnológicos; y su crecimiento, aunque irregular, es intenso. El segundo subtipo está formado por las llamadas “empresas tecnológicamente innovadoras”, esto es, empresas que lanzan nuevos productos o procesos a partir de tecnologías clásicas o avanzadas. El último subgrupo, dentro todavía de la primera clase, lo integran las “empresas innovadoras” en sentido amplio. Son empresas industriales tradicionales que lanzan o utilizan nuevos procesos y métodos de comercialización, sin que necesariamente exista en los mismos un alto contenido tecnológico. Si pasamos revista a la segunda categoría nos topamos con las “empresas de alto crecimiento”<sup>13</sup>. Situadas en cualquier sector de actividad económica, sobre todo en los sectores de expansión, son las responsables principales del proceso de creación de empleo, se implican en las actividades de

<sup>9</sup> El estudio de la Fundación COTEC al que ahora se alude fue elaborado por la profesora de Economía Aplicada Paloma SÁNCHEZ bajo el título: “*El Proceso de innovación en las empresas españolas. Análisis de las encuestas de innovación*”. La base de este documento la constituyeron la encuesta de innovación del INE del año 1997 y la encuesta del Círculo de Empresarios de 1995. Los datos y conclusiones principales de dicho estudio los reprodujo la Fundación COTEC en su *Web Site*: <http://www.cotec.es/cgin-bin/llistat.cgi?noticia.sh&codi=71>.

<sup>10</sup> Boletín Oficial Comunidad de Madrid núm. 17, 19 mayo 1998; rect. Boletín Oficial Comunidad de Madrid núm. 150, 26 junio 1998 [RCL 1998, 213; 1998, 272].

<sup>11</sup> Es una clasificación en tres categorías análoga a la de Arturo GONZÁLEZ ROMERO (“PYMES de alto crecimiento: características y estrategias”. En, MÉNDEZ ÁLVAREZ, José (Dir.). *PYMES: problemática global, financiera y fiscal*. Madrid: Fundación General de la Universidad Complutense. San Lorenzo de El Escorial, 21-25 julio 1997).

<sup>12</sup> Vid. ESCORSA, Pere (Coord.). *La gestión de la empresa de alta tecnología*. Barcelona: Ariel, 1990, p. 30-32.

integración en redes o estructuras de cooperación y generalmente, además de ser usuarias, saben desarrollar aplicaciones tecnológicas. En tercera y última instancia, están aquellas “empresas de baja tecnología”, que, ubicadas en los sectores más tradicionales, raras veces hacen uso de la tecnología.

Vistas definiciones y clasificaciones, preguntémosnos si son las grandes, las medianas o las pequeñas empresas las responsables de la innovación tecnológica. El economista SCHUMPETER<sup>14</sup> fue quien primero aseveró que la innovación dependía en mayor grado de las grandes que de las pequeñas compañías<sup>15</sup>. A mayor dimensión (hasta un determinado nivel), mayor innovación por diversas razones que no resultan arduas de comprender: economías de escala, diversificación o asunción de costes<sup>16</sup>. La flexibilidad en la organización y producción o la especialidad en los productos y servicios en las PYMES reblandecen, no obstante, la reserva *-prima facie, exclusiva y excluyente-* de la innovación en las grandes empresas. Empresas de tamaño reducido, máxime si son de reciente constitución<sup>17</sup>, pueden contribuir y, muchas veces, contribuir al proceso innovador.

La Comisión Europea reflejó en un análisis<sup>18</sup> cómo del conjunto total de PYMES existentes en Europa en el período 1990-1992, entre un 20% y un 70% -dependiendo del Estado miembro a considerar- eran catalogadas como innovadoras, al haber introducido cambios tecnológicos en los productos y/o procesos; mientras cifró entre un 5% y un 15% las PYMES innovadoras estrictamente tecnológicas. El dato de que las PYMES europeas desempeñan un

<sup>13</sup> La identificación de las PYMES de fuerte crecimiento se alzó en uno de los cuatro ámbitos del programa de la décima sesión bianual del grupo de trabajo de la OCDE sobre las PYMES, celebrada en Atenas los días 26 a 28 de abril de 1998.

<sup>14</sup> Vid. SCHUMPETER, Joseph Alois. *Capitalism, socialism and democracy*. 6ª ed. Londres: Counterpoint, 1987, p. 131-142. Recuérdese que la primera edición de esta conocida obra de Joseph Alois SCHUMPETER se publicó en Gran Bretaña en el año 1943.

<sup>15</sup> Esta aseveración es el punto inicial de un sinfín de estudios en la literatura económica patria o foránea que, como punto final, bien la ratifican, bien la rectifican. En la doctrina económica española, análisis que, de modo específico, conecten la variable del tamaño empresarial con la innovación son, entre muchos otros: ALÁEZ ALLER, Ricardo. “Las PMES: una opción insuficiente para el desarrollo regional en la era de la globalización económica”. En, *EI*, marzo-abril 1992, nº 284, p. 72-74, 81-82; BARCELÓ ROCA, Miquel. *Innovación...*, op. cit., 153 p.; DÍAZ MARTÍN, Mª. del Carmen. “Factores determinantes de la innovación tecnológica para las empresas pequeñas”. En, *Cuadernos de Estudios Empresariales*, 1996, nº 6, p. 145-154; GUMBAU ALBERT, Mercedes. “Los determinantes de la innovación: el papel del tamaño de la empresa”. En, *ICE*, febrero 1994, nº 726, p. 117-127; URRACA RUIZ, Ana. “I+D y recursos alternativos a la innovación en la industria española”. En, *EI*, 1998, nº 319 p. 93, 96-98.

<sup>16</sup> Estas causas aducidas por Joseph Alois SCHUMPETER vieron reflejo en: GUMBAU ALBERT, Mercedes. “Los determinantes...”, op. cit., p. 118.

<sup>17</sup> Las empresas que se encuentran en la primera etapa de su vida o del ciclo de vida de sus productos tienen mayor posibilidad de introducir innovaciones, por la necesidad de afianzar a la propia empresa o al producto en el mercado, que las de mayor madurez empresarial. En paralelos términos, vid. ALÁEZ ALLER, Ricardo. “Las PYMES...”, op. cit., p. 71-84.

<sup>18</sup> Vid. EUROPEAN COMMISSION. *Enterprises in Europe. Fourth...*, op. cit., p. 67-68.

papel substancial en el campo de la innovación se puso de manifiesto tiempo después por el Observatorio Europeo para las PYMES en su Tercer Informe Anual<sup>19</sup>. En él se expuso que ello era tanto en las industrias de tecnología avanzada como en las tradicionales. En estas últimas se atisbó cómo las pequeñas y medianas empresas innovadoras aportaban cambios técnicos que se plasmaban en la maquinaria, y cómo adoptaban tecnologías engendradas en otros sectores. Quedaba patente cómo, aun no emprendiendo actividades propias de IDT, las PYMES podían llegar a ser innovadoras. A similares conclusiones había llegado con anterioridad el Observatorio Europeo en su anterior Informe Anual<sup>20</sup>; donde expuso que, aunque las PYMES europeas eran menos activas en el capítulo de la innovación que las grandes empresas, si la innovación quedaba únicamente referida a las tareas de investigación que se realizaban en los Departamentos específicos de IDT, eran, sin embargo, tres veces más eficaces en innovación, si se tomaba un concepto amplio que incluyera los nuevos productos, nuevos sistemas de fabricación y nuevas aplicaciones.

En resumen, la innovación que se restringe a la I+D la llevan a cabo las grandes empresas<sup>21</sup>; la innovación que no pasa por -o no se circunscribe al- proceso de I+D se desempeña también por las medianas y pequeñas<sup>22</sup>. Las PYMES, en efecto, pueden poseer y, cada vez más, poseen un buen potencial innovador, a veces superior al de las grandes empresas<sup>23</sup>; pero -como efecto de una paradoja- también se encuentran con graves dificultades para su explotación. Ese potencial es posible que se vea aletargado bajo la larga sombra de las limitaciones de recursos, formación o información que trae consigo un reducido tamaño empresarial. Muchas empresas son, a menudo, demasiado pequeñas como para obtener el capital necesario en orden a desenvolver actividades de investigación y desarrollo tecnológico, para asumir el riesgo asociado a la innovación, para recuperar la inversión en un corto período de tiempo e, incluso, para acceder a la información externa en torno a la innovación tecnológica<sup>24</sup>.

<sup>19</sup> Una síntesis de esta manifestación se plasmó en: COM (95) 526 final, 8 noviembre 1995, p. 46.

<sup>20</sup> Las conclusiones acerca de los caracteres de la innovación llevada a cabo por las PYMES europeas se recogieron en el resumen ejecutivo del Segundo Informe Anual del Observatorio Europeo para las PYMES (COM (94) 352 final, 7 septiembre 1994, p. 32-34).

<sup>21</sup> De este aserto han de excepcionarse obviamente a las PYMES -muchas veces, subcontratas de grandes empresas- muy especializadas que operan en sectores económicos altamente innovadores, con un elevado gasto en la partida de I+D. En análogos términos, vid. ALÁEZ ALLER, Ricardo. "Las PMES...", op. cit., p. 74, 81, 83.

<sup>22</sup> Esta conclusión es coincidente con las manifestaciones de Ana URRACA RUIZ ("I+D...", op. cit., p. 93).

<sup>23</sup> Así lo afirmó M<sup>a</sup>. del Carmen DÍAZ MARTÍN ("Factores determinantes...", op. cit., p. 153).

<sup>24</sup> Vid. EUROPEAN COMMISSION. *Enterprises in Europe. Fourth...*, op. cit., p. 67; GEOFFRON, Patrice. *Le processus...*, op. cit., p. 209. Un doble problema de información de las PYMES respecto a la innovación vislumbró José María IVÁÑEZ GIMENO ("Financiación...", op. cit., p. 32): de un lado, en la

## 2- EMPRESAS DE ALTO CRECIMIENTO

Las empresas de alto crecimiento forman -lo indican la Orden de 30 de diciembre de 1999 y la Circular 1/2000- el segundo conjunto de empresas a las que se dirige nuestro Nuevo Mercado. “Empresas de alto crecimiento” y “empresas innovadoras o tecnológicas” no son sinónimos intercambiables; aun cuando, en ocasiones, sucede que un gran crecimiento empresarial viene precedido de un importante desarrollo innovador-tecnológico, o éste de aquél<sup>25</sup>. La tecnología incrementa la productividad de las empresas<sup>26</sup> y, por ende, su crecimiento. El crecimiento, a su vez, induce a incorporar nuevas tecnologías. Las empresas con alto nivel de crecimiento, en unión con las empresas innovadoras situadas en mercados dinámicos desde un punto de vista tecnológico, han logrado definir un nicho de mercado desde el que se protegen frente a la entrada de posibles competidores.

La previa identificación de las empresas de alto crecimiento se torna en *conditio sine qua non* para el apoyo a su desarrollo y competitividad frente a los retos de la internacionalización económica. *Grosso modo* definidas -*rectius*, intuitas- alguna página atrás, nos remitimos ahora a un estudio de la OCDE, ceñido al Reino Unido, donde se delimitaron a las empresas con grandes posibilidades de crecimiento como aquéllas -no subsidiarias de otras- con un crecimiento de ventas de, como mínimo, un 30% anual acumulativo en los últimos cuatro años y una facturación comprendida entre los seis y los ciento treinta y tres millones de dólares<sup>27</sup>. Una acepción cuantitativa como ésta encuentra lógica a partir del momento en que refuerza vínculos con otro estudio de la OCDE, esta vez, referido a EE.UU., en el que se evidenció cómo, durante el período 1991-1995, el 3% de las nuevas empresas, con un 20% de crecimiento de ventas, fueron el eje del 80% del crecimiento del empleo total de aquel inmenso país. Las empresas de gran crecimiento son -como ya destacara la Comisión Europea en su

---

evaluación de las posibilidades de innovación de la propia empresa y, de otro, en los programas de financiación de esa innovación. Una aproximación a la PYME mediante información directa y asesoramiento “*in situ*” es una de las acciones adoptadas o a adoptar por las autoridades públicas. Respecto a este camino a seguir, algunas palabras se expusieron en: RIVERO, José M<sup>a</sup>. DEL. “Innovación tecnológica y P.M.E.”. En, *EI*, julio-agosto 1982, nº 223-224, p. 43.

<sup>25</sup> Existe una relación positiva y directa entre ser empresa de alto crecimiento y realizar actividades de IDT. La IDT es uno de los caminos que conducen al crecimiento, mas no el único. Como señaló la Comisión en la Propuesta de Decisión del Consejo relativa al Tercer Programa Plurianual en favor de las PYMES (COM (96) 98 final, 20 marzo 1996, p. 19) la formación en técnicas de gestión estratégica y la internacionalización son también -sobre todo, en el sector servicios- factores cruciales.

<sup>26</sup> “La tecnología permite mejorar la productividad de las empresas a través de nuevos procesos, productos y servicios”, dirían con propiedad Rafael PAMPILLÓN OLMEDO y Jorge UXÓ GONZÁLEZ (“Tecnología y competitividad en España”. En, *Estudios Económicos*, 1997, nº 1 y 2, p. 286).

<sup>27</sup> Vid. GONZÁLEZ ROMERO, Arturo. “PYMES de alto crecimiento...”, op. cit.

Libro Blanco de 1993<sup>28</sup>- las que tienden a crear un número más elevado de empleos permanentes, tanto en el sector manufacturero como en el sector servicios, y las que gozan de superior capacidad de desarrollo de sus actividades, ya porque sus mercados no están saturados, ya porque ni siquiera se han explorado.

Cabría pensar que las empresas más pequeñas son las de mayor potencial de crecimiento porque cuanto menor es el tamaño, mayor es el recorrido para crecer. Esta precipitada correlación se ve desmentida por datos que desprenden la evidencia de que las empresas de alto crecimiento tienden a concentrarse en el tramo de las grandes empresas. Usando otra expresión, la probabilidad de ser una empresa de crecimiento crece con la dimensión de la empresa<sup>29</sup>.

Cuando el crecimiento y la innovación se vinculan con los diversos sectores económicos, en vez de con los distintos tamaños empresariales, se observa cómo ese esfuerzo innovador y de crecimiento son superiores en sectores económicos de tecnología punta (biotecnología, industria química, telecomunicaciones, maquinaria eléctrica, microelectrónica o informática), conectados con parques o centros tecnológicos<sup>30</sup>. En estos sectores, grandes, medianas y pequeñas empresas innovan y crecen. Para todas ellas son los Nuevos Mercados. No apartemos, sin embargo, de la mente en este recorrido a la gran masa de empresas -pequeñas y medianas, principalmente- que se ubican en los sectores más tradicionales, donde la escasa tecnología incorporada a los procesos productivos y las dificultades de asimilación de la técnica disponible, perjudican su productividad y competitividad respecto al resto de jugadores del mercado. Para ellas no son los Nuevos Mercados.

El número segundo de la Orden de 22 de diciembre de 1999 facilita a las empresas de reciente creación con proyectos de futuro que negocien sus valores, con tal de que aporten un

<sup>28</sup> COM (93) 700 final, 5 diciembre 1993, p. 79.

<sup>29</sup> El profesor José Luis CALVO (*Las empresas españolas de alto crecimiento y su relación con la actividad tecnológica*. 1999, p. 4-5 s.e. [texto mecanografiado cedido por el autor]; "Empresas de alto crecimiento". En, ÁLVAREZ REDONDO, José Ramón; GÓNZALEZ ROMERO, Arturo. (Dir.). *Innovación y desarrollo tecnológico: claves de la competitividad industrial del Siglo XXI*. Santander: UIMP, 5-9 julio 1999) así lo apuntó, tras dar un porcentaje superior al 55% de las empresas de alto crecimiento que son grandes empresas.

<sup>30</sup> En la misma dirección, véase la oportunidad tecnológica como factor que incide en la capacidad innovadora de las empresas pequeñas en: DÍAZ MARTÍN, M<sup>a</sup>. del Carmen. "Factores determinantes...", op. cit., p. 149; donde se cita a: SCHEIFLER, M<sup>a</sup>. Antonia. (Coord.). *Los parques científicos. Principales experiencias internacionales*. Madrid: Civitas, 1994, 270 p.. Asimismo, Manuel ZAHERA ("Las PYMES...", op. cit., p. 64) enumeró la proximidad o inmersión en parques tecnológicos como una de las siete determinantes favorables, desde la perspectiva del entorno, para el desarrollo de la innovación tecnológica en la empresa.

Informe sobre las perspectivas de negocio y la evolución previsible de sus resultados. Pero, el Nuevo Mercado -contra lo que, *prima facie*, pueda parecer- capta la atención de las sociedades con cierto grado de madurez empresarial y no de aquéllas en estado muy incipiente. “*La Bolsa no es buena sustituta del capital-riesgo*” es una aserción que, incluida en las líneas finales de nuestro Capítulo III, adquiere aquí todo su potencial significado: el Nuevo Mercado se constituye en medio de financiación de entidades que, por su etapa de desarrollo, son -o comienzan a ser- adultas; el capital-riesgo se ha de ocupar, entonces, de financiar a las compañías en las fases más embrionarias<sup>31</sup>. Invertir los términos agravaría la iliquidez, la volatilidad y el riesgo.

## II- SEGURO: FINANCIACIÓN DE EMPRESAS

Cuando las empresas con gran potencial tecnológico y/o de alto crecimiento con valores no admitidos a negociación, gracias a la desinversión del capital-riesgo, pasan a tener sus valores admitidos a negociación en un Nuevo Mercado recogen los recursos que invierten los inversores bursátiles particulares e institucionales.

Aseguradoras del ramo de vida y Fondos de Pensiones -también Fondos de Inversión- se encuentran facultados como inversores institucionales, por sus respectivas legislaciones en los términos recogidos en nuestro Capítulo I, para cubrir sus provisiones técnicas o su Activo con inversiones en valores de renta fija o de renta variable negociados en un Mercado oficial, reconocido y abierto al público, esto es, en un Mercado regulado. Las facilidades de inversión se multiplican en este supuesto respecto a la inversión en los valores que allí no negocian. Las restricciones -si existen- para la inversión en valores negociables son comparativamente menores a las de aquélla. La inversión en valores negociables no es, pese a ello, tan fluida como sería de desear en un entorno de moneda única. Los gestores de Fondos de Pensiones se han quejado de que la valoración diaria de la cartera a precios de mercado (E. de M. y art. 37 RFPF) produce volatilidad y ésta, a su vez, desconfianza en los partícipes<sup>32</sup>. Éste parece haber sido uno de los motivos que ha ido desembocando en la “preferencia” inversora por la Deuda Pública o

<sup>31</sup> Capital-riesgo informal para la fase (científica y técnica) previa al nacimiento de una empresa, capital-riesgo formal para las etapas de creación y desarrollo, y Mercado Bursátil para la madurez empresarial, indicaría -en el sentido en el que venimos haciéndolo aquí- Jean LACHMANN (*Le financement...*, op. cit., p. 174).

<sup>32</sup> Bien significativo de este sentimiento generalizado entre los gestores de Fondos de Pensiones fue el debate que se celebró en la sede de la Bolsa de Madrid a finales del año 1994 en torno a la posibilidad de convertir el ahorro de los Fondos de Pensiones en inversión. Un resumen en torno al mismo encontrará el interesado en: BOLSA DE MADRID. “Los Fondos de Pensiones buscan flexibilidad”. En, *Bolsa de Madrid*, noviembre 1994, nº 27, p. 4-14.

la tesorería. Sirva este ejemplo: en el año 1996 la inversión de nuestros Fondos de Pensiones en Deuda Pública alcanzaba el 52% del patrimonio total, frente al 7% de la inversión en renta variable o al 4% en valores del exterior<sup>33</sup>. Si bien en años sucesivos las inversiones en renta variable se han duplicado<sup>34</sup> o, incluso, triplicado<sup>35</sup>; puede seguirse afirmando que, en aras a garantizar la máxima seguridad, Fondos de Pensiones y también compañías aseguradoras apartan la financiación empresarial y, con ella, la financiación de la innovación que más repercute en el crecimiento económico, la competitividad y el empleo<sup>36</sup>.

Concluamos el estudio que ahora llega a su fin con unas ilustrativas palabras del CES de la UE en el Dictamen sobre la “Comunicación de la Comisión - Mercados europeos de

<sup>33</sup> Para comprobar estos ratios, vid. GARCÍA COTO, Domingo J. “La Bolsa española: ¿Año 1 de una nueva etapa?. En, *AF*, 1º trimestre 1997, nº monográfico, p. 39. El porcentaje del 7% también se recogió en el cuadro nº 2 (“Evolución de la cartera de inversión de los Fondos de Pensiones españoles [porcentajes]”) de: MONTLLOR I SERRATS, Joan; TARRAZÓN RODÓN, M<sup>a</sup>. Antonia. *La inversión...*, op. cit., p. 33. Un 7,4% se especificó en: GARCÍA DE QUEVEDO RUIZ, José Carlos; PLAZA SALAZAR, José Ramón. “Los regímenes...”, op. cit., p. 49.

<sup>34</sup> 14% fue el porcentaje de inversión en acciones a 31 de marzo de 1998, si atendemos a las cifras que proporciona el cuadro nº 2 elaborado -con datos extraídos de la DGS e INVERCO (Asociación Española de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones [<http://www.inverco.es>])- por Joan MONTLLOR I SERRATS y M<sup>a</sup>. Antonia TARRAZÓN RODÓN (*La inversión...*, op. cit., p. 33). De acuerdo a las cifras recogidas, por un lado, por José Carlos GARCÍA DE QUEVEDO RUIZ y José Ramón PLAZA SALAZAR (“Los regímenes...”, op. cit., p. 49-50) y, por otro, por Carlos DELGADO PLANÁS (*Cómo complementar...*, op. cit., p. 129) la inversión de los Fondos de Pensiones en renta variable durante el año 1997 se aproximó al 17% y durante 1998 al 20,5% (al 15,42% y al 20,19%, respectivamente, según el cuadro 11 construido a partir de los datos de la DGS por José Antonio HERCE SAN MIGUEL en: “Sistemas complementarios...”, op. cit., p. 164); pero, hay que tener en cuenta que dentro de estos porcentajes un 65% corresponde a valores nacionales. Por su parte, en las compañías de seguro de vida la renta variable no supuso en esos años más del 2,7% del total, de acuerdo a los datos que se proporcionan en el Informe nº 777 de ICEA de julio de 1998 (“Las inversiones de las entidades aseguradoras en 1998) y se plasman en un cuadro de la citada obra de Carlos DELGADO PLANÁS (*Cómo complementar...*, op. cit., p. 194). Aunque se advierte una tendencia creciente justificada por un contexto de disminución de tipos de interés, una favorable evolución del Mercado de Valores y una gestión de las inversiones cada día más dinámica; para las entidades de seguro, más que para los Fondos de Pensiones, “*el sector estrella continúa siendo la renta fija*”, afirmó José Luis OCÓN ESCUDERO en: *La estructura financiera de las entidades de seguros, S.A.* Documento de Trabajo. Madrid: Fundación MAPFRE Estudios. Cuadernos de la Fundación, enero 2000, nº 52, p. 113.

<sup>35</sup> El Informe 1999 de la DGS del Ministerio de Economía aportaba un cuadro (Cuadro V.4: “Estructura de las Inversiones 1999”) donde se aseguraba que las inversiones de los Fondos de Pensiones se materializaron en aquel año en renta variable en un porcentaje del 23,91%, un 13,74% correspondiente a renta variable nacional y un 10,17% a renta variable extranjera.

<sup>36</sup> La EVCA (*Priorities...*, op. cit., p. 8) llegó a una conclusión análoga partiendo de una formulación en sentido positivo: la inversión de los Fondos de Pensiones en los Mercados de Capitales estimula el crecimiento económico y la creación de empleo e incrementa la competitividad de un país. A lo que añadiría la Comisión Europea (COM (1999) 134 final, 11 mayo 1999, p. 4): e, indirectamente, facilitará la financiación de la protección social en las próximas décadas. Ignacio HERNANDO DE LARRAMENDI (“Capital-riesgo...”, op. cit., p. 128) hacía tiempo que había incidido en la relación seguro-Mercado de Capitales-empleo con estas expresivas palabras: “*El Seguro de Vida y, en gran parte, los Fondos de Pensiones, en sus diferentes formas, son las principales manifestaciones del llamado ahorro contractual. [...] El mercado de capitales depende en su mayor parte de la “importancia del ahorro contractual”, que también, y como consecuencia, es pieza indispensable para la creación de empleo estable*”.

capital para las pequeñas y medianas empresas: perspectivas y posibles obstáculos al progreso”<sup>37</sup>: se subraya “*la importancia de la inversión institucional para el éxito de estos [Nuevos] [M]ercados y la necesidad de suprimir las anticuadas e innecesarias restricciones que pesan sobre las inversiones de los fondos de pensiones [y de las compañías de seguro]. Los fondos de pensiones [y las compañías de seguro] deberían, sin perjuicio de salvaguardias apropiadas estrictamente supervisadas, ser libres para formular estrategias de inversión en beneficio de los afiliados a dichos fondos [y compañías]*”. El éxito de los Nuevos Mercados y de las empresas tecnológicas y/o de alto crecimiento con valores allí cotizando depende, en efecto, en buena parte de la inversión de (Fondos de Inversión) Fondos de Pensiones y entidades de seguro de vida<sup>38</sup>. A su vez, el éxito de estas fórmulas de ahorro finalista a largo plazo depende de su política de inversión<sup>39</sup>. Una inversión del seguro con un enfoque cualitativo donde conjugar seguridad con libertad es hoy como ayer el gran reto<sup>40</sup>.

<sup>37</sup> DO C 235, 27 julio 1998, p. 22. Vid. *supra* nota a pie de página nº 57 Capítulo II.

<sup>38</sup> Aun cuando no centrándose en los Nuevos Mercados para valores tecnológicos sino, en general, en los Mercados de Valores, Andras UTHOFF (“Reformas a los sistemas de pensiones, mercado de capitales y ahorro”. En, *Revista de la CEPAL*, diciembre 1997, p. 33) resaltó el destacado papel que cumplen los Fondos de Pensiones en la capitalización de las empresas cotizadas y en el desarrollo de los Mercados Bursátiles. También en general, la influencia directa de los sistemas complementarios colectivos e individuales de pensiones en la profundidad y la amplitud del Mercado de Valores fue punto de referencia para Adolfo POVEDA DÍAZ en este escrito: “Los sistemas complementarios de pensiones: marco internacional y su regulación en España”. En, *ICE*, febrero-marzo 1986, nº 630-631, p. 87. En análoga dirección, vid. ZOIDO MARTÍNEZ, Francisco Javier; ÁLVAREZ RODRÍGUEZ, Manuel Ángel. “Los Fondos de Pensiones: situación actual y futuro”. En, *Papeles de Economía Española*, 1991, nº 49, p. 169. Es, en suma, la canalización del ahorro financiero hacia la inversión real a través del Mercado de Valores.

<sup>39</sup> Ignacio HERNANDO DE LARRAMENDI (“Capital-riesgo...”, op. cit., p. 126) se pronunció mediada la década de los años ochenta en similares términos.

<sup>40</sup> El objetivo es encontrar el mejor equilibrio entre seguridad y asequibilidad, diría la Comisión en la sesión de 11 de octubre de 2000 sobre la propuesta de Directiva que presentó acerca de las actividades de los OPJ (COM (2000) 507 final, 11 octubre 2000, p. 2, 18, 34).





## ***CONCLUSIONES***

---



## I

Compañías de seguro del ramo de vida y Fondos de Pensiones constituyen dos fórmulas de previsión social complementaria, ya sea colectiva (segundo pilar), ya sea individual (tercer pilar). Son fórmulas de ahorro finalista o instrumental que en su operativa financiera tienen la obligación de invertir, respectivamente, sus provisiones técnicas o su Activo en atención a los principios de rentabilidad, seguridad, liquidez, diversificación y dispersión. En esta inversión el enfoque no es tan cuantitativo como cualitativo y esto es porque las legislaciones correspondientes (LOSSP y ROSSP, LPFP y RFPF), salvo raras excepciones, no han impuesto la inversión en determinadas categorías de valores ni fijado de antemano porcentajes.

## II

Hasta fecha muy reciente, en concreto, hasta el 27 de diciembre de 2001 fueron relegados de la *mens legislatoris* los valores no negociables en un Mercado regulado a la hora de confeccionar los listados (no cerrados) de activos aptos para la cobertura de las provisiones técnicas, en el caso de las compañías de seguro, o del Activo, en el de los Fondos de Pensiones. Con la Ley 24/2001, de aquella fecha, nuestro legislador, al aprobar las medidas normativas necesarias para conseguir los objetivos de política económica establecidos en la Ley de Presupuestos Generales del Estado para el año 2002, incorpora -merced a la revisión del artículo 16.4 LPFP- la previsión de que los Fondos de Pensiones puedan invertir -mediando una disposición reglamentaria sobre porcentajes de diversificación- en valores que no negocien en Mercados regulados, especialmente si son de empresas pequeñas y medianas.

## III

Esta previsión normativa es de sumo interés económico-financiero desde el momento en que enraiza con el capital-riesgo, como método de financiación de empresas sin valores admitidos a cotización, generalmente de limitada dimensión y de alto potencial innovador. La posibilidad de que los Fondos de Pensiones inviertan en esos valores no negociables se traduce

en financiación para el capital-riesgo. A su vez, la inversión del capital-riesgo en empresas que no cotizan es, para éstas, financiación. Inversión y financiación son el anverso y el reverso de la misma moneda: la inversión de unos es la financiación de otros.

#### IV

La inversión del capital-riesgo en las empresas no es por tiempo ilimitado. Desde el mismo instante en que se produce la inversión se piensa en la desinversión. Y es aquí donde entra en juego el Mercado de valores como vía idónea -que no la más empleada- para hacer efectiva dicha desinversión. Cuando las empresas en las que el capital-riesgo ha invertido son empresas sumergidas en procesos de innovación tecnológica y/o de alto crecimiento el lugar que parece más “adecuado” para que se produzca la deseada desinversión es el Nuevo Mercado.

#### V

Los valores tecnológicos que hallan cotización en el Nuevo Mercado son aptos como activos con los que cubrir las provisiones técnicas de las aseguradoras o el Activo de los Fondos de Pensiones. La inversión de estos inversores institucionales en aquellos valores es, otra vez, financiación para las empresas titulares de los mismos. En general, la inversión de las entidades de seguro de vida y de los Fondos de Pensiones en valores privados negociables de renta variable viene aumentando -desde posiciones de partida realmente bajas-, a partir de finales de la década pasada, a un ritmo progresivo. Si este ritmo no desciende en los próximos años el (Nuevo) Mercado de Valores y las empresas (innovadoras) con valores en él cotizando tendrán asegurada, por este cauce, una fácil financiación.

#### VI

La financiación de las empresas cotizadas y no cotizadas a través de la inversión de aseguradoras y, sobre todo, de Fondos de Pensiones ha venido guiando uno de los objetivos de las instituciones comunitarias, en especial, de la Comisión Europea en aras a garantizar estabilidad y profundidad en los Mercados de Capitales, y riqueza y empleo en las Economías de los Estados miembros. Que este objetivo se consiga o no dependerá tanto de los legisladores como de los agentes económicos y financieros. Sobre los estudiosos recae la labor de examinar si el ahorro definitivamente derivará hacia la inversión y la financiación a largo plazo.

## ***BIBLIOGRAFÍA***

---



- ABAD, Alberto. "La experiencia del capital riesgo en la CAPV". En, *Perspectivas del Sistema Financiero*, 1993, nº extra, p. 167-184.
- ACEDO ASÍN, Enrique. "Seguros de vida y jubilación". En, NAVAS OLÓRIZ, Javier; FERNÁNDEZ VALBUENA, Santiago. *Beneficios sociales, fidelización y formas de retribución flexibles. Una estrategia para retener el talento*. Málaga: Fundación General de la Universidad de Málaga, 4-8 marzo 2002.
- AGUILERA IZQUIERDO, Raquel. *Pensiones privadas: obligaciones de las empresas y garantías de los trabajadores*. Madrid: Civitas, 2001, 223 p.
- ALÁEZ ALLER, Ricardo. "Las PMES: una opción insuficiente para el desarrollo regional en la era de la globalización económica". En, *El*, marzo-abril 1992, nº 284, p. 71-84.
- ALARCÓN CARACUEL, Manuel Ramón; GONZÁLEZ ORTEGA, Santiago. *Compendio de Seguridad Social*. 4ª ed. Madrid: Tecnos, 1991, 439 p.
- ALCALÁ OLID, Francisco. *Los intermediarios y la actividad de capital riesgo. Un análisis del procedimiento de actuación del sector en España*. Tesis Doctoral. Universidad de Jaén. Facultad de Ciencias Sociales y Jurídicas, junio 1994, 674 p.
- \_\_\_ "Criterios de inversión del capital riesgo español: un análisis empírico". En, *AF*, 13-19 marzo 1995, nº 11, p. F-239-F-273.
- \_\_\_ *El capital riesgo en España: análisis del procedimiento de actuación*. Madrid: Civitas; Universidad de Jaén, 1995, 485 p.
- \_\_\_ "La gestión del capital-riesgo en España". En, *Perspectivas del Sistema Financiero*, 1999, nº 67, p. 7-20.
- ALMANSA PASTOR, José Manuel. "Mutualidades de Previsión Social y Fondos de Pensiones como instrumentos de Seguridad Social complementaria". En, *RSS*, octubre-diciembre 1984, nº 24, p. 15-37.
- ÁLVAREZ VARA, Javier. "El capital riesgo - capital inversión apuesta por Internet y las nuevas tecnologías". En, BENJUMEA CABEZA DE VACA, Javier. (Dir.). *El capital riesgo - capital inversión: una oportunidad para la empresa española*. Madrid: Fundación General de la Universidad Complutense. San Lorenzo de El Escorial, 18-19 julio 2000.
- ANFOSSO BORRELL, Saturnino. *Iniciación a los Fondos de Pensiones. Una guía práctica para la empresa*. Bilbao: Deusto, 1988, 248 p.
- ANGULO RODRÍGUEZ, Edmundo. "Constitución y régimen de organización de los Fondos de Pensiones". En, MARTÍNEZ LAFUENTE, Antonio. (Dir.). *Estudios sobre planes y Fondos de Pensiones*. Barcelona: Ariel, septiembre 1989, p. 68-96.
- ANGULO RODRÍGUEZ, Luis DE. "Aspectos mercantiles de las Mutualidades de Previsión Social y de los Fondos de Pensiones". En, *RSS*, octubre-diciembre 1984, nº 24, p. 39-62.
- \_\_\_ "Los planes y Fondos de Pensiones y la Ley de contrato de seguro y demás normativa aseguradora". En, SÁNCHEZ CALERO, Fernando (et al.). *Régimen jurídico de los planes y Fondos de Pensiones*. 2ª ed. Madrid: Editorial Española de Seguros, 1989, p. 35-52.
- ANTÓN, Yolanda. "El capital-riesgo como alternativa financiera". En, *AF*, agosto 1998, nº 8, año III, p. 3-9.



- ARAZA, Carmen; ANDREU, José Miguel. “Una nota sobre la posible potenciación en España de ciertos instrumentos de financiación industrial”. En, *ICE. Boletín Económico*, 5 septiembre 1985, nº 2000, p. 2825-2831.
- ARETIO CASTILLO, Julián. “Los servicios financieros en Europa”. En, *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, octubre-diciembre 2000, nº 80, año XIX, p. 275-280.
- ARRANZ PUMAR, Gregorio. “Normas financieras incluidas en el RD Ley 7/1996, de 7 de junio, sobre medidas urgentes de carácter fiscal y de fomento y liberalización de la actividad económica”. En, *DN*, julio-agosto 1996, nº 70-71, año 7, p. 72-73.
- \_\_ “Titulización y PYMES, Fondos de Inversión y Segundos Mercados”. En, MÉNDEZ ÁLVAREZ, José. (Dir.). *PYMES: problemática global, financiera y fiscal*. Madrid: Fundación General de la Universidad Complutense. San Lorenzo de El Escorial, 21-25 julio 1997.
- \_\_ “Salida a Bolsa de una sociedad de capital riesgo”. En, *DN*, diciembre 1997, nº 87, año 8, p. 68-70.
- \_\_ “Circular 4/1997, de 26 de noviembre, de la CNMV, sobre criterios de valoración y condiciones de inversión de las IIC en valores no cotizados”. En, *DN*, enero 1998, nº 88, año 9, p. 89-92.
- \_\_ “El RD 926/1998, de 14 de mayo, por el que se regulan los Fondos de Titulización de Activos y las Sociedades Gestoras de Fondos de Titulización”. En, *DN*, junio 1998, nº 93, año 9, p. 91-96.
- \_\_ “Circular de la Sociedad de Bolsas 2/2000, de 13 de abril. Régimen de actuación del especialista en el segmento especial de negociación denominado “Nuevo Mercado””. En, *DN*, junio 2000, nº 117, año 11, p. 77-79.
- ASCRI. “Business Angels: como caídos del cielo”. En, *Boletín de la Asociación Española de Capital Inversión*, primavera-verano 1997, p. 4.
- AURIOLES MARTÍN, Adolfo. “Los leveraged-buy-out y su integración en el Derecho español de sociedades anónimas”. En, *RDBB*, 1993, p. 637-679.
- \_\_ “Los leveraged-buy-out y su integración en el Derecho español de sociedades anónimas”. En, ALCOVER GARAU, Guillermo (et al.). *Estudios de Derecho Mercantil en homenaje al profesor Manuel Broseta Pont*. Valencia: Tirant lo Blanch, 1995, p. 237-264.
- BAILEY, Paul T. “Investment philosophies of two US-STYLE Venture Capital management companies in the UK”. En, BANCA CATALANA; BOLSA DE BARCELONA. *Capital de riesgo y segundo mercado bursátil*. Barcelona: Banca Catalana; Bolsa de Barcelona, 28-29 noviembre 1984.
- BARCELÓ ROCA, Miquel. *Innovación tecnológica en la industria*. Barcelona: Beta, 1994, 153 p.
- BARRIO RAMOS, Ramón DEL. “Los planes de previsión en la política de recursos humanos de la empresa”. En, *Revista de Trabajo y Seguridad Social. EF*, abril 2001, nº 217, p. 181-201.
- BATTINI, Pierre. *Capital risque: Les règles du jeu*. París: Les éditions d’organisation, 1987, 191 p.
- BATTINI, Pierre; COPIN, Gilles; RAUGEL, Pierre-Jean. *Le guide pratique du capital-risque*. París: Interéditions, 1988, 188 p.
- BAUZÁ MORÉ, Francisco J. “Sociedades de Capital-Riesgo y Fondos de Capital-Riesgo”. En, ALONSO UREBA, Alberto; MARTÍNEZ-SIMANCAS Y SANCHEZ, Julián. (Dir.). *Derecho*

- del Mercado Financiero*. T. I. Entidades del Mercado Financiero. Caracterización y régimen. Vol. I. Madrid: Civitas, 1994, p. 641-669.
- BAYOD Y SERRAT, Ramón; FERNÁNDEZ MARTÍNEZ, Ernesto. *Planes y Fondos de Pensiones*. Madrid: Trivium, septiembre 1989, 374 p.
  - BELTRÁN TELLO, Hermógenes. *Fondos de Inversión. Guía del inversor. I*. Madrid: Recoletos, 1993, 138 p.
  - BENJUMEA CABEZA DE VACA, Javier. “Inauguración”. En, BENJUMEA CABEZA DE VACA, Javier. (Dir.). *El capital riesgo - capital inversión: una oportunidad para la empresa española*. Madrid: Fundación General de la Universidad Complutense. San Lorenzo de El Escorial, 18-19 julio 2000.
  - BERGARECHE BUSQUETS, Santiago. “La Banca privada y la financiación por capital-riesgo”. En, AAVV. *La financiación capital-riesgo (Venture capital) y el desarrollo de nuevas empresas. Madrid, 3 y 4 abril 1984*. Madrid: Instituto de Empresa, 1984, p. 117-130.
  - BERGÉS LOBERA, Ángel; ONTIVEROS, Emilio. “El capital-riesgo como nueva fuente de financiación industrial”. En, *Economistas*, 1985, nº extraordinario, p. 122-123.
  - BERNARDY, J. L. “Le LMBO enfin possible en France”. En, *L’Actualité Fiducière*, septiembre 1985, p. 35 y ss.
  - BERTONÈCHE, Marc; VICKERY, Lister. *Le capital risque*. París: Presses Universitaires de France, marzo 1987, 125 p.
  - BERTREL, Jean-Pierre; JEANTIN, Michel. *Droit de l’ingénierie financière*. París: Litec, 1990, 565 p.
  - BESSIS, Joël. *Capital-risque et financement des entreprises*. París: Economica, 1988, 296 p.
  - BETZUEN ZALBIDEGOITIA, Amancio; BLANCO IBARRA, Felipe. *Planes y Fondos de Pensiones. Su cálculo y valoración*. Bilbao: Deusto, 1989, 161 p.
  - BEYNON, Karen. “Attracting venture capital in Europe”. En, *Scrip Magazine*, octubre 1998, p. 34-36.
  - BLANCO GARCÍA, Susana, CARVAJAL MOLINA, Pedro. “Titulización de activos en España”. En, *Studia Carande*, 1999, p. 217-231.
  - BLUMBERG, Jean Pierre (et al.). *EASDAQ and Euro-NM Belgium*. Gante: Mys & Breesch, 1997, 140 p.
  - BOLSA DE MADRID. “Los Fondos de Pensiones buscan flexibilidad”. En, *Bolsa de Madrid*, noviembre 1994, nº 27, p. 4-14.
  - \_\_\_ “Amsterdam abre una nueva Bolsa para compañías pequeñas y de rápido crecimiento”. En, *Bolsa de Madrid*, mayo 1997, nº 55, p. 44.
  - \_\_\_ “La Bolsa de Viena ha iniciado un importante proyecto: FITT, el nuevo mercado para pequeñas y medianas empresas”. En, *Bolsa de Madrid*, octubre 1997, nº 59, p. 46.
  - \_\_\_ “La nueva Bolsa Italiana comienza a operar”. En, *Bolsa de Madrid*, abril 1998, nº 65, p. 47.
  - \_\_\_ “Titulización de activos: un nuevo horizonte”. En, *Bolsa de Madrid*, junio 1998, nº 67, p. 4-9.
  - \_\_\_ “La alternativa financiera de la empresa familiar”. En, *Bolsa de Madrid*, octubre 1998, nº 70, p. 34-38.

- \_\_\_ “Nuevo mercado para empresas de innovación tecnológica”. En, *Bolsa de Madrid*, diciembre 1999, nº 83, p. 71.
- \_\_\_ “Mercados para empresas de crecimiento en Europa”. En, *Bolsa de Madrid*, abril 2000, nº 87, p. 10-15.
- \_\_\_ “NEWEX espera comenzar el 3 de noviembre de 2000”. En, *Bolsa de Madrid*, octubre 2000, nº 92, p. 66-67.
- \_\_\_ “La Bolsa de Copenhague lanza un mercado de empresas en crecimiento”. En, *Bolsa de Madrid*, octubre 2000, nº 92, p. 67.
- \_\_\_ “La Bolsa lanza un nuevo mercado de valores tecnológicos”. En, *Bolsa de Madrid*, noviembre 2000, nº 93, p. 70-71.
- \_\_\_ “Euro-NM dejará de funcionar a finales de año”. En, *Bolsa de Madrid*, diciembre 2000, nº 94, p. 91.
- \_\_\_ “El capital riesgo como motor de empresas”. En, *Bolsa de Madrid*, junio-julio 2001, nº 100, p. 56.
- BOOKSTABER, Richard; GOLD, Jeremy. “In search of the liability asset”. En, *Financial Analysts Journal*, 1988, nº 1, vol. 44, p. 70-80.
- BOOLE, Philip. “Internationales venture capital aus investoren-sicht: USA”. En, AAVV. *Internationales venture capital. Proceedings “Fair Genes” Köln 1988*. Colonia: Deutscher Wirtschaftsdienst, 1989, p. 175-184.
- BORGES CHAMORRO, Ana M<sup>a</sup>. “Un sistema de previsión social sobre el principio de capitalización”. En, *Dereito*, 1996, nº 2, vol. 5, p. 27-40.
- BROPHY, David. “United States venture capital markets: changes and challenges”. En, OCDE. *Venture Capital and Innovation*. París: OCDE, 1996, p. 36-48.
- BUENO CAMPOS, Eduardo; CRUZ ROCHE, Ignacio; DURÁN HERRERA, Juan José. *Economía de la empresa. Análisis de las decisiones empresariales*. Madrid: Pirámide, 1992, 758 p.
- BYGRAVE, W. D.; TIMMONS, J. A. “Venture capital at the crossroads”. En, *Harvard Business School Press*, 1992, p. 16-21.
- CALVO, José Luis. *Las empresas españolas de alto crecimiento y su relación con la actividad tecnológica*. 1999, 17 p. s.e. (texto mecanografiado cedido por el autor).
- \_\_\_ “Empresas de alto crecimiento”. En, ÁLVAREZ REDONDO, José Ramón; GONZÁLEZ ROMERO, Arturo. (Dir.). *Innovación y desarrollo tecnológico: claves de la competitividad industrial del Siglo XXI*. Santander: UIMP, 5-9 julio 1999.
- CAMPBELL, Katharine. “Fund-raising. Begging-bowls for Europe are full”. En, *Financial Times*, 10 octubre 1997, p. 4 (Sección *Financial Times Survey*).
- \_\_\_ “Exit strategies. Finding a way out for investors”. En, *Financial Times*, 10 octubre 1997, p. 6 (Sección *Financial Times Survey*).
- CANO GUILLÉN, Jesús; CAZORLA PAPIS, Leonardo. “El modelo andaluz de capital-riesgo: situación actual y perspectivas. Una comparación a escala nacional”. En, *Revista de Estudios Regionales*, mayo-agosto 1998, nº 51, 2<sup>a</sup> época, p. 121-143.
- CANSECO, José Emilio. “El fenómeno Bolsa”. En, SÁNCHEZ FERNÁNDEZ DE VALDERRAMA, José Luis. (Dir.). *Curso de Bolsa. I*. Barcelona: Ariel, 1992, p. 159-196.
- CARLISLE, Anthony Todd. “NOXSO faces possible delisting from NASDAQ Exchange”. En, *Pittsburgh Business Times*, 26 mayo 1997, vol. 14, p. 4.

- CARPIO GARCÍA, Maximino; FERNÁNDEZ MORENO, Marta. “El sistema público de pensiones español, ¿qué hemos aprendido del “Pacto de Toledo?””. En, CARPIO GARCÍA, Maximino. (Dir.). *El sistema de pensiones, una reforma sin fin*. Madrid: PricewaterhouseCoopers, 2000, p. 9-26.
- CARRASCO CASTILLO, Germán; DOMÍNGUEZ MARTÍNEZ, José M.; GUTIÉRREZ BENGOCHEA, Miguel. “Los planes de pensiones como instrumentos de ahorro a largo plazo: un análisis de su rentabilidad”. En, *Cuadernos de Información Económica*, julio-agosto 1997, nº 124-125, p. 156-170.
- CARRO DEL CASTILLO, José Antonio. “Los planes y Fondos de Pensiones y las Mutualidades”. En, MARTÍNEZ LAFUENTE, Antonio. (Dir.). *Estudios sobre planes y Fondos de Pensiones*. Barcelona: Ariel, septiembre 1989, p. 154-168.
- CASILDA BÉJAR, Ramón. “El financiamiento de la PYME”. En, *ICE. Boletín Económico*, 7-13 septiembre 1992, nº 2336, p. 2608-2619.
- \_\_ “Instituciones no bancarias y financiación a las PYME”. En, *ICE. Boletín Económico*, 26 octubre-1 noviembre 1992, nº 2343, p. 3271-3278.
- CASTILLA, Manuel. *Regulación y competencia en los Mercados de Valores*. Madrid: Civitas, 2001, 403 p.
- CASTRO ARGÜELLES, M<sup>a</sup>. Antonia. “El papel de los planes y Fondos de Pensiones en el sistema de previsión social”. En, *AL*, 21-27 junio 1999, nº 25, p. 481-502.
- CENTELLES, Enrique. “La actividad de capital riesgo (“Venture capital”): características y posibilidades en España”. En, *EI*, mayo-junio 1983, nº 231, p. 131-143.
- CENTRO PARA EL DESARROLLO TECNOLÓGICO INDUSTRIAL. *Sociedades de Capital Riesgo*. Madrid: MINER, 1980, p. 3.
- CHARPENTIER, Francois. *Les Fonds de Pension*. París: Economica, 1996, 110 p.
- \_\_ *Retraites et Fonds de Pension. L'état de la question en France et à l'étranger*. 2<sup>a</sup> ed. París: Economica, 1997, 465 p.
- CLAVER CORTES, Enrique; GÓMEZ GRAS, José M<sup>a</sup>. “Promoción empresarial, capital riesgo y segundo mercado bursátil”. En, *AF*, 12-18 enero 1987, nº 3, p. 113-127.
- COMISIÓN EUROPEA. “Innovación = [tecnología + personas] + capital”. En, *Innovación & Transferencia de Tecnología*, noviembre 1999, nº 6, p. 6-7, 9.
- COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES. *Memoria anual CNMV 1997*. Madrid: CNMV, 1998, 81 p.
- \_\_ *Informe Anual 1998 sobre el desarrollo de sus actividades y la situación de los mercados financieros organizados, presentado a la Comisión de Economía, Comercio y Hacienda del Congreso de los Diputados*. Madrid: CNMV, 29 junio 1999, 34 p.
- \_\_ *Informe anual sobre los Mercados de Valores. 1998*. Madrid: CNMV, 1999, 114 p.
- \_\_ *Informe anual sobre los Mercados de Valores. 1999*. Madrid: CNMV, 2000, 364 p.
- \_\_ *Memoria 1999*. Madrid: CNMV, 2000, 105 p.
- CONFEDERACIÓN ESPAÑOLA DE ORGANIZACIONES EMPRESARIALES. “Inversiones en capital-riesgo. Una necesidad urgente”. En, *Informes y Estudios*, 1986, p. 17-26.
- \_\_ “Capital riesgo. Obstáculos legales y fiscales a su expansión”. En, *Informes y Estudios*, febrero-marzo 1986, p. 9-13.

- CONGRESO DE LOS DIPUTADOS. SECRETARÍA GENERAL. *Entidades de Capital-Riesgo y Sociedades gestoras. (Documentación preparada para la tramitación del Proyecto de Ley reguladora de las Entidades de Capital-Riesgo y de sus Sociedades gestoras).* (BOCG. Congreso de los Diputados. Serie A, núm. 115-1, de 19 de mayo de 1998). Madrid: Congreso de los Diputados, 1998, 557 p.
- CORTÉS, Luis Javier. *Póliza flotante y seguro en abono.* Bolonia: Publicaciones del Real Colegio de España, 1984, 236 p.
- DELGADO PLANÁS, Carlos. *Cómo complementar la pensión de jubilación a través de la empresa. La previsión empresarial en España.* Madrid: McGraw-Hill, 1999, 246 p.
- DELMÁS GONZÁLEZ, Francisco J. “Régimen fiscal de la titulación de activos”. En, *Crónica Tributaria*, 1999, nº 89, p. 37-52.
- DÍAZ MARTÍN, M<sup>a</sup>. del Carmen. “Factores determinantes de la innovación tecnológica para las empresas pequeñas”. En, *Cuadernos de Estudios Empresariales*, 1996, nº 6, p. 145-154.
- DÍAZ TASCÓN, Vidal. “La fundamentación de las políticas de apoyo a las pequeñas y medianas empresas”. En, *EI*, julio-agosto 1982, nº 223-224, p. 20-29.
- DIRECCIÓN GENERAL DE SEGUROS. *Informe 1999. Seguros y Fondos de Pensiones.* Madrid: Secretaría General Técnica. Centro de Publicaciones y Documentación del Ministerio de Economía y Hacienda, 2000, 334 p.
- DUQUE DOMÍNGUEZ, Justino F. “Notas delimitadoras y naturaleza jurídica de los Fondos de Pensiones”. En, SÁNCHEZ CALERO, Fernando (et al.). *Régimen jurídico de los planes y Fondos de Pensiones.* 2<sup>a</sup> ed. Madrid: Editorial Española de Seguros, 1989, p. 53-92.
- \_\_ “Las Mutualidades de Previsión Social”. En, AAVV. *Estudios y comentarios sobre la Ley de ordenación y supervisión de los seguros privados.* Madrid. MAPFRE, 1997, p. 197-223.
- EMBID IRUJO, José Miguel. “Aproximación al significado jurídico de las Sociedades y Fondos de Capital-Riesgo”. En, *RDBB*, abril-junio 1986, nº 22, año VI, p. 365-379.
- ERNST & YOUNG. *Los Fondos de Inversión y otras Instituciones de Inversión Colectiva. Aspectos legales, fiscales y contables.* Madrid: Ernst & Young, 1991, 173 p.
- ESCORSA, Pere. (Coord.). *La gestión de la empresa de alta tecnología.* Barcelona: Ariel, 1990, 284 p.
- ESEVERRI, Ernesto; MARTÍN PASCUAL, Clotilde. “El régimen fiscal de las sociedades y fondos de capital-riesgo”. En, *Perspectivas del Sistema Financiero*, 1999, nº 67, p. 55-67.
- EUROPEAN ASSOCIATION OF SECURITIES DEALERS. *Legal and Tax Issues arising from Cross Border Dealings on EASDAQ.* Bruselas: EASD, 38 p.
- EUROPEAN BUSINESS ANGELS SURVEY. *Report on the potential for business angels investment and networks in Europe.* Bruselas: Comisión Europea, febrero 1998.
- EUROPEAN COMMISSION. *Enterprises in Europe. Fourth Report.* Bruselas: Eurostat, 1996, p. 67-68.
- EUROPEAN VENTURE CAPITAL ASSOCIATION. *Priorities for private equity. Realising Europe’s entrepreneurial potential.* Bruselas: EVCA, abril 1998, 12 p.
- \_\_ *Private equity fund structures in Europe.* Bruselas: EVCA, julio 1999, 143 p.
- FERNÁNDEZ AGUADO, Javier. “Criterios de valoración en Instituciones de Inversión Colectiva”. En, *DN*, enero 1998, nº 88, año 9, p. 68-70.

- \_\_\_ “Orden de 17 de junio de 1999. Entidades de capital-riesgo y sociedades gestoras”. En, *DN*, octubre 1999, nº 109, año 10, p. 71-72.
- FERNÁNDEZ RAÑADA, Pedro A. “Instituciones de Inversión Colectiva”. En, *Papeles de Economía Española*, 1981, nº 9, p. 151-160.
- FLORNOY, Yves. “La problemática del mercado de capital-riesgo en las Bolsas de la C.E.E.”. En, AAVV. *La financiación capital-riesgo (venture capital) y el desarrollo de nuevas empresas*. Madrid, 3 y 4 abril 1984. Madrid: Instituto de Empresa, 1984, p. 37-42.
- FONT DE MORA SÁINZ, Pablo (et al.). *Planes de pensiones y exteriorización de los compromisos empresariales. Elementos económicos, jurídicos y tributarios*. Valencia: Tirant lo Blanch, 2000, 187 p.
- \_\_\_ *La inversión en previsión mediante planes de pensiones y otros instrumentos. Elementos económicos, jurídicos y tributarios y exteriorización de los compromisos empresariales*. Valencia: Tirant lo Blanch, 2000, 199 p.
- FUNDACIÓN COTEC. *El sistema español de innovación. Diagnósticos y recomendaciones. Libro Blanco*. Madrid: COTEC, diciembre 1998, 205 p.
- GALLEGO ANGULO, Felipe. “Instrumentos financieros comunitarios de apoyo a las PYME”. En, *EI*, mayo-junio 1990, nº 273, p. 69-79.
- GARCÍA CALLE, José Antonio. “Gestión de Instituciones de Inversión Colectiva, de Fondos de Pensiones y de carteras (I)”. En, *AF*, 26 julio-1 agosto 1993, nº 30, p. I-555-I-571.
- GARCÍA CORTÉS, Juan Carlos. “Real Decreto 926/1998, de 14 de mayo, por el que se regulan los Fondos de Titulización de Activos y las Sociedades gestoras de Fondos de Titulización”. En, *CD y Com.*, septiembre 1998, nº 26, p. 207-209.
- GARCÍA COTO, Domingo J. “La Bolsa española: ¿Año 1 de una nueva etapa?”. En, *AF*, 1º trimestre 1997, nº monográfico, p. 21-41.
- GARCÍA DÍAZ, Iluminada. *Los Fondos de Inversión en el Mercado Financiero*. Madrid: Biblioteca Universitaria de Economía. Guadiana de Publicaciones, 1970, 247 p.
- GARCÍA ECHEVARRÍA, Santiago. “Capital riesgo en la empresa española. Exigencias para un programa financiero”. En, *ICE*, julio 1984, nº 611, p. 95-107.
- \_\_\_ “Configuración del capital-riesgo en la Economía española”. En, *Esic-Market*, enero-marzo 1985, p. 197-215.
- GARCÍA FERNÁNDEZ, E. “Management buy-out”. En, *Dirección y Progreso*, mayo-junio 1987, nº 93, p. 51-54.
- GARCÍA GALLARDO, Ramón. “Política comunitaria financiera. Informe de la Comisión Europea sobre la aplicación del Plan de Acción para los Servicios Financieros”. En, *DN*, diciembre 2000, nº 123, año 11, p. 41-44.
- GARCÍA MARTÍN, Vicente; FERNÁNDEZ GÁMEZ, Manuel Ángel. *Rentabilidad y productividad de entidades aseguradoras*. Documento de Trabajo. Madrid: Fundación MAPFRE Estudios. Cuadernos de la Fundación, julio 1994, nº 22, 161 p.
- GARCÍA MINGO, Ángel. “El capital inversión como alternativa de financiación para una compañía en proceso de expansión”. En, BENJUMEA CABEZA DE VACA, Javier. (Dir.). *El capital riesgo - capital inversión: una oportunidad para la empresa española*. Madrid: Fundación General de la Universidad Complutense. San Lorenzo de El Escorial, 18-19 julio 2000.

- GARCÍA DE QUEVEDO RUIZ, José Carlos. "El ahorro privado en previsión social. Situación actual y perspectivas". En, *ICE. Boletín Económico*, 7-13 junio 1999, nº 2619, p. 7-19.
- GARCÍA DE QUEVEDO RUIZ, José Carlos; PLAZA SALAZAR, José Ramón. "Los regímenes privados de previsión social en el contexto de la Unión Europea". En, *ICE. Boletín Económico*, 27 septiembre-3 octubre 1999, nº 2629, p. 43-60.
- GARRIDO, José M<sup>a</sup>. "Tácticas defensivas frente a ofertas de adquisición hostiles: la experiencia anglosajona". En, *RDBB*, abril-junio 1992, nº 42, año XI, p. 355-384.
- GARRIGUES & ANDERSEN. *La previsión social complementaria en España. La empresa ante la exteriorización de los compromisos por pensiones*. Madrid: Grupo Santander Central Hispano, 2001, 357 p.
- GASPARI, Giorgio Aloisio DE: "La experiencia de la Bolsa de Milán en el mercado de capital-riesgo". En, AAVV. *La financiación capital-riesgo (venture capital) y el desarrollo de nuevas empresas*. Madrid, 3 y 4 abril 1984. Madrid: Instituto de Empresa, 1984, p. 23-35.
- GASTON, Robert J. *Finding private venture capital for your firm: a complete guide*. John Wiley & Sons, 1989, 260 p.
- GEOFFRON, Patrice. *Le processus de formation d'une innovation financiere: le capital risque. Un analyse comparative des modèles américain et francais*. Tesis Doctoral. Universidad Paris XIII. U.F.R. de Ciencias Económicas y de Gestión, enero 1990, 418 p.
- \_\_ "Le financement des PME innovatrices: l'exemple américain". En, *Revue Francaise de Gestion*, junio-julio-agosto 1991, nº 84, p. 129-139.
- \_\_ GLADSTONE, David. *Venture capital investing the complete handbook for investing in small private business for outstanding profits*. New Jersey: Prentice Hall, 1988, 400 p.
- GLORIA, Carmen; PÉREZ, Francisco; PÉREZ MONTEVERDE, M<sup>a</sup>. Victoria. "Las provisiones técnicas: problemática de su conversión en moneda extranjera". En, *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, julio-septiembre 1999, nº 101, vol. XXVIII, p. 775-791.
- GÓMEZ GRAS, José M<sup>a</sup>. *Análisis del "Venture Capital" como fuente especial de financiación de las PYME*. Tesis Doctoral. Universidad de Alicante. Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales, septiembre 1985, 510 p.
- GÓMEZ PORRÚA, Juan Manuel. "Orden de 17 de junio de 1999. Entidades de Capital-Riesgo y sus Sociedades gestoras". En, *DN*, julio-agosto 1999, nº 106-107, año 10, p. 40-42.
- GONZÁLEZ, José Ignacio. "Pequeñas y medianas empresas de distribución. Mecanismos de financiación". En, *Distribución y Consumo*, agosto-septiembre 1994, p. 37-43.
- GONZÁLEZ DE FRUTOS, Pilar. "Clausura". En, NAVAS OLÓRIZ, Javier; FERNÁNDEZ VALBUENA, Santiago. *Beneficios sociales, fidelización y formas de retribución flexibles. Una estrategia para retener el talento*. Málaga: Fundación General Universidad de Málaga, 4-8 marzo 2002.
- GONZÁLEZ ROMERO, Arturo. "PYMES de alto crecimiento: características y estrategias". En, MÉNDEZ ÁLVAREZ, José. (Dir.). *PYMES: problemática global, financiera y fiscal*. Madrid: Fundación General de la Universidad Complutense. San Lorenzo de El Escorial, 21-25 julio 1997.
- GONZÁLEZ-CATALA, Vicente T. "Aspectos financieros-actuariales de los Fondos de Pensiones". En, *RSS*, octubre-diciembre 1984, nº 24, p. 95-106.

- GONZALO GONZÁLEZ, Bernardo. “Pensiones públicas y Fondos de Pensiones”. En, MARTÍNEZ LAFUENTE, Antonio. (Dir.). *Estudio sobre planes y Fondos de Pensiones*. Barcelona: Ariel, septiembre 1989, p. 240-263.
- GUTTIAN FENÁNDEZ DE CÓRDOBA, Rafael. “Financiación de PYMES: el proceso de creación de los “angels markets” en Estados Unidos”. En, *AF*, 29 noviembre-5 diciembre 1993, nº 44, p. I-991-I-996.
- GUMBAU ALBERT, Mercedes. “Los determinantes de la innovación: el tamaño de la empresa”. En, *ICE*, febrero 1994, nº 726, p. 117-127.
- GUTIERREZ UGALDE, Gabriel. “Soluciones financieras para los problemas de sucesión de las empresas familiares”. En, MÉNDEZ ÁLVAREZ, José. (Dir.). *PYMES: problemática global, financiera y fiscal*. Madrid: Fundación General de la Universidad Complutense. San Lorenzo de El Escorial, 21-25 julio 1997.
- GUZMÁN RODRÍGUEZ, Julio. “Políticas públicas de apoyo a la innovación tecnológica”. En, *Política Científica*, noviembre 1997, nº 47, p. 7-12.
- HERCE SAN MIGUEL, José Antonio. “Sistemas complementarios de pensiones”. En, CARPIO GARCÍA, Maximino. (Dir.). *El sistema de pensiones, una reforma sin fin*. Madrid: PricewaterhouseCoopers, 2000, p. 145-173.
- \_\_ “La reforma de las pensiones en España: aspectos analíticos y aplicados”. En, *Boletín Círculo de Empresarios*, abril 2001, nº 66, p. 89-132.
- \_\_ “La privatización de las pensiones en España”. En, *Boletín Círculo de Empresarios*, abril 2001, nº 66, p. 465-486.
- HERNANDO DE LARRAMENDI, Ignacio. “Capital-riesgo y seguro”. En, *Esic-Market*, enero-marzo 1985, p. 123-131.
- HIERRO ANIBARRO, Santiago. “La Asociación Nacional de Intermediarios de Activos Financieros (NASD) y el Mercado NASDAQ”. En, *RDBB*, julio-septiembre 2000, nº 79, año XIX, p. 93-147.
- \_\_ *El Nuevo Mercado de valores tecnológicos*. Madrid: Civitas, 2001, 381 p.
- HOULDER, Vanessa. “The high-technology sector. New funds focus on IT companies”. En, *Financial Times*, 10 octubre 1997, p. 5 (Sección *Financial Times Survey*).
- HUERTA DE SOTO, Jesús. “Régimen financiero de los planes de pensiones”. En, MARTÍNEZ LAFUENTE, Antonio. (Dir.). *Estudio sobre planes y Fondos de Pensiones*. Barcelona: Ariel, septiembre 1989, p. 169-187.
- HUNSDIEK, Detlef; KOKALJ, Ljuba. “Superación de la escasez de capital-riesgo. Propuestas para mejorar la dotación con capital-riesgo”. En, *Esic-Market*, enero-marzo 1985, nº 43, p. 31-57.
- IBÁÑEZ, Francisco; ESPONA, Antonio. *Planes y Fondos de Pensiones*. Barcelona: Tibidabo Económica, febrero 1989, 237 p.
- ICEA. “Unit linked” y otras alternativas de inversión en seguros de vida. Vol. II. El seguro “unit linked”: una visión técnica. Madrid: ICEA; Estrellas Seguros, 2001, 63 p.
- ICEA. “Unit linked” y otras alternativas de inversión en seguros de vida. Vol. IV. El seguro “unit linked”: enfoque fiscal. Madrid: ICEA; Estrellas Seguros, 2001, 64 p.
- IGLESIAS PRADA, Juan Luis. “Aproximación al estudio de las Sociedades de Capital-Riesgo”. En, ALONSO UREBA, Alberto; BONARDELL LENZANO, Rafael; GARCÍA VILLAVERDE, Rafael (Coord.). *Nuevas entidades, figuras contractuales y garantías en el*



- Mercado Financiero*. Madrid: Civitas; Consejo General de los Colegios Oficiales de Corredores de Comercio, 1990, p. 69-91.
- ILLESCAS ORTIZ, Rafael. *El seguro colectivo o de grupo*. Sevilla: Cámara Oficial de Comercio, Industria y Navegación nº 2, 1975, 179 p.
  - \_\_ “Prólogos”. En, ILLESCAS ORTIZ, Rafael; MORILLAS JARILLO, M<sup>a</sup>. José. *Código de Seguros*. 5<sup>a</sup> ed. Madrid: Tecnos, p. 23-41.
  - INITIATIVE EUROPE LIMITED. *Europe Buyout Review 2000*. 11<sup>a</sup> ed. Reino Unido: Initiative Europe Limited; Private.equity.research.unit, 2000, 33 p.
  - \_\_ *Southern Europe insight. Regional private equity overview*. Reino Unido: Initiative Europe Limited, junio 2000, 27 p.
  - IVÁÑEZ GIMENO, José María. “Financiación pública de programas de innovación para la PYME”. En, *El*, mayo-junio 1990, nº 273, p. 31-38.
  - KAUFFMAN, G. G. *Money the Financial System and Economy*. Chicago-Londres, 1973, p. 59-60.
  - KIDWELL, D. S.; PETERSON, R. L. *Financial institutions, market and money*. 4<sup>a</sup> ed. Chicago-Tokyo, 1990, p. 51.
  - KLEIN, William A.; COFFEE, John C. JR. *Business organization and finance. Legal and Economic principles*. 6<sup>a</sup> ed. Nueva York: The Foundation Press, 1996, 422 p.
  - KOLOSKI MORRIS, Jane. “Stand der venture capital finanzierung: USA”. En, AAVV. *Internationales venture capital: proceedings “Fair Genes”*. Köln 1988. Colonia: Deutscher Wirtschaftsdienst, 1989, p. 29-51.
  - LA CASA GARCÍA, Rafael. *Los Fondos de Pensiones*. Madrid: Marcial Pons, 1997, 562 p.
  - “La modernisation des marchés financier”. En, *Les Cahiers Francais*, julio-septiembre 1988, p. 19 y ss.
  - LACHMANN, Jean. *Le seed capital: une nouvelle forme de capital-risque*. París: Economica, 1992, 137 p.
  - \_\_ *Le financement des stratégies de l’innovation*. París: Economica, 1993, 258 p.
  - LANGLE Y RUBIO, Emilio. “Problemas jurídicos de las asociaciones en participación”. En, *AAMN*. Madrid: Editoriales de Derecho Reunidas, 1947, p. 197-229.
  - LEBAS, Patricia. “L’avenir du capital-risque en Europe”. En, *Revue Francaise de Gestion*, noviembre-diciembre 1984, nº 49, p. 95-105.
  - LEIBOWITZ, Martin L., HENRICKSSON, Roy D. “Portfolio optimization within a surplus framework”. En, *Financial Analysts Journal*, marzo-abril 1988.
  - LLUCH SANZ, Camilo. “Los Fondos de Pensiones en el Sistema Financiero”. En, MARTÍNEZ LAFUENTE, Antonio. (Dir.). *Estudio sobre planes y Fondos de Pensiones*. Barcelona: Ariel, septiembre 1989, p. 417-439.
  - LOIZAGA VIGURI, José María. “Introducción al “buy-out””. En, *Dirección y Progreso*, noviembre-diciembre 1988, nº 102, p. 59-61.
  - LÓPEZ LÓPEZ, Antonio; VEGANZONES, José. “Fondos de Pensiones”. En, *Papeles de Economía Española*, 1982, nº 12-13, p. 287-296.
  - LÓPEZ PASCUAL, Joaquín; RODRÍGUEZ DE PRADO, Francisco. “Modificaciones en el régimen fiscal de los incrementos de patrimonio a partir de la entrada en vigor del RD-L 7/1996 y su incidencia sobre la rentabilidad financiero-fiscal de los partícipes de Fondos de

- Inversión". En, *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, octubre-diciembre 1998, nº 97, vol. XXVII, p. 913-950.
- MADRID PARRA, Agustín. "Instituciones de inversión y financiación colectiva". En, JIMÉNEZ SÁNCHEZ, Guillermo Jesús. (Coord). *Derecho Mercantil*. 4ª ed. T. I. Barcelona: Ariel, septiembre 1997, p. 425-440.
  - \_\_\_ "Aspectos jurídicos del capital-riesgo". En, *Perspectivas del Sistema Financiero*, 1999, nº 67, p. 69-110.
  - MANSILLA, Félix. "Fondos de Pensiones y seguro". En, SÁNCHEZ CALERO, Fernando (et al.). *Régimen jurídico de los planes y Fondos de Pensiones*. 2ª ed. Madrid: Editorial Española de Seguros, 1989, p. 159-200.
  - MANZANO MARTOS, Alberto. *La legislación española de seguros y su adaptación a la normativa comunitaria*. Documento de Trabajo. Madrid: Fundación MAPFRE Estudios. Cuadernos de la Fundación, noviembre 1993, nº 16, 92 p.
  - MANZANO MARTOS, Alberto; FERNÁNDEZ PALACIOS, Juan. *La nueva regulación de las provisiones técnicas en la Directiva de Cuentas de la C.E.E. Provisiones técnicas de seguros de vida en las Directivas comunitarias*. Documento de Trabajo. Madrid: Fundación MAPFRE Estudios. Cuadernos de la Fundación, julio 1994, nº 21, 65 p.
  - MARTÍ PELLÓN, José. *El capital riesgo ("Venture Capital"). Un análisis conceptual y formal aplicado a España y a los principales países industrializados*. Tesis Doctoral. Universidad Complutense de Madrid, 1987, 477 p.
  - \_\_\_ "La oferta de capital riesgo (venture capital) en España en 1986". En, *ICE*, noviembre 1987, nº 651, p. 81-108.
  - \_\_\_ *El Capital Riesgo en España. 1993*. Madrid: IMPI, mayo 1993, 174 p.
  - \_\_\_ "La capitalización de PMES mediante capital riesgo: problemas existentes y propuestas para su consolidación en España". En, *EI*, noviembre-diciembre 1993, nº 294, p. 93-110.
  - \_\_\_ "El capital riesgo y las pequeñas y medianas empresas". En, *Papeles de Economía Española*, 1995, nº 65, p. 252-256.
  - \_\_\_ "Capital riesgo: una denominación equívoca". En, *Boletín de Estudios Económicos*, diciembre 1995, nº 156, vol. L, p. 469-485.
  - \_\_\_ *La inversión en capital de las PYME en España. 1995. (Capital Riesgo y Capital Desarrollo)*. Madrid: IMPI, mayo 1996, 213 p.
  - \_\_\_ *Capital riesgo y capital desarrollo*. Madrid, 1997, 83 p. s.e. (texto mecanografiado cedido por el autor).
  - \_\_\_ *El capital inversión en España 1996*. Madrid: Civitas, 1997, 215 p.
  - \_\_\_ "Financiación con recursos propios. Capital Riesgo (Venture Capital)". En, MÉNDEZ ÁLVAREZ, José. (Dir.). *PYMES: problemática global, financiera y fiscal*. Madrid: Fundación General de la Universidad Complutense. San Lorenzo de El Escorial, 21-25 julio 1997.
  - \_\_\_ "Pasado, presente y futuro del capital-riesgo en España". En, *Perspectivas del Sistema Financiero*, 1999, nº 67, p. 21-36.
  - \_\_\_ *El Capital Inversión en España, 1999 (Capital Riesgo y Capital Desarrollo)*. Madrid: Civitas; Mercapital; Ascri, 2000, 215 p.
  - \_\_\_ *Notas técnicas sobre capital riesgo*. Madrid, 2000, 88 p. s.e. (texto mecanografiado cedido por el autor).

- \_\_\_ “Presente y futuro del capital inversión en España”. En, BENJUMEA CABEZA DE VACA, Javier. (Dir.). *El capital riesgo - capital inversión: una oportunidad para la empresa española*. Madrid: Fundación General de la Universidad Complutense. San Lorenzo de El Escorial, 18-19 julio 2000.
- \_\_\_ *Private equity in Spain. 2001 Update*. Madrid, 2001, 19 p.
- MARTÍN BERNAL, José Manuel. *Seguridad Social, Fondos y Planes de Pensiones y mutualidades de previsión social. (Ley 30/1995 de 8 de noviembre)*. Madrid: Dykinson, 1997, 244 p.
- MARTÍN MENDOZA, José Luis. *El capital-riesgo. Un sistema innovador de financiación*. Barcelona: Fausí, 1988, 191 p.
- MARTÍN RODRÍGUEZ, Manuel; SÁEZ FERNÁNDEZ, Francisco Javier. “El apoyo al capital-riesgo en la política empresarial de la Unión Europea”. En, *Perspectivas del Sistema Financiero*, 1999, nº 67, p. 37-53.
- MARTÍNEZ PRADO, Ramiro. “Previsiones en materia de inversión colectiva”. En, *Dirección y Progreso*, noviembre-diciembre 1998, nº 162, p. 68-73.
- MASCAREÑAS PÉREZ-ÍÑIGO, Juan. “La compra con apalancamiento (Leveraged buy-out)”. En, *AF*, marzo-abril 1989, nº 13, p. 919-948.
- \_\_\_ *Fusiones y adquisiciones de empresas*. 3ª ed. Madrid: McGraw-Hill, 2000, 438 p.
- MASON, Colin; HARRISON, Richard. “Stimulating “Business Angels””. En, OCDE. *Venture Capital and Innovation*. París: OCDE, 1996, p. 51-76.
- Mateo, Alfonso. “El fenómeno de los unit linked”. En, *Economistas*, marzo 2001, nº 87, p. 174-177.
- MEDINA FERNÁNDEZ, Enrique. “Consideración y aspectos legales del capital-riesgo en España”. En, *EI*, marzo-abril 1988, nº 260, p. 113-121.
- MICHAVILA NÚÑEZ, José María. “Naturaleza y tipología de los planes de pensiones”. En, MARTÍNEZ LAFUENTE, Antonio. (Dir.). *Estudio sobre planes y Fondos de Pensiones*. Barcelona: Ariel, septiembre 1989, p. 51-67.
- MÍNGUEZ PRIETO, Rafael. “La nueva regulación de la titulización de activos”. En, *Perspectivas del Sistema Financiero*, 1998, nº 62, p. 63-67.
- \_\_\_ “Novedades normativas en materia de Entidades de Capital Riesgo”. En, *AF*, junio 1998, nº 6, año III, p. 3-8.
- \_\_\_ “El nuevo marco legislativo en la titulización de activos”. En, *AF*, tercer trimestre 1998, año III, p. 17-24.
- MIRANDA SALAS, Eduardo. *Análisis del sistema de Fondos de Pensiones: perspectivas e interrogantes*. Santiago: Editorial Jurídica de Chile, 1997, 165 p.
- MOLGA, P. “Les business angels donnent des ailes au capital-risque”. En, *Les Echos*, 24 octubre 1990.
- MONTLLOR I SERRATS, Joan; TARRAZÓN RODÓN, Mª. Antonia. “Planes de pensiones, ahorro y Mercado de Capitales”. En, *Perspectivas del Sistema Financiero*, 1996, nº 56, p. 34-52.
- \_\_\_ *La inversión de los Fondos de Pensiones: comparación del caso español y la situación internacional*. Documento de Trabajo. Madrid: Fundación de las Cajas de Ahorro Confederadas para la Investigación Económica y Social, 1999, nº 151, 83 p.

- MORENO ROYES, Francisco; SANTIDRIÁN ALEGRE, Jesús; FERRANDO PIÑOL, Alberto. *Los planes y Fondos de Pensiones: comentario al reglamento*. Madrid: Ciencias de la Dirección, 1988, 318 p.
- MORTIER, Denis. "Une nouvelle donne pour les marchés d'actions". En, *Banque*, enero 1996, nº 566, p. 26-29.
- MULLERAT, Ramón. "'Management and leveraged buy-out'". (Adquisición de sociedades por sus propios directivos). Aspectos jurídicos". En, *Revista Jurídica de Catalunya*, 1991-2, p. 337-357.
- MUKHERJEE, Sougata; MULLINS, Robert. "SBA loan program back on track". En, *Business Journal Serving Greater Milwaukee*, 14 marzo 1997, 2 p.
- MURPHY, Shelby L. "Need funding? Look for angels, banks and factoring". En, *Austin Business Journal*, 18 abril 1997, vol. 17, p. 25-26.
- NATIONAL ASSOCIATION OF SECURITIES DEALERS. *NASD Compliance check-list*. Washington: NASD, diciembre 1992, 24 p.
- \_\_ *Securities regulation in the United States*. 3ª ed. Washington: NASD, 1996, 74 p.
- \_\_ *NASD 1997*. Washington: NASD, 1998, 64 p.
- NATIONAL ASSOCIATION OF SECURITIES DEALERS AUTOMATED QUOTATION. *The NASDAQ Stock Market 1997 Fact Book*. Washington: NASDAQ, 1997, 58 p.
- NATIONAL ASSOCIATION OF SECURITIES DEALERS AUTOMATED QUOTATION EUROPE. *Introducing NASDAQ Europe*. Bruselas: NASDAQ Europe, 2001, 22 p.
- NAVARRO, Vincenc. "¿Existe una "Nueva Economía"?". En, *Sistema*, noviembre 2000, nº 159, p. 29-51.
- NÚÑEZ LOZANO, Mª. Carmen. *Ordenación y supervisión de los seguros privados*. Madrid: Marcial Pons, 1998, 333 p.
- OCDE. *Venture Capital and Innovation*. París: OCDE, 1996, 118 p.
- \_\_ "Main changes in the financial structure of the Euro-zone since the introduction of the euro". En, *Financial Market Trends*, junio 2000, nº 76, p. 109-127.
- \_\_ "Principales cambios en la estructura financiera de la Eurozona desde la introducción del euro". En, *Perspectivas del Sistema Financiero*, 2000, nº 70, p. 137-150.
- OCÓN ESCUDERO, José Luis. *La estructura financiera de las entidades de seguros, S.A.* Documento de Trabajo. Madrid: Fundación MAPFRE Estudios Cuadernos de la Fundación, enero 2000, nº 52, 143 p.
- OLIVER ALFONSO, María Dolores; PALACÍN SÁNCHEZ, María José; TORRE GALLEGOS, Antonio DE LA. "Perspectivas futuras de los Fondos de Pensiones en España". En, *AF*, noviembre 1997, nº 11, año II, p. 73-83.
- OLLER ARIÑO, José Luis; SEGURA RODA, Federico. "Una visión liberal de las pensiones". En, *Papeles de Economía Española*, 1982, nº 12-13, p. 307-316.
- PAMPILLÓN OLMEDO, Rafael; UXÓ GONZÁLEZ, Jorge. "Tecnología y competitividad en España". En, *Estudios Económicos*, 1997, nº 142, p. 269-288.
- PIESCHACÓN VELASCO, Camilo. "Los Fondos de Pensiones y el ahorro nacional". En, MARTÍNEZ LAFUENTE, Antonio. (Dir.). *Estudios sobre planes y Fondos de Pensiones*. Barcelona: Ariel, septiembre 1989, p. 440 y ss.

- POVEDA DÍAZ, Adolfo: “Los sistemas complementarios de pensiones: marco internacional y su regulación en España”. En, *ICE*, febrero-marzo 1986, nº 630-631, p. 87-97.
- PRADAS MONTILLA, Ricardo. “Planes y Fondos de Pensiones: evolución de su normativa reguladora”. En, *Documentación Laboral*, 1999, nº 59, vol. II, p. 5-25.
- PRATT, S. *Guide to venture capital sources*. Capital Publishing Corp., Welleslet, Mass, 1981.
- PRICE, Christopher. “Early-stage investing across Europe. Fresh interest in technology funds”. En, *Financial Times*, 10 octubre 1997, p. 4 (Sección *Financial Times Survey*).
- PUERTA, Manuel DE LA; OLMEDILLA, Pedro. “Instituciones de Inversión Colectiva. Aspectos fiscales y obligaciones de información”. En, *AF*, 2º trimestre 1999, nº monográfico 2/99, año IV, p. 23-37.
- PULGAR EZQUERRA, Juana. *La naturaleza jurídica de los Fondos de Inversión Mobiliaria*. Madrid: Marcial Pons, 2001, 247 p.
- QUEISSER, Monika. “Regulación y supervisión de los Fondos de Pensiones: principios y prácticas”. En, *Revista Internacional de Seguridad Social*, 1998, nº 2, vol. 51, p. 45-65.
- RABADÁN FORNIES, Mariano. “Comentarios a la Ley y al Reglamento de planes y Fondos de Pensiones”. En, MARTÍNEZ LAFUENTE, Antonio. (Dir.). *Estudio sobre planes y Fondos de Pensiones*. Barcelona: Ariel, septiembre 1989, p. 39-46.
- RAMÍREZ MEDINA, Eduardo. “Fiscalidad de los sistemas de previsión social empresarial”. En, *Perspectivas del Sistema Financiero*, 1996, nº 56, p. 66-82.
- RIDING, A. (et al.). *Informal investors in Canada: the identification of salient characteristics*. Ottawa: Carleton University, 1993.
- RIPERT, Georges; ROBLOT, René. *Traité de Droit Commercial*. 16ª ed. T. I. París: Librairie Générale de Droit et de Jurisprudence, 1996, 1300 p.
- RIVERO, José Mª. DEL. “Innovación tecnológica y P.M.E.”. En, *EI*, julio-agosto 1982, nº 223-224, p. 40-44.
- RUIZ ECHAURI, Joaquín. “Tratamiento legal y fiscal de las modernas formas de retribución a directivos”. En, NAVAS OLÓRIZ, Javier; FERNÁNDEZ VALBUENA, Santiago. *Beneficios sociales, fidelización y formas de retribución flexibles. Una estrategia para retener el talento*. Málaga: Fundación General de la Universidad de Málaga, 4-8 marzo 2002.
- SANZ ARNAL, Ernesto. “Sistemas de previsión social complementaria”. En, *Perspectivas del Sistema Financiero*, 1996, nº 56, p. 53-65.
- SÁNCHEZ CALERO, Fernando. *Curso de Derecho del seguro privado*. I. Introducción. Estatuto del empresario del seguro privado y el de sus colaboradores. Bilbao, 1961, 342 p.
- \_\_\_. “Delimitación y notas características de los planes de pensiones”. En, SÁNCHEZ CALERO, Fernando (et al.). *Régimen jurídico de los planes y Fondos de Pensiones*. 2ª ed. Madrid: Editorial Española de Seguros, 1989, p. 13-34.
- SAPHIRO, Daniel. “La razón moral de la privatización de la Seguridad Social”. En, *Boletín Círculo de Empresarios*, abril 2001, nº 66, p. 21-44.
- SARACHO, E. “Management buy-out: aspectos financieros”. En, *Dirección y Progreso*, mayo-junio 1987, nº 93, p. 57-59.
- SCHEIFLER, Mª. Antonia. (Coord.). *Los parques científicos. Principales experiencias internacionales*. Madrid: Civitas, 1994, 270 p.

- SCHUMPETER, Joseph Alois. *The theory of economic development: An inquiry into profits, capital, credit, interest and the business cycle*. Cambridge: Harvard University Press, 1934.
- \_\_ *Capitalism, socialism and democracy*. 6ª ed. Londres: Counterpoint, 1987, 436 p.
- SCHÜSLER, Helmut. "Selecting venture capitalists as strategic partners". En, *EVCA Yearbook*. Bélgica: KPMG; EVCA, 1993, p. 31-34.
- SINGER, John. "Stand der Venture Capital finanzierung: Grossbritannien". En, AAVV. *Internationales venture capital. Proceedings "Fair Genes" Köln 1988*. Colonia: Deutscher Wirtschaftsdienst, 1989, p. 53-78.
- SNYDER, Arthur F. F. "The venture capital process-sailing uncharted waters". En, *Bankers Monthly Magazine*, 15 mayo 1970, p. 21-22, 36, 41, 50.
- SOLER MOVILLA, Mª. Ángeles. "EASDAQ y Euro-NM: Mercados paneuropeos para PYMES". En, *AF*, enero 1999, nº 1, año IV, p. 41-60.
- SOTELO NAVALTROPO, Justo. *El capital-riesgo (venture capital) en el contexto de la política económica frente a la crisis industrial en España*. Tesis Doctoral. Universidad Complutense de Madrid. Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales, 1988, 759 p.
- STARZYNSKY, Bob. "NASDAQ may drop Essex from Smallcap Market". En, *Washington Business Journal*, 30 marzo 1997, vol. 16, p. 17.
- SUBDIRECCIÓN GENERAL DE PLANES Y FONDOS DE PENSIONES. "Instrumentación de los compromisos por pensiones de las empresas españolas. Situación actual y perspectivas". En, *ICE. Boletín Económico*, 8-14 febrero 1999, nº 2606, p. 7-17.
- TAPIA HERMIDA, Alberto Javier. "La Orden de 20 de diciembre de 1990 de desarrollo parcial del nuevo Reglamento de las Instituciones de Inversión Colectiva". En, *RDBB*, octubre-diciembre 1990, nº 40, año X, p. 998-1000.
- \_\_ "Propuesta de Directiva del Consejo de la CEE relativa a los Fondos de Pensiones". En, *RDBB*, 1992, nº 46, año XI, p. 572-574.
- \_\_ "Deberes y responsabilidades de los sujetos intervinientes en los planes y Fondos de Pensiones". En, *Revista Española de Seguros*, abril-junio 1997, nº 90, p. 71-127.
- \_\_ "Habilitación de la CNMV en materia de Instituciones de Inversión Colectiva: la Orden de 3 de noviembre de 1997". En, *RDBB*, octubre-diciembre 1997, nº 68, año XVI, p. 1393-1394.
- \_\_ *Sociedades y Fondos de Inversión y Fondos de Titulización*. Madrid: Dykinson, 1998, 327 p.
- \_\_ "Novedades en la regulación de las Instituciones de Inversión Colectiva: las Circulares 4 y 5 de 1997 de la CNMV". En, *RDBB*, enero-marzo 1998, nº 69, año XVII, p. 294-297.
- \_\_ "La gestión de los Fondos de Pensiones (un análisis jurídico)". En, *RDBB*, abril-junio 1998, nº 30, año VIII, p. 375-428.
- \_\_ "La contratación de la administración y el depósito de los activos financieros extranjeros de los Fondos de Pensiones". En, *RDBB*, octubre-diciembre 1998, nº 72, año XVIII, p. 1209-1214.
- \_\_ "Habilitación normativa a la CNMV sobre Entidades de Capital-Riesgo: la Orden de 17 de junio de 1999". En, *RDBB*, julio-septiembre 1999, nº 75, año XVIII, p. 281-282.
- TÁPIES LLORET, Josep. *Management buy out*. Madrid: McGraw-Hill, 2000, 200 p.

- TEJTEL, Marc. “Analyse du risque de l’entreprise innovatrice, les enseignements de l’expérience américaine”. En, *Revue Francaise de Gestion*, enero-febrero 1981, nº 29, p. 6-17.
- TIRADO SUÁREZ, Francisco Javier. “La legislación sobre planes y Fondos de Pensiones y la actividad aseguradora”. En, MARTÍNEZ LAFUENTE, Antonio. (Dir.). *Estudios sobre planes y Fondos de Pensiones*. Barcelona: Ariel, septiembre 1989, p. 135-153.
- \_\_ “Posición jurídica de los promotores, partícipes y beneficiarios”. En, SÁNCHEZ CALERO, Fernando (et al.). *Régimen jurídico de los planes y Fondos de Pensiones*. 2ª ed. Madrid: Editorial Española de Seguros, 1989, p. 93-110.
- TRIGO DE AIZPURU, Miguel Ángel. “Las ventajas del Capital Inversión”. En, BENJUMEA CABEZA DE VACA, Javier. (Dir.). *El capital riesgo - capital inversión: una oportunidad para la empresa española*. Madrid: Fundación General de la Universidad Complutense de Madrid. San Lorenzo de El Escorial, 18-19 julio 2000.
- \_\_ “La financiación de las PYMES y las Sociedades de Capital Riesgo”. En, GÓMEZ CASTAÑEDA, Juan. *Economía y sector público en el umbral del Siglo XXI*. Málaga: Universidad General de la Universidad de Málaga, 4-8 marzo 2002.
- TUSQUETS TRIAS DE BES, Francisco. *La remuneración de los administradores de las sociedades mercantiles de capital*. Madrid: Civitas, 1998, 360 p.
- URÍA MERUÉNDANO, Rodrigo. “La problemática de los contratos de capital-riesgo en España”. En, AAVV. *La financiación de capital-riesgo (Venture Capital) y el desarrollo de nuevas empresas. Madrid 3 y 4 abril 1984*. Madrid: Instituto de Empresa, 1984, p. 83-96.
- URRACA RUIZ, Ana. “I+D y recursos alternativos a la innovación en la industria española”. En, *EI*, 1998, nº 319, p. 91-104.
- UTHOFF, Andras. “Reformas a los sistemas de pensiones, mercado de capitales y ahorro”. En, *Revista de la CEPAL*, diciembre 1997, nº 63, p. 29-49.
- VACHON, M. “Venture Capital reborn”. En, *Venture Capital Journal*, enero 1993.
- VAUPLANE, Hubert DE; BORNET, Jean-Pierre. *Droit de la Bourse*. París: Librairie de la Cour de Cassation, 1994, 393 p.
- VEGARA, Josep María. “Les bases conceptuales de la innovació tecnologica”. En, *Quaderns de Tecnologia*, abril 1990, nº 1, p. 18-27.
- VENDRELL VILANOVA, Anna. “Un nuevo impulso para la actividad de capital riesgo”. En, *AF*, abril 1999, nº 4, año IV, p. 3-13.
- VERA SANTANA, Francisco Luis DE. “Los Fondos de Inversión”. En, *Economistas*, 1998, nº 77, año XVI, p. 170-179.
- \_\_ “Nuevos Mercados bursátiles, empresas de internet y capital riesgo”. En, *Perspectivas del Sistema Financiero*, 2000, nº 70, p. 87-106.
- VERDERA Y TUELLS, Evelio. “Del contrato a la empresa de seguros: una peculiar evolución hacia una normativa básica de las entidades de seguros”. En, VERDERA Y TUELLS, Evelio (ed.). *Comentarios a la Ley de ordenación del seguro privado*. T.I. Madrid: Colegio Universitario de Estudios Financieros. Consejo Superior Bancario, 1988, p. 19-56.
- VÉRGEZ, Mercedes. “Los contratos de gestión y depósito de Fondos de Pensiones”. En, SÁNCHEZ CALERO, Fernando (et al.). *Régimen jurídico de los planes y Fondos de Pensiones*. 2ª ed. Madrid: Editorial Española de Seguros, 1989, p. 111-124.

- VICENTE MERINO, Ana. "Aspectos financieros-actuariales de las Mutualidades de Previsión Social". En, *RSS*, octubre-diciembre 1984, nº 24, p. 81-94.
- VOLARICH, Maria A. "Easing the regulation of a pan-European securities market: Applying the recommendations of the Rudman report to EASDAQ". En, *Fordham International Law Journal*, 1996, nº 19, p. 2330-2280.
- WALL, John; SMITH, Julian. *Better exits*. Bruselas: EVCA, 1998, 24 p.
- WALMSLEY, Julian; SCOTT-QUINN, Brian. "Evolución probable de los mercados europeos de capitales en el marco de la Unión Monetaria Europea". En, *Perspectivas del Sistema Financiero*, 2000, nº 70, p. 1-56.
- WETZEL, William. "Angel money". En, *Whole Earth Review*, otoño 1990, nº 68, p. 78-79.
- ZAHERA, Manuel. "Las PYMES españolas y la innovación". En, *Harvard Deusto Business Review*, septiembre-octubre 1996, nº 74, p. 62-66.
- ZOIDO MARTÍNEZ, Francisco Javier; ÁLVAREZ RODRÍGUEZ, Manuel Ángel. "Los Fondos de Pensiones: situación actual y futuro". En, *Papeles de Economía Española*, 1991, nº 49, p. 168-176.
- ZOPOUNIDIS, Constantin. "Comment prendre une décision d'investissement en capital risque". En, *Revue Francaise de Gestion*, marzo-abril-mayo 1987, nº 62, p. 16-27.
- \_\_ *La gestion du capital risque*. París: Economica, 1990, 159 p.





## ***DOCUMENTOS DE INTERNET***

---



- <http://www.aifi>.
- <http://www.ascr.org/capital.htm>.
- <http://www.cnmv.es>.
- <http://www.cotec.es/cgin-bin/llistat.cgi?noticia.sh&codi=71>.
- <http://www.easdaq.be>.
- <http://www.egroups.com/group/firsttuesdaybarcelona>.
- <http://www.egroups.com/group/firsttuesdaymadrid>.
- <http://www.evca.com>.
- <http://www.evca.com/venture.htm>.
- [http://www.fvca.fi/pages/STATISTICS/?USR\\_ID=07022000-1315046566](http://www.fvca.fi/pages/STATISTICS/?USR_ID=07022000-1315046566).
- <http://www.inverco.es>.
- <http://www.nasd.com>.
- <http://www.nasdaqeuropa.com>.
- [http://www.nasdaqeuropa.com/includes/dualcontent/popous/press\\_release\\_040601.asp](http://www.nasdaqeuropa.com/includes/dualcontent/popous/press_release_040601.asp).
- <http://www.nasdr.com>.
- <http://www.neuer-markt.de>.
- [http://www.euronext.com/fr/markets\\_prices/list/new\\_segments/nexteconomy/](http://www.euronext.com/fr/markets_prices/list/new_segments/nexteconomy/).
- <http://www.nvca.com>.
- <http://www.nvca.com/def.html>.
- <http://www.ofex.co.uk>.
- <http://www.otcbb.com/aboutOTCBB/comparison.htm>.
- <http://www.ucm.es/info/ecfin3cr>.
- <http://www.unespa.es>.
- <http://www.webcapitalriesgo.com>.
- <http://www.webcapitalriesgo.com/meeting.htm>.



## ***LEGISLACIÓN***

---



## ***LEGISLACIÓN ESPAÑOLA***

---





**LEY**

- *Ley de 14 de mayo de 1908, de registro e inspección de empresas de seguro.*
- *Ley de 16 de diciembre de 1954, de ordenación y supervisión del seguro privado* (B.O.E. núm. 353, 19 diciembre 1954 [RCL 1954, 1880]).
- *Ley de 26 de diciembre de 1958, sobre el régimen jurídico-fiscal de las Sociedades de Inversión Mobiliaria* (B.O.E. núm. 311, 29 diciembre 1958 [RCL 1958, 2089]).
- *Ley 50/1980, de 8 de octubre, del contrato de seguro* (B.O.E. núm. 250, 17 octubre 1980 [RCL 1980, 2295]).
- *Ley 33/1984, de 2 de agosto, sobre ordenación del seguro privado* (B.O.E. núm. 186, 4 agosto 1984 [RCL 1984, 2013]).
- *Ley 46/1984, de 26 de diciembre, reguladora de las Instituciones de Inversión Colectiva* (B.O.E. núm. 310, 27 diciembre 1984 [RCL 1984, 1935]).
- *Ley 8/1987, de 8 de junio, de regulación de los Planes y Fondos de Pensiones* (B.O.E. núm. 137, 9 junio 1987 [RCL 1987, 1381]).
- *Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores* (B.O.E. núm. 181, 29 julio 1988; rect. B.O.E. núm. 122, 23 mayo 1989; B.O.E. núm. 185, 4 agosto 1989 [RCL 1988, 1644; 1989, 1149; 1989, 1781]).
- *Ley 28/1992, de 24 de noviembre, de ordenación económica - Presupuestos del Estado. Medidas presupuestarias urgentes* (B.O.E. núm. 283, 25 noviembre 1992 [RCL 1992, 2497]).
- *Ley 2/1995, de 23 de marzo, de sociedades de responsabilidad limitada* (B.O.E. núm. 71, 24 marzo 1995 [RCL 1995, 953]).
- *Ley 30/1995, de 8 de noviembre, de ordenación y supervisión de los seguros privados* (B.O.E. núm. 268, 9 noviembre 1995 [RCL 1995, 3046]).
- *Ley 43/1995, de 27 de diciembre, reguladora del Impuesto sobre Sociedades* (B.O.E. núm. 310, 28 diciembre 1995 [RCL 1995, 3496]).
- *Ley 24/1997, de 15 de julio, de consolidación y racionalización del sistema de Seguridad Social* (B.O.E. núm. 169, 16 julio 1997 [RCL 1997, 1806]).
- *Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores* (B.O.E. núm. 275, 17 noviembre 1998 [RCL 1998, 2696]).
- *Ley 1/1999, de 5 de enero, reguladora de las Entidades de Capital-Riesgo y de sus sociedades gestoras* (B.O.E. núm. 5, 6 enero 1999 [RCL 1999, 214]).
- *Ley 55/1999, de medidas fiscales, administrativas y del orden social* (B.O.E. núm. 312, 30 diciembre 1999 [RCL 1999, 3245]).
- *Ley 6/2000, de 13 de diciembre, por la que se aprueban las medidas fiscales urgentes de estímulo al ahorro familiar y a la pequeña y mediana empresa* (B.O.E. núm. 299, 14 diciembre 2000 [RCL 2000, 2852]).

- *Ley 24/2001, de 27 de diciembre, de medidas fiscales, administrativas y del orden social* (B.O.E. núm. 313, 31 diciembre 2001 [RCL 2001, 24965]).

### **DECRETO-LEY Y REAL DECRETO-LEY**

- *Decreto-Ley 7/1964, de 30 de abril, de reorganización de las Sociedades de Inversión Mobiliaria - Bolsas de Comercio* (B.O.E. núm. 107, 4 mayo 1964 [RCL 1964, 996]).
- *Decreto-Ley 18/1976, de 8 de octubre, de ordenación económica y medidas económicas* (B.O.E. núm. 244, 11 octubre 1976 [RCL 1976, 1929]).
- *Real Decreto-Ley 1/1986, de 14 de marzo, de medidas administrativas, financieras, fiscales y laborales* (B.O.E. núm. 73, 26 marzo 1986 [RCL 1986, 940]).
- *Real Decreto-Ley 5/1992, de 21 de julio, de ordenación económica y medidas presupuestarias urgentes* (B.O.E. núm. 176, 23 julio 1992 [RCL 1992, 1641]).
- *Real Decreto-Ley 7/1996, de 7 de junio, sobre medidas urgentes de carácter fiscal y de fomento y liberalización de la actividad económica* (B.O.E. núm. 139, 8 junio 1996; rect. B.O.E. núm. 147, 18 junio 1996 [RCL 1996, 1767; 1996, 1823]).
- *Real Decreto-Ley 3/2000, de 23 de junio, por el que se aprueban medidas fiscales urgentes de estímulo al ahorro familiar y a la pequeña y mediana empresa* (B.O.E. núm. 151, 24 junio 2000; rect. B.O.E. núm. 181, 29 julio 2000 [RCL 2000, 1401; 2000, 1716]).

### **REAL DECRETO LEGISLATIVO**

- *Real Decreto-Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de sociedades anónimas* (B.O.E. núm. 310, 27 diciembre 1989; rect. B.O.E. núm. 28, 1 febrero 1990 [RCL 1989, 2737; 1990, 206]).
- *Real Decreto-Legislativo 1/1995, de 24 de marzo, por el que se aprueba el texto refundido del Estatuto de los Trabajadores* (B.O.E. núm. 75, 29 marzo 1995 [RCL 1995, 997]).

### **DECRETO Y REAL DECRETO**

- *Real Decreto 1348/1985, de 1 de agosto, por el que se aprueba el Reglamento de ordenación del seguro privado* (B.O.E. núm. 185, 3 agosto 1985; rect. B.O.E. núm. 231, 26 septiembre 1985 [RCL 1985, 1936; 1985, 2305]).
- *Real Decreto 13827/1985, de 1 de agosto, por el que se regula la relación de carácter especial del personal de alta dirección* (B.O.E. núm. 192, 12 agosto 1985 [RCL 1985, 2011]).
- *Real Decreto 1307/1988, de 30 de septiembre, por el que se aprueba el Reglamento de Planes y Fondos de Pensiones* (B.O.E. núm. 263, 2 noviembre 1988 [RCL 1988, 2216]).
- *Real Decreto 1094/1997, de 4 de julio, sobre desarrollo del Real Decreto-Ley 7/1996, de 7 de junio [RCL 1996, 1787; 1996, 1823], sobre medidas urgentes de carácter fiscal y de fomento y liberalización de la actividad económica, en lo referente a las condiciones de inversión de las Instituciones de Inversión Colectiva en valores no cotizados* (B.O.E. núm. 172, 19 julio 1997 [RCL 1997, 1837]).

- *Real Decreto 926/1998, de 14 de mayo, por el que se regulan los Fondos de Titulización de Activos y las sociedades gestoras de los Fondos de Titulización* (B.O.E. núm. 116, 15 mayo 1998 [RCL 1998, 11425]).
- *Real Decreto 2486/1998, de 20 de noviembre, por el que se aprueba el Reglamento de Ordenación y Supervisión de los Seguros Privados* (B.O.E. núm. 282, 25 noviembre 1998 [RCL 1998, 2760]).
- *Real Decreto 1588/1999, de 15 de octubre, por el que se aprueba el Reglamento sobre la instrumentación de los compromisos por pensiones de las empresas con los trabajadores y beneficiarios* (B.O.E. núm. 257, 27 octubre 1999 [RCL 1999, 2689]).
- *Real Decreto 1589/1999, de 15 de octubre, por el que se modifica el Reglamento de Planes y Fondos de Pensiones, aprobado por el Real Decreto 1307/1988, de 30 de septiembre* (B.O.E. núm. 256, 26 octubre 1999; rect. B.O.E. núm. 281, 24 noviembre 1999 [RCL 1999, 2671; 1999, 2911]).
- *Real Decreto 91/2001, de 2 de febrero, por el que se modifica parcialmente el Real Decreto 1393/1990, de 2 de noviembre, por el que se aprueba el Reglamento de la ley 46/1984, de 26 de diciembre, reguladora de las Instituciones de Inversión Colectiva* (B.O.E. núm. 42, 17 febrero 2001 [RCL 2001, 431]).

#### **ORDEN MINISTERIAL**

- *Orden del Ministerio de Hacienda de 1 de diciembre de 1970, por la que se da nueva redacción al régimen jurídico-fiscal de los Fondos de Inversión Mobiliaria, previstos en el Decreto-Ley 7/1964, de 30 de abril* (B.O.E. núm. 295, 10 diciembre 1970; rect. N.O.E. núm. 302, 18 diciembre 1970 [RCL 1970, 2043; 1970, 2106]).
- *Orden del Ministerio de Hacienda de 22 de diciembre de 1971, por la que se modifica el régimen jurídico-fiscal de los Fondos de Inversión Mobiliaria* (B.O.E. núm. 310, 28 diciembre 1971 [RCL 1971, 2313]).
- *Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 7 de septiembre de 1987, por la que se desarrollan determinados preceptos del Reglamento de Ordenación del Seguro Privado* (B.O.E. núm. 220, 14 septiembre 1987 [RCL 1987, 2083]).
- *Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 20 de diciembre de 1990, por la que se desarrolla parcialmente el Reglamento de Instituciones de Inversión Colectiva aprobado por R.D. 1393/1990, de 2 de noviembre y se habilita a la Comisión Nacional del Mercado de Valores para dictar disposiciones en materia de información y normas contables* (B.O.E. núm. 306, 22 diciembre 1990, p. 7162-7163 [RCL 1990, 2648]).
- *Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 3 de noviembre de 1997, por la que se modifica la Orden de 20 de diciembre de 1990, que desarrolla parcialmente el Reglamento de las Instituciones de Inversión Colectiva aprobado por Real Decreto 1393/1990, de 2 de noviembre y habilita a la Comisión Nacional del Mercado de Valores para dictar disposiciones en materia de información y normas contables* (B.O.E. núm. 268, 8 noviembre 1997 [RCL 1997, 2654]).
- *Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 17 de junio de 1999 por la que se desarrolla parcialmente la Ley 1/1999, de 5 de enero, reguladora de las entidades de capital-riesgo y sus sociedades gestoras, habilitando a la Comisión Nacional del Mercado de Valores para dictar disposiciones en materia de procedimiento de autorización de nuevas entidades, normas contables y obligaciones de información de las entidades de*

*capital-riesgo y sus sociedades gestoras* (B.O.E. núm. 155, 30 junio 1999 [RCL 1999, 14369]).

- *Orden de 22 de diciembre de 1999 por la que se crea un segmento especial de negociación en las Bolsas de Valores denominado "Nuevo Mercado" y se modifican los requisitos de admisión a Bolsa* (B.O.E. núm. 312, 30 diciembre 1999 [RCL 1999, 3250]).

## **CIRCULAR**

- *Circular 8/1990, de 27 de diciembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, de determinación del valor liquidativo de los Fondos de Inversión Mobiliaria y coeficientes operativos y límites de inversión de las Instituciones de Inversión Colectiva* (B.O.E. núm. 5, 5 enero 1991 [RCL 1991, 25]).
- *Circular 4/1997, de 26 de noviembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre criterios de valoración y condiciones de las Instituciones de Inversión Colectiva en valores no cotizados* (B.O.E. núm. 297, 12 diciembre 1997 [RCL 1997, 2941]).
- *Circular 4/1999, de 22 de septiembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre procedimientos administrativos y modelos normalizados de las Entidades de Capital-Riesgo y de sus sociedades gestoras* (B.O.E. núm. 248, 16 octubre 1999 [RCL 1999, 2625]).
- *Circular 1/2000, de 9 de febrero, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se establecen las condiciones particulares de admisión y permanencia del Nuevo Mercado* (B.O.E. núm. 41, 17 febrero 2000 [RCL 2000, 465]).
- *Circular 2/2000, de 13 de abril, de la Sociedad de Bolsas, de régimen de actuación del especialista en el segmento especial de negociación denominado "Nuevo Mercado"*.
- *Circular 7/2000, de 12 de diciembre, de la Sociedad de Bolsas, de régimen de actuación del especialista en el segmento especial de negociación denominado "Nuevo Mercado"*.

## ***LEGISLACIÓN COMUNITARIA***

---



## DIRECTIVA

- *Directiva 79/267/CEE del Consejo, de 5 de marzo de 1979, sobre coordinación de las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas referentes al acceso a la actividad del seguro directo sobre la vida y a su ejercicio (DO L 63, 13 marzo 1979, p. 1-19).*
- *Directiva 89/298/CEE del Consejo, de 17 de abril de 1989, por la que se coordinan las condiciones de elaboración, control y difusión del folleto que debe publicarse en caso de una oferta pública de valores negociables (DO L 124, 5 mayo 1989, p. 8-15).*
- *Directiva 90/619/CEE del Consejo, de 8 de noviembre de 1990, sobre la coordinación de las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas relativas al seguro directo de vida, por la que se establecen las disposiciones destinadas a facilitar el ejercicio efectivo de la libre prestación de servicios y por la que se modifica la Directiva 79/267/CEE (DO L 330, 29 noviembre 1990, p. 50-61).*
- *Directiva 91/674/CEE del Consejo, de 19 de diciembre de 1991, relativa a las Cuentas Anuales y Cuentas consolidadas de las empresas de seguros (DO L 374, 31 diciembre 1991, p. 7-31).*
- *Directiva 92/49/CEE del Consejo, de 18 de junio, sobre coordinación de las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas relativas al seguro directo distinto del seguro de vida y por la que se modifican las Directivas 73/239/CEE y 88/357/CEE (tercera Directiva de seguros distintos del seguro de vida) (DO L 228, 11 agosto 1992, p. 1-23).*
- *Directiva 92/96/CEE del Consejo, de 10 de noviembre de 1992, sobre coordinación de las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas relativas al seguro directo de vida, y por la que se modifican las Directivas 79/267/CEE y 90/619/CEE (tercera Directiva de seguros de vida) (DO L 360, 9 diciembre 1992, p. 1-27).*
- *Directiva 93/22/CE del Consejo, de 10 de mayo de 1993, relativa a los servicios de inversión en el ámbito de los valores negociables (DO L 141, 11 junio 1993, p. 27-46).*
- *Directiva 95/26/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 29 de junio, por la que se modifican las Directivas 77/780/CEE y 89/646/CEE, relativas a las entidades de crédito, las Directivas 73/239/CEE y 92/49/CEE, relativas al seguro directo distinto del seguro de vida, las Directivas 79/267/CEE y 92/96/CEE, relativas al seguro directo de vida, la Directiva 93/22/CEE, relativa a las empresas de inversión y la Directiva 85/611/CEE, sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM) con objeto de reforzar la supervisión prudencial (DO L 168, 18 julio 1995, p. 7-13).*

## DECISIÓN

- *Decisión 93/379/CEE del Consejo, de 14 de junio, relativa al Programa Plurianual de acciones comunitarias para reforzar los ejes prioritarios y para garantizar la continuidad y la consolidación de la política empresarial en la Comunidad, en particular a favor de las pequeñas y medianas empresas (PYME) (DO L 161, 2 julio 1993, p. 68-74).*



- *Decisión del Consejo de 9 de diciembre de 1996, relativa al Tercer Programa Plurianual en favor de las pequeñas y medianas empresas (PYME) de la Unión Europea (1997-2000)* (DO L 6, 10 enero 1997, p. 25-31).

## DICTAMEN

- *Dictamen del Comité Económico y Social sobre la "Comunicación de la Comisión - Mercados europeos de Capitales para las pequeñas y medianas empresas: perspectivas y posibles obstáculos al progreso"* (DO C 235, 27 julio 1998, p. 13-23 [98/C 235/04]).
- *Dictamen del Comité Económico y Social sobre la "Comunicación de la Comisión al Consejo, al Parlamento Europeo, al Comité Económico y Social y al Comité de las Regiones - Competitividad de las empresas europeas frente a la mundialización: cómo fomentarla"* (DO C 329, 17 noviembre 1999, p. 49-57 [1999/C 329/12]).
- *Dictamen del Comité Económico y Social sobre el "Empleo, reforma económica y cohesión social: hacia una Europa de la innovación y del conocimiento"* (DO C 117, 26 abril 2000, p. 64 [2000/C 117/13]).

## RESOLUCIÓN

- *Resolución del Parlamento Europeo de 22 de julio de 1996 sobre la Comunicación de la Comisión Europea referente a la viabilidad de la creación de un Mercado europeo de Capitales para las empresas pequeñas caracterizadas por la eficiencia de su gestión y crecimiento* (DO C 211, 22 julio 1996, p. 40-42 [A4-0168/96]).

## COMUNICACIÓN

- *Comunicación de los Vicepresidentes Christophersen y Pandolfi, y de los miembros de la Comisión Srs. Cardoso y Cunha, Millán y Van Miert sobre los instrumentos comunitarios para el fomento y el desarrollo del capital riesgo en la Comunidad* (SEC (91) 2414, 11 diciembre 1991, 48 p.).
- *Comunicación de la Comisión de 10 de noviembre de 1993 sobre los problemas financieros de las pequeñas y medianas empresas* (COM (93) 528 final, 10 noviembre 1993, 65 p.).
- *Comunicación de la Comisión de 7 de septiembre de 1994. Observatorio Europeo para las PYMES. Observaciones de la Comisión sobre el Segundo Informe Anual (1994)* (COM (94) 352 final, 7 septiembre 1994, 44 p.).
- *Comunicación de la Comisión de 17 de diciembre de 1994 relativa a la libertad de gestión e inversión de los Fondos de las Instituciones de Pensiones* (DO C 360, 17 diciembre 1994, p. 7-11).
- *Comunicación de la Comisión de 25 de octubre de 1995 sobre la viabilidad de la creación de un Mercado europeo de Capitales para las empresas pequeñas caracterizadas por la eficiencia de su gestión y crecimiento* (COM (95) 498 final, 25 octubre 1995, 33 p.).
- *Comunicación de la Comisión de 31 de octubre de 1995. "El futuro de la protección social: marco para un debate europeo"* (COM (95) 466, 31 octubre 1995, 18 p.).

- *Comunicación de la Comisión de 8 de noviembre de 1995. Observatorio Europeo para las PYMES. Comentario sobre el Tercer Informe Anual (1995)* (COM (95) 526 final, 8 noviembre 1995, 55 p.).
- *Comunicación de la Comisión de 25 de noviembre de 1996. Primer Plan de Acción para la innovación en Europa: innovar para crecer y crear empleo* (COM (96) 589 final, 25 noviembre 1996, 140 p.).
- *Comunicación de la Comisión de 12 de marzo de 1997. "Modernización y mejora de la protección social en la Unión Europea"* (COM (97) 102 final, 12 marzo 1997, 38 p.).
- *Comunicación de la Comisión de 5 de mayo de 1997 sobre los Mercados europeos de Capital para las pequeñas y medianas empresas: perspectivas y posibles obstáculos a su progreso* (COM (97) 187 final, 5 mayo 1997, 15 p.).
- *Comunicación de la Comisión de 31 de marzo de 1998. El capital de riesgo: clave de la creación de empleo en la Unión Europea. Abril de 1998* (SEC (1998) 552 final, 31 marzo 1998, 34 p.).
- *Comunicación de la Comisión de 28 de octubre de 1998. "Servicios Financieros: Establecimiento de un marco de actuación"* (COM (98) 625 final, 28 octubre 1998, 26 p.).
- *Comunicación de la Comisión de 20 de enero de 1999, al Consejo, al Parlamento Europeo, al Comité de Regiones y al Comité Económico y Social, sobre cómo fomentar la competitividad de las empresas europeas frente a la mundialización* (COM (1998) 718 final, 20 enero 1999, 38 p.).
- *Comunicación de la Comisión de 11 de mayo de 1999. Hacia un Mercado Único de sistemas complementarios de pensiones. Resultados de la consulta en torno al Libro Verde sobre los sistemas complementarios de pensiones en el Mercado Único* (COM (1999) 134 final, 11 mayo 1999, 53 p.).
- *Comunicación de la Comisión de 11 de mayo de 1999. Servicios Financieros: Aplicación del marco para los Mercados Financieros: Plan de Acción* (COM (1999) 232, 11 mayo 1999, 28 p.).
- *Comunicación de la Comisión de 20 de octubre de 1999, al Consejo y al Parlamento Europeo. Capital-riesgo: Propuestas para proseguir el desarrollo del Plan de Acción* (COM (1999) 493 final, 20 octubre 1999, 10 p.).
- *Europe. Una sociedad de la información para todos. Comunicación sobre una iniciativa de la Comisión para el Consejo Europeo extraordinario de Lisboa los días 23 y 24 de marzo de 2000* (COM (1999) 687 final, 8 diciembre 1999, 16 p.).
- *Comunicación de la Comisión de 18 de enero de 2000, al Consejo, al Parlamento Europeo, al Comité Económico y Social y al Comité de las Regiones: hacia un espacio europeo de investigación* (COM (2000) 06 final, 18 enero 2000, 37 p.).
- *eEurope. Una sociedad de la información para todos. Informe de avance para el Consejo Europeo de extraordinario sobre empleo, reforma económica y cohesión social - Hacia una Europea basada en la innovación y el conocimiento. Lisboa, 23 y 24 de marzo de 2000* (COM (2000) 130 final, 8 marzo 2000, 31 p.).
- *eEurope 2002. Una sociedad de la información para todos. Proyecto de Plan de Acción preparado por la Comisión Europea para el Consejo Europeo de Feira 19 y 20 de junio de 2000* (COM (2000) 330 final, 24 mayo 2000, 33 p.).
- *Comunicación de la Comisión de 11 de octubre de 2000, al Consejo, al Parlamento Europeo y al Comité Económico y Social. Evolución futura de la protección social desde*

*una perspectiva a largo plazo: Pensiones seguras y viables* (COM (2000) 622 final, 11 octubre 2000, 22 p.).

- *Comunicación de la Comisión de 18 de octubre de 2000, de análisis de los instrumentos de financiación específicos de las PYMES* (COM (2000) 653 final, 18 octubre 2000, 20 p.).
- *Comunicación de la Comisión de 18 de octubre de 2000 al Consejo y al Parlamento Europeo. Informe provisional acerca del Plan de Acción sobre Capital-Riesgo* (COM (2000) 658 final, 18 octubre 2000, 38 p.).

## **INFORME**

- *Informe Anual de 1999 de la Comisión sobre las actividades de investigación y desarrollo tecnológico de la Unión Europea* (COM 899) 284, 16 junio 1999, 93 p.).
- *Informe de la Comisión. Avances en los Servicios Financieros. Segundo Informe* (COM (2000) 336 final, 30 mayo 2000, 25 p.).
- *Informe del Parlamento Europeo de 21 de junio de 2001 sobre la propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo, relativa a las actividades de organismos de previsión para la jubilación* (COM (2000) 507 - C5-0596/2000 - 2000/0260 (COD)) [A5-0220/2001].
- *Informe de la Comisión. Quinto Informe provisional sobre el Plan de Acción en materia de Servicios Financieros. Un Mercado Financiero europeo integrado. Europa tiene que estar al día. Quinto Informe provisional* (COM (2001) 712 final, 30 noviembre 2001, 9 p.).

## **DOCUMENTO DE TRABAJO**

- *Documento de Trabajo de los Servicios de la Comisión sobre el Capital-riesgo: factor clave para la creación de empleo. Desarrollo del Plan de Acción* (SEC (1999) 1725, 20 octubre 1999, 105 p.).

## **LIBRO BLANCO**

- *Libro Blanco de la Comisión. Crecimiento, competitividad, empleo. Retos y pistas para entrar en el Siglo XXI* (COM (93) 700 final, 5 diciembre 1993, 104 p.).

## **LIBRO VERDE**

- *Libro Verde de la Innovación de 20 de diciembre de 1995* (COM (95) 688 final, 20 diciembre 1995, 79 p.).
- *Libro Verde de 10 de junio de 1997 relativo a los sistemas complementarios de pensiones en el Mercado Único* (COM (97) 283 final, 10 junio 1997, 52 p.).



