

# Configuración del capital-riesgo en la economía española (\*)

---

PROF. DR. SANTIAGO GARCÍA ECHEVARRÍA  
*Universidad de Alcalá de Henares*

## INDICE

- I. Capital-riesgo en la economía española en proceso de reestructuración.
- II. Necesidades y fuentes de financiación del capital-riesgo.
- III. Características del capital-riesgo.
- IV. El papel del Estado en la configuración del capital-riesgo.
- V. Política de amortizaciones y su incidencia en la formación del capital-riesgo.
- VI. Fuentes del capital-riesgo: medidas y su evaluación.
- VII. Institucionalización del capital-riesgo.
- VIII. Exigencias de capital-riesgo en España.
- IX. Criterios para un programa de dotación con capital-riesgo a la economía.

## I. CAPITAL-RIESGO EN LA ECONOMIA ESPAÑOLA EN PROCESO DE REESTRUCTURACION

La necesidad de disponer de suficiente capital-riesgo constituye una de las condiciones más importantes para poder incrementar la actividad inversora, impulsar nuevas actividades innovadoras, sanear las actividades actualmente en proceso productivo, abrir nuevos mercados y nuevas instituciones y, todo ello, con el

---

(\*) Este texto corresponde a las recomendaciones que se publican por el Instituto de Planificación Contable en «Capital-riesgo y política de amortizaciones», Madrid, 1985 (en prensa). Para un estudio detallado, remitimos al lector a este amplio informe, en el que se recoge toda la argumentación teórica y empírica, así como las propuestas actuales a nivel internacional. Agradecemos al Instituto de Planificación Contable el interés y el apoyo prestados.

válidas, con estructuras aceptables, pero que tienen que adaptarse de forma importante, saneando pasivos y activos, que tienen grandes probabilidades de poder lograr la recuperación de esas inversiones.

- b) En *segundo lugar*, se trata del desarrollo de nuevas actividades innovadoras y que, por tanto, se centran en la creación de nuevas empresas, o en el fortalecimiento de empresas recién creadas para proceder a introducir nuevos productos, procedimientos y mercados, y ello con una magnitud de riesgo superior a la que implica el saneamiento anteriormente mencionado. Pero es que el retraso de la economía española en innovar ha sido muy significativo y la falta de sectores punteros hace prácticamente difícil el que se pueda llevar a cabo el saneamiento del otro sector de empresas que acabamos de mencionar. Se trata, en esta área, por tanto, de innovar vía nuevas empresas, nuevas tecnologías y procedimientos, entrar en dimensiones superiores de riesgo y, por tanto, desarrollar los sectores de alta tecnología y de sectores de futuro.

Esta tipología, muy característica para la empresa española, significa, consiguientemente, desde la perspectiva de las necesidades de capital-riesgo, la definición previa de las actuaciones necesarias para lograr esta transformación estructural:

1. Toda asignación de recursos financieros, por la vía de una mejor dotación de medios de capital propio, va a ser destinada, en su gran parte, a sanear los pasivos empresariales, situación lógica desde el análisis empresarial, con el fin de sustituir el elevado grado de endeudamiento y los elevados costes financieros por medios financieros propios. Esta tendencia innata, como proceso racional, en cuanto se pueda disponer de recursos propios, bien por la vía de autofinanciación, o bien por la vía de la aportación exterior, significa, para muchas de las empresas encuadradas dentro del sector de saneamiento adaptativo, el poder potenciar para los próximos años su capacidad de crecimiento y, al mismo tiempo, su capacidad de generación de resultados. Pero este proceso no solamente no crea puestos de trabajo, sino probablemente, y en su mayoría, tienen que actuar racionalizando y, por tanto, suprimiendo puestos de trabajo para que puedan dar una respuesta de competencia y de gestión acertada.
2. Por ello, una de las condiciones fundamentales cara a la aportación de capital-riesgo es la de diferenciar, por un lado, el capital que se destine a sanear las empresas y procesos existentes de forma adaptativa y, por otro lado, el capital que se destine a la creación de procesos innovadores, a la creación de nuevas empresas, a la innovación de la economía como vía fundamental para poder recuperar la transformación estructural de la economía española.

Para la configuración de capital-riesgo, no cabe la menor duda que hay dos elementos que van a permitir o entorpecer las posibilidades de su configuración:

Por un lado, la existencia de un marco general que permita romper la tendencia secular actualmente existente en nuestro país hacia la formación de patrimonios monetarios con riesgo mínimo y convertirlo en patrimonios de capital productivo con diferentes grados de riesgo.

válidas, con estructuras aceptables, pero que tienen que adaptarse de forma importante, saneando pasivos y activos, que tienen grandes probabilidades de poder lograr la recuperación de esas inversiones.

- b) En *segundo lugar*, se trata del desarrollo de nuevas actividades innovadoras y que, por tanto, se centran en la creación de nuevas empresas, o en el fortalecimiento de empresas recién creadas para proceder a introducir nuevos productos, procedimientos y mercados, y ello con una magnitud de riesgo superior a la que implica el saneamiento anteriormente mencionado. Pero es que el retraso de la economía española en innovar ha sido muy significativo y la falta de sectores punteros hace prácticamente difícil el que se pueda llevar a cabo el saneamiento del otro sector de empresas que acabamos de mencionar. Se trata, en esta área, por tanto, de innovar vía nuevas empresas, nuevas tecnologías y procedimientos, entrar en dimensiones superiores de riesgo y, por tanto, desarrollar los sectores de alta tecnología y de sectores de futuro.

Esta tipología, muy característica para la empresa española, significa, consiguientemente, desde la perspectiva de las necesidades de capital-riesgo, la definición previa de las actuaciones necesarias para lograr esta transformación estructural:

1. Toda asignación de recursos financieros, por la vía de una mejor dotación de medios de capital propio, va a ser destinada, en su gran parte, a sanear los pasivos empresariales, situación lógica desde el análisis empresarial, con el fin de sustituir el elevado grado de endeudamiento y los elevados costes financieros por medios financieros propios. Esta tendencia innata, como proceso racional, en cuanto se pueda disponer de recursos propios, bien por la vía de autofinanciación, o bien por la vía de la aportación exterior, significa, para muchas de las empresas encuadradas dentro del sector de saneamiento adaptativo, el poder potenciar para los próximos años su capacidad de crecimiento y, al mismo tiempo, su capacidad de generación de resultados. Pero este proceso no solamente no crea puestos de trabajo, sino probablemente, y en su mayoría, tienen que actuar racionalizando y, por tanto, suprimiendo puestos de trabajo para que puedan dar una respuesta de competencia y de gestión acertada.
2. Por ello, una de las condiciones fundamentales cara a la aportación de capital-riesgo es la de diferenciar, por un lado, el capital que se destine a sanear las empresas y procesos existentes de forma adaptativa y, por otro lado, el capital que se destine a la creación de procesos innovadores, a la creación de nuevas empresas, a la innovación de la economía como vía fundamental para poder recuperar la transformación estructural de la economía española.

Para la configuración de capital-riesgo, no cabe la menor duda que hay dos elementos que van a permitir o entorpecer las posibilidades de su configuración:

- Por un lado, la existencia de un marco general que permita romper la tendencia secular actualmente existente en nuestro país hacia la formación de patrimonios monetarios con riesgo mínimo y convertirlo en patrimonios de capital productivo con diferentes grados de riesgo.

Por otro lado, del papel que asuma el Estado a través de su política fiscal y de su política presupuestaria en el proceso de configuración del capital-riesgo.

Como la necesidad de capital-riesgo se deriva de las exigencias de inversión para poder dar una respuesta de adaptación estructural y de saneamiento de las estructuras productivas existentes, se precisa, para ello, de cantidades muy importantes de recursos dispuestos a asumir el riesgo de su incorporación a capital productivo. Las condiciones que deben darse, en un primer término, para que se produzca un proceso inversor en base a la dotación con capital-riesgo en cantidades suficientes para poder asumir el proceso innovador, son las expectativas positivas de resultados.

Esta es una de las condiciones fundamentales para que pueda disponerse, en mayor cantidad, de capital propio y pueda, por tanto, sustituirse la actual tendencia hacia la colocación de patrimonio en forma de capital ajeno. Ello significa, desde la perspectiva empresarial, la necesidad de fortalecer la estructura del pasivo del balance como condición necesaria para una mayor capacidad de desarrollo empresarial.

Existen dos posibilidades para incrementar la disposición de capital-riesgo en la empresa:

Aquella que crea este capital-riesgo a través de la autofinanciación empresarial, vía fundamental de las amortizaciones.

Aquella otra que corresponde a las aportaciones de capital-riesgo desde el exterior de la empresa.

La tendencia actualmente dominante en Centroeuropa es la de que por diversos motivos es mucho más adecuada la estrategia de facilitar a la empresa capital-riesgo desde fuera y no por la vía de fomento de la autofinanciación.

Son diversos los criterios que a estos efectos se utilizan, pero fundamentalmente radican en la necesidad de que el capital-riesgo aportado desde fuera de la empresa da una mejor capacidad de asignación de recursos hacia aquellos proyectos más innovadores y no quedan retenidos en proyectos o en empresas tradicionales. El problema es cómo se realiza la transmisión de los recursos generados hacia sectores innovadores o punteros.

Otro aspecto es el que corresponde a una propia estrategia de política societaria de una mayor participación en este proceso de configuración de capital productivo y que, además, dadas las actuales expectativas de beneficio, no es posible lograr por la vía de la autofinanciación de recursos suficientes.

Desde la perspectiva de la crisis económica y del paro se exige un proceso de inversión lo suficientemente rápido; éste sólo puede producirse en base de expectativas positivas de beneficios, para lo que se necesitan cantidades de capital-riesgo en plazos relativamente cortos, ya que solamente pueden lograrse a través de una financiación exterior a la empresa. En el otro caso, en el de la autofinanciación, significaría una mayor presión sobre precios y una creación de barreras, dentro de las propias empresas generadoras de autofinanciación, que llevaría a una asignación insuficiente de los recursos financieros disponibles en su país.

Esta diferenciación, en todas las medidas a adoptar en materia de capital-riesgo, tiene características muy específicas de la situación española frente a la de los otros países europeos, dado que no es posible mantener durante mucho tiempo una espera adicional para que entren en juego los procesos innovadores. No puede realizarse, en primer lugar, el saneamiento adaptativo de las empresas y luego, a continuación, desarrollar el potencial innovador, sino que necesariamente tienen que hacerse en paralelo, y casi dando preferencia a los procesos innovadores. Por ello, será necesario diferenciar las medidas que se adopten desde las distintas perspectivas, bien de la actuación del Estado, o bien de las actuaciones privadas, para poder encarrilar, para un período transitorio que puede ser de cinco a siete años, elementos diferenciadores, por un lado, que saneen las actividades existentes y, por otro lado, que generen nuevas actividades innovadoras, que son las que tienen que crear puestos de trabajo.

Ni por motivo de política laboral, ni social, ni por motivos políticos y, mucho menos, por motivos económicos, puede realizarse un proceso de saneamiento primero y desarrollo innovador a continuación, sino que tendrán que ser procesos en paralelo, dando preferencia al proceso innovador si se quiere lograr la respuesta fundamental a la creación de empleo y a elevar la competitividad. Eso sí, sin descuidar la recuperación, vía del proceso de saneamiento adaptativo, de los recursos ya inmovilizados en las empresas españolas.

## II. NECESIDADES Y FUENTES DE FINANCIACION DEL CAPITAL-RIESGO

La dotación con capital-riesgo a las empresas exige necesariamente la absoluta participación del capital privado y debe configurarse de tal manera que el papel del Estado se centre en que puede ayudar a dotar este capital-riesgo, pero en ninguno de los casos que sea él el canalizador de los mismos. Una de las exigencias fundamentales para el capital-riesgo es que estos recursos financieros deben acercarse lo más posible a la inversión a realizar, de tal manera que en esta integración, lo más cercana posible, entre el ahorrador que cede dinero y el inversor en proyectos-riesgos, sea lo más transparente y cercana posible con el fin de evitar errores en la asignación de estos recursos.

Por ello, las ayudas y medidas estatales pueden contribuir positivamente a acelerar la configuración de capital-riesgo, o pueden, por el contrario, según cómo se estructuran, interferir muy significativamente, provocando distorsiones en la asignación de los recursos financieros, llevando a errores sustanciales en el destino de estos fondos. La búsqueda de inversiones arriesgadas, que son las inversiones innovadoras, exige la definición muy clara de la asunción del riesgo por parte del inversor y lo que debe evitarse es una socialización del riesgo en manos del Estado, ya que implicará, a su vez, costes muy elevados de transacción al no estar dispuestos los ahorradores privados, más que por la vía de garantías absolutas, a la inmovilización de sus recursos. Con lo cual se está acentuando el proceso, en estos momentos dominante, de que se configuren patrimonios monetarios, pero no patrimonios en capital productivo.

### III. CARACTERISTICAS DEL CAPITAL-RIESGO

Puede señalarse que la configuración de capital-riesgo implica, al menos, las dimensiones siguientes:

Existe una dimensión político-societaria, que a su vez, implica, por un lado, la necesidad de que en una sociedad pluralista, los ciudadanos, como individuos o como grupos, sean conscientes y participen en este proceso de transformación y adaptación de la economía y que esta participación tiene que realizarse por la vía de cesión de sus ahorros para la configuración de capital-riesgo, de forma privada, y sin la intervención del Estado.

Pero, además, hay un aspecto que se ha puesto nuevamente en discusión y es el de que toda sociedad pluralista necesita crear una política patrimonial suficientemente descentralizada, que a su vez facilite el proceso de estabilizar la sociedad e implicar a los trabajadores, de forma directa, en la asunción de este proceso participativo de configuración de capital-riesgo, esto es, la configuración de una política patrimonial que lleva a una mayor descentralización del patrimonio y aporta también un soporte significativo para las disposiciones patrimoniales de futuro de los sujetos en un período de vejez y a una posible descarga en la propia Seguridad Social.

Hay una segunda dimensión económico-social. Es la de que solamente a través de la creación de capital-riesgo se produce y activa el proceso de una mayor disposición de capital productivo innovador, se crea una estructura productiva más competitiva, al innovar se crean nuevos puestos de trabajo y se acentúa la capacidad competitiva de esa economía. Todo lo cual implica expectativas de creación de valor añadido que permitan mejores rentas y bienestar en el futuro y que asegure a esa sociedad unas prestaciones sociales y económicas que solamente pueden realizarse a través de la actividad inversora.

Hay, en tercer lugar, una dimensión financiera, y es la que corresponde fundamentalmente a la acción directa del capital-riesgo; esto es, sobre el pasivo de los balances. Se trata de que las empresas dispongan de suficiente capital dispuesto a arriesgarse en los procesos productivos y que, por tanto, asumen, con mayor capacidad, el proceso de transformación de sus propias actividades, productos y procedimientos. Se crea, al propio tiempo, una capacidad adicional de endeudamiento que le garantiza, en las situaciones de baja coyuntura, una cierta estabilidad y, en las situaciones de crecimiento acentuado, bien por motivos tecnológicos o de otra índole, el poder asumir el reto de crecimiento que se le plantea a la empresa.

Dentro de esta misma dimensión financiera hay otro aspecto que concierne básicamente a la dimensión de la creación de ahorro, de tal manera que una de las condiciones más relevantes de este proceso sería el que el riesgo esté basado en una dispersión importante del ahorro, que el ahorrador esté dispuesto a invertir en capital-riesgo porque se le ofrecen atractivos suficientes y que, consiguientemente, se produzca esa identificación que es necesaria en una fase en la que deben involucrarse los esfuerzos de todas las personas para poder adaptar esa economía. El fomento generalizado del ahorro y su canalización hacia capital productivo y no

hacia patrimonios monetarios, es una de las tareas a realizar. Ciertamente de difícil estructuración, dadas las malas experiencias pasadas, pero que debe resurgir con un ímpetu innovador esta capacidad de compromiso individual de dispersión de ahorro y la consiguiente dispersión de riesgo.

Hay una cuarta dimensión en la configuración de capital-riesgo y es la que corresponde a la determinación del papel del Estado, tanto por la vía fundamentalmente de su sistema fiscal como por lo que afecta a la vía de sus posibilidades presupuestarias, todo ello orientado a establecer las condiciones necesarias para que se configure el capital-riesgo en manos de la economía privada.

Existe, por último, una quinta dimensión que corresponde incluso, en la moderna teoría financiera, a los agentes que son los que tienen que dotar los fondos de capital-riesgo. En este sentido, tienen que redimensionarse el papel de las instituciones ortodoxas o clásicas financieras ante las necesidades de capital-riesgo, en especial, todas las instituciones de tipo bancario y las bursátiles y, por otro lado, el surgimiento de nuevas instituciones que tratan de ser un reflejo más acentuado de las características peculiares del capital-riesgo: que el ahorrador esté lo más cerca posible a través de instituciones, o bien directamente, del proceso de decisión empresarial. O bien que estas instituciones nuevas puedan superar la diferencia de objetivos y los diferentes niveles de información entre el ahorrador y la empresa inversora, tal y como corresponde a las denominadas *Venture Capital Funds*.

#### IV. PAPEL DEL ESTADO EN LA CONFIGURACION DEL CAPITAL-RIESGO

La actuación del Estado se centra fundamentalmente en el sistema fiscal, que de acuerdo con los planteamientos actualmente en discusión, siempre en torno a la problemática de dotación con capital-riesgo a las empresas, presentan las siguientes líneas directrices:

El sistema fiscal no debe discriminar, en ninguno de los casos, fiscalmente a la dotación con capital propio frente al capital ajeno. Por tanto, se trataría de eliminar aquellos impuestos que penalizan la formación de capital propio y favorecen más la de capital ajeno, tanto por lo que afecta a los impuestos de doble imposición sobre los beneficios empresariales y sobre la renta de los ahorradores como aquellos otros que afectan también a los impuestos de transmisiones patrimoniales, etcétera.

Se trata de que el sistema fiscal se repercuta fundamentalmente sobre los beneficios y vaya cada vez acentuando menos los impuestos que no están relacionados con el beneficio empresarial, tales como los impuestos patrimoniales, impuestos industriales, urbanos, etcétera.

Se trata también de que dentro de la nueva orientación hacendística todos los impuestos que inciden sobre los procesos productivos, tales como el Impuesto de Patrimonio, etc., distorsionan los procesos productivos, por lo que deben irse eliminando y transformándolos cada vez más en puestos sobre consumo; esto es, pasar de los impuestos sobre la creación de riqueza, de la renta, a los impuestos sobre el consumo.

En la tributación sobre la renta se tributa igual para la renta destinada al consumo que a la formación de capital-riesgo: mientras que en los impuestos sobre el consumo se penalizaría la aplicación concreta de esa renta. Este es el caso muy concreto que se está aplicando en la Ley alemana para 1984, provocando una prudente reducción de impuestos al reducir el Impuesto de Patrimonios y otros impuestos empresariales e incrementar el Impuesto de Valor Añadido.

Una de las propuestas más importantes para incitar, por parte del Estado, a que el ahorrador privado transforme sus ahorros en capital-riesgo y lo ponga a disposición como capital productivo en las empresas innovadoras, es el que no se actúe por la vía de subvenciones, sino más bien por la vía de eliminar los impuestos sobre los beneficios futuros en estas inversiones.

Se trata de que en lugar de penalizar más a los actuales presupuestos estatales, con sus fuertes déficit, mediante las concesiones de primas o bonificaciones a la configuración de capital-riesgo, se bonifiquen los resultados futuros que se logren con este capital-riesgo, de manera que se vean prácticamente libres de impuestos en el futuro —para un determinado período de tiempo— y que esta reducción fiscal de futuro sea el atractivo en cuanto a la colocación de capital en capital productivo y no en capital monetario.

Otra de las medidas fiscales es la que se refiere a las concesiones de primas a la inversión, que penalizan la actual situación de deterioro del déficit presupuestario y que prácticamente la utilización de este tipo de presencia del Estado por la vía del sistema fiscal corresponde a la participación en los riesgos, aspecto que debiera evitarse a la hora de aportar capital-riesgo a la economía privada.

## V. POLITICA DE AMORTIZACIONES Y SU INCIDENCIA EN LA FORMACION DE CAPITAL-RIESGO

Otro de los campos de actuación preferente del sistema fiscal es el que corresponde, a través de la empresa, a la configuración de las amortizaciones y a la capacidad de autofinanciación empresarial. Por lo que afecta a las amortizaciones, el sistema fiscal, dentro del actual debate en torno a la configuración de capital-riesgo, debe orientarse a los siguientes criterios:

El método de amortización degresiva es el que mejor corresponde a las exigencias económico-empresariales y, por tanto, el que mejor refleja las exigencias del gasto que se produce en el proceso productivo. Se estima que un método degresivo del 30 por 100 es más que suficiente para reflejar el gasto real producido.

Uno de los aspectos más importantes que afecta a las amortizaciones y a su tributación es el de eliminar los beneficios ficticios y, consecuentemente, la tributación sobre los beneficios ficticios. Se trata de que en situaciones de inflación, a la hora de establecer la valoración de las amortizaciones en base de los costes históricos de compra o de fabricación, se producen, por un menor gasto, beneficios ficticios que resultan afectados por la fiscalidad sobre los mismos. Esta es, incluso en países con tasas de inflación reducidas, tales como Alemania y otros países también como Estados Unidos, una de

las mayores preocupaciones de los últimos años y uno de los campos de medidas de mayor actualidad en el momento presente.

- Se trata de elegir entre las diferentes posibilidades de que se dispone para poder paliar, anulando, o al menos suavizando, el efecto de la tributación sobre beneficios ficticios dentro de la carga fiscal total de la empresa, de manera que no se penalice la rentabilidad del capital propio.

La misma directriz cuarta de la Comunidad Económica Europea se plantea este problema de valoración. Los países de la CEE han seguido diferentes planteamientos para resolver, o tratar, esta problemática de los beneficios ficticios y de su tributación. Hay una postura muy clara y radical en la República Federal de Alemania de que el principio de valor nominal es inalterable, por motivos constitucionales y por motivos económicos de evitar en su totalidad una indización de la economía, lo que obliga a buscar métodos de amortización que suavicen, eliminen o compensen la tributación fiscal sobre beneficios ficticios. Prácticamente parece inclinarse el legislador por el cálculo del valor sustancial neto que corresponde a los valores de los activos inmovilizados a precios de reposición afectados al capital propio y no así al capital ajeno.

Aquí existen dos posibilidades:

O bien se establece una cuenta en paralelo buscando las diferencias entre los valores históricos de compra o bien de fabricación, y los valores de reposición que afectan al capital propio.

O bien, para simplificar el cálculo, el que del *pool* fiscal, o de la «sustancia fiscal» de la empresa, se compense a la misma, modificando a la baja los impuestos que no están afectados por el beneficio; por ejemplo, el Impuesto sobre el Patrimonio Inmovilizado.

Otro de los aspectos fundamentales es de si se debe fomentar o no la configuración de capital-riesgo desde dentro de la propia empresa; esto es, la autofinanciación. La idea dominante en los países centroeuropeos, concretamente en Alemania, es que no debe fomentarse la autofinanciación, sino todo lo contrario, que las características del capital-riesgo exigen el que éste se incorpore de fuera con el fin de que se produzca que la dinámica de aquellos sectores que pueden generar recursos financieros, pero que no son sectores punteros o innovadores en el futuro, aporten su dinero a través del mercado de capitales y de otras instituciones a nuevas empresas, a nuevas actividades. Es cierto que las grandes empresas, a través de su diversificación, canalizan recursos de áreas o sectores en estancamiento o sin perspectivas de futuro a otras con perspectivas de futuro, pero el elemento fundamental es que se canalice desde fuera para una mejor asignación de estos recursos.

La situación en España difiere bastante de la que afecta a los países centroeuropeos por la deficiente estructura financiera actual. La baja tasa de actividad económica y las malas perspectivas de ventas, así como la tensión inflacionaria, hacen poco viable el que la empresa pueda generar volúmenes suficientes de autofinanciación.

Sería de interés que a los efectos del saneamiento de los procesos productivos existentes se favoreciese más la autofinanciación que lo que se está haciendo en

estos momentos fiscalmente, precisamente para que se sanee la empresa desde dentro. No debiera ser así, por el contrario, en cuanto a los recursos provenientes de las nuevas actividades. Deben penalizarse fiscalmente para que sean repartidos y se puedan potenciar nuevamente los mercados institucionales, con el fin de que se canalicen estos recursos hacia nuevas actividades y nuevas empresas.

Esta es una de las medidas que debieran diferenciarse en nuestro país: por un lado, el saneamiento empresarial tendrá que ir necesariamente, en una gran medida, a través de la autofinanciación de los recursos actualmente inmovilizados; por otro lado, lo que no debe ir por la vía de la autofinanciación es el tratamiento de los beneficios provenientes de actividades nuevas o actividades innovadoras. Lo cual sería ortodoxo, dado que será muy difícil, con la actual estructura de capital de la empresa española, el que existan ahorradores dispuestos a invertir su dinero en el fortalecimiento del capital-riesgo en los procesos productivos actuales sin grandes expectativas de futuro y para rentabilidades relativamente medianas o bajas.

## VI. FUENTES DE CAPITAL-RIESGO: MEDIDAS Y SU EVALUACION

La dotación con capital-riesgo proviene del ahorro que puede realizarse a través de las siguientes fuentes:

Mediante la implementación de una política patrimonial para que pueda desarrollarse el patrimonio productivo en manos de los trabajadores, tal como es en este momento el resurgimiento de la Ley alemana de Política Patrimonial, Ley que, por otro lado, más que una solución a la configuración de capital-riesgo va a tener consecuencias desde la perspectiva político-social.

Las medidas fiscales generalizadas al fomento del ahorro en el sentido de la creación de patrimonios en manos de los trabajadores con bajas rentas, tal como también es el caso en Alemania de la Ley 624 DM de ahorro anual para pasar a la de 936 DM con primas al ahorro que van desde el 16 al 23 por 100, según el riesgo que corran.

Aquellos programas de fomento del ahorro para profesiones artesanales que antes de iniciar una independización de su actividad puedan ya configurar un ahorro específico para creación de empresas.

El ahorro institucional que debe provenir fundamentalmente de las grandes instituciones, como los seguros, Cajas de Jubilación y de enfermedad y otras instituciones semejantes.

En cuanto al ahorro institucional, significa una de las medidas más importantes, de manera que los Seguros y las Cajas de Pensiones pudieran orientar una parte relevante de sus fondos, de manera que, cubriendo las garantías necesarias, pudieran dedicar del conjunto de sus disposiciones financieras importes significantes hacia capital-riesgo, bien a través de su participación en «Venture Capital Funds», o bien en la compra de valores en el mercado secundario, o incluso de participaciones no cotizadas en Bolsa. De esta manera estas instituciones, y dentro del marco de la prudencia que corresponde a su objetivo, pudieran llevar una política de mejora de

sus prestaciones a través de su propia capacidad de «management» de sus recursos financieros acumulados.

## VII. INSTITUCIONALIZACION DEL CAPITAL-RIESGO

Un aspecto relevante en todo el tratamiento en Europa para acelerar la configuración de capital-riesgo es el hecho de su institucionalización.

En primer lugar, se trata de la necesidad de volver a rehabilitar la acción como uno de los instrumentos más importantes en cuanto a la formalización de capital-riesgo. Una de las tendencias características en el debate actual alemán es el de potenciar un antiguo título, el «Genußschein», que corresponde a las características de una participación en capital propio, pero con unos derechos limitados a participar en los beneficios y también en las pérdidas y los resultados de la liquidación, pero sin voto o capacidad de intervención en la gestión.

El desarrollo de estos u otros títulos, sobre todo cara a las empresas medias y pequeñas, implica un esfuerzo institucional y de ideas muy importante. Se trata de desarrollar formas de participación como capital-riesgo, pero que al mismo tiempo busque una solución al conflicto de intereses entre el ahorrador-inversor y el propietario de la empresa, ambos para que se logre dotar con capital-riesgo y al mismo tiempo conocer las limitaciones de asunción de riesgos y de responsabilidades de cada uno de ellos. Además, se plantea el desarrollo de otras formas de títulos de participación en las fases de creación empresarial, títulos que pudieran ser creados para una posterior conversión. En este sentido es en el que se está actuando, tanto jurídica como financieramente, para buscar una mayor pluralidad de títulos que queden afectados como capital-riesgo a la empresa y con variantes de derechos que en estos momentos no se tiene.

Cuando se habla de capital-riesgo no se está refiriendo al capital propio necesario para reestructurar una empresa o para sanear la misma, sino que primordialmente nos estamos refiriendo a las necesidades de capital innovador. Esto afecta a las empresas básicamente en tres momentos de su vida:

Cuando se crea la empresa o cuando se acaba de crear hace muy poco tiempo y necesita de recursos propios para desarrollar la idea, el producto o los mercados.

Cuando la empresa ha iniciado su andadura, ha implementado su producto, procedimiento o mercado, y entra en una fase crítica de crecimiento. Son éstas las fases más difíciles de superar para las que necesita capital-riesgo.

Existe una tercera fase. Es la que corresponde a las necesidades de capital-riesgo, más bien de capital propio tradicional, para mantener unos niveles de crecimiento que necesita la empresa para poder asegurar su supervivencia en el mercado y garantizar el desarrollo paulatino y casi permanente de esa penetración innovadora.

Las dos primeras son, fundamentalmente, las que interesan al capital-riesgo desde las perspectiva de grandes oportunidades de beneficio frente a grandes riesgos.

La tercera responde más a oportunidades limitadas de beneficio de empresas consolidadas y tradicionales frente a riesgos también más bien ponderados y conocidos.

Una de las condiciones para que se produzca este proceso innovador es el de facilitar a las empresas su acceso al mercado de capital-riesgo, especialmente a las empresas pequeñas y medianas. Por las características específicas de estas empresas es necesario crear múltiples formas de acceso a este mercado de capital-riesgo, y ello en diferentes configuraciones en cuanto a los títulos de participación y a las características de los mismos, así como en cuanto a las instituciones en las que pudiera producirse una mayor capacidad de compra y de venta de tales participaciones.

Independientemente de aquellos grandes proyectos, sobre todo centrados en las grandes líneas de investigación y desarrollo que por su naturaleza las realizan las grandes empresas, con mayor o menor ayuda del Estado, los procesos innovadores aplicados se realizan a niveles de las empresas medias y pequeñas. Estas empresas son, sobre todo en España, las que necesitan de un tratamiento de dotación de capital-riesgo diferenciado al que corresponde a la gran empresa o a la gran empresa establecida.

Por todo ello, tanto la reducción de costes en el acceso de estas empresas a diversas instituciones de capital-riesgo, así como también la reducción de la presión fiscal sobre las operaciones de transmisiones patrimoniales y de otros impuestos que afectan a la configuración de inversiones y de patrimonio de capital inmovilizado, deben contemplarse desde la perspectiva de la creación de capital-riesgo. Uno de los aspectos que introduce la nueva Ley de Reducciones Fiscales alemana para 1984 es, precisamente, que para los casos en los que el empresario se retire, bien por vejez o por incapacidad, con el fin de mantener la unidad empresarial, se concede hasta un importe de 125.000 marcos, una serie de ventajas fiscales para la transmisión de este patrimonio, que, en las situaciones actuales, prácticamente desaparece. Estas y otras medidas de acompañamiento pudieran permitir una mayor continuidad, sobre todo en las empresas pequeñas y, con ello, mantener también puestos de trabajo.

Pero quizá el aspecto más relevante en torno a la dotación de capital-riesgo en el momento actual de transformación estructural y en el propio momento actual de inhibición de la sociedad en cuanto a la aceptación de riesgos, como grupos o como individuos, es decisiva la configuración de las instituciones adecuadas.

La Banca, en su función crediticia, exige, para la cesión de capital ajeno, una serie de condiciones que generalmente están ancladas en las características hipotecarias. Pero una empresa nueva, pequeña o mediana, no dispone de tales garantías y, por tanto, se dificulta seriamente la capacidad valorativa por parte del Banco de las garantías necesarias para la cesión de capital. Cuando se trata de capital-riesgo en empresas medias y pequeñas, lo que vale es el recurso humano, el hombre que tiene la idea y sus capacidades. Por ello le es muy difícil a una institución bancaria y crediticia asumir este papel valorativo y, por tanto, por la propia estructura del negocio bancario, puede decirse que todos los intentos que se han realizado en los últimos años en los diferentes países no han tenido resultados de mucho éxito.

Capital-riesgo significa fundamentalmente capacidad innovadora, y esta capa-

cidad innovadora ha de implementarse en una actividad empresarial que lleve al éxito, lo que dependerá de una capacidad de «management». Lo que verdaderamente hace falta, junto a la cesión de capital-riesgo, es también cesión de capacidad de «management». Por ello, todas las sociedades de capital-riesgo se están fundamentando en base a que las personas responsables de las mismas deben tener una gran capacidad de dirección empresarial, por lo que deben ser personas que no provengan de la Banca. Junto a la aportación de capital se debe aportar capacidad de «management», capacidad de asesoramiento y, por tanto, acercar el capital-riesgo, a través de su capacidad gerencial, al propio proyecto empresarial.

Con esto se salva lo que teóricamente existe como divergencia entre capital propio y capital ajeno de que ambos interlocutores, el empresario, con sus ideas innovadoras, y el que cede el capital, el *manager* de la institución, que también es empresario y, por tanto, nivelan sus capacidades de información, sus capacidades gerenciales y sus capacidades de control. Solamente a través de este tipo de instituciones puede capacitarse a la economía para dotar con capital-riesgo, sobre todo a las empresas medias y pequeñas, a las nuevas empresas que tienen que valorarse por su capacidad gerencial de producto y de mercado, y no por la existencia de patrimonio imposible de hipotecar. La Banca, lo que sí puede hacer, es —como está sucediendo en Estados Unidos— participar en estas sociedades dentro de determinados límites que le impone su propia estructura de la actividad bancaria.

Pero una de las instituciones que más está llamada a realizar esta vinculación entre el ahorrador que esté dispuesto a ceder su capital, bien por los apoyos fiscales, bien por las oportunidades de rentabilidad, y la empresa para su inmovilización en el capital productivo, es la reavivación de un mercado que facilite la oferta y la demanda de estas participaciones que representan al capital ahorrado.

En la Bolsa tradicional, en la primaria, es de muy difícil acceso a este tipo de empresas, no ya sólo por sus diferentes formas jurídicas en muchos países, sino también incluso por las exigencias que hoy exige toda Bolsa para la introducción de valores empresariales a su cotización.

En este sentido se plantea la necesidad de crear un segundo mercado bursátil, el «mercado secundario», en el cual puedan negociarse en determinadas condiciones los títulos, acciones, «*Genußschein*», u otra forma de títulos de participación de estas empresas medias y pequeñas. Dentro de esta estructura del mercado secundario, las propuestas de la Comisión Bursátil Alemana son las que en este momento dan una mayor institucionalidad a este posible segundo mercado.

Se trata de que sería suficiente para las empresas creadas como mínimo hace dos o tres años que presenten las cuentas de los últimos dos años; deben tener un mínimo de su capital distribuido para que se forme el precio, que las cotizaciones no tienen que realizarse necesariamente todos los días, sino que se realicen en determinadas fechas, y que incluso se creen agentes propios para este tipo de mercado. Asimismo se reducen las exigencias de publicidad y de los catálogos de presentación de estas empresas, menores costes de emisión y bonificaciones fiscales que impliquen en su conjunto una reducción de costes para estas empresas.

Una de las características fundamentales que se puede quizá asignar a este segundo mercado bursátil es la que se refiere a su carácter más regional y, por tanto,

la necesidad de potenciar regionalmente estos mercados. Esta cercanía física entre el ahorrador de capital y la empresa que lo invierte facilita esta comunicación e información y, por tanto, la tendencia a regionalizar estos mercados pudiera ser uno de los factores positivos a la hora de querer asignar capital-riesgo a la empresa.

Esta traducción del principio de cercanía entre el ahorrador de capital-riesgo e inversor pudiera realizarse a través de estos mercados locales en condiciones óptimas. Todos los países europeos consideran, en la línea de este segundo mercado, que tiene que hacerse dentro de la institución bursátil existente; pero, sin embargo, debiera accederse por vías más simplificadas a la misma, eliminando no solamente obstáculos de costes de emisión y fiscales, sino también barreras psicológicas. Estas inciden en que el empresario que tiene una empresa durante tres años y ha alcanzado un cierto éxito ve con recelo la interferencia posible de su «management». Por ello es necesaria una regulación, que a través de una diferenciación suficiente de los títulos representativos de capital-riesgo pudiera permitir una configuración adecuada, tanto a las exigencias del ahorrador como a las que plantea el propio empresario.

Pero, además, se está planteando lo que podríamos llamar un *tercer mercado*, y es el que fuera de la Bolsa las empresas medianas y pequeñas pudieran emitir participaciones de capital-riesgo y que estas participaciones estarían fundamentalmente calificadas como títulos que representan propiedad y que participan en los beneficios y en las pérdidas, en la información y también en la posible liquidación, pero que no tienen el derecho de dirección, habiéndole asegurado como mínimo una retribución. Esta pudiera ser también una tercera vía para la creación de capital-riesgo. La formulación de ideas, la institucionalización en el mercado de estos títulos a través de agentes especializados en esta problemática, significaría una innovación muy relevante en esta búsqueda de formas innovadoras también en la aportación de capital.

Lo que no cabe la menor duda es que la rehabilitación del mercado bursátil constituye una de las condiciones más importantes para que se dote a la economía con capital-riesgo. Y, sobre todo, la diferenciación de este mercado bursátil en los tres grandes segmentos que hemos mencionado. Se trata de invertir la tendencia actual a la colocación de capital en capital sin riesgo, con altas retribuciones, que en su conjunto, en ninguno de los casos, va a llevar a una solución adecuada a las necesidades de inversión y a las necesidades de creación de puestos de trabajo. No son los nuevos mercados de letras, etc.; es decir, las ideas creadas a través del sistema bancario para lograr medios financieros en inversiones sin riesgo para el ahorrador, el camino que lleva a la innovación en la actividad empresarial, y mucho menos en las empresas medias y pequeñas.

El ahorro debe canalizarse hacia capital-riesgo y debe, por tanto, ofrecérsele las oportunidades necesarias para hacerlo atractivo, debiendo eliminarse todos los obstáculos institucionales, bursátiles, jurídicos y fiscales que hagan mucho más flexible el acceso del ahorro al capital productivo. Por el camino actual, lo que se conseguirá es un estancamiento en este proceso innovador, y lo que se conseguirá también es una fuerte concentración empresarial con costes muy elevados de adaptación estructural de la economía y un proceso participativo muy pobre.

Precisamente a este «tercer mercado» de los títulos de participación en empresas medias y pequeñas es en el que el carácter local del mercado crea una de las condiciones más importantes. Por la vía de la creación de títulos de participación en pequeñas y medianas empresas, que pudieran ser, al mismo tiempo, negociados y que estuvieran libres de obstáculos derivados de formas jurídicas y también de cargas fiscales, se contribuiría a nivel local y regional a un mayor acercamiento del ahorro a las posibilidades productivas más adecuadas. Sería una institución con bajos costes de transacción y con grandes utilidades, creando un mayor acercamiento entre el ahorrador y el proceso productivo local. Y aquí no se trataría solamente del ahorro privado individual, sino también de la participación de otras instituciones, como pueden ser Cajas de Ahorros y las diferentes tipos de Cajas Rurales, etcétera.

La innovación institucional característica del capital-riesgo son los «Venture Capital Funds», que nacen ya hace unas décadas en Estados Unidos y que se trasplantan con gran dificultad a Europa, fundamentalmente a Gran Bretaña. Estos «fondos de capital-riesgo», que se configuran partiendo de patrimonios privados, o también del ahorro institucional de empresas de seguros y, sobre todo, de Cajas de Jubilación, constituyen el reflejo de las características específicas que requiere todo capital-riesgo: la creación de instituciones cuyos responsables se encuentran al mismo nivel de información y capacidad gerencial industrial que los que van a tomar las decisiones empresariales. Se trata de salvar en estas instituciones la diferencia de información —ya mencionada— que dispone el ahorrador y el empresario, introduciendo la figura de los *managers* de estos fondos.

En Estados Unidos son, por una parte, los patrimonios privados, que participan ya a partir de 5.000 dólares hasta cantidades muy significativas de otras instituciones de capital, tales como seguros, Cajas de Pensiones, etc. En muchos de los casos también participa la propia Banca, en porcentajes muy pequeños, y otras instituciones, como fundaciones y también grandes empresas, tal es el caso, sobre todo en estos momentos, de la Siemens y también de la Olivetti.

De esta manera se aportan recursos financieros a un fondo, que dirigido por personas capacitadas gerencialmente para dirigir y asesorar una empresa industrial, localizan las ideas y los proyectos, e involucran ese capital en proyectos de elevado riesgo, participando de forma directa en la gestión vía asesoramiento y vía de puesta en marcha de esa idea y proyecto.

La forma de institucionalizarlo es el que al ahorrador, que invierte su capital en riesgo, no se le ofrezca una retribución periódica, sino que se le ofrezca que si el proyecto da buenos resultados él va a participar en el incremento del valor que se produce como consecuencia del mismo. Quiere decir, que lo que se le retribuye al capital ahorrado es el riesgo que ha corrido, de éxito o fracaso, y que este éxito, medido en el valor de las participaciones en la empresa, le va a dar una retribución suficientemente adecuada. Quiere decir que participa totalmente en los riesgos y la oportunidad se mide por el valor de esas participaciones cuando se colocan en el mercado.

Las expectativas, en muchos de los casos, ofrecen resultados muy importantes y ello lleva a una respuesta cada vez más relevante de aportación de capital en esta línea institucional innovadora.

Desde la perspectiva fiscal en Estados Unidos, las aportaciones que realizan los fondos de pensiones y los seguros están libres de impuestos cuando se incorporan los resultados por la venta de las participaciones en las empresas en las que se ha arriesgado el capital y, por otra parte, se limita también en Estados Unidos a un 20 por 100 la repercusión fiscal sobre los beneficios en las personas físicas. La tendencia es la de reducir al máximo las cargas fiscales sobre los beneficios obtenidos como consecuencia de la asunción de riesgo y de esta manera hacer atractivo todo el proceso de canalización de recursos de ahorros, sobre todo de patrimonios pequeños a proyectos de esta naturaleza, especialmente a niveles locales y regionales.

Estos «fondos de capital-riesgo» se pueden también, a su vez, agrupar en fondos de participación más amplios, de tal manera que los fondos de capital-riesgo vayan naciendo y desapareciendo en la medida en que se crean nuevas participaciones en empresas y se liquidan en el mercado esas participaciones, tratando los fondos, a su vez, de buscar una compensación de riesgos entre las diferentes participaciones que poseen. Pero la característica con la que debe dotarse a estas sociedades de capital-riesgo es que el ahorrador participe en los riesgos específicos de determinadas inversiones, de acuerdo con las condiciones contractuales en que se le cede el capital. Lo cual exige necesariamente el que las condiciones de los mercados bursátiles anteriormente mencionados faciliten la cotización de estos valores participados y den una capacidad suficiente para poder generar nuevas acciones creadoras de fondos. La limitación en el tiempo de la vida de estos fondos de capital-riesgo es muy importante, lo mismo que es decisivo el momento de la venta de las participaciones de esas sociedades.

En la RFA, la introducción de los fondos es desde 1983 uno de los grandes temas planteados; pero, en general, en Europa hay falta de iniciativa para la creación de los mismos.

En este sentido se plantea que esta iniciativa, que en España todavía está por aparecer, debiera surgir a través de instituciones como Cámaras de Comercio, Cajas de Ahorros, en su diferente naturaleza, u otras instituciones como pueden ser Seguros y Cajas de Pensiones o Mutualidades, que iniciasen la creación de estos fondos de capital-riesgo, pero bien entendido que su naturaleza gerencial es de carácter industrial y no de carácter bancario y crediticio. Todo intento de incorporar a estas instituciones de capital-riesgo una dimensión crediticia en el funcionamiento y gerencia de las mismas estará condicionando totalmente su éxito y probablemente llevará a una vida muy lánguida.

Debe también considerarse que a través de la creación de capital-riesgo, por este tipo de fondos, se crean en las empresas la capacidad necesaria para lograr capital ajeno en magnitudes suficientes para completar los proyectos. La propia Banca podría así reactivar sus posibilidades de colocación de recursos cuando se encuentre ante empresas demandantes de crédito con una dotación suficiente con capital-riesgo, capital que le ha sido cedido por los fondos que conocen mejor, o evalúan con mayores posibilidades de éxito el riesgo de estos nuevos proyectos innovadores. La Banca y el sistema crediticio tendrían nuevas oportunidades de selección de sus proyectos de inversión y, en lugar de garantías hipotecarias, tendrían, en principio, la garantía de estos fondos, que con carácter y conocimiento industrial han compro-

metido su dinero en esa empresa. Tendrían un punto de referencia importante para evaluar la credibilidad de estas empresas y el buen destino de sus créditos por vías distintas a las meramente hipotecarias.

### VIII. EXIGENCIAS DE CAPITAL-RIESGO EN ESPAÑA

Por tanto, a los efectos de configuración de capital-riesgo debe diferenciarse, especialmente en España, la siguiente estructura:

Los problemas de reestructuración industrial y saneamiento de las empresas públicas y que se refiere fundamentalmente a aquellos sectores de base afectados de forma muy grave por el proceso de adaptación o transformación estructural de la economía, por las bajas expectativas de crecimiento económico y por un exceso de capacidades, sin que, al mismo tiempo, se produzcan procesos innovadores relevantes, ni en productos, ni en procedimientos, ni en mercados.

Este es el caso de la siderurgia, de la naval, etc. La aportación de capital a estas empresas está orientada fundamentalmente a su reestructuración y saneamiento, lo que significa, por su propia naturaleza, racionalización, reducción de puestos de trabajo, mejora de los niveles de costes unitarios y una mayor competitividad.

Se trata de mantener estas actividades bajo unas expectativas muy prudentes o bajas de rentabilidad, y en ninguno de los casos debe hablarse en estas líneas de la necesidad de capital-riesgo en el sentido aquí expuesto.

La financiación de este proceso de adaptación tiene que ir por la vía de financiación del Estado con cargo a presupuestos, con cargo al mercado de capitales por la vía del tipo de interés y por la posible vinculación a mercados exteriores de capitales.

Lo que no puede hacer el Estado es cubrir la financiación de estos procesos de reestructuración a través de una imposición al ahorro de participar en el capital-riesgo de forma obligatoria, ya que se obtendrían los resultados característicos de muchos países en los años treinta y también en el nuestro en los años cincuenta, que ha llevado a un deterioro muy serio en las aportaciones de capital y, sobre todo, a grandes errores de inversión industrial.

Lo que no debe excluirse es la financiación a través del mercado de capitales, pero no ya en forma de capital-riesgo, sino en forma de capital ajeno sin riesgo. Pero ésta no es la solución para el crecimiento de la inversión para la innovación creadora.

El problema se centra fundamentalmente en la necesidad de dotar con capital-riesgo a la empresa privada, o semiprivada, en el sentido de que se producen procesos de innovación que precisan, en sus primeras fases de vida, de capital-riesgo y precisan de capital ajeno. Este último sólo puede aportarse cuando exista una disposición suficiente de capital-riesgo que sustituya a la propia capacidad de garantías hipotecarias.

En este sentido es cuando se tiene que hablar de un mercado de capital-riesgo, que afecta, sobre todo en España, a las empresas medias y pequeñas, que por un lado tienen que sanear sus estructuras financieras a través de una cierta capacidad de autofinanciación, mantenida dentro de ciertos límites vía imposición fiscal para que se pueda en cinco a siete años sanear las empresas, pero que otra parte importante de los beneficios obtenidos de estas empresas fluyan al mercado de capitales como consecuencia de una mayor tributación sobre la retención de beneficios a partir de un determinado porcentaje.

De esta manera se lograría el que aquel capital que se fuera liberando de sectores tradicionales y sin grandes expectativas de futuro innovadoras —pero sectores hoy generadores de recursos financieros— puedan invertirse en otras empresas punteras y de innovación tecnológica.

Esta flexibilización y dinámica del traspaso de recursos financieros de unas empresas a otras es la condición necesaria para que el proceso de transformación industrial que exige la tecnología y los mercados se pueda llevar en el menor tiempo de plazo posible. Y por esta vía es por la que tendrá respuesta la creación de trabajo y, sobre todo, la creación de puestos de trabajo con perspectivas de futuro y de efectividad económica y social.

## IX. CRITERIOS PARA UN PROGRAMA DE DOTACION CON CAPITAL-RIESGO A LA ECONOMIA

Pueden resumirse las propuestas en los términos siguientes:

A la vista de las diferentes alternativas que existen para lograr más inversiones, más disposición al riesgo y para mantener dentro de determinados límites la carga que ello supone para el presupuesto público, deben considerarse los costes y las repercusiones de las diferentes medidas, seleccionando las más adecuadas desde las perspectivas de dotación con capital-riesgo a las empresas.

Lo que queda claro es que debe procederse, en primer lugar, a eliminar todos los obstáculos a la inversión y también a eliminar todas aquellas discriminaciones que impiden la disposición de capital-riesgo.

La configuración de capital-riesgo puede y debe ser fomentada fiscalmente, y ello tanto en cuanto se realice en la propia empresa como también por lo que se refiere al inversor exterior. En este sentido preocupa no ya sólo el problema de la financiación de las nuevas empresas en sí, sino de aquellas empresas que habiendo anunciado nuevas actividades y habiendo logrado éxitos notables necesitan realizar esfuerzos de crecimiento importantes para poder implementar el potencial creado, o lo que se ha denominado *programas de fundaciones de segunda fase*. En su tercera fase de crecimiento, las empresas deben tener acceso al mercado de capitales para poder situar sus participaciones entre un amplio público de accionistas, y para ello debe evitarse toda regulación discriminante.

La eliminación de todas aquellas medidas que dificultan el acceso a los mercados para la configuración de capital propio tanto en el plano fiscal como en el propio plano institucional de acceso a los mercados de capitales, como también de garantías, en la medida actualmente vigente.

Deben favorecerse una mayor vitalidad en el mercado de capitales y un mayor acceso para las tres fases de desarrollo empresarial. Deben reducirse los costes de realización y los costes de transacción del mercado bursátil.

Debe constituir un elemento adicional el fomento de las empresas nuevas y la Ley de Política Patrimonial, que configura atractivos especiales para la inversión en empresas nuevas.

No cabe la menor duda que la eliminación de la fiscalidad sobre los beneficios ficticios es, sobre todo, en países con alta tasa de inflación, uno de los aspectos más importantes que obstaculizan la actividad inversora. Toda eliminación de impuestos sobre beneficios ficticios debe dar como resultado el que la empresa no distorsione los procesos de inversión. Esta eliminación de la fiscalidad sobre los beneficios ficticios puede, o bien realizarse a través de una política de amortizaciones, o bien a través de métodos, como los anteriormente señalados, de compensación del diferencial de valor entre el coste histórico y los costes de reposición. En este sentido, sería un paso importante una consideración prioritaria del capital propio y la eliminación de los impuestos sobre sus beneficios ficticios.

Pero el criterio general debiera ser el de eliminar todo tipo de discriminaciones para las diferentes formas de imposición de capital, de manera que no se penalice al capital propio y se favorezca fundamentalmente la elección de alternativas desde la perspectiva de la prima de riesgo y oportunidades que lleva consigo cada forma de colocación de capital. Por lo que debe darse un igual tratamiento a las imposiciones de capital en capital-riesgo en sus diferentes formas jurídicas y empresas.

Este debiera ser el criterio fundamental en todos los aspectos que conciernen, sobre todo, también a las inversiones de más largo plazo y a aquellas inversiones que tienen períodos de duración con mayor riesgo como consecuencia de evoluciones imprevistas.