

UNIVERSIDAD DE ALCALA DE HENARES
FACULTAD DE CIENCIAS ECONOMICAS Y EMPRESARIALES

INSTITUTO DE DIRECCION Y ORGANIZACION DE EMPRESAS

CATEDRA DE POLITICA ECONOMICA DE LA EMPRESA

PROF. DR. SANTIAGO GARCIA ECHEVARRIA

Working Papers núm. 48

Título: Superación de la escasez de capital
riesgo. Propuesta para mejorar la do-
tación con capital riesgo.

Autor: L. Kokalj

Fecah: Mayo 1985



D.

UNIVERSIDAD DE ALCALA DE HENARES
INSTITUTO DE DIRECCION Y ORGANIZACION DE EMPRESAS
ALCALA DE HENARES



Working Papers núm. 48

Título: Superación de la escasez de capital
riesgo. Propuesta para mejorar la do-
tación con capital riesgo.

Autor: L. Kokalj

Fecah: Mayo 1985

Responsables de Redacción:

- Prof.Dr.Dr.Santiago Garcia Echevarria
- Prof.Dr.Antonio Sainz Fuertes

Secretaria de Redacción:

- Srta, Maria Luisa Blasco Laviña
- Srta. Maria Luisa Rodríguez Frade

C Prof.Dr.Dr.Santiago Garcia Echevarria

Se prohíbe la reproducción total o parcial por cualquier método del conte-
nido de este trabajo sin previa autorización escrita.

SUPERACION DE LA ESCASEZ DE CAPITAL RIESGO.

PROPUESTA PARA MEJORAR LA DOTACION CON CAPITAL RIESGO (*)

Detlef Hunsdiek

Ljuba Kokalj

Institut fur Mittelstandsforschung, Bonn

I. INTRODUCCION.

La discusión del problema del Capital Riesgo en la Empresa Alemana requiere, en primer lugar, una explicación del concepto Capital Riesgo pues - en innumerables publicaciones, el término Capital Riesgo se utiliza como si nónimo de capital propio. Partiendo de los conceptos de capital propio y ca pital ajeno, las características diferenciadoras entre ambas clases de capital es la relación entre el que aporta el capital y la empresa. Mientras - que el título de capital ajeno implica la condición de acreedor, el título de capital propio fundamenta la condición de propietario legal. El derecho de propiedad repercute en la consideración económica en cuanto que las pérdidas de capital gravan preferentemente al capital propio. Debido a la función de responsabilidad al capital propio se le califica de capital riesgo por la insistencia de los aspectos relacionados con la asunción del riesgo y separados desde el punto de vista de los intereses.

Todas las formas de participación legal en las sociedades presentan, -

(*) La traducción del original alemán ha sido realizada por el Prof.Dr.Dr. Santiago Garcia Echevarria, Catedrático de Política Económica de la Empresa de la Universidad de Alcalá de Henares. Título original: "Beseitigung des Mangels an Risikokapital. Vorschlaege zur Verbesserung der externen - Risikokapitalversorgung".

por consiguiente, capital riesgo. Sin embargo, esta definición parece demasiado restringida en la práctica. En la realidad no sólo existen estos tipos ideales de capital propio y capital ajeno, sino también formas mixtas que tienen características tanto de capital propio como de capital ajeno.

Según las características que predominan en estas formas mixtas, éstas pueden ser útiles en la mejora de la capacidad de asunción de riesgo en la empresa. Por ello, para las consideraciones posteriores se debe dar una delimitación conceptual algo amplia que servirá de definición de trabajo.

Para el enjuiciamiento de cuándo son capital riesgo las formas mixtas que no constituyen capital propio en sentido estricto, se analizarán cuatro características (2).

- Que no exista obligación de devolución.
- Que el prestamista no tenga derecho a exigir la devolución (3).
- Que los intereses exigidos dependan de los beneficios.
- Que en caso de quiebra se tenga responsabilidad principal.

Todos los títulos de financiación que satisfagan estas cuatro características simultáneamente los denominaremos capital riesgo. Esta delimitación del capital riesgo pone de manifiesto que no se requieren derechos de gestión y participación pues estos sólo constituyen una característica subsidiaria del capital riesgo (4).

La dotación con capital riesgo de las empresas alemanas ha retrocedido en todas las ramas económicas, en todas las dimensiones empresariales y en todas las formas jurídicas (5) Y si bien en la teoría no se ha hablado de la falta de capital riesgo en la medida en que la financiación que proporcionaba la concesión de capital ajeno lograba que el empresario individual pudiera llevar a cabo la estrategia de inversiones óptima (6), sin embargo, las investigaciones empíricas muestran que en el pasado se ha producido la falta de dicha premisa.

La tan discutida debilidad de crecimiento de la economía alemana (7), y también el tópico de un "envejecimiento de las instalaciones" (8) apoyan la validez de la tesis de la falta de capital riesgo. Según apreciaciones prudentes la falta de capital riesgo de la empresa alemana se cifraría en unos 250 mil millones de DM, de los cuales 170 mil millones se referirían a las necesidades de consolidación (9) y 80 mil millones a las necesidades de inversión (10). En el fondo de la interdependencia entre inversiones e innovaciones respecto del nivel de dotación de capital riesgo (11), el Consejo de Expertos ve en una mejor dotación de la empresa con capital riesgo una vía para crear nuevos puestos de trabajo y mantener los ya existentes (12). A la dotación con capital con disposición al riesgo se le ponen límites por lo beneficios retenidos por lo que "deben buscarse vías por las que se consiga conducir más capital riesgo del exterior hacia las empresas" (13). El favorecer la financiación exterior con capital riesgo no significa, sin embargo, que se desconozca el peso de la obtención de un rédito satisfactorio, se refiere más bien a la constatación de que la financiación mediante beneficios retenidos sólo se mejora a largo plazo y, sin embargo, los problemas de financiación deben resolverse a corto plazo.

Junto a los aspectos más vinculados al conjunto de la economía hay que destacar, y esto está demostrado por la alta cuota de insolvencias de los pasados años, que sólo el capital riesgo presta a la empresa una cierta fortaleza frente a la crisis en fases de coyunturas difíciles, con situaciones graves de ingresos y de liquidez, y ello por su carácter de promesa de pago condicionado.

2. EL MERCADO DE CAPITAL ORGANIZADO COMO ELEMENTO ADICIONAL PARA LAS MEDIDAS DE MEJORA.

2.1. Significado del Mercado de Capitales.

En una economía de mercado la asignación de recursos se realiza a través del mercado. En el mercado de capitales, siendo el capital un bien escaso, los agentes decisores de las instituciones e intermediarios, deciden sobre los me-

dios financieros de individuos, empresas, sociedades y corporaciones públicas que se prestará a otras unidades económicas a cambio de una remuneración en una relación de préstamos o de participaciones de capital (14).

En la práctica, el mercado de capitales es un mercado de títulos, que en primer lugar, puede diferenciarse entre mercado de obligaciones, esto es, un mercado para títulos de préstamos, y mercado de acciones, esto es, mercado para títulos de participación (propiedad). El mercado de acciones es el único en el que el concepto "Capital Riesgo" se define tal y como se ha hecho en este artículo. Esta parte del mercado será el objeto de estudio en este apartado.

En el mercado de acciones se pueden diferenciar distintas partes, o segmentos de la Bolsa: El mercado oficial y la contratación libre, regulada o no; a los dos últimos segmentos se subordina el mercado de capital riesgo libre; - las transacciones, sin embargo, se realizan en todo caso en la Bolsa y a través de agentes de cambio. Al mercado organizado de capital riesgo le corresponden las siguientes funciones de transformación: (15)

- Transformar capitales de ahorradores y patrimoniales en capital de inversiones y empresarial;
- Modificación del volumen de participación;
- Modificación de plazos y,
- Modificación de riesgos.

De esta forma el mercado de capital riesgo es, a la vez, centro de coordinación y transformación (16). La funcionalidad y eficiencia del mercado de capital riesgo depende, entre otros, de las condiciones institucionales. Estas condiciones presentan en la actualidad obstáculos esenciales para una captación de capital riesgo externa al mercado organizado. La superación de estos obstáculos y el ofrecer a las empresas que no pueden acudir al mercado organizado de capitales, es una de las tareas primarias de la Política Económica General.

2.2. Obstáculos del Mercado de Capitales.

En grandes rasgos se pueden mencionar tres factores del mercado de capitales y la normativa bursátil como causa de la escasa utilización del mercado de capitales para la financiación de riesgos:

- La dependencia de la forma legal del mercado de acciones.
- Las elevadas exigencias y condiciones de entrada del mercado.
- Los costes de la entrada en el mercado.

2.2.1. Dependencia del Mercado de Acciones de la forma jurídica.

La vinculación del acceso al mercado bursátil de la forma jurídica y con ello también la forma especial de los títulos financieros en forma de acción, limita el número de los demandantes potenciales de capital riesgo a aquellas empresas que tienen la forma jurídica de Sociedad Anónima y de Sociedad Comanditaria por acciones. Ambas formas jurídicas solamente están utilizadas por un número sumamente reducido de las empresas. Del total de 2 millones de empresas que existían en 1.982 en la República Federal de Alemania sólo 2.140 tienen estas formas jurídicas (17).

Las causas de ello se encuentran en las exigencias específicas en la fundación de ambas formas jurídicas, de sus costes y de sus obligaciones de publicidad, así como de su estructura organizativa, los derechos de cogestión, entre otros. De este reducido número de sociedades anónimas, a su vez, en 1.982 sólo 450, esto es, el 21%, se cotizaban en Bolsa (18).

La vinculación a la forma jurídica para el acceso al mercado bursátil lleva, consecuentemente, a que a través del mercado de las acciones sólo se aprovisionen con capital riesgo una parte muy reducida de las empresas pero esto no aclara porqué sólo menos de una cuarta parte de todas las Sociedades Anónimas se cotizan en Bolsa. El motivo de esta reducida utilización del mercado bursátil como fuente de financiación de las Sociedades Anónimas se

encuentra, por lo tanto, en otros obstáculos anteriormente mencionados.

2.2.2. Exigencias de dimensión y condiciones de acceso al Mercado.

Las dimensiones empresariales constituyen uno de los motivos fundamentales para el alejamiento a una cotización bursátil. A pesar de que apenas - existen normas legales en cuanto se refiere al acceso de valores mobiliarios al mercado bursátil existen prescripciones notables en cuanto a la necesidad de coordinación de las distintas instancias que autorizan la cotización en Bolsa, en cuanto a algunos criterios que deben cumplir las empresas como condición previa para una introducción en Bolsa (19), y que deben considerar, de forma específica, en su lanzamiento los Bancos Emisores ya en el período - previo a la propia emisión de acciones con cotización bursátil. Se trata, en general, de las siguientes exigencias:

- Dimensión de las empresas, por ejemplo, de acuerdo con el capital social, el volumen de ventas, la suma del balance,
- Antigüedad de la Sociedad (existencia mínima temporal),
- Dispersión de los valores bursátiles (importe mínimo de control),
- Obligación de introducirlo para determinados volúmenes de capital,
- Solicitar la cotización bursátil,
- Obligación de prospecto,
- Responsabilidad del prospecto,
- Obligaciones publicitarias,
- Cotización.

Estas precauciones bursátiles, organizativas de la Bolsa, que tratan, en primer lugar, de proteger al inversor, poseen la capacidad de entenderse de tal manera como norma jurídica, pero especialmente también en cuanto a que constituyen limitaciones de acceso fáctico de manera que sólo un número reducido de las Sociedades Anónimas existentes pueden considerarse como candidatos bursátiles. Estas empresas no presentan, sin embargo, por regla general, un crecimiento superior a la media y no son muy interesantes para los inversores de capital.

2.2.3 Costes del acceso al Mercado Bursátil.

Otra de las barreras, muy importante, en cuanto al acceso a la cotización bursátil, es la carga de costes que significa. Los costes directos de la cotización en Bolsa, en cuanto a la introducción de las acciones, se encuentran, en función del volumen de emisión, entre un 6 y un 13% del importe de la emisión, del cual, aproximadamente, un 5% corresponden a la Comisión Bancaria para la preparación y emisión de las acciones, incluido el riesgo de colocación (20). Otro de los componentes de costes de la emisión de acciones son los siguientes (21):

- 1% del impuesto de tráfico de capital sobre el tipo de cambio de la emisión.
- Publicación y distribución del prospecto de emisión en los periódicos diarios (aproximadamente 50.000 DM).
- Costes de impresión para las acciones (aproximadamente 1'5 - 2'00 DM cada documento).
- Costes notariales, costes para la censura de cuentas y censura de la fundación, costes judiciales y de abogados (aproximadamente 70.000 DM).
- Tasas de las oficinas de autorización bursátil.
(300 DM por cada millón de marcos para el primer tramo de 20 millones de capital autorizado,
200 DM para cada uno de los millones adicionales de 21 hasta 50 millones de DM,
100 DM para cada uno de los millones adicionales de más de 50 millones de DM,

En su más amplio sentido puede considerarse también el underpricing como costes del acceso bursátil. En muchas de las emisiones realizadas recientemente y teniendo en cuenta la evolución del tipo de cambio en el primer día de cotización se puede deducir que las empresas obtienen un importe por su título de participación inferior a lo que debería corresponder al valor real. Esto es en parte el resultado de una fijación a la baja del precio de la cotiza--

ción por parte de los Bancos Emisores que temen una colocación insuficiente y, por lo tanto, les preocupa su standing y, en parte, como consecuencia de la - falta de posibilidades de comparación con otras empresas teniendo en cuenta que en el pasado reciente ha sido muy reducido el número de nuevas emisiones. Todas las precauciones que pueden tomarse para evitar esta oferta a bajo precio, por ejemplo - mediante la utilización de procedimientos apropiados - no se han utilizado todavía en la República Federal de Alemania.

3. MEDIDAS PARA MEJORAR LAS CONDICIONES DE OFERTA PARA LOS TITULOS DE CAPITAL RIESGO.

3.1. Reforma de la Organización Bursátil.

Para mejorar la capacidad funcional del mercado de capitales, la Comisión de Expertos Bursátiles ha elaborado una serie de proyectos (22). Las propuestas tienen como objetivo fundamentalmente facilitar las condiciones de acceso al mercado bursátil. Las facilidades se deben adoptar para el sector de las - condiciones de acceso a la Bolsa como también en el área de la reducción de - costes. En concreto se trataría de las siguientes medidas:

- Reducción de la existencia temporal mínima de la empresa; es suficiente, con que presente cierres de ejercicio de los dos últimos años.
- Para dispersar entre el público sería suficiente cuando el capital social pudiera alcanzar como capital mínimo 1 millón de DM.
- Cotizaciones bursátiles no son necesariamente diarias, sino que se pudie ran realizar en determinados días de la semana.
- Reducir las exigencias formales en cuanto a la dimensión y volumen de los prospectos.
- La responsabilidad del prospecto, en cuanto se refiere al Instituto Crediticio, no es necesaria.
- Menores obligaciones publicitarias para la empresa en el sentido de las transacciones clásicas.
- Reducción de las tasas de acceso a la cotización bursátil.

Las facilidades perseguidas se tratan de alcanzar mediante una reforma de la contratación libre, normalmente regulado, y no como anteriormente se había propuesto, estableciendo un nuevo segmento de mercado siguiendo ejemplos extranjeros, por ejemplo, Gran Bretaña, Dinamarca, Holanda y Francia (23). La renuncia a la segmentación del mercado, que al principio se propuso, no puede ser bien aceptada. Debe considerarse que una segmentación del mercado no lleva, como se temía, a una dispersión del mercado o bien a una reducción de la capacidad de la actual regulación de la contratación regulada de la cotización bursátil, sino a un mayor volumen, en su conjunto, de capital riesgo a negociar. Un mercado regulado se sitúa dentro del mercado oficial, debido a que la octava directriz de la CEE exige a un mercado oficial aún mayores exigencias que las que en estos momentos recoge el Derecho Nacional Alemán, y amplía también a las pequeñas y medianas empresas el acceso a los mercados de capitales organizados. Por lo demás, nada dice en contra de que un nuevo sector del mercado pueda crearse y se reforme la contratación de cotización de valores mobiliarios en el caso en que también se considerase necesario.

3.2. Modificación de la forma jurídica en Sociedades Anónimas.

Una ampliación del círculo de participación en los mercados de capitales se podría también lograr mediante mayores atractivos para la transformación jurídica en forma de Sociedades anónimas. No se debe olvidar que las Sociedades Anónimas están estructuradas con una orientación que exige una estructura orientada al capital con participación de muchos accionistas de capital anónimo; por lo tanto, se puede considerar apropiada para la gran mayoría de las empresas medias, orientadas a la persona, desde la perspectiva estructural, pero, sin embargo, este proceso de transformación de aquellas Sociedades Personales que deseen transformarse en Sociedades Anónimas no debería estar dificultado por las cargas fiscales. Por lo tanto, la neutralidad fiscal debería ser el criterio en el proceso de transformación de Sociedades Personales en Sociedades Anónimas eliminando el impuesto de Sociedades y el impuesto de Transmisiones Patrimoniales. Este atractivo tiene además la capacidad de poder influir en aquellas empresas que desean hacer un cambio de forma jurídica, en aquellas empresas que han apreciado que su forma jurídica -

adecuada es la Sociedad Anónima, pero que a la vista de los elevados costes de transacción se distancian de esta decisión definitiva de transformación en Sociedad Anónima.

3.3. Institutos de Emisión de Acciones.

Un incremento de la actividad emisora es posible tanto mediante la utilización de las emisiones por las propias empresas como también mediante la mediación de nuevos Institutos de Emisión fuera del sector bancario. Los Institutos Bancarios se inclinan a aceptar un negocio de emisión de una empresa cuando no están dispuestos a un incremento de las concesiones crediticias. Las últimas tendencias de fomento de la actividad emisora pueden encontrarse fundamentadas en el hecho de que una empresa de asesoramiento se ha comprometido de forma decisiva en la introducción en Bolsa de empresas jóvenes. De las 11 nuevas emisiones de 1.983 la PM Portafolio Management Gesellschaft ha participado en 5 cotizaciones bursátiles (24). Lo cual también permite aclarar que la mayor competencia entre los institutos emisores puede conducir a una intensificación del mercado de capitales.

Con las emisiones por las propias empresas, mediante la mediación de otros institutos de emisión, lo que lleva vinculado una anulación de la responsabilidad del prospecto por parte de los Bancos, no significa, en sí mismo, un retorno o una vuelta atrás de las fuertes exigencias de protección para el inversor, cuando se asegure que éste tiene los conocimientos apropiados de esta anulación de responsabilidades bancarias. Una segmentación vertical del mercado - corresponde a esta exigencia en sus mejores términos cuando esta segmentación del mercado se diferencia de forma clara de las exigencias cualitativas de los títulos de participación de las empresas cotizadas, lo que hoy no es el caso - por lo que respecta a los mercados oficiales y al mercado de libre contratación de valores mobiliarios.

3.4. Creación de un Mercado de Capitales Organizado para aquellos Títulos Financieros que aún no son cotizables en Bolsa.

El Consejo de Expertos, ya en su dictamen 1979/80 expuso que se examinase si y como se pudieran hacer comerciabl^es aquellas participaciones en empresas que hasta ahora les había sido vetado el acceso a los mercados de capitales organizados (25). La accesibilidad a la Bolsa de las Sociedades de Responsabilidad Limitada y las participaciones de las Comanditarias se enfrentan, sin embargo, con una serie de obstáculos jurídico/societarios y jurídico/fiscales con grandes dudas. Para la capacidad de acceso al mercado de capitales son - necesarias condiciones de fungibilidad que se encuentran actualmente muy limitadas, por ejemplo, por la obligación de la intervención notarial a la hora de vender una participación de una Sociedad de Responsabilidad Limitada o las obligaciones de aprobación existentes para la venta de una parte o participación de una empresa comanditaria. Para asegurar la accesibilidad a Bolsa se - tiene que eliminar, en primer lugar, la obligación notarial y deben configurarse las participaciones en las Sociedades de Responsabilidad Limitada como valores mobiliarios. Una standarización formal realizada es necesaria para - poder acceder a la fungibilidad de los valores mobiliarios, pero que, probablemente, se tendrán que orientar a una standarización material del tipo de la - acción.

A las participaciones en Sociedades Comanditarias se plantean obstáculos comerciales semejantes, por ejemplo, en cuanto a la obligación de registro en el Derecho Mercantil, especialmente por lo que afecta a las construcciones del - Derecho Fiscal de los socios.

Generalmente debe plantearse la cuestión de si una accesibilidad a la Bolsa, para las Sociedades de Responsabilidad Limitada y Comanditarias, tiene sentido desde la perspectiva Económica, esto es, si solamente se ofrece un camino para poder lograr capital riesgo externo, si existen además elementos fácticos de gran importancia en cuanto a las posibilidades de utilización del mercado de capitales. Tanto en las Sociedades de Responsabilidad Limitada como también en las Sociedades Comanditarias, desde la perspectiva intencional del -

legislador, se han concebido idénticamente para las Sociedades que afectan a grupos sociales limitados y controlables. Por este motivo la Sociedad Comanditaria está sujeta, como Sociedad Personalista, a un amplio dispositivo jurídico con una elevada libertad individual en cuanto a la configuración contractual. También las Sociedades de Responsabilidad Limitada, como Sociedad Capitalista, no está orientada en su configuración a una modificación permanente de los socios. Una accesibilidad a la Bolsa de las Sociedades Comanditarias y de las partes de Sociedades de Responsabilidad Limitada y su apertura a un amplio sector del público, conduciría, sin embargo, a que se dotasen y se configurasen, por las propias exigencias, de protecciones mínimas al inversor con características jurídicas formales y materiales semejantes a las acciones. Precisamente, por esta inflexibilidad del Derecho de las Acciones, es por el que temen las empresas la transformación en una Sociedad Anónima con la posibilidad de cotización en Bolsa. A estas circunstancias, que son las que permiten apreciar la accesibilidad a la Bolsa, no deben asignarse una gran importancia para la mejora de dotación con capital riesgo, por lo menos, para la mayoría de las empresas medias y pequeñas, en las que la independencia y los contratos de participación "a medida" valoran de forma más elevada que el actual acceso al mercado de capitales. Por lo tanto, la equiparación generalizada de las Sociedades de Responsabilidad Limitada y de las Sociedades Comanditarias a los instrumentos financieros de la acción parecen ser impracticables y solamente cubrirían las necesidades con fuertes limitaciones. Por este motivo la Comisión de Expertos Bursátil se ha pronunciado en contra de aquellas medidas de hacer fungibles de forma formal participaciones de las Sociedades de Responsabilidad Limitada y de las Comanditarias (26).

Otro enjuiciamiento es al que se llega en cuanto a las participaciones de las Sociedades de Responsabilidad Limitada cuando se quiere alcanzar la fungibilidad sin que se oriente a amplios sectores de inversores.

Si se emiten las participaciones de las Sociedades de Responsabilidad Limitada de forma nominativa, y basándose en un valor nominal unitario elevado, por ejemplo 10.000 DM (27), no se necesitaría de una determinación muy amplia y universal de protección al inversor, ya que no se orientaría la nueva forma

de configuración de participación de Sociedades de Responsabilidad Limitada a un amplio público anónimo necesitado de protección. En lugar de la certificación notarial se debería de tratar sólo de un registro en el libro de socios. Como grupo inversor se trataría fundamentalmente de socios que están ya vinculados a la empresa, por ejemplo, directivos, suministradores, clientes, casas aseguradoras, institutos bancarios (28). Para un círculo de inversores de estas características y, en general, muy bien informados, tampoco se necesitan grandes modificaciones sustanciales de obligaciones de información por parte de la empresa. Como lugar de cotización adecuado para las participaciones de Sociedad de Responsabilidad Limitada pudiera configurarse un mercado paralelo.

3.5. Bonos preferentes.

Los Bonos (Genusscheine) presentan, como consecuencia de la falta de norma legal, una gran libertad de configuración que pueden, por consiguiente, adoptar todas aquellas formas singulares o discrecionales que afectan a los derechos patrimoniales de la acción, sin que estén necesariamente vinculados al derecho de voto o de codirección. Capital riesgo en el sentido de la dirección anteriormente mencionada es, en cuanto se refiere al bono o certificado preferente, o cuando se promete un tipo de interés en función del beneficio, un documento denunciabile y no es amortizable en caso de quiebra, por lo que satisface las exigencias de los acreedores (29)

Esta forma mixta puede ser de interés para muchas empresas, ya que es independiente de la forma jurídica y a la hora de su configuración recogen las características propias económicas del capital riesgo, sin que se vea limitada la independencia del empresario. Asimismo una tal forma de inversión puede corresponder a las exigencias de los círculos de inversores que no están interesados, en primer lugar, en el hecho de codirección, sino que solamente están interesados en un posible alto rendimiento. La problemática de los bonos se encuentra en el hecho de que puede verse afectada la posición patrimonial del poseedor de estos certificados como consecuencia de actuaciones de la dirección empresarial al excluir a los propietarios de los derechos de codirección. La solución al problema del peligro potencial de una acción en contra del inversor -

por parte del socio responsable de la dirección empresarial puede establecerse en el cierre de ejercicio y a tales efectos, pudiera verse una solución a la vinculación de la emisión de bonos de las sociedades personalistas a la postcreación de un "consejo inversores" ajenos a la familia y con obligaciones de cierres de balances y de censura semejantes a los que corresponden a las Sociedades Anónimas (30). Este "consejo" determinaría, junto con la dirección de la empresa, el cierre anual de ejercicio que sería censurado por un Censor de Cuentas. El Censor de Cuentas confirmaría, en un informe adicional, que se han garantizado los intereses de los propietarios de los certificados por parte de la dirección de la empresa. Con esta standarización legal mínima sería posible hacer fungibles en el mercado los títulos nominativos dentro de un mercado libre. Una standarización material se tendría que dar desde el punto de vista de su accesibilidad al mercado y no mediante la norma legal, la cual anularía las grandes ventajas de los bonos y la gran flexibilidad - en gran parte.

3.6. Eliminación de las cargas fiscales discriminantes.

Y puesto que una discriminación de las Sociedades de Capital frente a las Sociedades Personalistas se encuentra precisamente en las cargas fiscales que afectan a la dotación con capital propio, como consecuencia de estas cargas, que no pueden fundamentarse desde la perspectiva económica y que contienen ciertas precauciones desde desde el punto de vista de la política de ordenamiento económico, no están justificadas, lo que significa, en su conjunto, la propuestas de que se eliminen las discriminaciones.

El Gobierno Federal, partiéndose de este hecho, ha reducido el impuesto patrimonial para las Sociedades de Capital a partir del 1 de enero de 1984 del 0'7% al 0'6%, quedando libre de cargas fiscales aquellos patrimonios empresariales que con un importe inferior a 125.000 DM, y que el importe libre de cargos fiscales de un patrimonio empresarial se fijará en el 75% de su valor (31). A pesar de esta reducción fiscal, se tiene que considerar como objetivo fundamental de una reforma fiscal patrimonial la eliminación de la do

ble imposición, lo cual no se duda por parte de nadie, pero que es difícilmente aplicable por motivos presupuestarios.

La carga que representa el Impuesto de Sociedades, que se genera en la creación o elevación de capitales, en la transformación de una sociedad de personal en una sociedad de capital especialmente aquí en Sociedad Anónima, constituye, sin duda, una discriminación injustificada de la financiación propia de las Sociedades de Capital frente a la financiación propia de las Sociedades Personalistas, independientemente del hecho de que con ello se obstaculiza la financiación propia en contradicción con la necesidad de fortalecimiento de la dotación con capital propio de las empresas. La eliminación del Impuesto de Sociedades se está estudiando en estos momentos por el Gobierno Federal teniendo en cuenta, muy en especial, que los ingresos por este tipo fiscal (1.982: 313 millones de DM) no alcanza, ni siquiera, el 0'1% del total de los ingresos anuales (32) y no incide, como consecuencia sería, en la consolidación de los presupuestos federales.

4. POSIBLES MEDIDAS PARA FOMENTAR POR PARTE DE LA DEMANDA VALORES DE CAPITAL RIESGO.

4.1. Atractivos Fiscales como ayuda para su movilización.

Cuando se crean por parte de la oferta de títulos de Capital Riesgo en condiciones favorables tienen que ser estas necesariamente completadas por la demanda de títulos de Capital Riesgo estableciendo las vías para que pueda fomentarse la acción como forma de inversión. Los superavit de medios financieros por parte del sector privado tienen que encontrar también como capital riesgo, por ejemplo, en forma de acciones, el camino para su utilización productiva en la empresa. La acción, como forma de inversión en amplios sectores del público, no goza actualmente de una gran aceptación. La adquisición de acciones por parte de las economías domésticas se ha reducido en los últimos 20 años y ha sido, por primera vez, en el año 1.983, cuando se obtuvieron cifras importantes en el mercado de acciones por parte de las compras de las economías domésticas (33). La cuota decreciente de acciones dentro del patrimonio monetario de las economías domésticas (1.983: 4%) (34) aclara, por si sola, de que este grupo inversor importante no pretende un compromiso directo - especialmente en la forma de disposición de capital riesgo en volúmenes significativos.

Por consiguiente, sería correcto el admitir - falta material estadístico a estos efectos - que este comportamiento no afecta solamente a aquellos títulos financieros con cotización en Bolsa, como las acciones, sino que también - afecta a aquellos otros títulos de posible transacción en el mercado de capitales y ello, sobre todo, en este caso, de forma más acentuada, ya que estos títulos mobiliarios no son fácilmente vendibles y el nominal de cada uno de ellos es mayor. La falta de un compromiso de Capital Riesgo por parte de los oferentes de capital se encuentra, en gran parte fundamentada en el hecho de que la rentabilidad de las inversiones en capital riesgo desde hace muchos años presenta unos porcentajes bajos frente a otras imposiciones alternativas que además se les añaden que están libres de todo riesgo. Esto ha sido, sin duda, una consecuencia de la creciente utilización del mercado de capitales por parte de

los títulos financieros del Estado, así como por las posibilidades fiscales más favorables para la inversión en aquellos sectores con posibilidades de amortización de las pérdidas. La reducción de las inversiones de capital, favorecidas fiscalmente, contribuyen a canalizar capital a una utilización productiva. Un fomento fiscal de la acción, como forma de inversión, que se fomente fundamentalmente por parte del inversor - como está sucediendo en Francia, Bélgica de forma acentuada - bien estableciendo importes libres de cargas fiscales o bien movilizándolas hacia capital riesgo (35). Lo que debe considerarse es el hecho de que a la larga sean sólo una serie de condiciones favorables las que sin problemas canalicen el desarrollo del mercado de capitales. Esto significaría una permanente carga de las finanzas públicas y apenas pueden ser realizado ante las tareas urgentes de consolidación de los presupuestos estatales. Una subvención permanente de las inversiones en capital riesgo, mediante medios presupuestarios, incidiendo a posteriori en la corrección de la rentabilidad puede ser un instrumento erróneo de canalización de capital riesgo a las empresas que sean a la larga poco rentables y que no puedan sostenerse en una competencia nacional e internacional y, por lo tanto, deben salir del mercado.

Un fomento de las inversiones de capital riesgo, según nuestra opinión, no debería realizarse, en primer lugar mediante unos regalos fiscales masivos, - específicos de la inversión. Se hubiera conseguido mucho si se hubieran evitado las desventajas arriba mencionadas.

Una desventaja adicional que pueda ocasionarse por el Derecho Fiscal en cuanto a las inversiones en capital riesgo en forma de acciones se refiere al impuesto sobre las transacciones bursátiles. Este impuesto discrimina las acciones en forma de inversión frente a la mayoría de las otras formas de inversión por ejemplo, empréstitos del Estado Federal. Al contrario de los derechos de valor, cuya adquisición y venta están libres de impuestos de transacciones bursátiles, la compra y venta de acciones se carga con un importe de 2'5% sobre el valor del tipo de cambio. La eliminación de esta discriminación es hoy ya motivo de preocupación mundial; pero es que además la pérdida de 196 millones de marcos

en 1.982 (aproximadamente el 0'04% del total de los ingresos fiscales) que es lo que hubiera significado para el presupuesto de ese año, tampoco plantea serias dificultades (36).

4.2. ¿Puede mejorarse la predisposición a la cesión de Capital Riesgo mediante la eliminación del artículo 58 de la Ley de Sociedades Anónimas?

En épocas recientes se acumulan las propuestas de obligar a las Sociedades Anónimas a aplicar la política "Distribuye beneficios y vuévelos a recoger" - mediante una modificación del artículo 58 de la Ley de Sociedades Anónimas (37). Especialmente el "Circulo de Kronberger" en su dictamen sobre capital riesgo, - por lo que se refiere a la prescripción de la autofinanciación proveniente de los beneficios retenidos, esperan de esta medida la recuperación de la acción esto es, un mayor atractivo de las imposiciones de ahorros en las acciones para amplios sectores del público (28). Este camino lo consideramos como el menos apropiado para poder elevar la dotación con capital riesgo a las empresas. Ni modifica las competencias de los órganos de las Sociedades Anónimas en cuanto a la distribución de los superavit anuales con respecto a las situaciones de resultados y las expectativas mismas de las empresas ni crea una base mejor para acrecentar el flujo de capital riesgo desde el exterior de la empresa. A la empresa lo único que se le hace es una reserva de capital riesgo y con ello realízar un corte grave en su capacidad de acción, con todos los peligros resultantes para la supervivencia empresarial. En la medida en la que no exista la posibilidad de configuración de previsiones de impuestos para el mantenimiento del valor sustancial de la empresa, "el Artículo 58 de la Ley de Sociedades Anónimas posee precisamente esta función: proteger los beneficios ficticios de posibles distribuciones de los mismos" (39). Pero es que además en la tarea de mejorar la dotación con capital riesgo a la empresa no se trata solamente de "canalizar rentas provenientes de beneficios a través del mercado, sino de canalizar rentas distribuidas hacia el sector empresarial como capital riesgo" (40). La actual regulación de las competencias para la configuración de las reservas tácitas, la consideramos como la más adecuada y que no se encuentra en contradicción con los intereses de los accionistas. Pero es que además, las reservas tácitas se encuentran - incluso también las que se encuentran fuera de la compe

tencia de los accionistas , en cuanto a su configuración como expresión en el valor del tipo de cambio; los incrementos del valor del tipo de cambio son una condición previa para dar atractivo al mercado de capitales para un amplio sector del público inversor.

5. DOTACION CON CAPITAL RIESGO A TRAVES DE LAS SOCIEDADES DE PARTICIPACION

5.1. Los mercados de participación de capitales tradicionales y sus puntos débiles.

Además de las consideraciones de las consideraciones jurídicas del Derecho de Sociedades y del Derecho Fiscal, así como también las consideraciones en torno a la reforma de las condiciones marco institucionales, se plantea la discusión sobre el papel de las Sociedades de Participación de Capital dentro de este proceso de canalización de capital riesgo.

La función primaria de las sociedades de participación de capital consiste en equilibrar la falta de capital riesgo condicionada por el difícil acceso al mercado de capitales de las empresas medias y pequeñas. Pero es que además realizan "una función puente" en la medida en que pasan a las medianas y pequeñas empresas al "Going Public".

Casi todas las sociedades de participación de capitales que se han creado en la República Federal de Alemania (41) son creaciones de los Institutos Crediticios. En el pasado las sociedades de participación de capitales han jugado - más bien un papel reducido en la financiación de las inversiones. Así, a finales de 1.982, el volumen total de participaciones, según una encuesta telefónica realizada entre las sociedades de participaciones de la Alemania Occidental que comprendía a 26 sociedades , alcanzaba la cifra de 753 millones de marcos, que se distribuían entre 1.055 participaciones (42), y sólo se canalizaron 77 millones de DM en 1.982 en nuevas participaciones. En comparación con los créditos concedidos por los bancos y por todo el sector empresarial y autónomo (1982 aproximadamente 800.000 millones de DM) el volumen total de las participaciones de -

capital privado (1982: 507 millones de DM) es una cifra insignificantes (43). Pero es que además se acentúa que en el pasado, "especialmente no ha tenido mejor fortuna una participación de amplios sectores del público en esta forma de configuración de capital y patrimonio" (44). Pero es que también las Sociedades de Financiación de capital riesgo fundadas a partir de 1.975, en forma de Sociedades de Responsabilidad Limitada, no han podido ver realizado en los primeros años de su funcionamiento iniciativas importantes debiendo, sin embargo, señalarse, que a finales de 1.981 bajo las nuevas directrices de política de negocios se ha modificado esta situación y se espera que tenga éxito la nueva orientación.

Dos son los grupos de causas que se señalan como origen de la desfavorable evolución de las Sociedades de Capital:

- Características específicas de la configuración de los contratos, y
- Escasa aceptación de la financiación de participaciones por parte de las empresas.

Por lo que se refiere a la configuración de los contratos se le acusa a este tipo de sociedades de plantearse demasiado el problema de las seguridades ya que la configuración de este tipo de contrato lleva más a la construcción de una participación más cercana a las características del capital ajeno por lo que afecta a los intereses, participaciones en pérdida y las modalidades de amortización. Pero es que además se considera que los períodos de preparación son demasiado largos de estos títulos. El examen dura aproximadamente entre 6 y 12 meses con una cuota de rechazo de un 97% (45). Pero es que además se les acusa de que la posibilidad de una denuncia a corto plazo de la fecha de amortización de la participación por parte del poseedor de la misma, las Sociedades de Participación, en última instancia, dispondrían de malas participaciones en portafolio (46). Por último, se obstaculiza una compensación de riesgo para las participaciones peores por la limitación de los resultados tal como se exige a la hora de disponer de medios ERP (47). Ambos conducen a que no puedan conseguirse rentabilidades excepcionales

que pudieran ser, precisamente, el atractivo para una ampliación de la actividad de los negocios. Interdependientemente con el argumento de la desfavorable configuración contractual por lo que afecta a la evolución del mercado de participaciones se debe mencionar también que las Sociedades atípicas, que son las formas jurídicas en las que, por regla general, están recogidas estas participaciones, no son precisamente las más favorables desde la perspectiva de las transacciones de ventas (48). También las preferencias del comprador de participaciones por unas participaciones minoritarias, por un lado, y la falta de un mercado para tales títulos, por otro lado, limitan la capacidad de negocio de las KBG, ya que los compradores potenciales de las participaciones - especialmente de las empresas industriales - lo que pretenden son, por regla general, adquirir participaciones mayoritarias.

Una ampliación defectuosa del mercado de participaciones de capital se ve también acentuada por el hecho de que las regulaciones legales correspondientes afectan a la pérdida de impositores clásicos e institucionales tales como, las sociedades de seguros, las sociedades de inversión o aquellas sociedades de colocación de capitales como fuentes de capital para las sociedades de participación (49). Pero es que además las sociedades de participación de capitales se presentan generalmente en la forma jurídica de sociedades de responsabilidad limitada y de sociedades comanditarias de tal manera que no se dan las condiciones de poder ofrecer al público en sectores más amplios de inversores por no tener la configuración de una forma jurídica de Sociedad Anónima. Las participaciones en sociedades de participación de capital en la forma jurídica más extendida están, por regla general, dotadas de valores nominales por unidad de participación demasiado elevados para la mayoría de los inversores de capital privado.

Con la "Mentalidad de Señor de su casa" se tratan de describir los obstáculos para una ampliación de las participaciones de capital por parte de los mandantes de capital. Frecuentemente se da la circunstancia del deseo de autonomía como uno de los atractivos principales de la actividad empresarial. Para más de la mitad de todos los empresarios potenciales es la "Independencia" "creación de una existencia propia" el motivo principal a paso de actividad (50). La independencia no puede ponerse en juego por la entrada de terceros en la actividad

empresarial. El desarrollo más reciente en la emisión de acciones con 11 nuevas emisiones en 1.983 y ya con 12 nuevas emisiones en septiembre de 1.984 - después de solamente 9 emisiones en 1.982 (51) parece poder ser reducido sin embargo en las empresas de tecnología punta, lo que significa una modificación básica en esta forma de planteamiento.

De la experiencia reseñada se debe dar, en nuestra opinión, una revitalización del instrumento de la financiación de participaciones bajo las siguientes condiciones:

- Las Sociedades de Participación de Capital deben mantenerse a determinada distancia de los Bancos - al menos desde la perspectiva de su dotación de personal. Lo que sería deseable son más iniciativas fuera del sector bancario.
- Hasta ahora solamente se han dispuesto de participaciones básicamente en torno a empresas de tipo medio ya existentes; para el futuro es de confiar que las diferentes formas en materia de capital riesgo, es es, para la creación de empresas, para el crecimiento de empresas, para el saneamiento de empresas, estuviera cubierto por estas sociedades de capital en forma de participación.
- Los títulos de la participación deben ser imposiciones de capital.
- Debe lograrse el que un mayor círculo de inversores esté dispuesto a ceder capital a estas Sociedades de Participación.
- Se han de asegurar las posibilidades de ventas de los títulos de participación.

5.2. La financiación de Capital Riesgo.

5.2.1. El Concepto y la Experiencia en los Estados Unidos.

¿Es "Venture Capital" capital riesgo?. Si contraponemos nuestra definición de Capital Riesgo a la definición conceptual corriente para los "Venture Capital" tenemos que constatar que los "Venture Capital" abarcan más que el concepto de Capital Riesgo. La financiación del "Venture Capital" no consiste solamente en la participación en capital riesgo, sino que de forma vinculante e inseparable va unida a la disposición de apoyo directivo (52). Estos derechos de asesoramiento y de cogestión no tienen que producir necesariamente de forma directa - de la relación de participación jurídica, sino que puede ser fruto de unas relaciones puntuales específicas.

Tal como se va a exponer a continuación, para que aparezca la financiación 'Venture Capital' se han de dar una serie de condiciones para los participantes. La complejidad que se deduce de esta exigencia del proceso de 'Venture Capital' condiciona el que con este instrumento de financiación, y teniendo en cuenta las experiencias acumuladas en los Estados Unidos, que en su conjunto es una suma positiva, no permite ser trasladada esta forma - financiera a las situaciones de otros países'

La financiación de 'Venture Capital' se realiza, por regla general, como un proceso de varias fases que encuentra su punto de arranque en la acumulación de capital. A continuación se produce la denominada fase de inversión, a la que le sigue la fase de asesoramiento. En la fases de desinversión se realiza, por último, el incremento de capital perseguido.

¿Quiénes son los iniciadores y los cedentes de capital del sector de Venture Capital Americano, esto es, cómo se produce la fase de acumulación de capital?. En los Estados Unidos hay que diferenciar tres tipos de Sociedades de Venture Capital: Las Sociedades de Venture Capital Privado, las Small Business Investment Companies (SBICs) y las Sociedades Filiales de Venture Capital que corresponden a empresas ya existentes. En el cuadro nº1

se ofrece una exposición sobre la participación de estos tres tipos de Sociedades de Capital Venture en el conjunto del mercado de Capital Venture y el volumen de sus participaciones.

CUADRO NUM. 1 : SOCIEDADES DE VENTURE CAPITAL EN LOS ESTADOS UNIDOS.

	<u>Núm. Empresas</u>	<u>Volumen de Participación.</u>
Sociedades Privadas de Venture Capital	150-200	4'4 mil millones \$
Sociedades Filiales	75- 85	1'9 mil millones \$
SBICs *	190-210	1'3 mil millones \$
TOTAL	415-495	7'6 mil millones \$

* Solamente SBICs que disponen predominantemente de Capital Riesgo.

FUENTE: Venture Economics (Edits.): The Venture Capital Industry Opportunities and Considerations for Investors, 1983, pág. 25.

Las Sociedades Privadas de Venture Capital son o bien empresas privadas o representan a fondos de economías privadas cuyas participaciones, por regla general, se han adquirido a través del " over the counter market" . Las SBICs representan un instrumento de las empresas medias americanas que fué creado por la denominada Small Business Investment Company Act . Su capital fundacional es de 500.000 \$ que puede ser incrementado por el Estado mediante la emisión de bono de los denominados "debentures" en la relación 1:3 o bien de 1:4 (53). Bajo la denominación de Sociedades Filiales de Venture Capital de empresas ya existentes se abarcan tanto las sociedades filiales de las Instituciones bancarias como también de aquellas otras "non financial corporations".

Sus fuentes de capital los tienen en el sector del Venture Capital en los Estados Unidos en los Fondos de Pensiones de Vejez, Personas Privadas, en los inversores extranjeros, en las empresas de seguros y fundaciones. En el

cuadro 2 se aprecia de forma muy clara que en el año 1983 el 43% de los nuevos medios aportados como fuente de financiación provenían de los fondos de inversiones y de las Sociedades de Seguros, flujos de capital que están prohibidos en el mercado de Capital Venture en Alemania. Pero se puede también apreciar que el 21% de los medios de los que han dispuesto el sector de Venture Capital Americano proviene de personas privadas. Esto es lo que debe destacarse cuando se considera en el cálculo que una serie de empresas de Venture Capital están financiadas a través de patrimonios privados de pocas familias.

CUADRO NUM.2: ORIGEN DE LOS MEDIOS EN EL MERCADO DE VENTURE CAPITAL AMERICANO - EN DOLARES Y EN %.

	<u>AÑO</u>											
	1978		1979		1980		1981		1982		1983	
Origen de los Fondos	Mill.	%	Mill.	%	Mill.	%	Mill.	%	Mill.	%	Mill.	%
Fondos de Jubilación.	32	15	53	31	197	30	200	23	474	33	1070	31
Empresa Privadas	22	10	28	16	127	19	142	16	175	12	415	12
Fundaciones	70	32	39	23	102	15	201	23	290	20	707	21
Seguros.	19	9	17	10	92	14	102	12	96	7	267	8
Inversores Extranjeros.	35	16	7	4	88	13	132	15	200	14	410	12
TOTAL:	38	18	26	15	55	8	90	10	188	13	531	16
	216		170		661		867		1.423		3.400	

Fuente: Ver: Martin, P., "Venture Capital - Man darf nicht alles alleine machen wollen", en: Handelsblatt del 2.5.1984, pág. 8

Una vez realizada la fase de recogida de capital se produce la fase de inversión. En la definición de los objetos de participación que preferentemente van a ocupar en un fondo se produce, por regla general, una diferenciación en cuanto a los criterios de sectores y de antigüedad empresarial, o bien del momento de vida de esa empresa. Los grandes criterios pasan a segundo lugar. Así, las definiciones dominantes se orientan a los diferentes objetos de financiación de Venture Capital a través de criterios "situaciones de crisis en el transcurso del desarrollo empresarial". En concreto se diferencian entre "Early-stage-financing", "expansion-financing" y la "acquisition/management buyout-financing".

El "early-stage-financing" implica la concesión de Venture Capital para la primera concretización de la idea del negocio, o bien del desarrollo del producto hasta su producción en la fábricas, así como la financiación o puesta a punto de la producción. La fase de "expansion-financing" se aplica al Venture Capital como ampliación de capacidades, a los efectos de desarrollar una nueva línea de productos o también para introducirlo en Bolsa. En este sentido se entiende - también bajo Venture Capital la ampliación de las compras empresariales los denominados "Management-buyout". En este último caso los ejecutivos compran una - empresa, una línea de producción o bien una división de la empresa correspondiente o bien una parte de la empresa y esperan que al incrementar la flexibilidad y el ímpetu empresarial se mejore la situación de beneficio.

La descripción de los diferentes tipos de una financiación de Venture Capital permite apreciar de forma muy clara, y aquí se refiere fundamentalmente a la fase de asesoramiento y dirección en el proceso de financiación de Venture Capital - que la dependencia de los grupos definidos de referencia de un fondo de Venture Capital tienen que variar en cuanto a las exigencias a las capacidades del management del Venture Manager, así como también por lo que respecta tanto a los criterios cuantitativos como también a los cualitativos. Así, por ejemplo, se encuentran predominantemente en el early-stage-financing, y que afecta a una menor participación por inversor, ya que tanto en el proceso de elección como en el proceso consiguiente de asesoramiento del "Venture - Management" exige

una mayor disposición de intensidades para la gerencia y tiempo. Independientemente del grupo de referencia de un fondo de Venture Capital la experiencia americana demuestra que el fondo de Venture Capital no debe rebasar una determinada dimensión. Esta dimensión en estos momentos se estima en unos 10 millones de dólares (54). El argumento para sostener esta dimensión se encuentra fundamentalmente en los costes de administración de un fondo. A partir de un volumen de fondo determinado, los costes de administración se acercan al 2'5% del capital fundacional y si se encuentran cerca de dimensiones más pequeñas se puede situar en el listón del 3%. Además se añade como argumento la necesidad de una cierta dimensión mínima también por lo que respecta a la dimensión del riesgo.

Lo que sin duda es un elemento escaso y decisivo para el éxito de un fondo de Venture Capital, así como también para sus fuentes, es el Venture manager. Venture Manager no es una capacidad que se puede aprender "in vitro". Para poder adquirir la necesaria capacidad técnica, así como los necesarios conocimientos de economía empresarial y de management se necesita una larga experiencia en un fondo de Venture Capital. A este respecto la experiencias acumuladas en el sector bancario de los Estados Unidos, dentro del sector del Venture Capital, son interesantes para nosotros: "...muchas de las instituciones financieras que están interesadas en captar filiales de venture han actuado descubriendo que es bastante menos fácil convertir sus analistas de créditos y sus especialistas de préstamos en Venture Capitalists. Muchas instituciones financieras han acabado reconociendo el éxito de las inversiones Venture que requieren un considerable movimiento con capacidad de empresario para lograr añadir valor a la inversión. La experiencia y destreza necesaria para una actuación activa con un management operativo son frecuentemente elementos extraños a los analistas de créditos y a los empleados especialistas" (55).

Después de que los fondos de Venture Capital los han invertido con éxito en los proyectos y con ayuda de un management activo se logra un incremento del valor de la empresa, se separan de la misma, por regla general, después de 5 a 10 años de las participaciones y es cuando entra en la fase denominada de desinversión. La fase de desinversión del compromiso adquirido se realiza a -

través de los "over-the-counter-market" o también, sin embargo, buscando un comprador interesado , por ejemplo, una empresa que tiene interés en una diversificación.

La fase de desinversión constituye una fase crítica de la financiación del Venture Capital . Las condiciones marco existentes para facilitar la refinanciación o bien en el caso de fondos cerrados o limitados en cuanto a su liquidación ,poseen una influencia importante en las actividades del sector de las Venture Capital. Esta situación demuestra también el desarrollo del sector de Venture Capital en los Estados Unidos; después de que a principio de los años 70 la actividad de las empresas de Venture Capital se vió reducida a un mínimo se recuperó este mercado para capital riesgo a finales de los años 70 cuando el tipo de imposición sobre los beneficios del capital se redujeron del 49% al 28% se suavizaron las normas de inversión de los fondos de vejez y se facilitó la cotización en Bolsa de las empresas medias y pequeñas (56). En el momento actual el impuesto sobre el beneficio del capital es del 20% (57).

En la figura núm. 1 se expone de forma global las relaciones que se dan en la financiación de Venture Capital entre los participantes potenciales y las posibles interdependencias. La complejidad que ya ha sido nada en el proceso de financiación se puede apreciar ya de forma muy simple en la mera exposición. Además se pueden también apreciar las bases para la construcción de un mercado Venture Capital funcional. Las columnas enmarcadas en línea discontinua representan a este respecto los componentes no realizados, pero que reflejan relaciones necesarias entre los participantes en el mercado para que tenga funcionalidad el concepto de Venture Capital.

5.2.2. Aprovechamiento con Capital Riesgo en la República Federal de Alemania a través de Venture Capital.

Todas las iniciativas que se conocen hasta ahora para la creación de Sociedades de Venture Capital en la República Federal de Alemania - se trata aproximadamente de doce sociedades con un patrimonio de fondos acumulados de 750 millones de DM - tienen en común el que no han realizado - ningún intento o ningún planteamiento para poder recurrir a amplios sectores de inversores. Más bien, se trata de filiales de institutos bancarios o de grandes empresas industriales o bien de creaciones de varias empresas entre estos grupos. A la vista de las experiencias acumuladas en Estados Unidos, en el caso de un compromiso exclusivo de los bancos en la industria de Venture Capital existe el peligro de que en el caso de que no hubiera éxito por los motivos señalados la evolución de un sector de Venture Capital se vería interrumpido demasiado pronto. Pero ahora bien, no siempre se ha de desconocer que en círculos bancarios los peligros son conocidos. Así, existen iniciativas en las que las Sociedades de Venture Capital se están creando conjuntamente entre las empresas industriales alemanas y los bancos con una participación de las empresas americanas de Venture Capital. Este parece ser el planteamiento con mayores posibilidades.

Teniendo en cuenta el amplio tratamiento publicitario que se está haciendo del sector de Venture Capital en la prensa económica alemana se tiene la impresión que la financiación de Venture Capital en la República Federal de Alemania está exclusivamente limitada a sectores de alta tecnología. Esto es lo que puede ser preocupante desde dos puntos de vista. Por un lado, se plantea en torno a un número determinado de proyectos en los sectores de alta tecnología, por otro lado, es cuestionable de si los fondos con una orientación exclusiva hacia las empresas de alta tecnología pueden alcanzar la necesaria distribución del riesgo en sus inversiones.

Como ya se ha señalado, la evolución del sector de Venture Capital en estos momentos está obstaculizada, en parte muy significativa, por la falta de impositores institucionales como fuentes de capital potencial en ese sector. Aquí

nos referimos fundamentalmente a las empresas de seguros. Faltan las condiciones jurídicas para un compromiso adecuado. La falta, también en el último año, de una predisposición por parte de las empresas de seguros para la adquisición de títulos de participación de capital riesgo (58) parece ser que ha perdido peso y se han predispuesto a participar en las Sociedades de Venture Capital, por parte de algunos aseguradores, con partes significativas del patrimonio de libre inversión. Así, en el otoño de este año 5 aseguradores han constituido una Sociedad de Venture Capital con un capital fundacional de 100 millones de DM (59). Igualmente con una participación de las empresas de seguros, apareció en mayo de este año una sociedad de Venture Capital con un capital fundacional de 10 millones de DM. A esta sociedad con sede en Berlín se han unido dos bancos de Berlín y dos empresas alemanas que actúan en la informática (60). Por último, los aseguradores bávaros preparan la creación de una sociedad de participación de riesgo. En referencia a la discusión sobre la falta de instrumentos institucionales potenciales como fuente de capital para las sociedades de Venture Capital se puede mencionar también que los fondos de pensiones no poseen, como instrumento para asegurar las pensiones de vejez en la República Federal de Alemania, la importancia que poseen en los Estados Unidos (61).

5.3. Propuestas para una posible activación de la financiación de la participación en la República Federal de Alemania.

La movilización de capital riesgo adicional para las empresas que no tienen capacidad emisora puede, entre otros aspectos ejercer una modificación de las condiciones de colocación de las empresas de seguros y de las Cajas en cuanto se refiere a su patrimonio. Si bien es cierto que las empresas de seguros rechazan una suavización de las restricciones de inversión, tal como se deduce del artículo 54a VAG, al menos se encuentran en estos momentos a la espera (62); sin embargo, esto no permite deducir la modificación substancial del planteamiento de las empresas de seguros frente a esta posibilidad en el futuro. También los aseguradores y las cajas de vejez en los Estados Unidos están sometidas a la supervisión de los seguros y conocen restricciones semejantes en cuanto a sus inversiones con objeto de proteger a los asegurados, tal como domina en la República Federal de Alemania. Por consiguiente, las empresas

de que un management profesional evita la decisión de elección de valores y adopta una distribución de riesgo que no se puede alcanzar con la inversión que posee un individuo aislado.

Una cotización bursátil de las Sociedades Venture Capital presentaría también la ventaja de que las empresas de seguros, en cuanto a sus patrimonios vinculados y de acuerdo con las prescripciones de inversión, artículo 54a VAG, pudiera adquirir las participaciones en las Sociedades de Venture Capital.

La tarea de elegir las inversiones de capital para los inversores las realizan ya hoy las sociedades de inversión. Hasta hoy no les ha sido posible a estas sociedades poder adquirir estos compromisos en valores financieros no cotizables. Una modificación de las condiciones de inversión para las sociedades de inversiones de capital en este sentido y que también pudieran incluir en su cartera de valores no cotizados en Bolsa hasta un determinado porcentaje del conjunto de sus fondos, o bien en títulos que se cotizasen en un segundo mercado bursátil, llevaría a una mejora de la dotación con capital riesgo de las empresas. Ahora bien, en cuanto a esta forma de utilización de la predisposición al capital riesgo está todavía pendiente de solución hoy en día el problema de la valoración de las participaciones no cotizadas en Bolsa. Para las participaciones personales contiene ya el anteproyecto de la Ley para el Fomento de la Participación del Trabajador en el Patrimonio Productivo del Estado Federal de la Baja Sajonia también un procedimiento de valoración de manera que una reforma de los fondos de inversión KAGG les permitiera invertir en los denominados patrimonios especiales de participación hasta un máximo del 40%, como mínimo, sin embargo, también del 5% del patrimonio especial (63). A las empresas de Seguros se les debería permitir, mediante las modificaciones de las prescripciones de inversión del VAG, el adquirir bonos de participación en estos patrimonios especiales de participación.

En los momentos actuales el Ministerio Federal de Hacienda está trabajando en el anteproyecto de la nueva ley de Organización que afectaría y facilitaría a las Sociedades de Participación empresarial, con la forma jurídica de So-

ciudades Anónimas con cotización en Bolsa, con lo que de esta manera se permitiría el acceso al capital riesgo de amplios sectores del público inversor (64). Como objetivo se trata fundamentalmente de lograr la neutralidad fiscal en cuanto a los impuestos sobre los resultados, la refinanciación a través de la Bolsa y la realización de un protección del impositor mínimo. La ley de Organización para las Sociedades de Participación Empresarial, como la Ley Marco para facilitar la dotación con capital riesgo, se debe entender como una posibilidad de mejorar las condiciones de oferta. No se dispone todavía del concepto definitivo de esta ley, de manera que no es posible un enjuiciamiento definitivo, pero permite ya hoy decir que se abren nuevas posibilidades positivas y que serán luego los partícipes en el mercado los que tendrán que enjuiciar de forma concreta si esta medida es la correcta.

Adicionalmente a la creación de estos fundamentos legales, para que puedan abrirse como fuentes de financiación para la financiación de capital riesgo el mayor número de posibilidades es necesario que se eleve la predisposición de los inversores a invertir en capital riesgo creando unas condiciones marco más favorables. En estos momentos está la propuesta de conceder a las Sociedades Venture Capital situación de preferencia en inversiones libres de impuestos de aquellas reservas ocultas realizadas tal como está regulada en el artículo 6b de la Ley Fiscal. La regulación de un artículo 6b de la Ley Fiscal de forma automática se puede concebir como la forma más adecuada para un fondo temporal ilimitado; ello no significaría ningún ahorro fiscal definitivo sino un desplazamiento de la carga fiscal. Para los fondos limitados temporalmente esta regulación fiscal sería menos interesante ya que aquí no se considera la transferencia de las reservas ocultas afloradas para nuevas participaciones. En este sentido debe verse también la exigencia de que los impositores institucionales pudieran equipararse desde la perspectiva de la realización de beneficios a los impositores privados.

Otra propuesta en cuanto a la movilización de capital riesgo exige la posibilidad de deducción de las pérdidas de las participaciones de Venture Capital independientemente de la forma de participación. A este respecto debe anotarse que aquí puede surgir un equívoco en cuanto a la financiación de Venture Ca-

pital. Las inversiones de Venture Capital no se producen, en primer lugar, por motivos de ahorro fiscal. Los inversores no esperan elevadas pérdidas, en principio, sino que lo que esperan son unas elevadas rentabilidades con unos incrementos significativos del valor del capital invertido. No se trata de invertir capital en empresas de pérdidas, sino en empresas con perspectivas de beneficios. Las inversiones en empresas con pérdidas significan una canalización errónea de capital desde el punto de vista de la economía. Esto exige un enorme proceso de cambio mental en cuanto al comportamiento de las inversiones de capital. Un aspecto final que ha de considerarse dentro del marco fiscal en cuanto a la aportación de Venture Capital es el deseable equilibrio e igual ubicación de las Sociedades de Venture Capital y de las Sociedades de Participación y las Sociedades de Capital por lo que se refiere a las normas patrimoniales fiscales y de beneficios. Dentro del marco de las consideraciones realizadas hasta ahora en cuanto a la Ley de Organización, el Ministerio Federal de Economía propone una tal equiparación de Sociedades.

6. CONSIDERACIONES FINALES.

La exposición que se ha realizado sobre las posibles medidas para eliminar los defectos en cuanto a la dotación con capital riesgo deben aclararse en el sentido de que para mejorar el aprovisionamiento con capital riesgo externo a las empresas Alemanas - además de las medidas ya citadas - se necesitan una serie de modificaciones de las condiciones marco existentes hasta ahora. Y a este respecto no se trata, en ninguno de los casos, de medidas fiscales, en primer lugar, en el sentido de ventajas fiscales como punto central de la discusión. La mayoría de las medidas propuestas se orientan meramente a la reducción de las discriminaciones, ya sean en el tratamiento fiscal en cuanto respecta al capital propio y al capital ajeno, o al diferente tratamiento que provoca las diferentes formas jurídicas. Naturalmente una reducción de estas desventajas significan costes para el Estado en la forma de menores ingresos fiscales, pero en ninguno de los casos puede hablarse de "regalos fiscales".

El incremento de la eficiencia del mercado de capitales y el establecimiento de un mercado de participaciones de capital, o sea que funcione a través

de los intermediarios financieros según los objetivos que se tratan de conseguir, al mismo tiempo y en el mismo rango, ya que solamente puede alcanzarse una mejora de la dotación con capital riesgo sobre todas las formas jurídicas de Sociedades y dimensiones empresariales. No puede plantearse medidas singulares aisladas, sino que todos los puntos débiles tienen que ser acotados. Tampoco se podrá asumir una demora en cuanto a la solución de los problemas ya que la competencia internacional de la economía alemana vería reflejada en un empeoramiento y sólo por esta vía se podría conseguir el fortalecimiento del potencial de crecimiento a largo plazo de nuestra economía

RESUMEN

La aportación "eliminación de los obstáculos para la dotación con Capital Riesgo" trata fundamentalmente de un área de problemas que corresponde a la transformación del capital de ahorro en capital de inversión empresarial. Aquí nos limitamos en esta contribución a la problemática de la dotación con Capital Riesgo externo a la empresa. Se discuten aquellos obstáculos y las posibilidades de su eliminación desde el punto de vista organizativo y desde el punto de vista del mercado de capitales de riesgo. Además de las medidas para incrementar la eficiencia de la Bolsa se señalan aquellas propuestas de reforma que pudieran revitalizar la financiación de capital riesgo a través de las sociedades de participación de capital y el establecimiento de sociedades de Venture Capital que funcionen. El amplio espacio que se le ha dedicado a las sociedades de participación empresarial destaca o trata de destacar las principales dificultades de la financiación de riesgo para aquellas empresas que no cotizan en bolsa; lo cual no significa que la financiación de las Venture Capital solamente se encuentre en la situación de poder eliminar la falta de capital riesgo: los nuevos instrumentos de financiación y el incremento de la eficiencia de los mercados existentes se completa dentro de una amplia gama de financiación. La financiación del riesgo a través de los Venture Capital sólo funcionará bien mediante la refinanciación del mercado de capitales estratégico. Por lo tanto, se deposita un gran valor en la afirmación de que una consideración aislada y medidas singulares no podrán aportar el resultado deseado, sino solamente un conjunto de medidas y la eliminación de un conjunto de obstáculos con todos sus planteamientos, en el mercado de capitales, en el mercado de participación de capital para las empresas que tienen capacidad de emisión y en los oferentes institucionales y privados de capital riesgo.

PIES DE PAGINAS

- 1) Ver: Hax, K., "Finanzierungsarten", en: *Handbuch der Finanzwirtschaft*, Edit. de *W. H. E. Hax*, H.E., Stuttgart 1976, pág. 434.
- 2) Ver: Albach, H., "Zur Versorgung der deutschen Wirtschaft mit Risikokapital", *Ifm-Materialien* núm. 9, Bonn 1.983, pág. 6.
- 3) El derecho de denuncia del vencimiento se debería configurar de manera parecida a lo que se hace en el capital de participación de manera que a largo plazo pueda descontarse.
- 4) Ver: Albach, H., "Welche Massnahmen empfehlen sich, insbesondere im Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht, um die Eigenkapitalausstattung der Unternehmen langfristig zu Verbessern?", Conferencia pronunciada en el Congreso de Juristas Alemanes el 26.9-1984, *Ifm-Materialien* núm. 21, Bonn 1984, pág. 21.
- 5) Según los cálculos del Banco Emisor Alemán la cuota de capital propio en las empresas *de Alemania* después de que en en el año 1965 hubiera alcanzado la cuota del 29'8% Ver: Deutsche Bundesbank: "Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, Frankfurt am Main", sobre todo, noviembre 1984, pág. 19; Teichmann, U., "Der Weg in die Wachstumskrise", en: *Wirtschaftswissenschaften*, 4/1983, pág. 18-22; Schlesinger, H., "Unternehmensfinanzierung und Wettbewerb", en: *Zeitschrift für Betriebswirtschaft und Forschung*, 1/1984, pág. 6-15; *W. H. E. Hax*, J., "Verschlechterung der Finanzierungsverhältnisse in Wirtschaftsunternehmen - Eine Analyse des Branchendienstes der Sparkassenorganisation", en: *Die Sparkasse*, 1/1984, pág. 14-18.
- 6) Ver: a este respecto el planteamiento de: Drukarczyk, J., "Korrekturen in der Kapitalstruktur und Eigentüemerinteressen, Regensburger Diskussionsbeiträge zur Wirtschaftswissenschaft, núm. 174, Mainz 1984, pág. 8 y ss.
- 7) Ver por ejemplo: Gerstenberger, W., "Die Wachstumsschwäche der deutschen Wirtschaft - unguenstige Rahmenbedingungen oder nachlassende Anpassungsdynamik", en: *ifo-Schnelldienst* 10/1984, pág. 7-22.
- 8) Ver: "Zur Entwicklung der Altersstruktur des Anlagevermögens im Verarbeitenden Gewerbe der Bundesrepublik Deutschland", en: *DIW-Echendienst*, 49/1983, de 8.12.1983, pág. 599-605.
- 9) Ver: Breuel, B., "Stellungnahme aus landespolitischer Sicht", en: *Kapitalausstattung und Entwicklung der Deutschen Wirtschaft*, 84. Pyrmontener Unternehmensgespräche, Hannover 1982, pág. 70.
- 10) Ver: Albach, H.; Bock, K., "Die Investitionstätigkeit deutscher Unternehmen", elaboración de una conferencia dada en Bonn sobre las bases de Capital propio de las empresas medias, Bonn 19 de septiembre de 1984, pág. 1.

- 11) Ver: Albach, H., "Zur Versorgung der deutschen Wirtschaft mit Risikokapital", op.cit. pág. 20 y ss.
- 12) Ver: "Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung: Jahresgutachten 1983/84", Wiesbaden 1983, TZ 552.
- 13) Ib.
- 14) Ver: Hausser, K., "Kapitalmarkt", en: Handwoerterbuch der Finanzwirtschaft, Ed.por Bueschgen, H.E., Stuttgart, col. 1058.
- 15) Ver asímismo columna 1060
- 16) Ver asímismo columna 1061.
- 17) Ver: Deutsche Bundesbank: "Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, Frankfurt am Main", Abril 1984, pág. 13 y ss. Las Sociedades Comanditarias tienen una importancia muy pequeña; de 2140 Sociedades Anónimas sólo pueden reseñarse en 1982 , 29 Sociedades Comanditarias por acciones.
- 18) Ver: Deutsche Bundesbank, serie 2 "Wertpapierstatistik", Frankfurt am Main, Junio 1984, núm. 6, pág. 41.
- 19) Ver: "Arbeitsunterlage der Zulassungsstellen an den Wertpapierbörsen zu Berlin, Bremen, Dusseldorf, Frankfurt am Main, Hamburg, Hannover, München und Stuttgart vom Frühjahr 1966", Julio 1974.
- 20) Ver: Albach, H., "Kapitalausstattung und Entwicklung der deutschen Wirtschaft", Hannover 1982, pág. 39
- 21) Ver: Thede, J.: Mehr Risikokapital über die Börse, Manuskripte aus dem Institut für Betriebswirtschaftslehre der Universität Kiel, núm. 135, Kiel 1983, p. 65ss ; Albach, H.: Kapitalausstattung und Entwicklung der deutschen Wirtschaft, op.cit, p. 39.
- 22) Ver: Börsensachverständigenkommission beim Bundesfinanzministerium: Vorschläge der Börsensachverständigenkommission beim Bundesfinanzministerium zur Erleichterung des Zugangs von Unternehmen zur Börse durch Schaffung eines neuen Marktes, Berlin 1983, p. 3.
- 23) Ver por ejemplo Kommission will kein viertes Börsensegment, en: Handelsblatt vom 10.4.1984, p. 1.
- 24) Ver: Ertl, B.: Der Gang an die Börse, en: Wagnisfinanzierung (Venture Capital), Ed.por: Grundkredit Bank e.G.-Volksbank, Ein Supplement zum Geschäftsbericht 1983, 4. año, 1984, p.18.
- 25) Ver: Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung: Jahresgutachten 1979/80, Stuttgart-Mainz 1979, TZ 367.

- 26) ver: Börsensachverständigenkommission für Verbesserung der Eigenkapitalbildung, en: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, n.º. 9, 1984, p. 16.
- 27) ver: Albach, H.: Welche Maßnahmen empfehlen sich, insbesondere im Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht, um die Eigenkapitalausstattung der Unternehmen langfristig zu verbessern?, op.cit., p.20.
- 28) Ib.
- 29) ver: Albach, H. ; Zur Versorgung der deutschen Wirtschaft mit Risikokapital, op.cit., pág. 116.
- 30) ver: Albach, H.: Welche Maßnahmen empfehlen sich, insbesondere im Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht, um die Eigenkapitalausstattung der Unternehmen langfristig zu verbessern?, op.cit., p. 22.
- 31) ver: Bundesministerium der Finanzen: EMF Finanznachrichten 35/83, Bonn, 16. Diciembre 1983, pág.2
- 32) Ver del mismo: "Finanzbericht 1984", Bonn 1983, pág.200-201 y pág. 206; Para suprimir el impuesto de Sociedades es necesario llegar a acuerdo a nivel de la Comunidad Económica Europea.
- 33) ver: Deutsche Bundesbank: Ergebnisse der Finanzierungsrechnung. año 1971 bis 1981, Halbjahre 1978 bis 1982, Frankfurt 1982, p, 20; del mismo: Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, Frankfurt am Main, abril 1984, P.18.
- 34) ver: Deutsche Bundesbank: Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, Frankfurt am Main, Abril 1984, pág. 18
- 35) ver. Albach, . Zur Versorgung der deutschen Wirtschaft mit Risikokapital, Op.cit., p.121.
- 36) ver. Bundesministerium der Finanzen: Finanzbericht 1984, op.cit.p. 200-201 y paa, 206.
- 37) ver. z.B. Frankfurter Institut für wirtschaftspolitische Forschung e.V. (Kronberger Kreis): Mehr Beteiligungskapital, Bad Homburg v.d.H. 1983, p. 37 ; Drukarczyk, J.: Korrekturen in der Kapitalstruktur und Eigentümerinteressen, op.cit., páa. 27 y ss.
- 38) ver. Frankfurter Institut für wirtschaftspolitische Forschung e.V. (Kronberger Kreis): Mehr Beteiligungskapital, a.a.O., p. 37 ss.
- 39) Albach, H.: Interner und externer Strukturwandel als Unternehmensstrategien, Vortrag, gehalten vor dem Wissenschaftlichen Beirat im Bundeswirtschaftsministerium, 20. Enero 1984, en Wiesbaden, pág. 33.
- 40) Ib. pág. 37

- 41) Para su diferenciación en las Sociedades de Participación en Capital con y sin un contenido de Política Económica así como Sociedades de Participación de Proyectos de Desarrollo ver: Freyer, E., "Die Kapitalbeteiligungsgesellschaft als Instrument der Wirtschaftspolitik - Eine empirische Untersuchung über deutsche Kapitalbeteiligungsgesellschaften sowie ihre Anwendungen - und Wirkungsmöglichkeiten", Frankfurt/Main 1981.
- 42) Ver: Beteiligungsgesellschaften", en: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, núm. 5/1983, pág. 253
- 43) Ver: Meurer, C., "Für eine bessere Ausstattung der mittelständischen Wirtschaft mit/Risikokapital. Eine Expertise im Auftrage des Sachverständigenrats zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung - Überlegungen zur Diskussion auf der Tagung des Betriebswirtschaftlichen Forschungszentrums Bayreuth über die Lage der Mittelstandsfinanzierung in Deutschland", el 3./4. Marzo 1983, en: Bayreuth, pág. 3.
- 44) Ter Meulen, E., "Der Kapitalbeteiligungsvertrag", en: Juncker, K., Schlegelmilch, K., (Edits.): "Die Kapitalbeteiligungsgesellschaften in Theorie und Praxis", Frankfurt am Main 1976, pág. 104. Por lo demás se puede constatar por lo que afecta a los círculos de participantes de inversores de capital privado un conflicto de intereses de los bancos que puede llevar a que un incremento de la venta de certificados de participación y capital implica una reducción de las cuentas de ahorro en los Bancos. Ver a este respecto Hahn, O.,: "Eigenkapital - Problem des Mittelstands?", en: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, núm. 20., 1978, pág. 179.
- 45) Ver: Krahn, H.J.: Die Finanzierung nichtemissionsfähiger mittelständischer Unternehmen, en: Christians, F.W. Edit. Finanzierungshandbuch, Wiesbaden 1980, p. 549.
- 46) Ver: Gerke, W.: Kapitalbeteiligungsgesellschaften - Ihre Problematik und ihre gesetzliche Regelung -, Frankfurt am Main, Zürich 1974, p. 80.
- 47) Ver: "Die Akzeptanz der Kapitalbeteiligungsgesellschaft im Mittelstand - ausgewählte Thesen" conferencia pronunciada en el Simposium de Bayreuther de Economía de Empresa en cuanto a la financiación de las empresas medias en la República Federal de Alemania. el 3/4 de marzo de 1983, pág. 9.
- 48) Ver: Kröger, U.: Lösen Kapitalbeteiligungsgesellschaften das Eigenkapitalproblem?, en: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, núm. 7/1982, p. 12.
- 49) Ver: Wossidlo, P.R., "Die Finanzierungssituation mittelständischer Unternehmen", Conferencia pronunciada en el Simposium de Bayreuther de Economía de Empresa, Op.cit., pág. 32 y ss.
- 50) Ver: Kamp, M.E.; Langen, W.; Naujoks, W.: Probleme des Wechsels in die unternehmerische Selbständigkeit, Beiträge zur Mittelstandsforschung, núm. 33, Göttingen 1977, p. 39.
- 51) Ver: Neuemissionen der letzten Jahre, en: Handelsblatt del 21./22.9.1984, p. 10.

- 52) Ver: u.a. Venture Economics (Ed.) : The Venture Capital Industry - Opportunities and Considerations for Investors, 1983, p. 2.
- 53) Entgegen der ursprünglichen Intention des Gesetzes, die Eigenkapitalbasis kleiner und mittlerer Unternehmen zu erhöhen, haben sich in der SBIC-Branche mittlerweile auch sogenannte
- En contraposición a las intenciones originarias de la Ley de incrementar la Base de Capital Propio de las empresas medias y pequeñas entretanto el sector de las SBICs se ha desarrollado en los denominados Lending oriented SBICs (aproximadamente 150). La Equity oriented SBICs sólo bien filiales de bancos o bien de empresas ya establecidas, sociedades de Venture Capital o también pueden ser fundaciones de las empresas privadas. Ver: Venture Economics (Edits): The Venture Capital Industry - Opportunities and Considerations for Investors, Op.cit., p.21 y ss.
- 54) Ib, pág. 31.
- 55) Ib, pág. 23.
- 56) Ver. hierzu Gumpert, D.G.: Venture Capital becoming more widely available, en: Harvard Business Review, 57. año, 1979, p. 188 ss,
- 57) Ver: Kau, W. M.: Venture Capital & Going Public - Unternehmensfinanzierung in den USA -, Köln, Berlin, Bonn, München 1983, p. 1.
- 58) Ver: o.V.: Wagnisfinanzierung - Versicherer erteilen den Hoffnungen der Politiker eine klare Absage, en: Handelsblatt vom 14.11.1983, p. 7.
- 59) Ver: o.V.: Moderate Bedingungen bei den Engagements, en: Handelsblatt del 14./15.9.1984, S. 8.
- 60) Ver: o.V.: Kooperation zwischen Industrie und Banken, en: Handelsblatt del 9.4.1984, p.8.
- 61) Ver: ausführlich hierzu Sinnich, C.: Betriebliche Altersversorgung kostengünstig und haftungsfrei gestalten - durch Anschluß an eine überbetriebliche Pensionskasse ohne Branchenbindung, en: Der Betrieb, núm. 51/52, del 24./31.12.1982, p.2700-2702.
- 62) Ver: hierzu o.V.: Das Bundesaufsichtsamt kontert die Kritik am Zweck und Aufbau der Vorschriften, en: Handelsblatt del 30.6.1983, p. 8.
- 63) Ver: Gesetzesantrag des Landes Niedersachsen, Entwurf eines Gesetzes zur Förderung von Arbeitnehmerbeteiligungen am Produktivvermögen, Bundesrats-Drucksache 516/84 del 5.11.1984.
- 64) Ver.: Tietmeyer, H.: Das Organisationsgesetz als Mittel zur Erleichterung der Kapitalbeschaffung, Vortrag, gehalten auf dem Symposium des Wirtschaftsrats der CDU e.V. (Risikokapital als Fundament des Fortschritts) am 4. Oktober 1984 en Bonn-Bad Godesberg.

ife Instituto de dirección
y organización de empresa.

Director: PROF. DR. DR. D. S. GARCIA ECHEVARRIA



UNIVERSIDAD DE ALCALA DE HENARES