



Facultad de Derecho

**OPERACIONES DE CAPITAL RIESGO: TENDENCIAS
NORMATIVAS.**

Autor: Cristina De Miguel Alvarez-Vieitez
5º E3 C
Derecho Mercantil

Tutor: Dr. D. Daniel Prades Cutillas

Madrid
Abril 2021

RESUMEN

A raíz de la crisis económica de 2008 la industria del capital riesgo se ha consolidado en España como una fuente de financiación principal especialmente para pymes y empresas de reciente creación. El impulso fue llevado a cabo por parte de los legisladores europeos con la promulgación de la Directiva 2011/61 (AIFMD), la cual ha sido traspuesta a nuestro ordenamiento por la Ley 22/2014. Dicha normativa, ha propiciado la consolidación del régimen jurídico aplicable a las entidades de capital riesgo y sus sociedades gestoras, fomentando la financiación de empresas de reducida dimensión y la llegada de inversión extranjera a nuestra economía. Así las cosas, se alcanzaba en 2019 por tercer año consecutivo máximos en cuanto al volumen de inversión como número de operaciones en capital riesgo en España. En el presente trabajo, se examinan las características del marco jurídico que han propiciado este aumento del número de operaciones de capital riesgo proponiendo posibles modificaciones. Además, debido al paralelismo existente entre la evolución de la economía y la normativa que la regula, se analiza en el presente trabajos acontecimientos y tendencias del mercado como el emprendimiento, el fomento de la implicación de los accionistas a largo plazo, la proliferación de las finanzas sostenibles o los efectos derivados del coronavirus prestando atención a los cambios normativos acaecidos como consecuencia de los mismos.

Palabras clave: capital riesgo, capital privado, fondos de capital riesgo, entidades de inversión colectiva de tipo cerrado, Ley 22/2014 Directiva AIFMD, financiación de pymes, financiación del emprendimiento, Covid-19, agregadores de capital, finanzas sostenibles.

ABSTRACT

Following the economic crisis of 2008, the private equity industry has consolidated in Spain as a main source of financing, especially for SMEs and start-ups. The impetus was given by European legislators with the enactment of Directive 2011/61 (AIFMD), which has been transposed to the Spanish legislation by Law 22/2014. This legislation has led to the consolidation of the legal regime applicable to private equity entities and their management companies, promoting the financing of small companies and the arrival of foreign investment into the economy. Thus, in 2019, for the third consecutive year, maximums were reached in terms of investment volume and number of private equity operations in Spain. This paper examines the characteristics of the legal framework that have led to this increase in the number of private capital operations, proposing possible modifications. In addition, due to the parallelism between the evolution of the economy and the regulation that governs it, this paper analyzes market events and trends such as entrepreneurship, the promotion of long-term shareholder involvement, the proliferation of sustainable finance or the effects of the coronavirus, paying attention to the regulatory changes that have occurred as a result of them.

Keywords: venture capital, private equity, private equity funds, closed-end collective investment schemes, Law 22/2014, AIFMD Directive, SME financing, start-up financing, Covid-19, capital aggregators, sustainable finance.

ÍNDICE

<u>1. INTORDUCCIÓN.....</u>	<u>7</u>
1.1. OBJETO DE LA INVESTIGACIÓN Y ANTECEDENTES	7
1.2. OBJETIVOS, METODOLOGÍA Y ESTRUCTURA	8
<u>CAPÍTULO I: ORIGEN, EVOLUCIÓN Y CLASIFICACIÓN DEL CAPITAL RIESGO</u>	<u>10</u>
1. ORIGEN Y EVOLUCIÓN DEL CAPITAL RIESGO.....	10
2. SITUACIÓN ACTUAL (2019).....	15
2.1. VOLUMEN DE INVERSIÓN	15
2.2. NIVELES DE CAPTACIÓN DE FONDOS	16
2.3. VOLUMEN DE DESINVERSIÓN	17
3. TERMINOLOGÍA APLICABLE AL CAPITAL RIESGO	18
4. CLASIFICACIÓN DE LAS ACTIVIDADES DE CAPITAL RIESGO ATENDIENDO A LA ETAPA DE LA VIDA EMPRESARIAL.....	21
4.1. AGREGADORES DE CAPITAL CRECIMIENTO/ DESARROLLO	22
4.2. AGREGADORES DE CAPITAL CONSOLIDADO/ INVERSIÓN	23
<u>CAPÍTULO II: RÉGIMEN JURÍDICO DEL CAPITAL RIESGO</u>	<u>26</u>
1. LA LEY 22/2014 DEL 12 DE NOVIEMBRE, POR LA QUE SE REGULA LAS ENTIDADES DE CAPITAL-RIESGO, OTRAS ENTIDADES COLECTIVAS DE TIPO CERRADO Y LAS SOCIEDADES GESTORAS DE ENTIDADES DE INVERSIÓN COLECTIVA DE TIPO CERRADO.	26
1.1. OBJETO Y ÁMBITO DE APLICACIÓN DE LA LEY	28
1.2. RÉGIMEN JURÍDICO DE LAS ENTIDADES DE CAPITAL RIESGO	29
1.3. RÉGIMEN JURÍDICO DE LAS SOCIEDADES GESTORAS DE ENTIDADES DE CAPITAL RIESGO.....	33
1.4. EL RÉGIMEN DE COMERCIALIZACIÓN	35
2. EL PAPEL DE LA CNMV	37
<u>CAPÍTULO III: OTRAS TENDENCIAS NORMATIVAS</u>	<u>40</u>
1. CAPITAL RIESGO Y PYMES.....	40
2. CAPITAL RIESGO Y EMPRENDIMIENTO	44
3. CAPITAL RIESGO E IMPLICACIÓN A LARGO PLAZO DE LOS ACCIONISTAS	48
4. CAPITAL RIESGO Y SOSTENIBILIDAD	50
4.1. REGLAMENTO 2020/852 Y LA TAXONOMÍA SOSTENIBLE.....	51
4.2. REGLAMENTO 2019/2088 (SFDR) Y EL REGLAMENTO DELEGADO QUE LO DESARROLLA (RTS) 52	
4.3. EL PROCESO DE INVERSIÓN	56
5. MODIFICACIONES EN EL MARCO JURÍDICO DEL CAPITAL RIESGO DERIVADAS DE LA CRISIS DEL CORONAVIRUS	60
<u>CONCLUSIONES.....</u>	<u>64</u>
<u>GLOSARIO DE TÉRMINOS DEFINIDOS</u>	<u>67</u>
<u>6. BIBLIOGRAFÍA.....</u>	<u>69</u>

ÍNDICE DE ABREVIATURAS

- AIFMD:** Alternative Investment Funds Managers Directive
- ASCRI:** Asociación Española de Capital, Crecimiento e Inversión
- ASG:** Ambiental. Social y de Gobierno Corporativo
- Art.:** Artículo
- BOE:** Boletín Oficial del Estado
- CNMV:** Comisión Nacional de Mercados y Valores
- ECR:** Entidades de Capital Riesgo
- EE.UU:** Estados Unidos
- EICC:** Entidades de Inversión Colectiva de tipo Cerrado
- FAB:** fondos de activos bancarios
- FCR:** Fondos de Capital Riesgo
- FCRE:** Fondo de Capital Riesgo Europeo
- FESE:** Fondo de Emprendimiento Social Europeo
- GAFI:** Grupo de Acción Financiera Internacional sobre el Blanqueo de Capitales
- ICO:** Instituto de Crédito Oficial
- I+D+i:** investigación, desarrollo e innovación
- INCARI:** Instituto de Capital Riesgo
- GSIA:** Global Sustainable Investment Alliance
- ISR:** Inversión Social y Responsable
- LBO:** Leverage Buyout
- LECR:** Ley 25/2005 de Entidades de Capital Riesgo
- LIIC:** Ley 35/2003 de instituciones de inversión colectiva
- LSC:** Ley de Sociedades de Capital
- OCDE:** Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico
- PE:** Private Equity
- PYME:** Pequeña y Mediana Empresa
- RTS:** Reglamento delegado de desarrollo del Reglamento 2019/2088
- SCR:** Sociedades de Capital Riesgo
- SFDR:** Reglamento 2019/2088 sobre divulgación de información de sostenibilidad en servicios financieros.
- SGEIC:** Sociedad Gestora de Entidades de Inversión Colectiva

SOCIMI: sociedades anónimas cotizadas de inversión en el mercado inmobiliario

UCITS: Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities Directive

UE: Unión Europea

1. INTORDUCCIÓN

1.1. Objeto de la investigación y antecedentes

Las entidades de capital riesgo son definidas en la Ley 22/2014 de 12 de noviembre, por la que se regulan las entidades de capital riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado, y por la que se modifica la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, como aquellas entidades de inversión colectiva de tipo cerrado que obtienen capital de una serie de inversores con la finalidad de reportarles una serie de ganancias o rendimientos en un futuro a consecuencia de dichas inversiones.¹

A pesar de que su introducción en Europa y en España, ha sido bastante reciente, los niveles de actividad de esta industria han ido en aumento desde 1970 hasta nuestros días. La inversión de capital riesgo se ha consolidado en el mercado como una fuente de financiación indispensable dentro del panorama nacional. Parte del éxito de esta industria se debe a la evolución normativa que ha tenido lugar a lo largo del siglo XXI, destacando el proceso de armonización legislativa a nivel europeo que tuvo lugar tras la crisis financiera de 2008 y con la promulgación de la Directiva europea 2011/61/UE de Gestión de Fondos Alternativos, también conocida como AIFMD² por sus siglas en inglés. Esta directiva fue traspuesta a nuestro ordenamiento mediante la Ley 22/2014., la cual introdujo un marco legislativo sólido y consistente que propició la actividad de inversión de capital riesgo, alcanzándose en 2019, niveles máximos de actividad en España. A pesar de la existencia de un marco legislativo homogéneo y eficaz, hemos observado desde la promulgación de dicha ley un conjunto de tendencias en el mercado que han conllevado o tienen el potencial de suponer modificaciones en el régimen jurídico existente, estos son: la proliferación de la Inversión Sostenible y Responsable (ISR), la necesidad de acceso a financiación de las pymes, la financiación del emprendimiento en España, las nueva normativa relativa a la implicación a largo plazo de los accionistas o los efectos del Coronavirus sobre la Industria del Capital riesgo.

¹ Artículo 3 de la Ley 22/2014, de 12 de noviembre, por la que se regulan las entidades de capital-riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado, y por la que se modifica la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva (BOE 13 de noviembre de 2006)

² AIFMD: Alternative Investment Funds Managers Directive

1.2. Objetivos, metodología y estructura

El objetivo del presente trabajo es estudiar la evolución de la industria del capital riesgo en España y su incidencia sobre la normativa que la regula, con el fin de determinar si existe en España un marco jurídico consolidado y adaptado a las cambiantes necesidades de esta industria. En segundo lugar, se busca analizar el panorama actual de la industria del capital riesgo, detectando las tendencias surgidas en el mercado desde la promulgación de la Ley 22/2014 y sus efectos sobre el régimen jurídico de las entidades de capital riesgo y sus sociedades gestoras a nivel europeo y nacional.

En el presente trabajo se encuentra estructurado en tres capítulos principales. El primer capítulo se centra en el análisis de la evolución histórica y legislativa de las operaciones de capital riesgo, desde sus orígenes hasta la actualidad. Se hará un análisis detallado acerca de la situación de la industria a fecha de 2019, haciendo mención al volumen de inversión, captación de fondos y proceso de desinversión. Seguidamente, se procederá al análisis de las distintas clases de capital riesgo existentes, proponiendo una nomenclatura apropiada y clasificando las operaciones en función de la etapa de la vida empresarial de las compañías objeto de inversión. En cuanto a la metodología empleada, se ha realizado una revisión de la literatura existente acerca de la evolución y situación actual de la industria del capital riesgo, prestando especial atención al análisis de las inversiones en España.

En el segundo capítulo, se profundizará en el régimen jurídico del capital riesgo en España. Se hará mención a la legislación armonizada de origen europeo y su posterior transposición al sistema legislativo nacional. Se hará un análisis detallado de la Ley 22/2014 reguladora de las entidades de capital riesgo, otras entidades colectivas de tipo cerrado y sus sociedades gestoras. Seguidamente se hará mención al papel de control y supervisión que ejerce la Comisión Nacional de Mercados y Valores (CNMV) sobre estas entidades. En lo concerniente a la metodología empleada la revisión bibliográfica se ha centrado en realizar un análisis cualitativo y descriptivo del régimen jurídico aplicable al capital riesgo.

En el tercer capítulo, se desarrollarán determinadas tendencias o acontecimientos del mercado que han afectado a la industria del capital riesgo y que se han traducido en modificaciones legislativas que adaptan el régimen jurídico a la nueva realidad. Se hará mención a la importancia de las pequeñas y medianas empresas y del emprendimiento en la economía

española, el fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas, la creciente relevancia de las inversiones sostenibles y responsables a nivel mundial con el consiguiente desarrollo legislativo a nivel europeo y por últimos los efectos de la crisis derivada del Coronavirus en el sector del capital riesgo. Para realizar este análisis, cabe destacar el uso de la metodología lógico deductiva e inductiva. Partiendo de las modificaciones legislativas acaecidas, se han deducido las causas económico-sociales que lo motivaron. Por el contrario, partiendo de los cambios producidos en el mercado y sus efectos sobre las inversiones de capital riesgo, se ha deducido los consiguientes cambios legislativos que deberán llevarse a cabo para ajustar la normativa a la realidad.

Finalmente, se presentan las conclusiones del trabajo, donde se expone el grado de madurez legislativa alcanzada por la industria del capital riesgo en España y la importancia de las modificaciones legislativas que adaptan el régimen jurídico a la realidad económica y social.

Para la elaboración del presente trabajo ha sido necesaria la revisión de la legislación española y comunitaria, obtenida de portales oficiales como el Boletín Oficial del Estado (BOE) o el de los diferentes organismos europeos (Comisión Europea, Parlamento Europeo...) Para la realización del análisis descriptivo, se ha hecho uso informes y memorias publicadas por organismos como la Asociación Española de Capital Riesgo ASCRI o el foro español de capital riesgo (Spainsif) y la Comisión Nacional de Mercados y Valores (CNMV), así como de artículos y publicaciones académicas, obtenidas por medio de bases de datos como Dialnet, Vlex, Aranzadi y Tirant Online. Por otro lado, se ha hecho uso de los informes y publicaciones realizadas por despachos nacionales e internacionales acerca de las principales modificaciones legislativas como Uría Menéndez, Garrigues, Cuatrecasas y Clifford Chance, así como de los Anuarios publicados por el Instituto de Capital Riesgo (INCARI).

CAPÍTULO I: ORIGEN, EVOLUCIÓN Y CLASIFICACIÓN DEL CAPITAL RIESGO

1. Origen y Evolución del capital riesgo

El origen de estas operaciones, se encuentra en el siglo XV, con el auge de las expediciones marítimas. Los Reyes Católicos, con motivo de las incursiones de Cristóbal Colón, financiaron los viajes a América. Estas operaciones, a pesar de entrañar una potencial alta rentabilidad, suponían al mismo tiempo la asunción de elevados niveles de riesgo (naufragios, plagas, enfermedades...). Bajo estas estructuras, los capitanes o mercaderes recibían la financiación por parte de la Corona y tras su regreso tenían derecho al 20% de las ganancias obtenidas.³

Sin embargo, el origen moderno de las operaciones de capital riesgo, tal y como es entendido hoy en día (estructura financiera organizada, dedicadas a la adquisición del capital social de pequeñas y medianas empresas con el objetivo de obtener altas rentabilidades) se remonta a mediados del siglo XX en Estados Unidos. En 1946 se fundó la American Research and Development (ARD), considerada la primera entidad de Capital Riesgo.⁴

En 1958 se promulgó en Estados Unidos (EE.UU.) el Small Business Investment Act. Esta normativa permitía la creación de compañías dirigidas a la inversión en pequeñas empresas. Estas compañías de capital riesgo, mediante el uso de fondos públicos, hacían uso de estructuras de apalancamiento para financiar pequeños negocios.

Desde este momento, tuvieron lugar en EE.UU. numerosas modificaciones legislativas que llevaron a un mayor desarrollo de estas operaciones durante la década de 1980, pasando a adquirir un peso significativo en lo que restaba de siglo. Surgieron numerosas instituciones como la *National Venture Capital Association* (NVCA) que promovía la implementación del capital riesgo. Podemos destacar compañías como Apple o Federal Express que en sus orígenes fueron financiadas por el capital riesgo. Esta proliferación de las operaciones de capital riesgo en América, fomentó su llegada a Europa durante los años ochenta.

³ Vid. González Cruz, D., “Contribuciones y estrategia fiscal de los Reyes Católicos en el entorno de los puertos del río Tinto durante el proceso de gestación y de financiación del primer viaje colombino”, *Historia* (Santiago), vol. 49, n.1, 2016.

⁴ Keney, M., “How venture capital became a component of the US National System of Innovation”, *Industrial and Corporate Change*, v.20, n. 6, pp.1677-1723 (disponible en <https://kenney.faculty.ucdavis.edu/wp-content/uploads/sites/332/2018/03/how-venture-capital-became-a-component-of.pdf>; última consulta 10/03/2020).

En España, se promulgó en 1986 el Real Decreto-ley 1/1986, del 14 de marzo sobre medidas urgentes administrativas y financieras, fiscales y laborales, que supuso un hito fundamental para la entrada de las operaciones de capital riesgo en España. Esta ley proporcionaba un marco jurídico mínimo para la regulación de estas actividades. Mediante esta norma se positivizó el término “capital riesgo” en nuestro ordenamiento jurídico y se regularizaron las sociedades y fondos de capital riesgo.⁵

Los motivos que llevaron a la promulgación de este Real Decreto-Ley, fueron, entre otros, la entrada de España en la entonces Comunidad Económica Europea, donde España buscó aprovechar las oportunidades brindadas por esta nueva apertura, entre las que el capital riesgo se alzaba como una nueva fuente de financiación muy atractiva.. Así viene recogido en la exposición de motivos de esta norma⁶.

En este año se funda también la Asociación Nacional de Entidades de Capital Riesgo (ASCRI), organismo que sigue siendo de vital importancia para esta industria.

Se inscribe en diciembre de 1986 la primera sociedad gestora de capital riesgo en el Registro Oficial de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) bajo la denominación de Axis Participaciones Empresariales SGECR, S.A.

Sin embargo, este Real Decreto no suponía aun un régimen jurídico autónomo para la regulación de estas operaciones⁷, siendo el volumen de operaciones aun muy bajo y reservado en mayor medida al sector público⁸. En el año 1999 se promulgó finalmente la Ley 1/1999 de

⁵ Castillo Ionov, R., “Evolución de la normativa del capital-riesgo en España (II)”, *Thomson Reuters. Legal Today*, 2010 (disponible en <https://www.legaltoday.com/practica-juridica/derecho-social-laboral/laboral/evolucion-de-la-normativa-del-capital-riesgo-en-espana-ii-2010-10-05/>; última consulta 03/04/2021).

⁶ Exposición de Motivos del Real Decreto-Ley 1/1986: “*Las oportunidades que la adhesión a las Comunidades abre a nuestra economía deben ser aprovechadas. por ello, las orientaciones de la política económica deben orientarse a facilitar una respuesta ágil mediante la creación del entorno institucional adecuado desde los primeros momentos de la incorporación... Entre las figuras desarrolladas en otros sistemas financieros para fomentar la inversión productiva, con sus efectos positivos de relanzamiento e innovación, destacan las sociedades y fondos de capital-riesgo. Estas entidades reúnen características de entidad financiera y sirven en su función de promoción y participación a la mejora de la estructura financiera de las empresas comprometidas en los sectores productivos de mayor futuro, al canalizar el ahorro y la inversión hacia ellas. Así se logra una óptima asignación de recursos a los sectores industriales cuyo desarrollo, al reforzar los factores endógenos de crecimiento y equilibrio, debe situar a nuestra economía en condiciones de competitividad. Objetivos a cuya consecución responden las normas sobre inversiones y cotización en el segundo mercado, siendo promocionadas con los beneficios fiscales adecuados para fomentar su difusión y consolidación.*”

⁷ Castillo Ionov, R., “Evolución de la normativa del capital-riesgo en España (II)”, *Op. cit.*

⁸ Enciso Alonso-Muñer, M. Y Serrano Acitores A., “El retorno de los leveraged buyouts tras la crisis financiera- un análisis de la tipología y de las partes intervinientes (I)”, *Wolters Kluwer. Noticias Jurídicas*, 2015 (disponible en <https://noticias.juridicas.com/conocimiento/articulos-doctrinales/10130-el-retorno-de-los-leveraged-buyouts->

5 de enero, reguladora de las entidades de capital riesgo y sus sociedades gestoras. Esta ley proponía un marco legislativo específico para este tipo de entidades y actividad financiera.

Así en el periodo comprendido entre el 2000 y 2007, hubo un importante crecimiento de la actividad inversora. Es a partir de 2005 que estas operaciones comienzan a introducirse de manera más habitual en España. La actividad de 2005 fue un 50% superior que la del año anterior, y en 2006 la tasa de crecimiento fue del 25%.⁹

Esto se debió, por un lado a las circunstancias económicas del momento, que favorecieron la proliferación del número de operaciones de capital riesgo. La economía se encontraba en un momento fuerte del ciclo, donde destacó la presencia de grandes cantidades de liquidez en el mercado y la bajada de los tipos de interés, que permitía el desarrollo de operaciones apalancadas y conllevó la asunción de mayores volúmenes de deuda subordinada. Se produjo como resultado, un aumento de las operaciones de compraventa de empresas, especialmente, de las adquisiciones apalancadas (por sus siglas en inglés LBO).¹⁰ Estas operaciones son llevadas a cabo, principalmente por las entidades de capital riesgo.

Se observó así un cambio en la titularidad de los sujetos involucrados en operaciones de capital riesgo. En sus inicios, esta actividad fue introducida e impulsada por el sector público, a comienzos del siglo XXI y hasta el día de hoy, la presencia de entidades de carácter privado es claramente dominante.¹¹ Se crearon en España durante este periodo más de 120 entidades de capital riesgo derivado del aumento de los volúmenes de financiación, habiendo finales de 2007 un total de 162 entidades¹².

El periodo comprendido entre 2005 y 2014 estuvo marcado por la flexibilización y modificación de la legislación sobre capital riesgo con el fin de elaborar un marco regulatorio completo y eliminar las lagunas existentes.¹³ En 2005 se promulgó la nueva ley 25/2005 del 24 de noviembre reguladora de las entidades de capital-riesgo. Estos cambios normativos

[tras-la-crisis-financiera:-un-analisis-de-la-tipologia-y-de-las-partes-intervinientes-y-ii/](#); última consulta 31/03/2021).

⁹ Carreño Nin de Cardona, P., “Asistencia financiera y fusión apalancada. El artículo 35 de la Ley de Modificaciones Estructurales” *Trabajo de Fin de Grado. Repositorio Comillas*, 2019.

¹⁰ Gómez Lopez, S., “Análisis Jurídico de las Adquisiciones de Empresas mediante Apalancamiento Financiero”, *Trabajo de Fin de Grado. Repositorio Comillas*, 2017.

¹¹ Peña, I. y Mañueco, P., “Evolución del capital riesgo en la economía española”, *Cuaderno de Información económica*, n. 264, 2018, p. 42.

¹² *Ibid.*, p.41

¹³ *Ibid.*, p.37

propiciaron una relajación de las exigencias en cuanto al acceso a financiación para esta clase de operaciones y como consecuencia, se produjo un encarecimiento de esta clase de inversiones.¹⁴

La llegada de la crisis financiera de 2008, supuso un descenso importante en los niveles de inversión en capital riesgo. Por su parte, el mercado de Fusiones y Adquisiciones se estancó tanto en Europa como en Estados Unidos¹⁵. En 2009 solo se produjo en España una operación por valor superior a 100 millones de euros de capital (Operación de grandes dimensiones o *megadeals*). En este año la cifra de operaciones apalancadas ascendió a 21, un número tres veces inferior al alcanzado en 2005, donde se produjo un total de 62 operaciones.¹⁶

Con motivo de la recesión económica, se llevó a cabo una revisión del marco legislativo, publicándose en 2014, la Ley 22/2014 de 12 de noviembre, por la que se regulan las entidades de capital riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado, y por la que se modifica la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva. Esta ley sigue vigente hasta la fecha.

Tras la superación de la crisis, se dieron una serie de circunstancias económicas que estimularon de nuevo las operaciones de capital riesgo. La nueva legislación permitía una mayor captación de fondos y fomentaba el desarrollo sostenible del sector, impulsando operaciones de capital riesgo como el capital semilla. Se activó de igual modo el mercado de Fusiones y Adquisiciones en general, que siguió en auge hasta finales de 2019. Entre 2015-2019 los fondos de capital riesgo elevaron su inversión desde los 2.400 a los 8.500 millones de euros.¹⁷ Según datos de la CNMV el número de entidades de capital riesgo incrementó en un 10% en 2016, alcanzando un total de 292 entidades operativas¹⁸.

¹⁴ Vid. Hernández Bengoa, A. y Ruíz Gallardón, A., *Operaciones mercantiles y productos de inversión en los mercados financieros*, Editorial Bosch, Barcelona, 2011, pp. 200-203.

¹⁵ Vid. Enciso Alonso-Muñer, M. y Serrano Acitores A., “El retorno de los leveraged buyouts tras la crisis financiera- un análisis de la tipología y de las partes intervinientes (I)”, *Op. cit.*

¹⁶ ASCRI., “Informe de actividad Venture Capital y Private Equity en España, 2020”, 2020, pp.3-74 *passim* (disponible en: <https://www.ascr.org/wp-content/uploads/2020/06/Informe-2020.pdf>; última consulta 04/04/2021).

¹⁷ Agustina, L. “La inversión de los fondos en España cae en el 2020 por primera vez en 5 años”, La Vanguardia, disponible en <https://www.lavanguardia.com/economia/20210122/6189736/inversion-fondos-espana-2020.html>; última consulta 15/03/2020).

¹⁸ Vid. Peña, I. y Mañueco, P., “Evolucion del capital riesgo en la economía española”, *Op. cit.*, p.41.

Se puede apreciar, un cierto paralelismo entre la evolución y consolidación de la industria del capital riesgo y el desarrollo del marco jurídico que lo regula. Habiéndose pasado de unas directrices genéricas contenidas en reales decretos ley cuando la actividad de capital riesgo era moderada a una ley reguladora de un marco complejo y estructurado creado con la intención de seguir fomentando la actividad de esta industria tras la crisis financiera de 2008. Esto ha propiciado que se hayan alcanzado recientemente máximos históricos en volumen de actividad.

2. Situación actual (2019)

Parece ser que la industria de capital riesgo ha alcanzado cierta madurez a nivel nacional, prueba de ello es el elevado número de operaciones que tuvieron lugar en 2019, etapa previa a la crisis derivada del coronavirus. Para evaluar la situación en la que se encuentra la actividad del capital riesgo, existen tres magnitudes a analizar: el volumen de inversión, los niveles de captación de nuevos fondos y los niveles de desinversión¹⁹

Según datos de la ASCRI, se alcanzó en 2019 por tercer año consecutivo, el máximo en la inversión de capital riesgo en España, tanto en el volumen como en el número de inversiones.²⁰ Esto se debe, entre otros factores, a la elevada liquidez existente en el mercado y la bajada de los tipos de interés.

2.1. Volumen de inversión

Las condiciones económicas favorables, conllevaron que se alcanzara un récord histórico en el volumen de inversión durante este periodo. 2019 fue el primer año en el que España superó la media europea de inversión anual sobre el PIB. Se produjo un incremento del 45% respecto al ejercicio anterior en el volumen de inversión, alcanzando un total de 680 operaciones y un volumen superior a €8.500 millones.²¹

Destacan así las gestoras extranjeras responsables del 78% del volumen de inversión²². Estos agentes, han estimulado la inversión en España, apostando especialmente por las operaciones de un tamaño superior a los €100 millones de capital (Operación de grandes dimensiones o megadeals) cerrando un total de 19 inversiones²³. En cuanto a las operaciones de volumen medio (de 10 a 100 millones) los niveles de inversión han aumentado un 35% con un total de

¹⁹ Vid. Peña, I. y Mañueco, P., “Evolucion del capital riesgo en la economía española”, *Op. cit.* p.38.

²⁰ ASCRI., “Informe de actividad Venture Capital y Private Equity en España. 2019”, 2019, pp.3-67 (disponible en: <https://www.ascricri.org/estadisticas-y-publicaciones/informe-ascricri-2019-venture-capital-private-equity-en-espana/>; última consulta 06/04/2021).

²¹ CNMV., “Informe anual de la CNMV sobre los mercados de valores y su actuación. Ejercicio 2019”, 2019 p. 157 (disponible en https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Informes/Informe_Anual_2019.pdf; última consulta 12/04/2021).

²² ASCRI., “Informe de actividad Venture Capital y Private Equity en España, 2020”, *Op. cit.* p.27

²³ *Ibid.*, p.22

69 operaciones que alcanzaron un volumen de €1.990 millones de inversión. Los principales agentes de estas inversiones fueron los gestores nacionales, tanto públicos como privados.²⁴

2.2. Niveles de captación de fondos

En lo relativo a la captación de nuevos recursos, los niveles máximos se alcanzaron en el periodo previo a la crisis de 2008 y tras la crisis se ha mantenido una evolución sostenida hasta 2019²⁵. Durante este ejercicio las entidades privadas levantaron un total de €1.920 millones de capital (un 11,8% menos que en el año anterior). Los fondos públicos captaron €270,8 millones, habiendo en su conjunto una bajada cercana al 8% en la captación de fondos respecto al ejercicio anterior.²⁶

Del total de recursos captados durante 2019, €1.122,5 millones fueron destinados a las entidades agregadoras de capital consolidado²⁷ (Private Equity) y las agregadoras de capital crecimiento²⁸ (Venture Capital) alcanzaron un máximo histórico (€797,7 millones)²⁹.

Este descenso en los niveles de captación de nuevos recursos se debe a que las condiciones económicas de los ejercicios anteriores fueron muy favorables, con grandes cantidades de liquidez en el mercado, un interés creciente por parte de inversores extranjeros y un mayor apoyo del sector público. Estas condiciones permitieron que en los ejercicios precedentes se levantaran numerosos fondos de capital riesgo dirigidos a la inversión en el mercado medio (€10 millones-€100 millones), operaciones preferidas por los agentes nacionales. En lo relativo a las operaciones de gran inversión, los fondos internacionales acapararon esta clase de operaciones, por lo que las entidades españolas carecían de grandes oportunidades para levantar fondos durante 2019.

²⁴ CNMV., “Informe anual de la CNMV sobre los mercados de valores y su actuación. Ejercicio 2019”, 2019 p. 157 *Op. cit.*

²⁵ Vid. Peña, I. y Mañueco, P., “Evolucion del capital riesgo en la economía española”, *Op. cit.* p.42.

²⁶ ASCRI., “Informe de actividad Venture Capital y Private Equity en España, 2020”, *Op. cit.*, p.14

²⁷ Debido a la deficiente traducción de la terminología al castellano y con la intención de evitar la introducción de barbarismos, se ha propuesto el uso del término agregadores de capital consolidado para referirnos a las actividades de private equity. *Vid.* Glosario de términos definidos.

²⁸ Término propuesto por el presente trabajo para referirnos a las actividades de venture capital. *Vid.* Glosario de términos definidos.

²⁹ ASCRI., “Informe de actividad Venture Capital y Private Equity en España, 2020”, *Op. cit.*, p.11

Esta bajada en la captación de fondos, unida al aumento de la inversión a lo largo de 2019, ha supuesto una caída del 12,5% en los recursos disponibles para invertir (o dry powder) que se sitúan entorno a los €3.900 millones³⁰.

2.3. Volumen de desinversión

En 2019 se cerraron un total de 258 operaciones alcanzando un volumen de €2.250 millones³¹. Uno de los efectos derivados de la crisis de 2008 fue el aumento en la permanencia de las participaciones, alcanzando una media de 7 años en 2017 (máximos históricos).³² En 2019, la permanencia media de la cartera ha disminuido a 6 años. Esto se debe a que las condiciones del mercado fomentaron el aumento de las operaciones de compraventa de empresas, lo que propició la desinversión en las operaciones de capital riesgo³³.

Con esto, podemos concluir que, en 2019, con anterioridad a la crisis derivada del Coronavirus, la industria del capital riesgo se encontraba en un periodo de bonanza alcanzando sus máximos históricos y situándose como una verdadera alternativa a los procesos de salida a bolsa de las compañías³⁴. Esto ha sido posible gracias al desarrollo normativo que ha tenido lugar en España, donde, en sus orígenes sólo existían directrices de poco calado y no se hacía distinciones entre las distintas operaciones que se realizan. Hoy en día sí es posible observar clasificaciones terminológicas y de operaciones que aportan un grado más de madurez a esta industria.

³⁰ *Ibid*, p.15

³¹ CNMV., “Informe anual de la CNMV sobre los mercados de valores y su actuación. Ejercicio 2019”, 2019 p. 157 *Op. cit.*

³² *Vid.* Peña, I. y Mañueco, P., “Evolucion del capital riesgo en la economía española”, *Op. cit.*, p.42.

³³ ASCRI., “Informe de actividad Venture Capital y Private Equity en España, 2020”, *Op. cit.*, p.35

³⁴ Según se expone en el Informe publicado por la CNMV en 2019 sobre los mercados de valores y su actuación: “La escasez de salidas a bolsa en 2018 y 2019, común en Europa y todavía más marcada en España, se ha debido a razones diversas...A todo ello se ha añadido un factor de índole estructural: el desarrollo que está teniendo, también en España, el capital riesgo y en general el private equity o capital privado, que tiene elementos positivos pero que compite con la opción de salir al mercado, ya como alternativa, ya retrasándola, tanto en lo que se refiere a proceso como a precio. Los procesos de salida a bolsa son complejos, relativamente visibles y toman su tiempo (como mínimo seis u ocho meses), con la consiguiente incertidumbre sobre cuál será la actitud de los potenciales inversores cuando se lance la operación. La entrada en el capital o la venta a un fondo de capital riesgo —y los hay muy grandes, capaces de tomar el control o participaciones relevantes en compañías de gran tamaño— pueden plantearse, en general, de un modo discreto y rápido. Además, el capital riesgo ha venido pagando especialmente bien, entre otras cosas porque valora más fácilmente expectativas de mejora en la gestión, que los propios fondos de capital riesgo promueven.” CNMV., “Informe anual de la CNMV sobre los mercados de valores y su actuación. Ejercicio 2019”, 2019 *Op. cit.*, p. 75.

3. Terminología aplicable al capital riesgo

Antes de comenzar a analizar el marco jurídico y demás tendencias normativas, resulta necesaria la mención a las clases de capital riesgo existentes y a su deficiente traducción e introducción en nuestro ordenamiento.

La ley 22/2014 define en su exposición de motivos al capital riesgo como una estrategia de inversión que capta financiación dirigiéndola a empresas con el objetivo de maximizar su valor mediante su gestión y asesoramiento, para posteriormente desinvertir generando plusvalías para los inversores³⁵.

El término de capital riesgo defendido por la ley, comprende la actividad de inversión en cualquier fase del desarrollo de una compañía. Es decir, es un término genérico que engloba tanto las inversiones realizadas en compañías que se encuentran en sus primeras etapas de desarrollo (agregadores de capital desarrollo o venture capital por su denominación en inglés) como la inversión en empresas más maduras (agregadores de capital inversión o private equity por su denominación en inglés)³⁶.

El término anglosajón private equity, posee un significado cambiante y en constante evolución y es utilizado en ocasiones para referirse a operaciones diferentes (la actividad de capital riesgo en general, la actividad de capital riesgo en empresas consolidadas o las operaciones de capital riesgo apalancadas). Este fenómeno ha conllevado a una deficiente traducción al castellano de la terminología³⁷.

En España, hasta hace poco, no se hacía distinción entre estas dos clases de operaciones, distinción que sí se hacía en los países anglosajones. Como resultado de la proliferación de esta

³⁵ Exposición de motivos de la ley 22/2014: “aquellas estrategias de inversión que canalizan financiación de forma directa o indirecta a empresas, maximizan el valor de la empresa generando gestión y asesoramiento profesional, y desinvierten en la misma con el objetivo de aportar elevadas plusvalías para los inversores”.

³⁶ En la exposición de motivos de la propia ley se estipula que: “El capital riesgo comprende tanto lo que se ha venido denominando venture capital como private equity. El venture capital va destinado a las primeras fases de desarrollo de las empresas, mientras que el private equity, hace referencia a la inversión en empresas ya maduras con una trayectoria consolidada de rentabilidad. Estas últimas suelen ser operaciones de mayor envergadura que conllevan la reestructuración empresarial y recurriendo las entidades de capital riesgo a préstamos para poder financiarlas”.

³⁷ Vid. Demaria, C. Y Tarradellas, E., *Introducción a la financiación privada de las empresas (capital riesgo, capital expansión, LBO y turnaround)*, Profit editorial, Barcelona, 2016, pp.7-9.

industria en nuestro país, se ha comenzado a distinguir dichas operaciones dentro de nuestro ordenamiento. Sin embargo, la traducción de los términos no es pacífica y en muchas ocasiones puede dar lugar a confusión.

La traducción jurídica propuesta, fue el uso del término “capital riesgo” para referirse al conjunto de la industria. Sin embargo, el concepto de “riesgo” lleva asociado una serie de connotaciones negativas que no ponen de manifiesto los posibles efectos financieros positivos asociados a esta clase de actividades como son la alta rentabilidad que genera para los inversores o sus efectos socio-económicos de estimulación de la economía y fomento del empleo.³⁸

En consecuencia, la Asociación Española de Capital Riesgo, modificó su nombre en 2016, pasando a denominarse Asociación Española de Capital Crecimiento e Inversión (ASCRI). El objetivo de este cambio era eliminar el uso del término “riesgo”, limitando así las connotaciones negativas del mismo. En la misma línea, también en 2016 propuso un cambio en la terminología aplicable a estas operaciones, pasando a denominarlas “Capital privado”. Se consideró que esta nueva nomenclatura representaba mejor la actividad realizada en este sector.³⁹

El término “privado” en esta definición debe ser entendido como capital no cotizado. Sin embargo, este término tampoco es ya decisivo en las operaciones de private equity debido a la evolución sufrida por la industria. Además puede dar lugar a confusión en cuanto a su significado, entendiéndolo como inversión realizada por actores privados, frente a la inversión realizada por fondos públicos.

Por otro lado, en lo relativo a la definición de venture capital, parece ser que el término utilizado para su denominación en España podría ser “capital riesgo”. Sin embargo, otros países latinos usan conceptos como “capital emprendedor”.

³⁸ *Vid.* Enciso Alonso-Muñer, M. Y Serrano Acitores A., “El retorno de los leveraged buyouts tras la crisis financiera- un análisis de la tipología y de las partes intervinientes (I)”, *Op. cit.*

³⁹ *Apud.* Ríos Sastre, S., Rodríguez García, I. y Sáenz-Díez Rojas, R. “El sector de capital riesgo europeo y la intervención pública: introducción a las iniciativas estatales en España”, *Anuario de Capital Riesgo*, n.2015, 2015, pp. 155-203 (disponible en <https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=6182328>, última consulta 07/04/2020).

Debido a la falta de consenso en cuanto a la traducción de los términos y las deficientes traducciones que se han llevado a cabo en la materia hasta el momento, propondré términos propios para referirme a esta clase de operaciones⁴⁰.

En primer lugar, para referirnos a la inversión en empresas maduras (private equity) se hará uso del término **agregadores de capital consolidado/ inversión**, ya que por la naturaleza de estas operaciones, este término parece recoger el espíritu de las mismas.

En segundo lugar, para referirnos a la inversión en empresas que se encuentran en fases iniciales o de desarrollo y que conllevan un alto nivel de riesgo se utilizará el término **agregadores de capital desarrollo/ crecimiento**.

El uso de los términos “inversión” y “crecimiento” estarían en línea con la nueva denominación de ASCRI (Asociación Española de Capital Crecimiento e Inversión).

Por último, para referirnos a la industria en su conjunto y con el fin de utilizar una terminología homogénea con la empleada en la legislación española⁴¹, utilizaremos el término “**capital riesgo**”⁴².

⁴⁰ *Vid.* Glosario de términos definidos.

⁴¹ *Vid.* Exposición de motivos de la Ley 22/2014

⁴² El término propuesto por este trabajo para referirse al capital riesgo será Agregadores de Capital. *Vid.* Glosario de términos definidos.

4. Clasificación de las actividades de Capital Riesgo atendiendo a la etapa de la vida empresarial

Las características distintivas y comunes de las operaciones de capital riesgo son la agregación de capitales procedentes de inversores profesionales por parte de entidades conocidas como entidades de capital riesgo, quienes invertirán de manera temporal en compañías, incrementando su valor y procediendo a su posterior desinversión con el fin de generar rendimientos positivos para los inversores.

Se trata por tanto, de inversiones de carácter temporal, donde los recursos financieros se invertirán por un periodo de tiempo limitado (de 3 a 10 años) y a cambio se recibe una participación en la compañía. Estas empresas adquiridas han de ser sociedades no cotizadas y con un elevado potencial de crecimiento⁴³.

La inversión en capital riesgo, puede realizarse en cualquier momento de la vida empresarial. Tomado como criterio de clasificación la etapa en la que se encuentre la empresa en la que se invierte, podemos diferenciar dos clases de operaciones realizadas por las entidades de capital riesgo:

Las operaciones de agregación de capital crecimiento (venture capital) mediante las que se invierte en compañías que se encuentran en fases muy tempranas de su desarrollo y operaciones de agregación de capital inversión (private equity) donde el capital se destina a compañías maduras y consolidadas en el mercado.⁴⁴ Cada una de ellas a su vez, puede desglosarse en las sub-operaciones atendiendo a la etapa concreta de la vida empresarial en que se encuentre la compañía objetivo.

⁴³ ASCRI., “Qué es el Capital Privado (Venture Capital & Private Equity)”, 2020 (disponible en <https://www.ascr.org/que-es-el-capital-riesgo/>; última consulta 03/03/2020 a las 9:10 horas).

⁴⁴ *Ibid.*

4.1. Agregadores de Capital Crecimiento/ Desarrollo

Supone la inversión en compañías que se encuentran en fases tempranas de su desarrollo. Atendiendo a la fase de desarrollo en la que se encuentre la compañía, podemos diferenciar entre

- Capital semilla: es la inversión en ideas de negocios o compañías que aun no generen ventas, por encontrarse los productos en vía de desarrollo.
- Capital arranque: supone la inversión en una compañía para fomentar el arranque de las actividades. Aunque ya han comenzado las operaciones, los resultados obtenidos hasta el momento son negativos. Los niveles de inversión requeridos son mayores que en el capital semilla.
- Por último, existe una categoría que denominaré “capital riesgo avanzado” donde se agrupan las inversiones en entidades en fases más avanzadas, donde ya existen ventas o EBITDA positivo (large stage venture) o que suponen una reinversión en una compañía en la que se invirtió cuando era considerada capital arranque o capital semilla (other early stage).

Estas inversiones son especialmente fuertes en el sector tecnológico o en empresas con altos niveles de I+D+i. Requieren una cantidad de capital inferior que las operaciones de agregación de capital consolidado (private equity), pero también conllevan una mayor exposición al riesgo, al tratarse de compañías sin ventas ni cuota de mercado.⁴⁵

⁴⁵ ASCRI., “*Venture Capital*”, 2021 (disponible en <https://www.ascricapital.org/que-es-el-capital-riesgo/venture-capital/>; última consulta 03/03/2020 a las 9:30 horas).

4.2. Agregadores de Capital Consolidado/ Inversión

Por su parte, las operaciones agregación de capital consolidado o inversión, son inversiones de mayor volumen, aunque menos arriesgadas⁴⁶ ya que se invierte en compañías en crecimiento o ya consolidadas, con una trayectoria histórica en el mercado y un plan de negocios sólido. A su vez, dentro de los agregadores de capital inversión, pueden distinguirse cuatro clases de operaciones:

- Capital expansión (Growth Capital). Estas son operaciones dirigidas a la financiación de empresas con beneficios y en crecimiento. Se invierte en compañías cuyo potencial de expansión es elevado, aportando a la misma el capital necesario para la adquisición de activos fijos, el desarrollo de nuevos productos o el crecimiento de la empresa hacia otros sectores y mercados.
- Capital Sustitución o reemplazo (Replacement)⁴⁷. Se trata de un proceso de compra y sustitución de parte del accionariado. Mediante estas operaciones, el fondo adquiere parte de la propiedad de la sociedad objetivo. Suele darse en empresas familiares o en situaciones de venta de ramas de actividad no estratégicas (escisión)⁴⁸ y donde se requiere capital para continuar con la actividad empresarial de manera independiente.
- Las operaciones apalancadas (leverage buy outs o LBO) son operaciones de compra de una compañía donde gran parte de la compraventa es financiada con recursos ajenos obtenidos en instituciones de crédito y garantizados por la propia compañía objetivo y una parte más reducida es financiada mediante las aportaciones hechas por los inversores a la entidad de capital riesgo. Destaca la presencia de altos niveles de apalancamiento en estas operaciones, por lo que la empresa objetivo suele presentar unos estados de caja sólidos que garanticen el repago de la deuda asumida.⁴⁹
- Capital de reestructuración o reorientación (Turnaround). Estas operaciones conllevan la adquisición de entidades en situación de crisis, cercanas al concurso o habiéndose

⁴⁶ ASCRI., “Private Equity”, 2020 (disponible en <https://www.ascr.org/que-es-el-capital-riesgo/private-equity/>; última consulta 03/03/2020 a las 9:45 horas)

⁴⁷ *Id.*

⁴⁸ *Id.*

⁴⁹ *Id.*

iniciado el concurso de acreedores. Mediante las aportaciones de capital, las entidades de capital privado aportan a la target los recursos necesarios para implementar procesos de transformación o de reestructuración a todos los niveles⁵⁰.

Todas estas operaciones de inversión en capital riesgo y capital privado, son llevadas a cabo mayormente por las entidades de capital riesgo, reguladas en la mencionada ley la Ley 25/2005, de 24 de noviembre, reguladora de las entidades de capital riesgo y sus sociedades gestoras. Estas entidades toman participaciones temporales en las entidades objetivo, actuando como patrocinadores.⁵¹

La entidad de capital riesgo pasa a adquirir parte del capital social de la entidad objetivo. Esta adquisición de acciones o participaciones puede llevarse a cabo por dos vías: mediante la adquisición de acciones o participaciones de los socios o unidades productivas/ activos de la sociedad target. O bien, mediante la suscripción de acciones o asunción de participaciones sociales en las rondas de inversión llevadas a cabo por las empresas. Estos son supuestos de ampliación de capital. En este caso, deberá de haberse producido una exclusión del derecho de suscripción preferente de los accionistas de la sociedad objetivo o una renuncia al ejercicio del mismo por parte de los titulares de las participaciones sociales.

Por tanto, las operaciones de inversión llevadas a cabo por las entidades de capital riesgo, pueden dirigirse a cualquier compañía, independientemente del momento de desarrollo en que se encuentre, recibiendo una calificación distinta. Este amplio espectro de operaciones ha supuesto que esta industria se haya consolidado como una fuente de financiación factible y ampliamente utilizada, tal y como refleja los datos obtenidos en 2019. Es cierto que las condiciones del mercado han sido ideales para la proliferación de la industria, sin embargo, estas han de ir acompañadas de una regulación normativa que aporte seguridad jurídica a los inversores, que atraiga la inversión extranjera y que limite los riesgos asumidos por las entidades de capital riesgo y sus sociedades gestoras. Por tanto, resulta interesante analizar la

⁵⁰ *Id.*

⁵¹ Manzano Frías, M. C., “La evolución de las operaciones de *Leveraged Buy Out* y su financiación: posibles implicaciones para la estabilidad financiera”, *Revista de Estabilidad financiera*. n.13, 2007, pp. 35 (disponible en <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/11542>; última consulta 18/03/2021).

regulación jurídica de estas operaciones así como las tendencias normativas que han tenido lugar como resultado de la crisis de 2008 y actualmente, con la pandemia del Covid-19.

CAPÍTULO II: RÉGIMEN JURÍDICO DEL CAPITAL RIESGO

1. La Ley 22/2014 del 12 de noviembre, por la que se regula las entidades de capital-riesgo, otras entidades colectivas de tipo cerrado y las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado.

Así las cosas, las figuras de agregadores de capital inversión y agregadores de capital desarrollo presentan características comunes que permiten su tratamiento jurídico conjunto, como son, los sujetos intervinientes en la operación (con la participación de un inversor profesional) y se trata de operaciones dirigidas a la aportación de capital en compañías no cotizadas.

La Ley 22/2014 modifica y la antigua Ley 35/2003 del 4 de noviembre de instituciones de inversión colectiva (LIIC) y sustituye a la Ley 25/2005 de Entidades de Capital Riesgo (LECR). Este cambio normativo es resultado de la transposición de la Directiva europea 2011/61/UE de Gestión de Fondos Alternativos, también conocida como AIFMD⁵² por sus siglas en inglés⁵³.

La Directiva AIFMD supuso un gran avance en la armonización de la regulación del capital riesgo a nivel europeo. Supuso la creación de un marco legal homogéneo para la gestión y comercialización de la inversión colectiva alternativa. Hasta el momento, sólo existía la Directiva 2009/65/CE que regulaba determinados aspectos de algunos organismos de inversión colectiva inmobiliarios (UCITS por sus siglas en ingles)⁵⁴. La regulación de la inversión alternativa se establecía a nivel nacional, dando lugar a disparidad de criterios dentro de la Unión Europea (UE).

Bajo esta nueva normativa, se entiende como Fondo de Inversión Alternativo todo organismo de inversión colectivo que bajo una política de inversión predefinida, reciba capital de un conjunto de inversores, con el objetivo de invertirlo en beneficio de los mismos.

En España bajo el régimen de la ley 25/2005 (LECR) y con anterioridad a la Directiva AIFMD, las entidades de capital riesgo ya eran consideradas Fondos de Inversión Alternativos en

⁵² AIFMD: Alternative Investment Funds Managers Directive

⁵³ Sanz Lorite, M. “La nueva regulación de IIC, entidades de capital riesgo y otros tipos de entidades de inversión de tipo cerrado en la Ley 22/2014”, *Actualidad Jurídica Uría Menéndez*, n.39, 2015, p. 124 (disponible en <https://www.uria.com/documentos/publicaciones/4624/documento/f09.pdf?id=5776>; última consulta 08/04/2021).

⁵⁴ UCITS: Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities Directive

cumplimiento de estos criterios. Podemos diferenciar dos líneas claras en cuanto a las novedades introducidas por la Ley 22/2014⁵⁵:

- Modificación de la Ley 35/2003 (LIIC): se modifica el régimen de comercialización de los Fondos de Inversión Alternativa y sus Sociedades Gestoras
- Derogación de la Ley 25/2005 (LECR): se establece un nuevo marco regulatorio para las entidades de capital riesgo, regulando la inversión colectiva de tipo cerrado y de sus sociedades gestoras por primera vez en nuestro ordenamiento.

Atendiendo al segundo de los puntos, en lo relativo al nuevo marco jurídico de las entidades de capital riesgo, las principales modificaciones introducidas en líneas generales fueron:

- La flexibilización del régimen financiero de las entidades de capital riesgo, introduciendo la posibilidad de utilización de nuevos instrumentos financieros, la flexibilización del cálculo de los plazos de cumplimiento del coeficiente de inversión y la permisión de la distribución periódica de resultados por parte de los fondos.
- Se crea una nueva figura conocida como entidades de capital riesgo pyme (ECR-Pyme) reguladas en en la sección 3.^a del capítulo II del título I de la mencionada ley. Estas entidades deberán destinar un 75% de su patrimonio a empresas de pequeña y mediana dimensión, interviniendo de manera activa en la gestión y asesoramiento de le entidad participada. El objetivo de esta nueva figura es fomentar la inversión del capital riesgo en compañías que se encuentran en fases tempranas de su desarrollo. Esta relación entre pymes y capital riesgo será tratada más adelante en el Capítulo III, apartado 1.
- El ámbito de aplicación de la antigua LECR, se ve superado por esta nueva normativa, que incluye como destinatarios de la misma a todas las entidades de inversión colectiva de tipo cerrado que presenten una política de inversión predefinida y que distribuyan rendimientos a sus inversores.
- Se introducen nuevos requisitos relacionados con la gestión y comercialización transfronteriza. Destaca el conocido como pasaporte europeo para fondos de inversión alternativa, regulado en el Capítulo III, título III.⁵⁶

⁵⁵ Sanz Lorite, M. “La nueva regulación de IIC, entidades de capital riesgo y otros tipos de entidades de inversión de tipo cerrado en la Ley 22/2014”, *Op. cit.*, p.125.

⁵⁶ Iberley, “Concepto de inversión de capital-riesgo y entidad de inversión colectiva de tipo cerrado”, 2014 (disponible en <https://www.iberley.es/temas/concepto-entidades-capital-riesgo-entidad-inversion-colectiva-tipo-cerrado-42351>; última consulta 04/04/2021).

- Se modifica el régimen de intervención administrativa de la CNMV sobre las entidades de capital riesgo y las de tipo cerrado, procediendo casi a su eliminación.⁵⁷

A raíz de estas modificaciones, la ley 22/2014 se erige como la norma base de la regulación de la industria de capital riesgo en España.

1.1. Objeto y ámbito de aplicación de la ley

El artículo 1 de la ley 22/2014 estipula como objeto de la ley la regulación de las entidades de capital riesgo así como de cualesquiera otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado junto con sus sociedades gestoras.

Podemos identificar por tanto, tres sujetos jurídicos destinatarios de la norma: las entidades de capital riesgo (ECR), las entidades de inversión colectiva de tipo cerrado (EICC) y sus sociedades gestoras (SGECR y SGEIC).

Esta ley busca regular el panorama de las inversiones colectivas de tipo cerrado en nuestro ordenamiento. Debemos entender por inversiones colectivas de tipo cerrado, aquellos tipos de inversión en los que exista una política de desinversión que se lleve a cabo de manera simultánea por todos los partícipes y que los beneficios percibidos por los inversores se correspondan con los fijados en sus estatutos o reglamento. (art 2.1 de la Ley 22/2014). Esta clase de inversión ha de ser realizada por las entidades de capital riesgo (ECR) u otras entidades de inversión colectiva.

El artículo 5 hace referencia al ámbito de aplicación de la norma. Los principales criterios utilizados para la consideración de las ECR como destinatarios de la ley se encuentran vinculados al concepto de domicilio social o constitución y a la comercialización del fondo⁵⁸⁵⁹.

⁵⁷ *Id.*

⁵⁸ Sanz Lorite, M. “La nueva regulación de IIC, entidades de capital riesgo y otros tipos de entidades de inversión de tipo cerrado en la Ley 22/2014”, *Op. cit.*, p.128.

⁵⁹ Cuatrecasas, Gonçalves Pereira., “Nota Monográfica Sobre la Ley 22/2014, de 12 de noviembre, por la que se regulan las entidades de capital-riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado, y por la que se modifica la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva”, *Derecho Bancario*, 2014, pp.7 (disponible en https://www.cuatrecasas.com/media_repository/docs/esp/flipbook/Nota_Monografica_Ley_22_12_Noviembre_2014/assets/common/downloads/publication.pdf; última consulta 29/03/2021).

En cuanto al domicilio, el ámbito de aplicación de la ley se extiende a las entidades de capital riesgo domiciliadas o constituidas en España, así como a los fondos de capital riesgo europeos (FCRE) y los fondos de emprendimiento social europeos (FESE) constituidos o domiciliados en España.

De no haberse constituido dentro de este país, entra en juego el criterio de la comercialización. Será de aplicación la Ley 22/2014 a aquellas entidades de capital riesgo, entidades de inversión colectiva de tipo cerrado (EICC), FCRE y FESE que se comercialicen en España a inversores profesionales y no profesionales. Atendiendo a cada supuesto, sólo serán de aplicación determinados preceptos de la ley relativos a la comercialización en los términos recogidos en el título III de la ley.

El artículo 6 hace referencia a las entidades que se encuentran excluidas del ámbito de aplicación de la ley, entre las que cabe destacar, las sociedades de cartera, los fondos de pensiones y sus entidades gestoras (si no gestionan entidades de inversión de las recogidas en el artículo 5), instituciones supranacionales como el Banco Central Europeo o el Fondo Monetario Internacional (a modo de ejemplo), los bancos centrales y nacionales, el gobierno y organismos nacionales, los régimen de participación o ahorro de trabajadores, los fondos de titulización, las SOCIMI, los FAB, las entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y entidades de capital riesgo cuando la captación de capital se restrinja a un único inversor, las sociedades de cartera con valores admitidos a negociación en una bolsa de valores y las EGEICC cuando su único inversor sea la propia sociedad gestora o empresas del grupo⁶⁰.

1.2. Régimen jurídico de las entidades de capital riesgo

Las entidades de capital riesgo son un tipo de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado que vienen definidas en el artículo 3 de la Ley 22/2014. Se caracterizan por ser entidades con un fin mercantil (la generación de ganancias para los inversores). Por tanto, estas entidades reciben capital de los inversores al ejercitar esta actividad comercial. Se diferencian así de otras entidades de inversión colectiva, recogidas en el artículo 4º por la existencia de un fin mercantil o industrial, premisa que no puede extenderse a las entidades a las que hace referencia este último artículo.

⁶⁰ *Id.*

El objeto principal de las ECR se encuentra recogido en el artículo 9 de la misma ley y se basa en la inversión de carácter temporal mediante la adquisición de participaciones de una empresa no inmobiliaria ni financiera y que se encuentre excluida de la cotización en un mercado primario ni secundario en el momento de inversión⁶¹. Este artículo regula otros supuesto de menor importancia como son la inversión en empresas en las que más de la mitad de su activo esté constituido por inmuebles, siempre que al menos el 85% de los inmuebles estén afectos durante el tiempo de inversión, al desarrollo de una actividad económica. Se permitirá también la inversión en empresas no financieras que coticen en algún mercado, siempre que se proceda a su posterior exclusión de cotización en los doce meses siguientes a la inversión. También se prevé la inversión en otras entidades de capital riesgo.

En cuanto a su forma jurídica pueden constituirse tanto sociedades de capital riesgo (SCR) como fondos de capital riesgo (FCR). Estas entidades son gestionadas por sociedades gestoras, cuyo régimen se encuentra recogido en la propia ley.

1.2.1. Régimen jurídico de los fondos

Los fondos de capital riesgo son patrimonios independientes que carecen de personalidad jurídica y que pertenecen a un conjunto de inversores, estando gestionados y representados por una sociedad gestora que ostenta el dominio, pero no la propiedad⁶².

Es decir se trata de una esfera patrimonial carente de personalidad jurídica, y como tal, será necesario la existencia de una sociedad gestora encargada de su gestión y administración (artículo 35 de la Ley 22/2014). La condición de partícipe en el fondo se obtiene mediante la realización de aportaciones al fondo común.

⁶¹ Artículo 9 de la Ley 22/2014: “la toma de participaciones temporales en el capital de empresas de naturaleza no inmobiliaria ni financiera que, en el momento de la toma de participación, no coticen en el primer mercado de bolsas de valores o en cualquier otro mercado regulado equivalente de la Unión Europea o del resto de países miembros de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos”.

⁶² Artículo 30 de la Ley 22/2014: “los fondos de capital riesgo son patrimonios separados sin personalidad jurídica, pertenecientes a una pluralidad de inversores, cuya gestión y representación corresponde a una sociedad gestora, que ejerce las facultades de dominio sin ser propietaria del fondo”.

Son un tipo de comunidad de bienes donde la propiedad y gestión se encuentran enteramente separados. La propiedad del fondo será de los partícipes, pero al carecer esta de personalidad su gestión será cedida a la sociedad gestora.

Esta clase de entidades se encuentran reguladas en el capítulo IV del título I. Algunas de las características básicas de esta figura son:

El patrimonio mínimo comprometido en el momento de su constitución ha de ser de 1.650.000 euros que será el conjunto de aportaciones realizadas por los partícipes bien en efectivo, bien en activos (siempre que el reglamento del fondo así lo prevea). Una vez comience su ejercicio, se considerará patrimonio del fondo, tanto las aportaciones de los partícipes como los beneficios no distribuidos. El patrimonio se divide en participaciones, que como tal, otorgan la propiedad del fondo a sus titulares, son valores negociables representados por certificados nominativos o anotaciones en cuenta y carentes de valor nominal.

No existe una comunicación en la responsabilidad entre el fondo y sus partícipes, de tal forma que, estos últimos sólo responderá de las deudas del fondo hasta el límite del capital comprometido.

Al carecer de personalidad jurídica, el documento regulador de la actuación del fondo y de la relación del fondo con sus partícipes será un reglamento, cuyo contenido obligatorio se regula en el artículo 33 de la ley (plazo de duración del fondo, régimen de emisión y reembolso de participaciones, política de inversión., política de distribución de resultados...). El reglamento de gestión también regulará la relación con la sociedad gestora, encargada de la dirección y administración del mismo.

1.2.2. Régimen jurídico de las sociedades

Por su parte, el régimen jurídico de las sociedades de capital riesgo, se encuentra recogido en el Capítulo III del Título I de la Ley 22/2014 y han de ser por imperativo legal, sociedades anónimas (Art. 26.1 de la Ley 22/2014).

Se diferencian por tanto de los fondos, en que estas son patrimonios separados con personalidad jurídica, y que por imperativo legal, deberán tomar la forma de sociedades anónimas. La regulación de estas entidades vendrá recogida en los estatutos sociales. En todo lo no regulado por la Ley 22/2014 se regirán por lo establecido en la Ley de Sociedades de Capital (LSC).

En lo relativo al patrimonio de estas sociedades, al tratarse de sociedades mercantiles, las aportaciones realizadas por los socios constituirán el capital social de la entidad. El capital social mínimo será de 1.200.000 euros y habrá de estar enteramente suscrito en el momento de la constitución y desembolsado al cincuenta por ciento (50%). La cuantía restante habrá de ser desembolsada en el periodo de tres años desde la constitución. Al igual que en los fondos de capital riesgo, las aportaciones al capital podrán realizarse tanto en efectivo como en activos aptos para la inversión. Además, se añade la posibilidad de aportación de bienes que pasen a formar parte del inmovilizado y en los desembolsos adicionales también podrá aportarse inmovilizado o activos aptos para la inversión (art. 26.3). En el caso de las ECR-pyme, el capital social mínimo será de 900.000 euros. Al ser una sociedad anónima el capital social estará dividido en acciones representadas mediante títulos nominativos o anotaciones en cuenta.

Al revestir la forma de sociedades Anónimas, poseerán personalidad jurídica, y como tal podrán actuar en el tráfico mercantil sin necesidad de la intervención de una sociedad gestora. La forma de gestión deberá venir recogida en los estatutos sociales pudiendo recogerse la posibilidad de que la gestión sea cedida a una SGEIC, cuando exista acuerdo por parte de la junta general o del consejo de administración si se ha delegado dicha facultad.

El acuerdo de delegación de la gestión deberá ser elevado a escritura pública e inscrito en el Registro Mercantil. Tendrá efecto la delegación desde el momento de su inscripción. Cabe mencionar, en virtud de lo dispuesto en el artículo 29.1 que este acuerdo no exime a los administradores de la SCR de las obligaciones y responsabilidades impuestas por la normativa vigente.

Como hemos visto, es requisito legal la constitución de la sociedad de capital riesgo bajo la forma jurídica de sociedades anónimas. Esto genera una situación de dualismo, donde los únicos vehículos permitidos a llevar a cabo esta clase de operaciones son o fondos carentes de personalidad jurídica o sociedades anónimas, cuyos requisitos de constitución son notablemente más exigentes que los de otros tipos societarios.

Sería interesante, con el objetivo de abrir más y fomentar las inversiones realizadas en capital riesgo, incluir la posibilidad de constituir sociedades comanditarias o sociedades comanditarias por⁶³, como se permite en otros países europeos como Austria y Alemania.⁶⁴

Esta estructura permitiría que la sociedad gestora fuera tanto accionista de la sociedad de capital riesgo como responsable de manera ilimitada de las deudas de la misma. A demás posibilitaría la distinción entre los socios con motivaciones meramente financieras y aquellos que son a la par administradores del vehículo⁶⁵.

1.3. Régimen jurídico de las sociedades gestoras de entidades de capital riesgo

Las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado (SGEIC) son las entidades encargadas de la gestión y representación de las entidades de inversión colectiva de tipo cerrado⁶⁶. El Título II de la Ley 22/2014 se encuentra dedicado a su regulación.

Toda ECR habrá de contar con una única sociedad gestora (art. 41.2) y ninguna sociedad gestora podrá gestionar más de una entidad sin una previa autorización en los términos del artículo 45 (art. 42.1)⁶⁷.

En el caso de los fondos, entes sin personalidad jurídica, la sociedad gestora deberá ser una sociedad externa a la cual se delegue su gestión en los términos recogidos en el reglamento de gestión.

En el caso de las SCR, podrán actuar ellas mismas como sociedades gestoras, en cuyo caso, quedarán sometidas al régimen previsto en la ley para las SGEIC, a excepción de lo que en la propia ley se prevea como un régimen distinto. Estas sociedades podrán optar por delegar su

⁶³ Vid. ASCRI., “Informe de actividad Venture Capital y Private Equity en España, 2020”, *Op. cit.* p.60

⁶⁴ Baker Mckenzie “Global LBO Guide”, 2015, pp. 15-470 *passim.*, (disponible en https://www.bakermckenzie.com/-/media/files/insight/publications/global-lbo-guide/bk_global_lboguide_rebranded.pdf?la=en; última consulta 18/04/2021).

⁶⁵ Sánchez Monjo, M., “Los vehículos de inversión alternativa con forma societaria: el posible uso de figuras comanditarias y otras mejoras de lege ferenda” *Revista de Derecho del Mercado de Valores. Wolters Kluwer*, n. 24, 2019, p.4.

⁶⁶ Definición dada por el Artículo 41.1 de la Ley 22/2014 acerca de las sociedades gestoras: “*sociedades anónimas cuyo objeto social es la gestión de las inversiones de una o varias ECR y EICC, así como el control y gestión de sus riesgos*”.

⁶⁷ Iberley, “Concepto de inversión de capital-riesgo y entidad de inversión colectiva de tipo cerrado”, 2014 *Op. cit.*

gestión en una sociedad externa si así lo decide la junta general o el consejo de administración si la competencia se encuentra cedida, y en los términos previstos en los estatutos sociales.

El objeto social de las SGEIC es la gestión de las inversiones de las entidades de capital riesgo y por tanto, serán responsables de garantizar el cumplimiento de la normativa aplicable a las ECR que gestionan.

Con anterioridad a la entrada en vigor de la Ley 22/2014, se establecía una distinción entre las sociedades gestoras de entidades de capital riesgo y las de instituciones de inversión colectiva, clasificación que desaparece pasando a existir una única clase que recoge ambas sociedades: las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva (SGEIC). Este proceso de transformación fue de carácter automático tras la entrada en vigor de la ley y las transformaciones llevadas a cabo por las sociedades gestoras para adaptarse al nuevo régimen, no requirieron autorización, simplemente comunicación a la CNMV⁶⁸.

Otras de las novedades más relevantes introducidas por la nueva ley en cuanto al régimen jurídico de las SGEIC es la reducción del capital mínimo requerido, donde se pasa de exigir 300.000€ a 125.000€, con la única excepción de las entidades de inversión colectiva de tipo cerrado auto-gestionadas, cuyo capital mínimo seguirá siendo de 300.000€. El capital ha de estar plenamente desembolsado.

La propia ley exceptúa la aplicación del capítulo II del Título II para aquellas gestoras cuyos activos bajo gestión no superen los 100 millones de euros (incluyendo activos obtenidos mediante el apalancamiento) o inferior a 500 millones de euros cuando no exista apalancamiento en el fondo de inversión y no ofrezcan reembolso ejercitable en los 5 años que siguen a la fecha de inversión inicial⁶⁹. Estas gestoras no estarán sujetas a autorización por parte de la CNMV ni obligaciones tales como las impuestas en cuanto a la política de remuneración y transparencia, entre otras.

⁶⁸ Cuatrecasas, Gonçalves Pereira., “Nota Monográfica Sobre la Ley 22/2014, de 12 de noviembre, por la que se regulan las entidades de capital-riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado, y por la que se modifica la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva”, *Op. cit.*, p.8.

⁶⁹ Amantegui, J., Azzouzi, s. y García, T., “Ley 22/2014: el nuevo marco normativo del capital riesgo español”, *Anuario de Capital Riesgo*, n. 2014, 2014, pp. 76 (disponible en <https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=6181918>; última consulta 02/04/2021).

Otras novedades introducidas por la ley se refieren a la política de remuneración de los altos cargos y responsables de la SGEIC. Habrá de implementarse una política de remuneración que sea acorde s con una gestión racional y eficaz de los riesgos y ajustada al perfil de riesgo de la entidad gestionada.⁷⁰ Deberá además publicar la cuantía total de remuneración abonada a estos cargos.

1.4. El régimen de Comercialización

La Ley introduce un nuevo régimen de comercialización de entidades de capital riesgo y entidades de inversión colectiva de tipo cerrado, distinguiendo principalmente entre la comercialización de vehículos españoles y extranjeros. El régimen de la comercialización se encuentra recogido en el título III del capítulo III de la Ley 22/2014⁷¹.

Comercialización de ECR españolas. ⁷² La novedad en la comercialización de ECR españolas estriba entorno a la posibilidad de comercializar las acciones o participaciones del vehículo directamente a clientes profesionales. Anteriormente únicamente se permitía la colocación privada. Los supuesto de comercialización a otros clientes minoristas (o no profesionales) se encuentra limitada a supuestos donde tales inversores comprometan un mínimo de 100.000€ de capital y exista una declaración expresa y por escrito de que conocen los riesgos asociados a la inversión. Tales requisitos de consentimiento no serán necesarios cuando el inversor no profesional sean administradores o directivos de la sociedad gestora, cuando las inversiones de la ECR coticen en una bolsa de valores o cuando los inversores justifiquen tener experiencia previa en inversiones similares.

Comercialización de ECR extranjeras. En lo relativo a la comercialización en España de ECR constituidas en la unión Europea y sociedades gestoras con domicilio en algún país miembro de la UE, su comercialización será libre a inversores profesionales previa notificación a la CNMV. El procedimiento estándar seguido por esta clase de entidades se conoce como “pasaporte comunitario”. Esta consiste por un lado, en la notificación a la autoridad supervisora del Estado miembro de la información y documentación de la ECR a comercializar junto con

⁷⁰ *Ibid.*, p.77.

⁷¹ Cuatrecasas, Gonçalves Pereira., “Nota Monográfica Sobre la Ley 22/2014, de 12 de noviembre, por la que se regulan las entidades de capital-riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado, y por la que se modifica la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva”, *Op. cit.*, p.9.

⁷² Sanz Lorite, M. “La nueva regulación de IIC, entidades de capital riesgo y otros tipos de entidades de inversión de tipo cerrado en la Ley 22/2014”, *Op. cit.*, p.128.

el certificado que acredita que su sociedad gestora ha sido autorizada para gestionar entidades con estrategias de inversión como las de la ECR conforme a lo estipulado por la Directiva AIFMD. Además se requerirá la inscripción de la entidad de capital riesgo y su sociedad gestora por parte del Estado de acogida.

Si la entidad de capital riesgo no pertenece a la UE pero sí lo hace su sociedad gestora, será necesaria la previa autorización de la CNMV para poder ser comercializados en España. Se le exigirá que existan acuerdos adecuados entre el Estado miembro de origen de la sociedad gestora y el del tercer país en el que se encuentre establecido la entidad de inversión para su correcta supervisión. Se exigirá que el país en el que se encuentre domiciliado tanto la entidad de inversión como la gestora, no se encuentre entre los países comprendidos en la lista GAFI (Grupo de Acción Financiera Internacional sobre el Blanqueo de Capitales). Por último, se exigirá que el país donde se haya establecido el vehículo haya firmado un acuerdo con España en materia tributaria.

Este último de los requisitos no será exigido en los supuestos de comercialización cuando la sociedad gestora no estuviera establecida en la UE.⁷³

Por último, en lo relativo a la comercialización de entidades de capital riesgo a inversores no profesionales en España cuando las entidades de capital riesgo y sus sociedades gestoras no se hayan constituido en España, requiere la previa autorización de la CNMV. La autorización requiere, al igual que en el supuesto anterior, que existan acuerdos adecuados entre el Estado miembro de origen de la sociedad gestora y el del tercer país en el que se encuentre establecido la entidad de inversión para su correcta supervisión y que el país en el que se encuentre domiciliado tanto la entidad de inversión como la gestora, no se encuentre entre los países comprendidos en la lista GAFI. Adicionalmente, se requiere que la normativa española regule de manera similar al país de origen esa categoría de vehículos y un informe favorable de las autoridades del Estado de origen.

⁷³ Cuatrecasas, Gonçalves Pereira., “Nota Monográfica Sobre la Ley 22/2014, de 12 de noviembre, por la que se regulan las entidades de capital-riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado, y por la que se modifica la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva”, *Op. cit.*, p.10.

2. El papel de la CNMV

La Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) es una entidad administrativa a la que tradicionalmente se le ha encargado la revisión y control tanto ex ante como ex post de las entidades de capital riesgo y sus sociedades gestoras. Con la Ley 22/2014, se elimina casi por completo el régimen de control administrativo ex ante de las EICC y ECR siempre que no se trate de sociedades auto-gestionadas. En el momento de constitución de una nueva entidad sólo será necesaria la inscripción en el registro de la CNMV, que será de carácter informativo y ni se exigirá autorización de este organismo.

Por tanto, la previa autorización de la CNMV sólo será requerida para la constitución de sociedades gestoras de entidades de inversión de tipo cerrado y a las sociedades de capital riesgo auto-gestionadas⁷⁴.

Esta flexibilización del control administrativo de las entidades de capital riesgo ex ante, no es extensible al régimen de control de sus sociedades gestoras, el cual se ve endurecido con la nueva Ley, en línea con lo estipulado en la Directiva AIFMD. El objetivo de esta directiva era crear mecanismos de control más fuertes, lo que ha conllevado un endurecimiento de las medidas y los requisitos exigidos para la autorización y entrada en la actividad de las sociedades gestoras de capital riesgo. Estas deberán solicitar la autorización de la CNMV.

Otras funciones encargadas a la CNMV están relacionadas con la comercialización de las entidades de capital riesgo, a quien se le debe acreditar el cumplimiento de una serie de requisitos con anterioridad a su comercialización en España.

Otras funciones de este organismo se relacionan con la comunicación a este de la adquisición de participaciones significativas y la toma de control por parte de las ECR y EICC en sociedades no cotizadas o despojo de activos (asset stripping), que lleva asociada la obligación de comunicarlo a la CNMV y establecer una serie de límites en los 24 meses siguientes en materia de reducción de capital, amortización de acciones propias o distribución de dividendos⁷⁵. Se busca una mayor transparencia en las operaciones de los fondos.

⁷⁴ INCARL, “Resumen ejecutivo”, *Anuario de Capital Riesgo*, n. 2014, 2014, pp. 15 (disponible en <https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=6181918>; última consulta 08/04/2021).

⁷⁵ *Id.*

Pero la mayor novedad en cuanto al papel de la CNMV se centra en las nuevas competencias delegadas, recogidas en el artículo 85 de la Ley 22/2014, donde se establece un régimen de supervisión e inspección. Están sujetos a este nuevo régimen de conducta inspección, supervisión y sanción las SGEIC autorizadas en España o que gestionen entidades de inversión colectiva de tipo cerrado comercializadas en España y las SCR auto-gestionadas, las entidades de capital riesgo en lo relativo a su régimen jurídico; las SGIIC que gestionen ECR o EICC, los depositarios de ECR y EICC registrados o autorizados en España; los fondos de capital riesgo europeos y los fondos de emprendimiento social europeos ⁷⁶.

Las competencias delegadas a este organismo en materia de supervisión incluyen el análisis del límite del apalancamiento financiero, vigilar el proceso de evaluación crediticia llevado a cabo por las sociedades gestoras, reforzar la cooperación transfronteriza y el intercambio de información con otros Estados miembros para la supervisión de las entidades y el control del riesgo sistemático en el mercado europeo. Se delegan además competencias relacionadas con la imposición de sanciones muy graves, que serán impuestas por el Ministerio de Economía a propuesta de la CNMV. Las conductas sancionables bajo esta nueva redacción del artículo 85 incluyen actuaciones como la indebida delegación de facultades por parte de la sociedad gestora, que impidan una correcta supervisión de la CNMV, el incumplimiento de medidas cautelares acordadas por este organismo o de los compromisos asumidos para la subsanación de las deficiencias detectadas, errores en el proceso de valoración de las entidades de inversión colectiva de tipo cerrado o el incumplimiento de cualesquiera otras normas legales aplicables que impacten el valor del fondo o el cargo de comisiones no cobradas efectivamente⁷⁷.

El cargo de comisiones por servicios que no hayan sido efectivamente prestados a la entidad gestionada, el cobro de las comisiones no previstas o con incumplimiento de los límites y condiciones impuestos en los estatutos o reglamentos de las ECR o EICC.

En el informe anual publicado por la CNMV en 2019 se recoge que la labor de supervisión en materia de capital riesgo se centró en el análisis de los informes semestrales sobre la función de supervisión y vigilancia que se deben remitir a la CNMV.

⁷⁶Amantegui, J., Azzouzi, s. y García, T., “Ley 22/2014: el nuevo marco normativo del capital riesgo español”, *Opt. Cit.*, p. 76.

⁷⁷ *Id.*

Mediante este informe se dejará saber a la CNMV de cualquier infracción normativa o deficiencias en la gestión o administración de los fondos. Dentro de estos, en 2019 se prestó especial atención a los elaborados por los depositarios de entidades de capital riesgo y las entidades de inversión colectiva de tipo cerrado, dada la novedad de la exigencia de depositario para estos vehículos de inversión.⁷⁸

Una vez aclarado el régimen jurídico básico de las entidades de capital riesgo y sus sociedades gestoras, se procede a analizar determinadas tendencias acaecidas desde la promulgación del nuevo marco regulatorio de la industria del capital riesgo hasta el presente. Concretamente, se abordará asuntos como la relación del capital riesgo y la financiación de las Pymes, el emprendimiento, el capital riesgo informal, los fondos e inversores extranjeros, la sostenibilidad y la implicación de los accionistas a largo plazo.

⁷⁸ CNMV., “Informe anual de la CNMV sobre los mercados de valores y su actuación. Ejercicio 2019”, 2019 *Op. cit.*, p. 225.

CAPÍTULO III: OTRAS TENDENCIAS NORMATIVAS

1. Capital Riesgo y Pymes

En la propia exposición de motivos de la Ley 22/2014 se recoge la dependencia que tradicionalmente ha tenido la economía española del sector bancario. Expresa también que con el objetivo de facilitar el acceso a financiación de las pequeñas y medianas empresas, actores clave de la economía española, se va a llevar a cabo una modificación del marco jurídico del sector del capital riesgo, dando cabida a nuevas figuras y a una regulación que fomente la inversión en estas empresas de reducida dimensión⁷⁹. Este ha sido un hito clave en el desarrollo legislativo de la industria del capital riesgo, que lo ha dotado de mayor madurez e importancia.

Con anterioridad a la promulgación de esta Ley, las pequeñas y medianas empresas ya se situaban como una pieza fundamental de la economía europea y más aun de la economía española. Un estudio llevado a cabo por cátedra Fundación ICO Pyme en 2012, encontraba que el 99% de las empresas europeas eran pymes, las cuales generaban el 66% del empleo y aportaban cerca del 60% del valor añadido. Este mismo estudio revelaba que la importancia de las pymes en la economía española era incluso superior a las medias europeas, creando el 75% del empleo y el 62% del valor añadido a nivel nacional⁸⁰.

En España, los métodos de financiación tradicionales han sido siempre el sector bancario y los mercados de capitales. En el mercado de capitales las empresas, mediante actuaciones en el mercado primario como la emisión de participaciones o emisiones de deuda consiguen obtener los recursos necesarios para la financiación de sus proyectos.

⁷⁹ La Exposición de Motivos de la Ley 22/2014 reza: “Una de las características tradicionales de la economía española es la alta dependencia de las empresas del crédito bancario, que en el contexto actual se ha visto sometido a fuertes restricciones. Por ello es fundamental favorecer otras fuentes de financiación directa, entre las que la inversión colectiva se configura como una alternativa de relevancia creciente. (...) A pesar del notable desarrollo del capital-riesgo en los últimos años, es preciso revisar su régimen para (...) intentar reorientarlo hacia la financiación de las empresas de pequeño y mediano tamaño en sus primeras etapas de desarrollo y expansión, ya que son éstas las que ven, en mayor medida, limitada la obtención de financiación”.

⁸⁰ García Tabuenca, A., Crecente Romero, F., Jiménez, A., Merino de Lucas F., Pablo Martí, F. y Prats Albentosa, M. A., “Estado y prevalencia de la PYME en la economía española ante una fase de recuperación. Amenazas y oportunidades en el contexto europeo e internacional”, *Cuadernos Cátedra Fundación ICO de financiación a las PYME en España*, n.1, 2015 p. 4 *passim*. (disponible en http://www.iaes.es/uploads/2/0/8/6/20860996/cuaderno_1.pdf; última consulta 11/04/2021).

Sin embargo, el acceso a los mercados de valores, no es un recurso fácil para las empresas de pequeña y mediana dimensión, debido a las altas barreras de entrada que comportan la admisión a cotización⁸¹.

Por su parte, el acceso al sector bancario por parte de estas empresas se vio dificultado tras la crisis financiera de 2008. Son numerosos los estudios que han demostrado una relación negativa entre tamaño de la empresa y acceso a fuentes de financiación⁸². Esto se debe, entre otros motivos, a las asimetrías de información, a la existencia de regímenes fiscales menos favorables o a la existencia de mayores costes de transacción. Todas estas circunstancias se traducen en un el menor y más costoso acceso al crédito bancario por parte de las Pymes (Beck y Demirguc-Kunt, 2006; Coluzzi et al., 2008; Maudos, 2014), quienes normalmente no tienen acceso a financiación por parte de grandes bancos y deben recurrir a entidades financieras de carácter local o regional⁸³. Esta dificultad de acceso a crédito se ve dificultada durante las etapas de recesión económica. Con la crisis de 2008, las entidades financieras redujeron su actividad prestataria, especialmente las de carácter local, dificultando el acceso al crédito por parte de las pymes.

Se hacía así necesario proponer una fuente de financiación alternativa para este grupo de empresas. La Unión Europea, con la promulgación de la Directiva AIFMD, tiene entre sus objetivos, el fomento del crecimiento equilibrado del sector del capital riesgo, el cual tradicionalmente, se centraba en la inversión de empresas consolidadas.⁸⁴ Con la trasposición de esta directiva y la promulgación de la Ley 22/2014, se introduce en el ordenamiento jurídico español la figura de las entidades de capital riesgo pyme.⁸⁵

Estas entidades se regulan en la sección 3ª del capítulo II del Título I, quienes deberán cumplir los requisitos ahí establecidos para poder ser consideradas como tales. Al igual que las entidades de inversión tradicionales, podrán adoptar tanto la forma de fondo como de sociedad de capital riesgo pyme.⁸⁶

⁸¹ INCARI., “Resumen ejecutivo” *op. cit.* p.15.

⁸² *Apud.* García Tabuena, A., Crecente Romero, F., Jiménez, A., Merino de Lucas F., Pablo Martí, F. y Prats Albertosa, M. A., “Estado y prevalencia de la PYME en la economía española ante una fase de recuperación. Amenazas y oportunidades en el contexto europeo e internacional”, *Op. cit.*, p. 16.

⁸³ *Ibid.*, p.18

⁸⁴ Amantegui, J., Azzouzi, s. y García, T., “Ley 22/2014: el nuevo marco normativo del capital riesgo español”, *Opt. Cit.*, p.68

⁸⁵ *Id.*

⁸⁶ Iberley, “Concepto de inversión de capital-riesgo y entidad de inversión colectiva de tipo cerrado”, *Op cit.*

Entre los requisitos establecidos, destaca la necesidad de mantener al menos el 75% de su patrimonio destinado a la financiación de pymes. Los instrumentos financieros a los que podrá estar dirigida la inversión son acciones y participaciones en el capital social u otros instrumentos financieros que den derechos de suscripción o adquisición de acciones o participaciones, préstamos participativos, instrumentos financieros híbridos bajo determinadas condiciones, instrumentos de deuda en empresas en las que la ECR Pyme tenga una participación y acciones o participaciones en otras ECR pyme.⁸⁷

Por su parte, las pymes sobre las que recaiga la financiación no podrán estar admitidas a cotización en un mercado secundario en el momento de la realización de la inversión. Deberán tener menos de 250 empleados, y no superar los 43 millones de euros en activos o 50 millones de euros en volumen de negocios. La pyme no podrá ser una institución de inversión colectiva, empresas financieras o tener naturaleza inmobiliaria. Además, han de estar domiciliadas en la Unión Europea o un tercer país que no figure en la lista GAFI y haya firmado un convenio con España en materia tributaria (Art. 20 Ley 22/2014).

Las entidades de capital riesgo pyme deberán destinar su patrimonio a participaciones minoritarias de pequeñas y medianas empresas, participando en su gestión y asesorando⁸⁸. Gozarán además de un régimen financiero más flexible con el objetivo de impulsar la actividad de capital riesgo en empresas que se encuentren en fases tempranas de su desarrollo (lo que antes hemos descrito como agregadores de capital desarrollo). Se pretende con esta figura, desligar a las pymes de la dependencia de la financiación bancaria⁸⁹, ofreciendo a estas entidades un mayor margen en el uso de préstamos participativos y deuda.

Así las cosas, el informe de ASCRI de 2019, revelaba que la actividad del capital riesgo (o capital privado) en España, se enfoca, fundamentalmente en la financiación de pymes, donde de las 760 inversiones realizadas durante el ejercicio, 686 se dirigieron a pymes (90% del total)⁹⁰.

⁸⁷ Amantegui, J., Azzouzi, s. y García, T., “Ley 22/2014: el nuevo marco normativo del capital riesgo español”, *Opt. Cit.*, p. 75.

⁸⁸ Cuatrecasas, Gonçalves Pereira., “Nota Monográfica Sobre la Ley 22/2014, de 12 de noviembre, por la que se regulan las entidades de capital-riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado, y por la que se modifica la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva”, *Op. cit.*, p.5.

⁸⁹ Sanz Lorite, M. “La nueva regulación de IIC, entidades de capital riesgo y otros tipos de entidades de inversión de tipo cerrado en la Ley 22/2014”, *Op. cit.*, p.125.

⁹⁰ ASCRI., “Informe de actividad Venture Capital y Private Equity en España, 2020”, *Op. cit.* p.22.

En el informe anual emitido por la CNMV de 2019 hace referencia a cómo la consolidación de la industria del capital privado, ha reducido los procesos de salida a bolsa tanto en 2018 como en 2019⁹¹. Esto es otro símbolo más de cómo a raíz de la promulgación del nuevo marco jurídico del capital riesgo y de la figura de las entidades de capital riesgo pyme en España, esta industria se ha consolidado, convirtiéndose en una verdadera alternativa de financiación.

Las entidades de capital riesgo pyme se han asentado como financiadoras del emprendimiento español, a través de programas como el de fondos de fondos puestos en marcha por ICO (FOND-ICO Global, gestionado por Axis).⁹² A continuación se presentará un breve análisis acerca de la relación y el fomento por parte de la industria del capital riesgo del emprendimiento en España.

⁹¹ Vid. CNMV., “Informe anual de la CNMV sobre los mercados de valores y su actuación. Ejercicio 2019”, 2019 *Op. cit.*, p. 75.

⁹² ASCRI., “Informe de actividad Venture Capital y Private Equity en España, 2020”, *Op. cit.*, p.22.

2. Capital Riesgo y emprendimiento

La Tasa de Actividad Emprendedora en España se situaba en el 2019 en el 6,1%. Este dato revela la consolidación del espíritu emprendedor en nuestro país, que, por tercer año consecutivo alcanzaba un porcentaje superior al 6%, situándose de nuevo cerca de los valores anteriores a la crisis financiera de 2008⁹³.

Hay estudios que demuestran la relación existente entre el emprendimiento y la industria del capital riesgo (Hellman y Puri 2000)⁹⁴, relación que fomenta tanto la innovación como el crecimiento económico de las entidades en fases iniciales de su desarrollo. La parte de la inversión del capital riesgo dedicada a la financiación de empresas en sus facetas más tempranas se conoce, por su denominación en inglés como venture capital y que a efectos del presente trabajo ha sido denominada agregadores de capital desarrollo (destacando el capital arranque o el capital semilla).

La inversión en esta clase de empresa, supone la asunción de mayores niveles de riesgo ya que se trata de empresas en muchas ocasiones sin ventas y sin un posicionamiento sólido en el mercado en las que se pone claramente de manifiesto las deficiencias derivadas de las asimetrías informativas. Es por ello que el emprendimiento, a pesar de jugar un papel fundamental en la economía y ser símbolo de vitalidad de los mercados⁹⁵, tiene muchas dificultades a la hora de recibir financiación. En este contexto, el capital riesgo, a través de la actividad de agregadores de capital desarrollo se alza como una alternativa factible a los métodos de financiación tradicionales para la obtención de fondos⁹⁶.

La existencia de un ecosistema emprendedor de la mano de una industria de capital riesgo sólida, favorecerá la consolidación de la innovación en el sistema económico del País⁹⁷. El fomento del emprendimiento forma parte de un proyecto aun mayor a nivel europeo conocido como la Estrategia 2020. Esta es una estrategia de crecimiento económico creada por la Unión

⁹³ GEM., "Informe GEM España 2019-2020", *Red GEM España*, 2020 p. 32 (disponible en <https://www.gem-spain.com/informes-nacionales/>; última consulta 15/04/2021).

⁹⁴ Ríos Sastre, S., Rodríguez García, I. y Sáenz-Díez Rojas, R., "Emprendedores y capital riesgo en España: El caso de Fond-ico global", *Revista cuatrimestral de las Facultades de Derecho y Ciencias Económicas y Empresariales ICADE*, n.94, 2015 p. 40.

⁹⁵ Romero Martínez, A. M. y Milone, M., "El Emprendimiento en España: Intención Emprendedora, Motivaciones y Obstáculos." *Journal of Globalization, Competitiveness & Governability*, vol.10, n.1, 2016, p.96 (disponible en <https://www.redalyc.org/articulo.oa?id=511854473005>; última consulta 12/04/2021).

⁹⁶ Ríos Sastre, S., Rodríguez García, I. y Sáenz-Díez Rojas, R., "Emprendedores y capital riesgo en España: El caso de Fond-ico global", *Op. cit.* p.39.

⁹⁷ *Ibid.* p.32

Europea con el objetivo de propiciar la creación de un sistema económico sostenible y fomentar su crecimiento⁹⁸.

Debido al alto perfil de riesgo que conllevan estas operaciones, el mercado de capital riesgo en España se había desarrollado de manera desigual, prevaleciendo las actividades de agregadores de capital consolidado, donde las empresas objetivo son compañías sólidas y donde es posible el uso de estructuras apalancadas. Tanto la Directiva AIFMD como la ley mediante la cual se transpone a nuestro ordenamiento jurídico (Ley 22/2014), tenían entre sus motivaciones el fomento de esta clase de inversiones, y buscan establecer figuras que permitan una mayor captación de fondos destinados a financiar empresas durante las etapas iniciales de desarrollo⁹⁹.

Es por ello, que la Ley 22/2014 introduce una nueva figura en nuestro ordenamiento, situándola como una figura separada de otras clases de entidades de inversión colectiva. Estos son los fondos de emprendimiento social europeos (FESE), que se encuentran regulados en el artículo 40 de la mencionada ley, redirigiéndose a la regulación contenida en el Reglamento (UE) 346/2013, de 17 de abril de 2013, del Parlamento Europeo y del Consejo sobre los fondos de emprendimiento social europeos (FESE o EuSEF).

En este sentido, cabe hacer mención tanto al mencionado Reglamento EuSEF, como al Reglamento 345/2013 sobre Fondos de Capital Riesgo Europeo (FCRE o EuVECA), ambos orientados a la financiación del emprendimiento y del emprendimiento social. También ha supuesto un estímulo para la actividad de los agregadores de capital desarrollo en España la figura de las entidades de capital riesgo pyme, que serán otro vehículo válido para estimular el emprendimiento.

Sólo los fondos que cumplieran los requisitos contenidos en estos reglamentos podrían hacer uso de la denominación FESE o FCRE. Al tratarse de reglamentos europeos, no será necesaria su trasposición a los ordenamientos jurídicos nacionales, asegurando de tal modo una regulación homogénea en la materia.

⁹⁸ Ministerio de Ciencia e Innovación, “Política y Estrategia Europea de Investigación, Desarrollo e Innovación Europa 2020”, 2010 (disponible en <https://www.ciencia.gob.es/portal/site/MICINN/menuitem.26172fc4eb029fa6ec7da6901432ea0/?vgnextoid=9fa3cd8da41c1410VgnVCM1000001d04140aRCRD>; última consulta 28/03/2021).

⁹⁹ Pérez, J. M., “Nueva Ley de Capital Riesgo: Más Madera para el Venture Capital”, *Broseta Actualidad Jurídica y Fiscal*, n.244, 2015, pp.37-38 (disponible en https://www.broseta.com/wp-content/uploads/2015/02/Nueva-Ley-de-Capital-Riesgo_Más-Madera-para-el-Venture-Capital.pdf; última consulta 28/03/2021).

Según lo recogido en estos reglamentos, los FCRE podrán invertir en Pymes europeas, no cotizadas, cuya plantilla sea inferior a 250 trabajadores y sus ventas inferiores a 50 millones de euros. Deberá invertir un mínimo del 70% de su capital en esta clase de compañías y la sociedad gestora deberá haber sido constituida en un país miembro de la unión europea y cuyos activos gestionados no sobrepasen el umbral de los 500 millones de euros, no estén apalancados y no tengan derechos de reembolso en los 5 años siguientes a su creación. Estas reglas son de aplicación también para los fondos de emprendimiento social europeo, con el requisito añadido de que las entidades en las que se invierta tengan como objetivo generar un impacto social positivo, destinen la mayoría de sus beneficios a tal fin y se encuentren gestionadas de forma responsable.

Sin embargo, tras la promulgación de estos reglamentos, la constitución de esta clase de fondos fue escaso y se dio de manera desigual en los estados donde 8 países europeos eran responsables del 90% de la actividad en la materia. Habiéndose constituido entre 2013 y 2015, 70 FCRE y tan sólo 4 FESE¹⁰⁰. Estos reglamentos fueron puestos en cuestión y se procedió a la revisión de los mismos, aprobándose en consecuencia el Reglamento (UE) 2017/1991 del Parlamento Europeo y del Consejo de 25 de octubre de 2017 por el que se modifica el Reglamento (UE) 345/2013, sobre los fondos de capital riesgo europeos, y el Reglamento (UE) 346/2013, sobre los fondos de emprendimiento social europeos.

Con esta modificación, se han ampliado los tipos de sociedades gestoras autorizados a gestionar FESE y FCRE, dando entrada a grandes inversores institucionales. En cuanto a los fondos propios, pasa a exigirse que en todo momento representen 1/8 de los gastos fijos asumidos por el gestor durante el ejercicio económico previo. Se flexibiliza el proceso de registro de los fondos, eliminando problemas de multiplicación de procesos y permitiendo el registro de los mismos en Estados de la UE distintos al Estado en que se encuentra registrada su sociedad Gestora. Por último, se modifican los requisitos exigibles a las empresas objetivo para poder ser destinatarias del capital invertido por esta clase de fondos. Incluirá empresas no cotizadas de menos de 500 empleados y las pymes que coticen en un mercado de pymes en expansión y se elimina la recepción de fondos públicos como un criterio de exclusión. En los supuestos de

¹⁰⁰ Recondo, R., “El capital riesgo como fuente de financiación alternativa, y su fomento, en la UE y en España”, *Revista Española de Capital Riesgo* n.4, 2017, p. 33 (disponible en <https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=6303416>; última consulta 16/03/2021).

fondos de emprendimiento social europeo, se modifica la concepción de impacto social positivo, ampliando su definición y ampliando el abanico de oportunidades de inversión¹⁰¹.

Por último, cabe destacar dentro del panorama del fomento del emprendimiento en España, la relevancia de la intervención estatal tanto de manera directa como indirecta. Cada vez son más numerosas las iniciativas públicas dirigidas a potenciar el desarrollo del emprendimiento. Estas medidas en la mayoría de las ocasiones se encuentran entrelazadas de manera inseparable con las medidas dirigidas a la promoción de la industria del capital riesgo, habiéndose llegado a considerar el desarrollo de la industria del capital riesgo como una condición indispensable para el desarrollo del emprendimiento¹⁰².

Entre estas medidas sobresale la creación de fondos estatales. Ha habido muchos programas públicos dirigidos a estimular la actividad del capital riesgo y fomentar la inversión en emprendimiento. En 2013, el Instituto de Crédito Oficial (ICO), instituyó el fondo Fond-ICO Global, dirigido a la financiación de proyectos innovadores y de emprendimiento. Fue el primer fondo de fondos público en España¹⁰³.

La existencia de todas estas estructuras ha permitido el desarrollo de los agregadores de capital desarrollo en España, donde, en 2019 se alcanzaron records históricos en cuanto a la captación de fondos, cifra que ascendió a los 797,7 millones de euros¹⁰⁴.

¹⁰¹ Pérez Carrillo, E. F., “ Fondos de Capital Riesgo Europeos y Fondos de Emprendimiento Social Europeos. Reformas recientes y perspectivas de próximas modificaciones de su régimen jurídico en la Unión Europea”, *Revista Española de Capital Riesgo*, n.5, 2017, p. 63 (disponible en <https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=6546031>; última consulta 31/03/2021).

¹⁰² Ríos Sastre, S., Rodríguez García, I. y Sáenz-Díez Rojas, R., “Emprendedores y capital riesgo en España: El caso de Fond-ico global”, *Op. cit.* p.39.

¹⁰³ *Ibid.*, p.47.

¹⁰⁴ ASCRI., “Informe de actividad Venture Capital y Private Equity en España, 2020”, *Op. cit.*, p.11.

3. Capital riesgo e implicación a largo plazo de los accionistas

Con fecha 12 de abril de 2021 se ha promulgado la ley Ley 5/2021, de 12 de abril, por la que se modifica el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, aprobado por el Real Decreto-Ley 1/2010, de 2 de julio, y otras normas financieras, en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas en las sociedades cotizadas

El objetivo de la ley, es fomentar la implicación a largo plazo de los accionistas. Esta Ley traspone al ordenamiento jurídico español la Directiva (UE) 2017/828 del Parlamento Europeo y del Consejo de 17 de mayo de 2017 por la que se modifica la Directiva 2007/36/CE en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas en las sociedades cotizadas.

En la propia exposición de motivos se pone de manifiesto la preocupación por parte de los legisladores europeos de la creciente tendencia de los inversores a tomar posiciones cortoplacistas, que afectan negativamente al desarrollo sostenible¹⁰⁵. Esto se debe a que las estrategias seguidas por las compañías, generalmente se centran en obtener rendimientos suficientes para poder distribuir beneficios a sus inversores, atendiendo únicamente a los resultados financieros sin tener en cuenta la viabilidad a largo plazo de la compañía. Por otro lado, esta búsqueda de resultados financieros por parte de los inversores, ha dado lugar a que los niveles de participación del accionariado mediante el ejercicio del derecho al voto y la interacción con la empresa, sean muy bajos. La nueva ley pretende paliar los efectos negativos de esta tendencia cortoplacista y pasiva de los inversores.

La nueva Ley 5/2021, prevé la modificación de la Ley 22/2014, para introducir un nuevo régimen sobre la política de transparencia de las sociedades gestoras, exigiéndoles la elaboración de un informe acerca de su implicación en la entidad que gestionan. Se añadirán así dos nuevos artículos de número 67 bis (política de implicación) y 67 ter (Obligaciones de información de la SGEIC cuando presta servicios de gestión de activos de entidades aseguradoras o planes y fondos de pensiones).

¹⁰⁵ Exposición de motivos de la Ley 5/2021: “En efecto, las estrategias de inversión cortoplacistas tienden a afectar negativamente al potencial desarrollo sostenible de las sociedades cotizadas. Por un lado, la presión por generar y distribuir beneficios financieros en el corto o incluso muy corto plazo, presiona a las direcciones de las empresas cotizadas a centrarse en exceso en los resultados financieros trimestrales. Al centrarse fundamentalmente en maximizar los resultados financieros en el corto o muy corto plazo, las sociedades cotizadas adoptan en numerosas ocasiones estrategias corporativas que solo persiguen revalorizar sus acciones lo antes posible”.

La política de implicación deberá estipular por un lado, cómo integra la sociedad gestora la implicación de los accionistas en su política de inversión, cuando realizan inversiones en acciones cotizadas, por cuenta de la entidad de capital riesgo. Esto abarca aspectos como: *“cómo se lleva a cabo el seguimiento de las sociedades en las que invierten en lo referente, entre otras cuestiones, a la estrategia, el rendimiento financiero y no financiero y los riesgos, la estructura del capital, el impacto social y medioambiental y el gobierno corporativo”* (art. 67.1 bis).

Por otro lado, debe recoger el diálogo mantenido con las sociedades en las que se ha invertido, cómo se ha ejercido el derecho de voto, la cooperación con el resto de accionistas y grupos de interés y la gestión de los conflictos de interés acaecidos¹⁰⁶.

¹⁰⁶Garrigues, “Se aprueba la reforma que fomenta la implicación a largo plazo de los accionistas de sociedades cotizadas y se introducen novedades sobre gobierno corporativo y funcionamiento de los mercados de capitales”, *Comentario Mercantil España*, 2021 (disponible en https://www.garrigues.com/es_ES/noticia/aprueba-reforma-fomenta-implicacion-largo-plazo-accionistas-sociedades-cotizadas-introducen; última consulta 19/04/2021).

4. Capital Riesgo y sostenibilidad

Recientemente se ha regulado una nueva modalidad de entidades de capital riesgo: las entidades de capital riesgo sostenible. Estos fondos son aquellos que invierten bajo una política de inversión responsable en compañías que además de ser económicamente rentables, son consideradas sostenibles. En primer lugar trataré de hacer una aproximación a la definición de Inversión Sostenible y Responsable (ISR), tarea nada fácil debido a la falta de consenso acerca de los criterios a tener en cuenta y que dependen en gran medida de las motivaciones del inversor. Esto hace que la ISR sea una práctica que se conjuga por una gran variedad de conceptos en constante evolución y sobre cuya definición no existe consenso claro.

Como una primera aproximación se puede entender la ISR como una forma de inversión que integra criterios financieros, junto con otros criterios de carácter sostenible en materia Ambiental, Social y de Gobierno Corporativo (ASG) en la toma de decisiones referidas a la inversión con el objetivo de provocar un impacto positivo en materia de desarrollo sostenible. (Alex Plana, Acrosslegal).

Esta es una tendencia de inversión de carácter creciente a nivel mundial, habiendo alcanzado un desarrollo especialmente importante en el mercado Europeo, donde, la mitad de los activos gestionados siguen alguna estrategia de inversión ASG¹⁰⁷. Se trata por tanto de una megatendencia financiera que ha llegado para quedarse y de la cual participan todos los agentes del mercado. Según el informe publicado por Spainsif (foro español de las finanzas sostenibles) en 2020, en España la inversión en activos sostenibles aumentó un 35% entre 2018 y 2019, suponiendo el 49% de la inversión total realizada por inversores colectivos.¹⁰⁸ Estas inversiones proceden en su mayoría, de inversores habiendo extranjeros habiendo constituidos en España en 2019, 319 fondos ASG extranjeros y tan sólo 19 de origen nacional.

En lo relativo a la positivización de esta tendencia financiera, los entes reguladores de la Unión Europea se han asentado como uno de los principales promotores, habiéndose convertido en referentes a nivel mundial. Se han marcado como objetivo, la regulación de la sostenibilidad

¹⁰⁷ GSIA “ 2018 Global Sustainable Investment Review”, 2019 p.20.

¹⁰⁸ Bankia, Edmond de Rothschild, “Estudio Spainsif 2020: La inversión sostenible y responsable en España”, Spainsif, 2020 (disponible en <https://www.spainsif.es/estudio-spainsif-2020/>; última consulta 28/02/2021).

en la economía, con el fin de que se convierta en una tendencia consolidada, sobre la que exista una legislación homogeneizada y una taxonomía común. Se desarrolló en 2018 El Plan de Acción de Finanzas Sostenibles de la Unión Europea que está actuando como palanca de cambio de la ISR.

Hasta la aprobación de este plan europeo, la mayoría de las normas en materia de inversión sostenible, consistían en buenas prácticas y recomendaciones de carácter no vinculante, provenientes de instituciones privadas y que eran asumidas de manera voluntaria por los agentes de inversión. A raíz del Plan de Acción de Finanzas Sostenibles en 2018, han comenzado a promulgarse diferentes normativas de carácter vinculante que posibilitarán una verdadera consolidación de la inversión con criterios ASG en el mercado europeo mediante la estandarización.

Dentro del plan de acción y de la normativa promulgada como resultado de la misma, aquellos reglamentos que son de mayor importancia para los fondos de capital riesgo que deseen poseer un distintivo de sostenibilidad se encuentran el Reglamento 2020/852 del Parlamento Europeo y del Consejo del 18 de junio de 2020 relativo al establecimiento de un marco para facilitar las inversiones sostenibles, el Reglamento 2019/2088 sobre divulgación de información de sostenibilidad en servicios financieros (SFDR) y el Reglamento delegado de desarrollo del reglamento anterior (RTS) cuya aprobación se ha retrasado.

A nivel nacional, no existe legislación relevante a efectos prácticos y su alcance es limitado. Se espera que a partir de 2022 los Estados miembros comiencen a trasponer y desarrollar los reglamentos europeos con el objetivo de instaurar una legislación desarrollada y consistente dentro del régimen jurídico nacional

4.1. Reglamento 2020/852 y la taxonomía sostenible

Dentro de los objetivos establecidos en este plan destaca la creación de un lenguaje y taxonomía común para las finanzas sostenibles. Así ha sido puesto de manifiesto en el Reglamento 2020/852 del Parlamento Europeo y del Consejo del 18 de junio de 2020 relativo al establecimiento de un marco para facilitar las inversiones sostenibles y que modifica el Reglamento (UE) 2019/2088.

La necesidad de una taxonomía armonizada se debe a la necesidad de permitir a los inversores conocer qué operaciones pueden ser consideradas como socialmente responsables y eliminar las barreras dentro del mercado europeo de captación de fondos para la inversión en

sostenibilidad. Una taxonomía homogénea facilitará la realización de transacciones transfronterizas en materia ASG y permitirá la medición y comparabilidad de las diferentes posibilidades de inversión de manera más eficiente y precisa tal y como se explica en el propio reglamento 2019/2088.

Se han establecido seis objetivos ambientales, para dos de los cuales (mitigación y adaptación al cambio climático) la UE publicó un borrador oficial en noviembre de 2020. Actualmente se encuentran desarrollando el resto de objetivos y han realizado un comunicado oficial sobre la intención de crear una taxonomía unificada para los criterios sociales. Su aplicación será obligatoria a partir de 2022.

El reglamento 2020/852 también destaca por haber proporcionado la primera definición vinculante sobre inversión sostenible y responsable, la cual se centra principalmente en materia ambiental y tiene un alcance más limitado que el término informal de ISR que se suele manejar en el mundo financiero.¹⁰⁹

Otros objetivos contenidos en el plan europeo de 2018 conllevan la creación de etiquetas “verdes” que permitan a los inversores identificar los productos que cumplen con los criterios de sostenibilidad; clarificar la manera en la que gestores e inversores han de tener en cuenta los criterios de sostenibilidad en su plan de inversión y fomentar la transparencia e información de los mismos; además de aumentar la transparencia dentro de los informes anuales divulgados por las compañías sobre materia no financiera.

4.2. Reglamento 2019/2088 (SFDR) y el Reglamento delegado que lo desarrolla (RTS)

Con la entrada en vigor del reglamento SFDR el día 10 de marzo de 2021, determinados agentes del mercado, entre los que se encuentran las sociedades gestoras de capital riesgo, se verán obligadas a divulgar información de manera obligatoria en materia ambiental, social y de gobernanza. Esta normativa incluye exigencias tanto en relación con los productos ofrecidos y las entidades intervinientes.

¹⁰⁹Artículo 2.1 del Reglamento 2020/852 “ una inversión medioambientalmente sostenible es una inversión que financie una o varias actividades económicas que puedan considerarse medioambientalmente sostenibles conforme al presente Reglamento”

4.2.1. Regulación de producto

El reglamento SFDR clasifica los productos financieros en tres categorías en función de su sostenibilidad.

Bajo esta clasificación ha de entenderse como inversión sostenible, la inversión en una actividad económica que contribuya a un objetivo medioambiental o social mensurable y donde las empresas participadas sigan prácticas de buen gobierno.

El artículo 9 hace referencia a la categoría de productos de mayor sostenibilidad o “verde oscuro”. Estos son aquellos productos que tienen como objetivo la inversión sostenible. Las sociedades gestoras de esta clase de productos deberán publicar información sobre la política de remuneración y sobre la política de integración de los riesgos de sostenibilidad (artículo 5 del SFDR)¹¹⁰.

En segundo lugar, el artículo 8 recoge los productos promotores de características medioambientales o sociales, también conocidos como “verdes claro”. En los documentos de oferta, esta clase de productos financieros deberán informar acerca de cómo se cumplen las características ASG; qué índices de referencia sostenibles se utilizan (si es el caso) y cómo este índice es coherente con las características ASG fijadas, además de indicar dónde se puede encontrar la metodología para el cálculo del índice.

Por último, el artículo 6 hace referencia a aquellos productos menos sostenibles, o no ASG. Esta categoría la constituyen todos aquellos, que por no cumplir los requisitos de los artículos 8 o 9, no pueden ser considerados productos sostenibles. De cualquier manera, habrán de cumplir con unos requisitos mínimos relativos a la integración de los riesgos de sostenibilidad¹¹¹. Las empresas deberán comunicar en los documentos de oferta del producto tanto la manera en que los riesgos de sostenibilidad se integran en sus decisiones de inversión

¹¹⁰ ECBF. “ECBF Sustainable Finance Disclosure”, 2021 (disponible en https://static1.squarespace.com/static/5f59fb96f6adb61fc160c8d4/t/60506f83e89c4b4c7902cdcd/1615884164729/20210316+Website+SFDR_FV.pdf; última consulta 20/04/2021).

¹¹¹ Vid. Artículo 6 de la Reglamento (UE) 2019/208.

como los resultados de la evaluación de los impactos probables de los riesgos de sostenibilidad en los rendimientos de los productos financieros que ponen a disposición¹¹².

4.2.2. Regulación de entidades de inversión de capital riesgo

La directiva impone obligaciones en materia de información y comunicación de riesgos asociados con la sostenibilidad a las entidades de inversión de capital riesgo¹¹³.

El 10 de marzo de 2021 entraron en vigor las obligaciones de comunicación de la actuación en sostenibilidad por aplicación del reglamento 2019/2088. El artículo 3 impone a las sociedades gestoras de fondos, la obligación de publicar en sus sitios web información sobre sus políticas de integración de riesgos de sostenibilidad en el proceso de toma de decisiones de inversión. También se incluyen requisitos relativos a la modificación y revisión de las política de remuneración para asegurar que son coherentes con la integración de los riesgos de sostenibilidad.

A partir de junio de 2021, las entidades con más de 500 empleados estarán obligadas a reportar sobre factores de sostenibilidad (no sólo sobre posibles riesgos que puedan suponer un perjuicio patrimonial a la inversión, sino también sobre criterios ASG relacionados con la sostenibilidad en general que vayan más allá de la mera materialidad de un riesgo en la inversión).

Por tanto, para alcanzar la calificación de sostenibilidad en los términos establecidos por el SFDR, las sociedades gestoras de capital riesgo deberán asumir compromisos formales en materia ASG que serán de carácter vinculantes. Adicionalmente, deberán incrementar el nivel de información y transparencia en cuanto a su actuación en sostenibilidad, deberán colaborar con iniciativas y con las sociedades participadas para la implementación del ASG, desarrollar un plan de sostenibilidad específico para cada sociedad participada y deberán llevar a cabo una labor de comunicación en cuanto a su actuación en sostenibilidad, cumpliendo como mínimo con los requisitos del reglamento.

¹¹² Irish Funds “Sustainable Finance Disclosure Regulation”, 2021 (disponible en <https://irishfunds-secure.s3.amazonaws.com/1610980008-Irish-Funds-Sustainable-Finance-Disclosure-Regulation-Brochure.pdf>; última consulta 10/04/2021).

¹¹³ *Id.*

Aquellos fondos que deseen obtener la calificación de sostenibles, habrán de elaborar una serie de documentos de carácter formal. Se pueden distinguir dos documentos principales exigidos por el Reglamento RTS, en primer lugar, un informe de las políticas de ASG a seguir y en segundo lugar una declaración sobre incidencias de sostenibilidad (conocida como declaración PIA).

Esta declaración PIA pretende captar el impacto que las decisiones de inversión (y el asesoramiento) tienen sobre los factores definidos en la política de sostenibilidad. Se refiere, a la forma en que las actividades de las empresas diana en las que se invierte, repercuten en la sostenibilidad. Las grandes empresas con más de 500 empleados deberán publicar una declaración PIA antes del 30 de junio de 2021 y, a partir de entonces, informar anualmente. En el caso de las compañías de dimensiones inferiores el requisito de divulgación de la declaración, se regirán por el principio de "cumplir o explicar".

Otros documentos formales que habrán de ser realizados por las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva, tras la aprobación del reglamento de desarrollo RTS incluyen, un código de conducta ASG, informes anuales de sostenibilidad que deberán divulgar información de los cinco años anteriores, el plan de implementación de la inversión en cada entidad participada y una guía de principios y estándares sostenibles.

Desde la entrada en vigor del reglamento 2019/2088 estas políticas y las estrategias de inversión han de estar incluidas en documentos vinculantes para que la entidad pueda obtener el distintivo de sostenibilidad. Si la política de inversión sostenible no es vinculante, no podrá utilizar la denominación de "sostenible" pues se estaría incurriendo en un supuesto de Green washing o blanqueamiento ecológico¹¹⁴.

Hasta el momento han sido muchas las entidades de capital riesgo que han desarrollado políticas de inversión sostenible, pero incluyéndolas en documentos independientes y siendo por tanto su cumplimiento voluntario.

¹¹⁴ Traducción sugerida para evitar la introducción de barbarismos en nuestra lengua. *Vid.* Glosario de términos definidos.

Deberán de llevarse a cabo modificaciones en los estatutos sociales (en el caso de las sociedades de capital riesgo) o en el reglamento de funcionamiento (para el caso de los fondos de inversión) con el objetivo de reflejar este compromiso en sostenibilidad. Estos documentos deberán incluir la política de inversión sostenible y los criterios ASG definidos por la entidad y que se tendrán en cuenta a la hora de hacer una inversión. Al introducir las políticas y criterios ASG asumidas por la compañía en los estatutos o reglamento, tales compromisos devienen vinculantes.

Dentro del memorando de colocación privada (ppm) se deberá informar de forma mas completa sobre qué criterios y estrategias se desea aplicar, incluyendo proyecciones sobre las mejoras e impactos que se pretende conseguir con la inversión. Este documento es de carácter comercial y por tanto puede ser de mayor extensión.

Otros documentos como los acuerdos bilaterales perderán fuerza con la nueva normativa ya que la actuación sostenible será vinculante y no será necesario realizar pactos al margen por los que la sociedad gestora se comprometa a llevar a cabo determinadas acciones responsables y sostenibles.

4.3. El proceso de inversión

Abordamos ahora el enfoque hacia la sostenibilidad y la asunción de compromisos ASG que pueden afectar y modificar el proceso de inversión. Dentro del proceso de inversión, es posible distinguir cinco etapas: la fase de selección de la compañía objetivo, el procedimiento de decisión adecuado¹¹⁵ (due diligence), la adquisición de las participaciones, el periodo de inversión y la fase de desinversión.

4.3.1. Fase de Selección

Con la introducción de requisitos de sostenibilidad, durante la fase de selección se deberá analizar y seleccionar dentro del universo de posibilidades las empresas que sean más rentable no sólo financieramente sino también en ASG. Para la toma de estas decisiones se podrá hacer

¹¹⁵ Se ha utilizado la expresión procedimiento de decisión adecuado, como traducción del término due diligence en virtud de lo recogido en el artículo 226.1 de la LSC, acerca de la protección de la discrecionalidad empresarial. En este artículo se hace referencia a la diligencia debida exigida al empresario, entendiéndose que esta “*se entenderá cumplida cuando el administrador haya actuado de buena fe, sin interés personal en el asunto objeto de decisión, con información suficiente y con arreglo a un procedimiento de decisión adecuado*”. Vid. Glosario de términos definidos.

uso de alguna de las 7 estrategias de inversión definidas por la GSIA en 2012¹¹⁶. Cabe destacar la estrategia de inversión de impacto y de inversión temática.

4.3.2. *el procedimiento de decisión adecuado*

Durante el procedimiento de decisión adecuado que se debe de realizar sobre las entidades objetivas con anterioridad a la inversión (due diligence), se buscará identificar los riesgos ASG y su potencial de mejora. Se deberá confirmar que la compañía objetivo cumple con los objetivos mínimos establecidos en las políticas internas de la entidad de capital riesgo y se elaborará un plan de implementación inicial que involucre a los directivos de la sociedad objetivo.

El contrato de compraventa o inversión se habrá de adaptar para hacer referencia a las implicaciones de sostenibilidad. Para ello, es común la introducción de declaraciones y garantías que pongan de manifiesto que la compañía objetivo cumple con los criterios mínimos en materia de sostenibilidad. También se está comenzando a introducir en la práctica, acuerdos acerca de la creación de órganos de ASG y determinadas obligaciones de permanencia de cargos importantes en sostenibilidad.

4.3.3. *Periodo de permanencia o inversión*

Durante el periodo de permanencia de la inversión, que suele abarcar entre 3 y 7 años, la sociedad gestora, deberá participar de manera activa en la compañía invertida y proporcionar asesoramiento.

Durante este periodo, uno de los temas de mayor relevancia será el flujo de comunicación de la información acerca de la actuación en sostenibilidad. Dicha información habrá de ser recabada por la sociedad objetivo, comunicada a la sociedad gestora para su clasificación y análisis, quien posteriormente cumplirá con sus obligaciones de divulgación y comunicación a los inversores. La manera en la que se llevará a cabo este proceso de comunicación deberá estar

¹¹⁶ Los 7 métodos definidos fueron: Método de exclusión, método de filtrado basado en normas, método de filtrado positivo, método de inversión temática, método de integración ASG, método de propiedad activa y método de inversión de impacto. *Vid.* GSIA, “Global Sustainable Investment Review”, 2012 (disponible en <http://www.gsi-alliance.org/latest-trends-report/>; última consulta 07/03/2021).

regulada en el propio contrato de compraventa o acuerdo de inversión en lo concerniente a la relación entidad adquirida- sociedad gestora y en los estatutos sociales o reglamento en la relación sociedad gestora- entidad de capital riesgo. Destacan además las labores de control del cumplimiento que deberán llevarse a cabo por parte de la sociedad gestora y las asignaciones de fondos necesarios para dotar de realidad y efectividad al plan de sostenibilidad de la compañía.

4.3.4. Fase de Desinversión

Finalmente, en lo relativo al proceso de desinversión, la sociedad gestora deberá proporcionar a la sociedad adquiriente información acerca del grado de cumplimiento de las políticas ASG establecidas y la actuación en sostenibilidad de la compañía. Otra posible práctica puede conllevar el análisis previo por parte de la sociedad gestora de los posibles compradores, con el fin de determinar la elegibilidad del adquirente o incluir en el contrato de compraventa una cláusula relativa a la continuidad de las políticas de sostenibilidad seguidas hasta la fecha por parte del comprador.

Otras modificaciones corporativas que deberán llevar a cabo las sociedades gestoras de entidades de capital riesgo sostenibles, son la adaptación del organigrama para que cumpla con los requisitos de sostenibilidad. No existe normativas vinculante en esta materia, pero dentro de las prácticas de buen gobierno se recomienda la creación de un comité u órgano de trabajo formado por expertos en ASG. Habrá que dotar a la sociedad gestora de los recursos personales (comité ASG) y recursos materiales (bases de datos) necesarios para llevar a cabo las inversiones sostenibles.

Tras haber realizado este análisis acerca de las implicaciones que la nueva regulación europea de sostenibilidad tiene sobre las entidades de capital riesgo, así como los cambios estructurales, en el producto y cambios formales y operativos que se deberán llevar a cabo para la creación de una entidad de capital riesgo sostenible, cabe mencionar que este es un marco normativo aun incompleto. Se espera que la actividad normativa en este campo sea muy intensa en los próximos años. Esto incluirá tanto la aprobación del reglamento RTS, como el de la taxonomía común en materia ambiental y social o la aplicación efectiva de la SFDR.

Por otro lado, se espera que en los próximos años se comience a trasponer la normativa europea a los ordenamientos nacionales y se proceda al desarrollo del régimen jurídico nacional en materia de sostenibilidad de las entidades de capital riesgo y sus sociedades gestoras.

5. Modificaciones en el marco jurídico del capital riesgo derivadas de la crisis del Coronavirus

La crisis de 2008 fue el detonante que llevo al legislador a considerar el capital riesgo como una fuente de financiación apta para la reactivación de la economía, especialmente en las pymes y empresas de reciente creación, en consecuencia se estableció un marco jurídico flexible que incentivaba a los inversores a realizar esta clase de operaciones. En consecuencia, entre los años 2015 y 2019, la industria del capital riesgo vivió un periodo de expansión en España, pasando de niveles de inversión que ascendían a los 2.400 millones de euros en 2015 a 8.500 millones de euros en 2019 alcanzando máximos históricos¹¹⁷.

Con la actual la derivada del coronavirus se ha producido un parón de la economía en todos los sectores. Aun así, la industria del capital riesgo ha demostrado ser resistente habiéndose alcanzado en 2020 el tercer mejor volumen de inversión según datos históricos.¹¹⁸ Cabe destacar el volumen de operaciones de agregación de capital desarrollo (750 millones de euros, con un total de 624 inversiones), y las inversiones realizadas por entidades internacionales, que vuelven a superar los registros del año anterior (459 millones de euros en 135 inversiones)¹¹⁹. Las entidades de capital riesgo internacionales supusieron el 80% del volumen total invertido mientras que la inversión nacional privada se situaba cerca del 18% y la pública en el 2% sobre el total¹²⁰.

A pesar, de los resultados favorables obtenidos, también se ha observado una ralentización en el proceso de inversión, donde, las sociedades gestoras, han frenado los niveles de inversión y se han centrado en el establecimiento de medidas que aseguren la liquidez y viabilidad de las empresas participadas¹²¹.

Las medidas de carácter público tomadas por el Gobierno con el objetivo de paliar los efectos derivados del Covid-19 han sido de gran importancia para la industria del capital riesgo español.

¹¹⁷ Agustina, L. “La inversión de los fondos en España cae en el 2020 por primera vez en 5 años”, *Op.cit.*

¹¹⁸ ASCRI., “ Estimación Venture Capital & Private Equity en España en 2020”, 2021 (disponible en: <https://www.ascr.org/estimacion-venture-capital-private-equity-en-espana-en-2020/>; última consulta 18/04/2020 a las 18:00)

¹¹⁹ *Id.*

¹²⁰ ASCRI., “ El Capital Privado internacional continúa su apuesta por España”, 2020 (disponible en: <https://www.ascr.org/el-capital-privado-internacional-continua-su-apuesta-por-espana/>; última consulta 18/04/2020 a las 19:00)

¹²¹ Agustina, L. “La inversión de los fondos en España cae en el 2020 por primera vez en 5 años”, *Op.cit.*

Muchas entidades optaron por acogerse a ayudas de carácter excepcional ofrecidas, como los ERTes o la negociación de préstamos y líneas de liquidez con el sector financiero contando con el aval del fondo público ICO.¹²²

Las medidas y normativa adoptada por el gobierno y demás entidades de carácter público resultan esenciales para la estabilidad y la seguridad jurídica en el sector del capital riesgo. Y determinarán en gran medida el ritmo de recuperación del mercado nacional. Es necesario, que al igual que en 2011, el legislador adopte medidas que fomenten las operaciones de capital riesgo para que actúe como un verdadero impulsor de la recuperación económica.

En este sentido, ha preocupado a los actores de la industria de capital riesgo, las medidas contenidas en el Real Decreto-Ley 8/2020 de 17 de marzo, de medidas urgentes extraordinarias para hacer frente al impacto económico y social del COVID-19. En este documento, se incluía en la disposición adicional 4ª una modificación de la Ley 19/2003 sobre el régimen jurídico de los movimientos de capitales y de las transacciones económicas con el exterior. Se añadía el artículo 7.bis limitando la libre comercialización de inversiones extranjeras directas en España en aquellos sectores considerados estratégicos (infraestructura, energía, tecnología...) exigiéndose una autorización ex ante.

Se trata de un mecanismo anti-OPA, puesto en marcha por el gobierno, con el fin de evitar la toma de control oportunista de entidades no cotizadas por parte de inversores extranjeros, aprovechando la bajada de su valor patrimonial¹²³.

En los términos de esta normativa, se consideran inversiones extranjeras directas, aquellas que siendo realizadas por residentes en países ajenos a la Unión Europea, suponen la adquisición por parte de estos inversores de más del 10% del capital social o les permita la toma de control del órgano de administración¹²⁴. Esta limitación se ha visto posteriormente ampliada por el Real Decreto-Ley 11/2020, que vuelve a modificar el artículo 7 bis de la Ley 19/2003. Esta vez se somete a autorización previa las inversiones realizadas por inversores residentes en países de la Unión Europea y de la Asociación Europea de Libre Comercio cuando dichos inversores

¹²² Bayón, B., “Las pistas del capital riesgo para invertir tras la pandemia”, *Cinco Días*, 1 de agosto de 2020 (disponible en https://cincodias.elpais.com/cincodias/2020/07/31/mercados/1596225945_005473.html; última consulta 28/03/2021).

¹²³ *Vid.* Exposición de motivos Real Decreto-Ley 8/2020.

¹²⁴ *Id.*

estén controlados por entidades residentes fuera de ese ámbito territorial y que controlen o posean más del 25% del capital o derechos de voto de la compañía objetivo¹²⁵. La última modificación ha sido introducida por el Real Decreto-Ley 34/2020, que somete de manera transitoria a autorización por parte del Consejo de Ministros, las inversiones directas extranjeras realizadas por inversores residentes en la UE por un importe superior a los 500 millones. Esta última modificación a pesar de ser de carácter transitorio, podría vulnerar los principios comunitarios de libertad de establecimiento y de libertad de circulación de capitales¹²⁶

Las limitaciones introducidas por el Real Decreto-Ley 8/2020 y 11/2020, a pesar de haber sido introducidas por un procedimiento urgente, parece ser que tienen cierta vocación de permanencia en nuestro ordenamiento, ya que, a diferencia de las modificaciones introducidas por el Real Decreto-Ley 34/2020, sobre el que se ha fijado un límite temporal, el 30 de junio de 2021, no se ha establecido un límite temporal en estas.

Se ha notado la preocupación de los agentes de la industria del capital riesgo español ante estas medidas, ya que podría suponer, por un lado, la fuga de capital extranjero a otros países miembros, pues no habría ninguna ventaja en la domiciliación de vehículos de inversión en España. Los grandes directivos españoles del sector, han pedido a las autoridades gubernamentales que desarrollen políticas que permitan aprovechar la llegada de fondos europeos.¹²⁷ En palabras de Jorge Vázquez, director de Ashhurt: *“Si la nueva normativa acaba suponiendo que a una entidad española de capital riesgo se le pueda exigir la autorización previa también a la hora de captar fondos de inversores extranjeros, eso puede suponer una desventaja competitiva respecto de otras entidades establecidas fuera de España”*¹²⁸.

¹²⁵ Vid. Disposición final tercera del Real Decreto-Ley 11/2020.

¹²⁶ Clifford Chance, “El Real Decreto-Ley 34/2020, de 17 de noviembre: Una nueva vuelta de tuerca al régimen de inversiones extranjeras post Covid-19”, 2020 (disponible en <https://www.cliffordchance.com/content/dam/cliffordchance/briefings/2020/11/Real-Decreto-Ley-34-2020-Inversiones-Extranjeras-post-Covid-19.pdf>; última consulta 16/04/2021).

¹²⁷ Muñoz, A., “El capital riesgo pide al Gobierno estabilidad para canalizar y atraer el ahorro de los inversores”, *El Economista*, 29 de diciembre de 2020 (disponible en <https://www.economista.es/empresas-finanzas/noticias/10965462/12/20/El-capital-riesgo-pide-al-Gobierno-estabilidad-para-canalizar-y-atraer-el-ahorro-de-los-inversores.htm>; última consulta 7/04/2021).

¹²⁸ Simón, P. M., “El capital riesgo ve fugas de firmas fuera de España por la restricción a la inversión” *Cinco días*, 16 de junio de 2020 (disponible en https://cincodias.elpais.com/cincodias/2020/06/15/mercados/1592239557_350451.html; última consulta 7/04/2021).

El sector del capital riesgo español es muy dependiente de la inversión de fondos internacionales, de tal forma que, si a consecuencia de estas medidas, se produjera una bajada de la inversión en capital riesgo (especialmente en agregadores de capital desarrollo), de manera colateral, podría dar lugar a la deslocalización de muchas empresas emprendedoras, para quienes el acceso a financiación mediante capital riesgo resulta indispensable.

Por último, para las pequeñas y medianas empresas, el capital riesgo se ha asentado como una fuente relevante en la financiación. Si se limita el acceso de inversores extranjeros al mercado español, se limitará las posibilidades de acceso a capitales de las compañías que a raíz del Covid han carecido de ventas o que se encuentran en situación cercana a la insolvencia y necesitadas de inyecciones de capital que no pueden conseguir mediante préstamos bancarios. Todo esto llevaría a la ralentización del proceso de recuperación de la economía española.

Es por ello que considero que estas medidas restrictivas de la libre comercialización de inversores extranjeros, han de ser matizadas y de carácter temporal, permitiendo que, una vez que se observe mejoras en la valoración de las compañías, se proceda a la derogación de este artículo 7. bis de la Ley 19/2003.

CONCLUSIONES

Del estudio de este trabajo, concluimos que existe un cierto paralelismo entre la evolución de las operaciones de capital riesgo y el desarrollo de su marco jurídico. Inicialmente, la normativa existente se limitaba a establecer una legislación genérica con muchas lagunas y cuya falta de seguridad jurídica no propiciaba ni las inversiones por parte de entidades extranjeras, ni la financiación de pymes.

La crisis de 2008, supuso un punto de inflexión para esta industria produciéndose una consolidación del marco jurídico a nivel europeo. Las autoridades comunitarias reconocieron el valor que el capital riesgo podía tener como fuente de inversión alternativa para pymes y empresas en crisis. Esto se materializó en la Directiva 2011/61 (AIFMD) la cual establece un marco jurídico homogéneo para todos los países europeos. Tal norma ha sido traspuesta a nuestro ordenamiento por medio de la ley 22/2014. Desde este momento el número de operaciones de capital riesgo y la llegada de inversión extranjera ha ido en aumento hasta alcanzar en 2019 máximos históricos.

Esta ley amplía el ámbito de aplicación respecto a la norma anterior (Ley 35/2003), flexibilizando el régimen financiero, relajando las existencias de control *ex ante* de los fondos y endureciendo el control y supervisión de las sociedades gestoras. Se crea además la figura de las entidades de capital riesgo pyme, que han permitido una mayor canalización de fondos desde inversores institucionales hacia las empresas de pequeña dimensión. Se concluye en este trabajo que la ley 22/2014 supuso la introducción de un marco jurídico completo, consolidado y homogeneizado a nivel europeo que ha favorecido la proliferación de este tipo de operaciones.

Sin perjuicio de lo anterior, se han detectado un conjunto de deficiencias dentro de la norma marco, para las que se propone una serie de modificaciones. En primer lugar, sería necesario realizar una revisión de la terminología aplicable, donde la traducción de los términos no parece reflejar el verdadero espíritu de las operaciones y donde se han introducido expresiones anglosajonas para referirse a las nuevas tendencias de la industria. Se propone como terminología alternativa, el uso del término “agregadores de capital” para referirse a la industria del capital riesgo en su conjunto, y los términos “agregadores de capital inversión” y

“agregadores de capital crecimiento” para referirnos al *private equity* y *venture capital* respectivamente.

Otra de las posibles modificaciones sugeridas es la permisión de crear entidades de capital riesgo con formas sociales distintas a la sociedad anónima, permitiendo la constitución de sociedades comanditarias o de sociedades comanditarias por acciones que permitan diferenciar entre inversores meramente capitalistas y aquellos inversores que pretenden involucrarse en la gestión de la sociedad.

En cuanto al régimen de comercialización, la figura del pasaporte europeo es un instrumento que favorece la entrada y movimiento de capitales entre entidades domiciliadas o registradas en territorio europeo. Sin embargo, supone una mayor dificultad de comercialización para inversores internacionales no pertenecientes a la Unión Europea, los cuales estarán sometidos a autorización previa. Se propone una revisión de estas medidas, de tal forma que se flexibilice el régimen de comercialización dada la alta dependencia del capital extranjero del sector del capital riesgo español.

La ley se manifiesta como una herramienta impulsora y transformadora del panorama económico y asiste al cambio social estimulándolo y actuando como instrumento de cambio. En el tercer capítulo del presente trabajo se concluye que las tendencias normativas observadas dentro de la regulación del capital riesgo han tenido como objetivo tanto la adaptación del derecho a las nuevas realidades (cambios legislativos surgidos a raíz del Covid, regulación de los fondos de capital riesgo sostenible) como impulsar y propiciar el cambio económico (implicación a largo plazo de los accionistas, financiación del emprendimiento).

El legislador está llevando a cabo una labor notable en la acomodación del derecho a las nuevas tendencias, aunque no siempre con gran acierto. Destaca los esfuerzos por propiciar el uso de entidades de capital riesgo alternativos como los FESE y FCRE como instrumentos de canalización de capital hacia las empresas emprendedoras y de nueva formación. Sin embargo, el uso de las mismas sigue siendo irrisorio, por lo que debería repensarse la regulación de los mismos y reforzar el papel del sector público en este aspecto.

Se ha reflejado en la legislación la creciente tendencia de los mercados a introducir criterios de responsabilidad y sostenibilidad, superando la mera valoración del resultado financiero. Es

notable la labor llevada a cabo por la Unión Europea para la creación de distintivos de “sostenibilidad” dentro de la industria del capital riesgo. Debemos presta atención a este campo de cara al futuro, ya que se han comunicado varios proyectos claves en este sentido y se espera que los ordenamientos nacionales comiencen a trasponer la normativa comunitaria. Se plantea en este trabajo, posibles modificaciones que las entidades de capital riesgo van a tener que llevar a cabo en su proceso de inversión para adaptarlo a los nuevos estándares de sostenibilidad.

Por último, en cuanto a la regulación derivada de la crisis del Coronavirus, se considera que el capital riesgo puede jugar un papel determinante en el fomento de la recuperación económica. Tras analizar las restricciones llevadas acabo en materia de comercialización, se recomienda que tales limitaciones sean impuestas de forma temporal, pues de lo contrario se detraería la llegada de capitales extranjeros, con la consiguiente deslocalización del emprendimiento en España.

GLOSARIO DE TÉRMINOS DEFINIDOS

- **Agregadores de Capital:** estrategias de inversión que canalizan financiación de forma directa o indirecta a empresas, maximizan el valor de la empresa generando gestión y asesoramiento profesional, y desinvierten en la misma con el objetivo de aportar elevadas plusvalías para los inversores. (capital riesgo: agregadores de capital desarrollo + agregadores de capital crecimiento)
- **Agregadores de Capital consolidado/ Inversión:** inversión en empresas ya maduras con una trayectoria consolidada de rentabilidad y que por lo tanto supone operaciones de mayor envergadura de reestructuración empresarial siendo necesario el recurso de las entidades de capital-riesgo a préstamos para poder financiarlas. (Private Equity)
- **Agregadores de Capital Crecimiento/ Desarrollo:** tipo de operación financiera en donde se produce por parte de una entidad el aporte de capital a empresas que se encuentran en fases tempranas de su ciclo económico con elevado potencial de crecimiento y altos niveles de riesgo. (Venture capital)
- **Blanqueamiento Ecológico:** comportamiento mediante el cual la compañía trata de transmitir una impresión falsa o proporcionar información engañosa sobre cómo los productos de una empresa son más respetuosos con el medio ambiente. (Greenwashing)
- **Capital para inversion:** la cantidad de capital comprometido, pero no asignado, que una empresa tiene a mano. Es una reserva de efectivo no gastada que está a la espera de ser invertida. (Dry powder)
- **Capital riesgo avanzado:** inversiones en entidades en fases más avanzadas, donde ya existen ventas o EBITDA positivo o que suponen una reinversión en una compañía en la que se invirtió cuando era considerada capital arranque o capital semilla (large stage venture, y other early stage venture).
- **Despojo de Activos:** proceso de compra de una empresa infravalorada con la intención de vender sus activos para generar un beneficio para los accionistas. (Asset stripping).

- **Empresa de nueva creación:** Startup es una empresa de nueva creación que comercializa productos y/o servicios a través del uso intensivo de las tecnologías de la información y la comunicación (TIC's), con un modelo de negocio escalable el cual le permite un crecimiento rápido y sostenido en el tiempo. (start-up).
- **Operaciones de grandes dimensiones:** operaciones de inversión de un tamaño superior a los €100 millones de capital (megadeals).
- **Procedimiento de Decisión Adecuado:** proceso de investigación y recopilación de información que realiza el potencial comprador o inversor de una sociedad, tras iniciar las primeras negociaciones, para determinar los riesgos reales con los que cuenta la compañía y analizar la realidad de su situación económica y financiera. (due diligence).

6. BIBLIOGRAFÍA

LEGISLACIÓN

Comunicado de la Comisión, “EUROPA 2020: Una estrategia para un crecimiento inteligente, sostenible e integrador” (DOUE 3 de marzo de 2010).

Dictamen del Comité Económico y Social Europeo sobre la Comunicación de la Comisión al Parlamento Europeo, al Consejo, al Comité Económico y Social Europeo y al Comité de las Regiones, “Liberar el potencial de la microfinanciación colectiva en la Unión Europea”, (DOUE 16 de diciembre de 2014).

Directiva 2009/65/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 13 de julio de 2009 por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM) (DOUR 17 de noviembre de 2011).

Directiva 2011/61/UE del Parlamento Europeo y del Consejo de 8 de junio de 2011 relativa a los gestores de fondos de inversión alternativos y por la que se modifican las Directivas 2003/41/CE y 2009/65/CE y los Reglamentos (CE) 1060/2009 y (UE) 1095/2010 (DOUE 1 de julio de 2011).

Directiva (UE) 2017/828 del Parlamento Europeo y del Consejo de 17 de mayo de 2017 por la que se modifica la Directiva 2007/36/CE en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas (20 de mayo de 2017).

Ley 19/2003, de 4 de julio, sobre régimen jurídico de los movimientos de capitales y de las transacciones económicas con el exterior y sobre determinadas medidas de prevención del blanqueo de capitales (BOE 5 de julio de 2003).

Ley 25/2005, de 24 de noviembre, reguladora de las entidades de capital-riesgo y sus sociedades gestoras (BOE 25 de noviembre de 2005).

Ley 22/2014, de 12 de noviembre, por la que se regulan las entidades de capital-riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado, y por la que se modifica la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva (BOE 13 de noviembre de 2006).

Ley 5/2021, de 12 de abril, por la que se modifica el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, y otras normas financieras, en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas en las sociedades cotizadas (BOE 13 de abril de 2021).

Real Decreto-Ley 8/2020 de 17 de marzo, de medidas urgentes extraordinarias para hacer frente al impacto económico y social del COVID-19 (BOE 18 de marzo de 2020).

Real Decreto-Ley 11/2020, de 31 de marzo, por el que se adoptan medidas urgentes complementarias en el ámbito social y económico para hacer frente al COVID-19. (BOE 1 de abril de 2020).

Real Decreto-ley 34/2020, de 17 de noviembre, de medidas urgentes de apoyo a la solvencia empresarial y al sector energético, y en materia tributaria (BOE 18 de noviembre de 2020).

Real Decreto-ley 1/1986, de 14 de marzo, de medidas urgentes administrativas, financieras, fiscales y laborales (BOE 26 de marzo de 1986).

Reglamento (UE) 345/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo de 17 de abril de 2013 sobre los fondos de capital riesgo europeos (DOUE 25 de abril de 2013).

Reglamento (UE) 346/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo de 17 de abril de 2013 sobre los fondos de emprendimiento social europeos (DOUE 25 de abril de 2013).

Reglamento (UE) 2017/1991 del Parlamento Europeo y del Consejo de 25 de octubre de 2017 por el que se modifica el Reglamento (UE) n. 345/2013, sobre los fondos de capital riesgo europeos, y el Reglamento (UE) n. 346/2013, sobre los fondos de emprendimiento social europeos (DOUE 10 de noviembre de 2017).

Reglamento (UE) 2019/2088 del Parlamento Europeo y del Consejo de 27 de noviembre de 2019 sobre la divulgación de información relativa a la sostenibilidad en el sector de los servicios financieros (DOUE, 9 de diciembre de 2019)

Reglamento (UE) 2020/852 del Parlamento Europeo y del Consejo del 18 de junio de 2020 relativo al establecimiento de un marco para facilitar las inversiones sostenibles y que modifica el Reglamento (UE) 2019/2088 (DOUE 26 de junio de 2020).

OBRAS DOCTRINALES

Agustina, L. “La inversión de los fondos en España cae en el 2020 por primera vez en 5 años”, *La Vanguardia*, 22 de enero de 2021 (disponible en <https://www.lavanguardia.com/economia/20210122/6189736/inversion-fondos-espana-2020.html>; última consulta 18/03/2020).

Amantegui, J., Azzouzi, s. y García, T., “Ley 22/2014: el nuevo marco normativo del capital riesgo español”, *Anuario de Capital Riesgo*, n. 2014, 2014, pp. 67-82 (disponible en <https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=6181918>; última consulta 02/04/2021).

ASCRI., “Informe de actividad Venture Capital y Private Equity en España. 2019”, 2019, pp.3-67 (disponible en: <https://www.ascrri.org/estadisticas-y-publicaciones/informe-ascrri-2019-venture-capital-private-equity-en-espana/>; última consulta 06/04/2021).

ASCRI., “Informe de actividad Venture Capital y Private Equity en España, 2020”, 2020, pp.3-74 (disponible en: <https://www.ascrri.org/wp-content/uploads/2020/06/Informe-2020.pdf>; última consulta 04/04/2021).

ASCRI., “*Venture Capital*”, 2021 (disponible en <https://www.ascrri.org/que-es-el-capital-riesgo/venture-capital/> ; última consulta 03/03/2020 a las 9:30 horas).

ASCRI., “Qué es el Capital Privado (Venture Capital & Private Equity)”, 2020 (disponible en <https://www.ascrri.org/que-es-el-capital-riesgo/> ; última consulta 03/03/2020 a las 9:10 horas).

ASCRI., “ Estimación Venture Capital & Private Equity en España en 2020”, 2021 (disponible en: <https://www.ascricri.org/estimacion-venture-capital-private-equity-en-espana-en-2020/>; última consulta 10/04/2020 a las 18:00).

ASCRI., “ El Capital Privado internacional continúa su apuesta por España”, 2020 (disponible en: <https://www.ascricri.org/el-capital-privado-internacional-continua-su-apuesta-por-espana/>; última consulta 18/04/2020 a las 19:00).

Baker Mckenzie “Global LBO Guide”, 2015, pp. 15-470 *passim.*, (disponible en https://www.bakermckenzie.com/-/media/files/insight/publications/global-lbo-guide/bk_global_lboguide_rebranded.pdf?la=en; última consulta 18/04/2021).

Bankia, Edmond de Rothschild, “Estudio Spainsif 2020: La inversión sostenible y responsable en España”, *Spainsif*, 2020 (disponible en <https://www.spainsif.es/estudio-spainsif-2020/>; última consulta 28/02/2021).

Bayón, B., “Las pistas del capital riesgo para invertir tras la pandemia”, *Cinco Días*, 1 de agosto de 2020 (disponible en https://cincodias.elpais.com/cincodias/2020/07/31/mercados/1596225945_005473.html; última consulta 28/03/2021).

Castillo Ionov, R., “Evolución de la normativa del capital-riesgo en España (II)”, *Thomson Reuters. Legal Today*, 2010 (disponible en <https://www.legaltoday.com/practica-juridica/derecho-social-laboral/laboral/evolucion-de-la-normativa-del-capital-riesgo-en-espana-ii-2010-10-05/>; última consulta 03/04/2021).

Carreño Nin de Cardona, P., “Asistencia financiera y fusión apalancada. El artículo 35 de la Ley de Modificaciones Estructurales” *Trabajo de Fin de Grado. Repositorio Comillas*, 2019.

CNMV., “Informe anual de la CNMV sobre los mercados de valores y su actuación Ejercicio 2019”, 2019 pp. 20-370 *passim.* (disponible en https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Informes/Informe_Anuual_2019.pdf; última consulta 12/04/2021).

Cuatrecasas, Gonçalves Pereira., “Nota Monográfica Sobre la Ley 22/2014, de 12 de noviembre, por la que se regulan las entidades de capital-riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado, y por la que se modifica la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva”, *Derecho Bancario*, 2014, pp.1-14 (disponible en

https://www.cuatrecasas.com/media_repository/docs/esp/flipbook/Nota_Monografica_Ley_22_12_Noviembre_2014/assets/common/downloads/publication.pdf; última consulta 29/03/2021).

Demaria, C. Y Tarradellas, E., *Introducción a la financiación privada de de las empresas (capital riesgo, capital expansión, LBO y turnaround)*, Profit editorial, Barcelona, 2016, pp.7-9.

ECBF. “ECBF Sustainable Finance Disclosure”, 2021 (disponible en

https://static1.squarespace.com/static/5f59fb96f6adb61fc160c8d4/t/60506f83e89c4b4c7902cdcd/1615884164729/20210316+Website+SFDR_FV.pdf; última consulta 20/04/2021).

Enciso Alonso-Muñer, M. y Serrano Acitores A., “El retorno de los leveraged buyouts tras la crisis financiera- un análisis de la tipología y de las partes intervinientes (I)”, *Wolters Kluwer. Noticias Jurídicas*, 2015 (disponible en <https://noticias.juridicas.com/conocimiento/articulos-doctrinales/10130-el-retorno-de-los-leveraged-buyouts-tras-la-crisis-financiera:-un-analisis-de-la-tipologia-y-de-las-partes-intervinientes-y-ii/>; última consulta 31/03/2021).

García Tabuena, A., Crecente Romero, F., Jiménez, A., Merino de Lucas F., Pablo Martí, F. y Prats Albentosa, M. A., “Estado y prevalencia de la PYME en la economía española ante una fase de recuperación. Amenazas y oportunidades en el contexto europeo e internacional”, *Cuadernos Cátedra Fundación ICO de financiación a las PYME en España*, n.1, 2015 pp. 1-35 *passim*. (disponible en http://www.iaes.es/uploads/2/0/8/6/20860996/cuaderno_1.pdf; última consulta 11/04/2021).

Garrigues, “Se aprueba la reforma que fomenta la implicación a largo plazo de los accionistas de sociedades cotizadas y se introducen novedades sobre gobierno corporativo y funcionamiento de los mercados de capitales”, *Comentario Mercantil España*, 2021 (disponible en https://www.garrigues.com/es_ES/noticia/aprueba-reforma-fomenta-implicacion-largo-plazo-accionistas-sociedades-cotizadas-introducen; última consulta 19/04/2021).

GEM., “Informe GEM España 2019-2020”, *Red GEM España*, 2020 p. 32 (disponible en <https://www.gem-spain.com/informes-nacionales/>; última consulta 15/04/2021).

Gómez Lopez, S., “Análisis Jurídico de las Adquisiciones de Empresas mediante Apalancamiento Financiero”, *Trabajo de Fin de Grado. Repositorio Comillas*, 2017.

González Cruz, D., “Contribuciones y estrategia fiscal de los Reyes Católicos en el entorno de los puertos del río Tinto durante el proceso de gestación y de financiación del primer viaje colombino”, *Historia (Santiago)*, vol. 49, n.1, 2016.

GSIA, “Global Sustainable Investment Review”, 2012 (disponible en <http://www.gsi-alliance.org/latest-trends-report/>; última consulta 07/03/2021).

GSIA “Global Sustainable Investment Review, 2018”, 2019 p.20.

Iberley, “Concepto de inversión de capital-riesgo y entidad de inversión colectiva de tipo cerrado”, 2014 (disponible en <https://www.iberley.es/temas/concepto-entidades-capital-riesgo-entidad-inversion-colectiva-tipo-cerrado-42351>; última consulta 04/04/2021).

Irish Funds “Sustainable Finance Disclosure Regulation”, 2021 (disponible en <https://irishfunds-secure.s3.amazonaws.com/1610980008-Irish-Funds-Sustainable-Finance-Disclosure-Regulation-Brochure.pdf>; última consulta 10/04/2021).

Keney, M., “How venture capital became a component of the US National System of Innovation”, *Industrial and Corporate Change*, v.20, n. 6, pp.1677-1723 (disponible

en <https://kenney.faculty.ucdavis.edu/wp-content/uploads/sites/332/2018/03/how-venture-capital-became-a-component-of.pdf>; última consulta 10/03/2020).

Manzano Frías, M. C., “La evolución de las operaciones de *Leveraged Buy Out* y su financiación: posibles implicaciones para la estabilidad financiera”, *Revista de Estabilidad financiera*. n.13, 2007, pp. 34-52 (disponible en <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/11542>; última consulta 18/03/2021).

Muñoz, A., “El capital riesgo pide al Gobierno estabilidad para canalizar y atraer el ahorro de los inversores”, *El Economista*, 29 de diciembre de 2020 (disponible en <https://www.eleconomista.es/empresas-finanzas/noticias/10965462/12/20/El-capital-riesgo-pide-al-Gobierno-estabilidad-para-canalizar-y-atraer-el-ahorro-de-los-inversores.htm>; última consulta 7/04/2021).

Ministerio de Ciencia e Innovación, “Política y Estrategia Europea de Investigación, Desarrollo e Innovación Europa 2020”, 2010 (disponible en <https://www.ciencia.gob.es/portal/site/MICINN/menuitem.26172fcf4eb029fa6ec7da6901432ea0/?vgnnextoid=9fa3cd8da41c1410VgnVCM1000001d04140aRCRD>; última consulta 28/03/2021).

Peña, I. y Mañueco, P., “Evolucion del capital riesgo en la economía española”, *Cuaderno de Información económica*, n. 264, 2018, pp.37-43.

Pérez Carrillo, E. F., “Fondos de Capital Riesgo Europeos y Fondos de Emprendimiento Social Europeos. Reformas recientes y perspectivas de próximas modificaciones de su régimen jurídico en la Unión Europea”, *Revista Española de Capital Riesgo*, n.5, 2017, pp. 51-68 (disponible en <https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=6546031>; última consulta 31/03/2021).

Pérez, J. M., “Nueva Ley de Capital Riesgo: Más Madera para el Venture Capital”, *Broseta Actualidad Jurídica y Fiscal*, n.244, 2015, pp.37-38 (disponible en https://www.broseta.com/wp-content/uploads/2015/02/Nueva-Ley-de-Capital-Riesgo_Más-Madera-para-el-Venture-Capital.pdf; última consulta 28/03/2021).

Recondo, R., “El capital riesgo como fuente de financiación alternativa, y su fomento, en la UE y en España”, *Revista Española de Capital Riesgo* n.4, 2017, pp. 23-53 (disponible

en <https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=6303416>; última consulta 16/03/2021).

Ríos Sastre, S., Rodríguez García, I. y Sáenz-Díez Rojas, R. “El sector de capital riesgo europeo y la intervención pública: introducción a las iniciativas estatales en España”, *Anuario de Capital Riesgo*, n.2015, 2015, pp. 155-203 (disponible en <https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=6182328>, última consulta 07/04/2020).

Ríos Sastre, S., Rodríguez García, I. y Sáenz-Díez Rojas, R., “Emprendedores y capital riesgo en España: El caso de Fond-ico global”, *Revista cuatrimestral de las Facultades de Derecho y Ciencias Económicas y Empresariales ICADE*, n.94, 2015 pp. 31-65.

Romero Martínez, A. M. y Milone, M., "El Emprendimiento en España: Intención Emprendedora, Motivaciones y Obstáculos." *Journal of Globalization, Competitiveness & Governability*, vol. 10, n.1, 2016, pp.95-109 (disponible en <https://www.redalyc.org/articulo.oa?id=511854473005>; última consulta 12/04/2021).

Sánchez Monjo, M., “Los vehículos de inversión alternativa con forma societaria: el posible uso de figuras comanditarias y otras mejoras de lege ferenda” *Revista de Derecho del Mercado de Valores. Wolters Kluwer*, n. 24, 2019, p.4.

Sanz Lorite, M. “La nueva regulación de IIC, entidades de capital riesgo y otros tipos de entidades de inversión de tipo cerrado en la Ley 22/2014”, *Actualidad Jurídica Uría Menéndez*, n.39, 2015, pp. 124-129 (disponible en <https://www.uria.com/documentos/publicaciones/4624/documento/f09.pdf?id=5776>; última consulta 08/04/2021).

Simón, P. M., “El capital riesgo ve fugas de firmas fuera de España por la restricción a la inversión” *Cinco días*, 16 de junio de 2020 (disponible en https://cincodias.elpais.com/cincodias/2020/06/15/mercados/1592239557_350451.html; última consulta 7/04/2021).

