



COMILLAS
UNIVERSIDAD PONTIFICIA

ICAI

ICADE

CIHS

FACULTAD DE DERECHO

**ANÁLISIS DE LA REGULACIÓN DEL
CAPITAL RIESGO EN EL ORDENAMIENTO
JURÍDICO ESPAÑOL Y SU INTEGRACIÓN
EN LA LEGISLACIÓN EUROPEA.
PRINCIPALES NOVEDADES Y
CONTROVERSIAS APORTADAS POR LA
LEY 18/2022**

Autor: Pablo Hens Ruiz

5º E3-Analytics

Área de Derecho Mercantil

Tutora: D^a Irene Lorenzo Rego

Abril de 2023

ÍNDICE

CAPÍTULO I. INTRODUCCIÓN	8
1. CUESTIÓN DEL OBJETO DE LA INVESTIGACIÓN. JUSTIFICACIÓN DEL INTERÉS	8
2. OBJETIVOS PERSEGUIDOS	9
3. METODOLOGÍA Y PLAN DE TRABAJO	10
CAPÍTULO II. ORIGEN, CONCEPTO Y ÁMBITO DE ACTIVIDAD DE LAS ENTIDADES DE CAPITAL RIESGO	12
1. CONCEPTO Y ACTIVIDAD DE LAS ENTIDADES DE CAPITAL RIESGO	12
2. EVOLUCIÓN HISTÓRICA DEL CAPITAL RIESGO	16
3. LA ENTRADA DEL CAPITAL RIESGO EN ESPAÑA.....	17
CAPÍTULO III. LA REGULACIÓN EUROPEA DE LA INDUSTRIA DEL CAPITAL RIESGO	19
1. EL LIBRO VERDE SOBRE LA MEJORA DEL MARCO DE LA UE PARA LOS FONDOS DE INVERSIÓN	20
2. LA DIRECTIVA UCITS	21
3. LA DIRECTIVA MIFID.....	22
4. LA DIRECTIVA AIFMD	23
CAPÍTULO IV. CAPITAL RIESGO SEGÚN EL ORDENAMIENTO ESPAÑOL	25
1. DEFINICIÓN LEGAL DE CAPITAL RIESGO: LA EXPANSIÓN PROGRESIVA DEL OBJETO	25
2. TIPOS DE ENTIDADES DE CAPITAL RIESGO SEGÚN EL ORDENAMIENTO ESPAÑOL.....	26
CAPÍTULO V. LA LEY 18/2022, DE 28 DE SEPTIEMBRE, DE CREACIÓN Y CRECIMIENTO DE EMPRESAS	29
1. OBJETIVOS, ÁMBITO DE APLICACIÓN DE LA LEY Y TIPOLOGÍA DE MEDIDAS.....	29
2. PRINCIPALES APORTACIONES Y NOVEDADES EN MATERIA DE CAPITAL RIESGO E INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA.....	30
2.1. Cambios comunes	31

2.2.	Reformas en el ámbito del capital riesgo	33
2.3.	Otros cambios relativos a las Instituciones de Inversión Colectiva	40
3.	INTRODUCCIÓN DE NUEVAS FIGURAS	40
3.1.	La regulación de los fondos de deuda (EICCP)	41
3.2.	Los Fondos de Inversión a Largo Plazo Europeos (FILPE).....	44
4.	FLEXIBILIZACIÓN DEL RÉGIMEN DE COMERCIALIZACIÓN AL INVERSOR MINORISTA.....	46
5.	VALORACIÓN GENERAL Y ASPECTOS NO TRATADOS POR LA LEY “ <i>CREA Y CRECE</i> ”	51
	CAPÍTULO VI. CONCLUSIONES DEL TRABAJO	53
	BIBLIOGRAFÍA.....	56

LISTADO DE ABREVIATURAS

AIFMD: Directiva de Gestión de Fondos Alternativos

ARDC: *American Research and Development Corporation*

ASG: ambientales, sociales y de gobierno corporativo

CIRCE: Centro de Información y Red de Creación de Empresas

CNMV: Comisión Nacional del Mercado de Valores

DG MARKT: Dirección General de Mercado Interior, Industria, Emprendimiento y PYMEs de la Comisión Europea

DSI: Directiva de Servicios de Inversión

DUE: Documento Único Electrónico

EBITDA: resultados antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones.

ECR: Entidad de Capital Riesgo

EICC: Entidad de Inversión Colectiva de tipo Cerrado

EICCP: Entidad de Inversión Colectiva de tipo Cerrado de Préstamos

FCR: Fondo de Capital Riesgo

FCRE: Fondo de Capital Riesgo Europeos

FESE: Fondo de Emprendimiento Social Europeos

FIA: Fondo de Inversión Alternativa

FICC: Fondo de Inversión Colectiva de tipo Cerrado

FILPE: Fondo de Inversión a Largo Plazo Europeos

GFIA: Gestor de Fondos de Inversión Alternativa

IIC: Instituciones de Inversión Colectiva

IRPF: Impuesto Sobre la Renta de las Personas Físicas

ISR: Inversión Socialmente Responsable

KII: *Key Investor Information*

LBO: *Leveraged Buy-Out*

LSC: Ley de Sociedades de Capital

MIF: Mercados de Instrumentos Financieros

MiFID: Directiva sobre Mercados de Instrumentos Financieros

OICVM: Organismos de Inversión Colectiva en Vehículos Mobiliarios

OPV: Oferta Pública de Venta

P2P: *Public-to-Private*

PYME: Pequeñas y Medianas Empresas

SA: Sociedad Anónima

SCR: Sociedad de Capital Riesgo

SGCR: Sociedad Gestoras de Capital Riesgo

SGEIC: Sociedad Gestora de Entidades de Inversión Colectiva de tipo Cerrado

SGIIC: Sociedad Gestora de Instituciones de Inversión Colectiva de tipo Cerrado

SICC: Sociedad de Inversión Colectiva de Tipo Cerrado

SL: Sociedad Limitada

SODIS: Sociedades Públicas de Desarrollo Industrial Regionales

UCITS: *Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities*

RESUMEN

Este trabajo tiene por objetivo principal evaluar el estado actual de la normativa española existente en lo que a capital riesgo se refiere, a la luz de las novedades introducidas por la Ley 18/2022, de 28 de septiembre, de creación y crecimiento de empresas. La situación del capital riesgo en España actualmente es boyante, fruto de una evolución sostenida en las últimas décadas y de las sucesivas modificaciones legislativas. Estos cambios han tenido lugar especialmente tras la entrada en vigor 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.

No obstante, para que la situación de las gestoras españolas siga avanzando y aumente la cantidad de inversión internacional recibida en las PYMEs de nuestro país, es necesario realizar una evaluación pormenorizada de las cuestiones más espinosas que introduce la nueva Ley. Esta Ley, que trata aspectos muy variados y específicos del capital riesgo, trae consigo importantes novedades que sin duda marcarán las líneas de reforma de los próximos años en el sector. Sin embargo, trata muchas de ellas de manera superficial y errática.

Por ello, se lleva a cabo en este trabajo un estudio acerca de las modificaciones introducidas, poniendo especial énfasis en dos cuestiones: la entrada de nuevos vehículos de inversión y la flexibilización en la comercialización del capital riesgo al inversor minorista. Así, se evalúa de manera crítica si estas medidas se adecúan a las necesidades de los operadores del sector y se proponen soluciones para resolver las cuestiones consideradas como controvertidas en la Ley.

PALABRAS CLAVE

Capital riesgo, Ley “Crea y Crece”, *Fintech*, fondos de deuda, FILPE, inversor minorista.

ABSTRACT

The main objective of this paper is to assess the current state of the existing Spanish regulation regarding Venture Capital and Private Equity activities, in the light of the novelties introduced by Law 18/2022, of 28 September, on the creation and growth of companies. The situation of Venture Capital and Private Equity in Spain is currently buoyant, due to sustained evolution in recent decades and successive legislative amendments. These changes have especially taken place after the entry into force of Law 22/2014, of 12 November, which regulates Venture Capital and Private Equity entities, other closed-end collective investment undertakings and management companies of closed-end collective investment undertakings, and which amends Law 35/2003, of 4 November, on Collective Investment Undertakings.

However, in order for the situation of Spanish fund managers to continue to progress and increase the amount of international investment received in SMEs in our country, it is necessary to carry out a detailed evaluation of the thorniest issues introduced by the new Law. This Law, which deals with very varied and specific aspects of Venture Capital and Private Equity, brings with it important new features that will undoubtedly mark the lines of reform in the sector in the coming years. Nevertheless, it assesses many of them in a superficial and erratic manner.

For this reason, this paper carries out a study of the modifications introduced, placing special emphasis on two issues: the entry of new investment vehicles and the flexibility in the marketing of Venture Capital and Private Equity to the retail investor. Thus, a critical assessment is made of whether these measures meet the needs of operators in the sector and solutions are proposed to resolve the issues considered controversial in the Law.

KEY WORDS

Venture Capital, Private Equity, "Create and Grow" Law, Fintech, debt funds, ELTIF, retail investor.

CAPÍTULO I. INTRODUCCIÓN

1. CUESTIÓN DEL OBJETO DE LA INVESTIGACIÓN. JUSTIFICACIÓN DEL INTERÉS

La justificación para la realización de este Trabajo de Fin de Grado se basa en la relevancia del capital riesgo en España y en su tejido económico durante las últimas décadas, en especial tras la crisis financiera de 2008. El surgimiento de numerosos fondos y entidades que operan no sólo en España, sino también en el extranjero hace necesario analizar la idoneidad de la normativa española para dar cabida a este tipo de entidades en un contexto de gran globalización, donde ya se observan fondos españoles de capital riesgo (*Private Equity*) invirtiendo en empresas de otros países.

Aparte de este factor, se ha de tener en cuenta la gran utilidad del capital riesgo en el entorno macroeconómico actual. Nos encontramos ante una situación de gran iliquidez en el mercado bancario, donde es muy complicado obtener financiación de esta índole y sus procesos de aprobación son largos y costosos. En este marco, los sistemas de financiación alternativa (entre los que destaca el capital riesgo) pueden ser determinantes como motor de crecimiento para numerosas empresas españolas y como herramienta para navegar tiempos de recesión económica. Con esto en mente, las perspectivas de crecimiento de este sector de aquí a unos años son muy positivas.

Estas favorables dinámicas han provocado la implantación de nuevas formas de capital riesgo en otros países, entre las que cabe destacar los fondos de deuda. Por ello, la posibilidad de estudiar si el régimen español actual es capaz de absorber las nuevas formas de capital riesgo que han surgido a nivel europeo o en otros países es sumamente atractiva.

Así pues, es muy conveniente analizar no sólo el funcionamiento, operativa y límites de este sector, sino también la situación actual en la que se encuentra su desarrollo legislativo, habida cuenta del contexto de recuperación postpandemia en el que nos encontramos. Sólo de esta manera podremos evaluar hasta qué punto la legislación española satisface las expectativas tanto de los gestores como de los inversores de estas entidades. Cuanta más seguridad ofrezca nuestro ordenamiento jurídico y más favorable sea el marco legal de la industria, más inversores internacionales se verán atraídos a invertir su capital en empresas (sobre todo PYMEs) españolas.

Este estudio comenzará con un análisis en profundidad de los antecedentes del sector tanto a nivel global como en nuestro país, cuyo desarrollo tendrá lugar en el próximo capítulo. No obstante, el objeto central del trabajo versará sobre los aspectos principales (en lo que a capital riesgo se refiere) de la recientemente promulgada Ley 18/2022, de 28 de septiembre, de creación y crecimiento de empresas (Ley “*Crea y Crece*”), que introduce modificaciones en la regulación de diversos aspectos para las entidades de capital riesgo.

Si bien aparentemente las reformas que acarrea esta norma no son de profundo calado, tratan aspectos muy novedosos y controvertidos que merece la pena evaluar. En concreto, la nueva norma trae consigo una comercialización mucho más amplia de este tipo de productos al inversor minorista y da finalmente cabida a los fondos de deuda de manera expresa en nuestro ordenamiento. Ambos temas son, como se puede intuir, de máxima relevancia, ya que marcarán gran parte del debate sobre el desarrollo legislativo de este campo en los próximos años.

Dado que la publicación de esta norma ha sido reciente, existe una oportunidad de realizar un análisis crítico no sólo de esta nueva Ley, sino también de otros aspectos que deberían ser tratados por la regulación vigente. Se ha observado que la redacción de la Ley “*Crea y Crece*” posee importantes deficiencias en varias de las reformas que afectan al capital riesgo y omite puntos muy demandados por el sector. Estas lagunas provocan que medidas planteadas para beneficiar a los operadores del sector pierdan toda su eficacia, por lo que este trabajo desgrana todas ellas, poniendo el acento en aquellas de mayor repercusión práctica.

2. OBJETIVOS PERSEGUIDOS

El objetivo de este trabajo es ofrecer un elenco de posibles soluciones a las lagunas concretas identificadas en la legislación de capital riesgo a la luz del nuevo régimen introducido por la Ley “*Crea y Crece*”. Para ello, antes de poner en foco en estas nuevas medidas, es menester estudiar la normativa española relativa a la industria del capital riesgo, así como los tipos de sociedades que operan bajo este régimen. De esta manera, el lector obtendrá primero una imagen general del marco legal en el que se encuadra esta actividad, y así posteriormente los argumentarios propuestos serán de más fácil comprensión.

En primer lugar, se mostrará una imagen general acerca de la evolución de la regulación de la actividad de capital riesgo, así como de las diversas formas jurídicas que puede adoptar. Además, se tratará su desarrollo e integración en la legislación europea. Por otra parte, se analizarán una a una las reformas introducidas por la nueva Ley, identificando las fortalezas y las carencias de cada una. Posteriormente, se propondrán posibles soluciones para los distintos problemas identificados en dicho estudio, a la vista de las modificaciones introducidas por la Ley 18/2022, de 28 de septiembre, de creación y crecimiento de empresas, para lo cual se aportará una visión y enfoque personal.

En este contexto, se estudiarán con mayor detalle dos cuestiones principales tratadas por esta nueva norma. Por un lado, se evaluará la inclusión de los Fondos de Inversión a Largo Plazo Europeos (FILPE) y las Entidades de Inversión Colectiva de tipo Cerrado de Préstamos (EICCP) como nuevas figuras en nuestro ordenamiento. Por otro, se examinará la flexibilización de la comercialización a inversores minoristas de productos de capital riesgo. Es preciso poner mayor énfasis en estos dos aspectos ya que son las dos novedades de mayor relevancia, pues si su encaje en el ordenamiento es adecuado, atraerán gran cantidad de inversores hacia el ámbito del capital riesgo.

Esto, por ende, resultará en beneficio de las PYMEs españolas. De una parte, supondrá para ellas un gran beneficio al poder optar de manera sólida y real por esta práctica como alternativa a la financiación bancaria tradicional. Sin embargo, también tendrán la opción de apoyarse en alianzas estratégicas con gestoras cada vez más numerosas y especializadas, que les permitan potenciar aún más su crecimiento.

3. METODOLOGÍA Y PLAN DE TRABAJO

La metodología utilizada para la redacción de este texto se basará en la consulta de fuentes escritas. Principalmente, se analizará tanto el propio texto empleado en la redacción de las normas jurídicas como manuales y revistas de Derecho mercantil. En este ámbito, es de particular relevancia como referencia bibliográfica la Revista Española de Capital Riesgo, que trata a nivel jurídico las cuestiones más relevantes para el sector, así como otros temas de rigurosa actualidad. Además, se acudirá a la jurisprudencia para reforzar algunas de las argumentaciones aportadas.

Con respecto al plan de trabajo, se seguirá una estructura que partirá de lo general a lo particular, analizando en primer lugar el marco general para después pasar a evaluar los detalles y aspectos más específicos de cada una de las reformas introducidas por la Ley.

Dicha estructura se encuentra compuesta por cinco capítulos principales, los cuales se dividen en apartados. El presente Capítulo I introduce el tema objeto de investigación y justifica su necesidad y objetivos.

Por su parte, en el Capítulo II se realizarán las consideraciones necesarias acerca de la evolución, concepto y actividad de las empresas que operan en el sector, con el fin de hacer comprender los límites y tipos de operaciones que se suelen llevar a cabo en el sector.

Posteriormente, en los Capítulos III y IV se revisará el tratamiento legal que se ha dado a la industria tanto a nivel europeo como nacional. Concretamente, en el Capítulo III se expondrá el objeto, ámbito de regulación y normas más relevantes de la Unión Europea. Por otra parte, en el Capítulo IV se profundizará en las sucesivas leyes españolas que tratan el concepto de capital riesgo y se llevará a cabo un análisis exhaustivo de las distintas formas societarias que pueden adoptar las entidades de capital riesgo.

El Capítulo V versa en su totalidad sobre la Ley “*Crea y crece*”. Para un adecuado orden de exposición, se han dividido las reformas según la tipología de entidades a las que afectan, y se dedican apartados individuales a las reformas que se estudian en mayor profundidad. Si bien se valora críticamente cada reforma en su apartado correspondiente, se ha considerado apropiado incluir un apartado final para realizar una valoración global de la norma, así como para incluir cuestiones no tratadas por la misma.

Por último, el Capítulo VI engloba las conclusiones desarrolladas a lo largo de los diferentes capítulos del trabajo. En él se resume la valoración general de la nueva Ley y se enuncian de manera breve las ideas clave que resultan de la realización de este Trabajo de Fin de Grado.

CAPÍTULO II. ORIGEN, CONCEPTO Y ÁMBITO DE ACTIVIDAD DE LAS ENTIDADES DE CAPITAL RIESGO

1. CONCEPTO Y ACTIVIDAD DE LAS ENTIDADES DE CAPITAL RIESGO

Para comenzar, se considera necesario realizar una exposición acerca del término de capital riesgo, así como su evolución histórica, con un enfoque especial en el desarrollo de este sector en nuestro país.

Para un primer acercamiento de carácter muy general, es razonable apoyarse en lo afirmado por Martí Pellón (1987) cuando expresa que el capital riesgo consiste en “la inversión en iniciativas innovadoras y de elevado riesgo...” y “en un sentido más restringido como la inversión y gestión de unos recursos en pequeñas y medianas empresas innovadoras, por parte de un grupo de personas e instituciones especializadas” (S.P.).

Sin embargo, como indican Galán, Martín, Romero y Valle (1993), no se ha de pensar que el riesgo es el único factor diferenciador de este tipo de inversiones, pues es algo intrínseco a todo tipo de inversión, sino que también ha de tenerse en cuenta el carácter del capital riesgo como “sistema integrado de financiación” (p. 2) que aporta multitud de recursos humanos y financieros.

Por otro lado, encontramos que una aproximación más práctica del concepto de capital riesgo puede ser la dada por SPAINCAP (2022)¹, que expresa que el capital privado (*Venture Capital* y *Private Equity*) es “una actividad desarrollada por entidades especializadas que consiste en la aportación de recursos financieros de forma temporal (3-10 años) a cambio de una participación (puede ser tanto mayoritaria como minoritaria) a empresas no cotizadas con elevado potencial de crecimiento” (S.P.).

A mi modo de ver, el capital riesgo no sólo supone una agregación o inyección de capital a una empresa. Además de los factores mencionados anteriormente, el capital riesgo implica necesariamente una simbiosis entre la entidad de capital riesgo y la compañía

¹ Denominada ASCRI hasta mayo de 2022, SPAINCAP es la asociación que agrupa a las entidades de *Venture Capital* y *Private Equity* en España.

participada, de manera que no sólo es esencial la aportación temporal de recursos, sino que también es preciso que ambos actores mantengan unos objetivos claramente alineados. Sólo en caso de que esto suceda se produce el ambiente adecuado para dinamizar el crecimiento de la empresa objetivo. Así, además de beneficiarse del sistema integrado de financiación, la empresa podrá aprovechar el saber hacer (*know-how*) de la entidad de capital riesgo, la cual probablemente haya realizado numerosas transacciones en esa misma industria y conozca la manera más adecuada de acelerar su expansión.

En nuestro país, el término de capital riesgo incluye tanto a las operaciones de *Venture Capital* como a las de *Private Equity* (Balboa & Martí, 2003, p. 3), a diferencia los países anglosajones, los cuales han distinguido ambos términos desde sus orígenes (Alfárez, Zudaire, & Martí Pellón, 2018, p. 10). Dicha diferenciación se dirime básicamente por el ciclo de vida de la empresa objeto de inversión² (SPAINCAP, 2022, S.P.):

- *Venture Capital*: consiste en la inversión en una compañía cuyo grado de desarrollo es poco maduro. Con carácter general, este tipo de empresas suelen comportar un fuerte componente tecnológico, y la inversión inicial que suelen requerir es menor que la requerida en *Private Equity*. Dentro de los fondos que invierten en estas empresas, se suele diferenciar entre los fondos: de capital semilla (*seed capital*), que invierten en empresas todavía sin ventas; de capital arranque (*start up capital*), en empresas que tienen un beneficio bruto de explotación antes de restar los intereses financieros (en adelante, EBITDA) todavía negativo; y otros fondos que invierten en empresas con ventas y EBITDA positivos (*later stage ventures*).
- *Private Equity*: hace referencia a la inversión en empresas en crecimiento o ya consolidadas. En este tipo de inversión se pueden distinguir los siguientes tipos:
 - o Capital de expansión o desarrollo (*Growth Capital*): inversiones que suelen ser minoritarias y se proporcionan a empresas ya maduras que desean acometer un plan de crecimiento determinado, ya sea irrumpir en un nuevo mercado, lanzar un nuevo producto o financiar una adquisición.

² Clasificación aportada por ASCRI.

- Operaciones apalancadas (*Leveraged Buy-outs*): este tipo de operaciones en el mercado privado hacen referencia al hecho de utilizar una gran cantidad de deuda en la adquisición de la empresa objetivo. De esta manera, la aportación económica directa que tiene que realizar la entidad de capital riesgo es mucho menor, y permite maximizar los retornos relativos sobre la inversión.
Para conseguir esto, lo que sucede tras la adquisición es que la deuda levantada para pagar el precio de compra se traslada a la compañía adquirida, incrementando por ende su riesgo. Esto es debido a que una compañía que previamente era sana en cuanto a su estructura de capital se convierte en una empresa sometida a un gran apalancamiento, que en caso de recesión económica no tendrá mucho margen para soportar pérdidas, ya que debe generar caja suficiente para pagar los intereses de la deuda.
- Capital de sustitución (*Replacement Capital*): consiste en la adquisición de las participaciones minoritarias de un grupo de accionistas.
- Capital de Reestructuración (*Turnaround*): consiste en la aportación de capital a una sociedad que se encuentra en dificultades económicas prolongadas, con el fin de que consigan sobrevivir y conseguir que vuelva a ser rentable (Eurostat, 2016, S.P.).

Como se ha mencionado *supra*, el papel de este tipo de entidades de inversión en empresas no se limita únicamente a la aportación de capital para entrar a formar parte de la propiedad de una compañía privada. Tras la adquisición de las participaciones, la entidad de capital riesgo se implica en la gestión de la empresa, activando una serie de iniciativas y planes de negocio estratégicos que tienen como fin el aumento de valor de la empresa, para poder retirar el capital aportado y vender su participación pasados unos años.

Durante el *holding period* (periodo de tenencia de las participaciones de la empresa objetivo), el fondo aporta numerosos medios a la empresa adquirida. Además del grado de apalancamiento, otras de las medidas utilizadas por este tipo de entidades para maximizar su retorno incluyen: la reorganización de la estructura directiva de la empresa (apoyándose en equipos altamente profesionalizados), el crecimiento orgánico basado en la expansión de las actividades de la empresa, el crecimiento inorgánico mediante adquisiciones subsiguientes que se denominan *add-ons* (complementos) y que se

consolidan con la empresa objetivo inicial o el examen de la estructura de costes para eliminar gastos innecesarios y aumentar la rentabilidad.

Cuando finaliza el periodo de tenencia de la empresa participada, las entidades de capital riesgo tienen varias opciones para abandonar la inversión. Estas formas de desinversión son principalmente cuatro (SPAINCAP, 2022, S.P.):

- Venta de las participaciones a otra entidad de capital riesgo: en este tipo de salidas se produce la venta de las participaciones a otro fondo de similar naturaleza. En la tesis de inversión de estos fondos suelen plantearse nuevas estrategias de expansión para la empresa y se considera que hay espacio para un mayor margen de mejora tanto en márgenes como en estrategias de consolidación en la industria.
- Venta de las participaciones a un comprador estratégico: en este caso, las participaciones son vendidas a una empresa industrial, tanto nacional como internacional, que identifica la compra de la empresa como una oportunidad para penetrar en un nuevo mercado, adquirir a un competidor o ganar cuota de mercado en su propio sector, entre otras razones.
- Realizar una salida a Bolsa de la compañía participada: esta operación, por la cual la empresa participada comienza a cotizar en un mercado público mediante una Oferta Pública de Venta (OPV), requiere que la empresa alcance un tamaño considerable para resultar exitosa.
- Recompra de acciones: de este modo, tanto antiguos accionistas como la propia empresa pueden recomprar las acciones que pertenecían a la entidad de capital riesgo que se encontraba invertida en la empresa.

Con respecto a los sectores en los que suelen tener lugar inversiones de capital riesgo, cabe destacar que tradicionalmente las empresas participadas suelen operar en industrias que no sean cíclicas y que provean ingresos recurrentes, para así evitar el riesgo de no tener un flujo de caja suficiente para hacer frente a sus deudas. Además, suelen ser empresas que no necesitan grandes inversiones en *CapEx* (inversiones en activo fijo). Algunos ejemplos de estos sectores pueden ser el sector de la salud, la educación, la industria o los servicios financieros. Sin embargo, actualmente el sector de mayor interés para este tipo de inversores es el sector tecnológico (Bain & Company, 2022, pp. 46-47). Esta especial atención al sector tecnológico ha sido tratada por la Ley “*Crea y crece*”, como se estudiará más adelante en este trabajo.

2. EVOLUCIÓN HISTÓRICA DEL CAPITAL RIESGO

Aunque se pueden encontrar numerosos precedentes del capital riesgo, cabe mencionar lo que sucedía durante el siglo XVIII en la industria ballenera de la bahía de Plymouth y Massachussets, debido a que las estructuras de compensación y financiación de las expediciones para cazar ballenas guardan gran similitud con las usadas por las entidades de capital riesgo. (Akins, 2018, S.P.).

Para determinar la evolución moderna del capital riesgo, ha de hacerse referencia en primer lugar a Estados Unidos, donde a finales del siglo XIX y durante el siglo XX las familias acaudaladas comenzaron a buscar nuevas maneras de invertir para sacar provecho de sus fortunas. En las décadas de 1930 y 1940, miembros de las familias Rockefeller, Bessemer y Whitney comenzaron a contratar gestores profesionales de inversiones a tal fin.

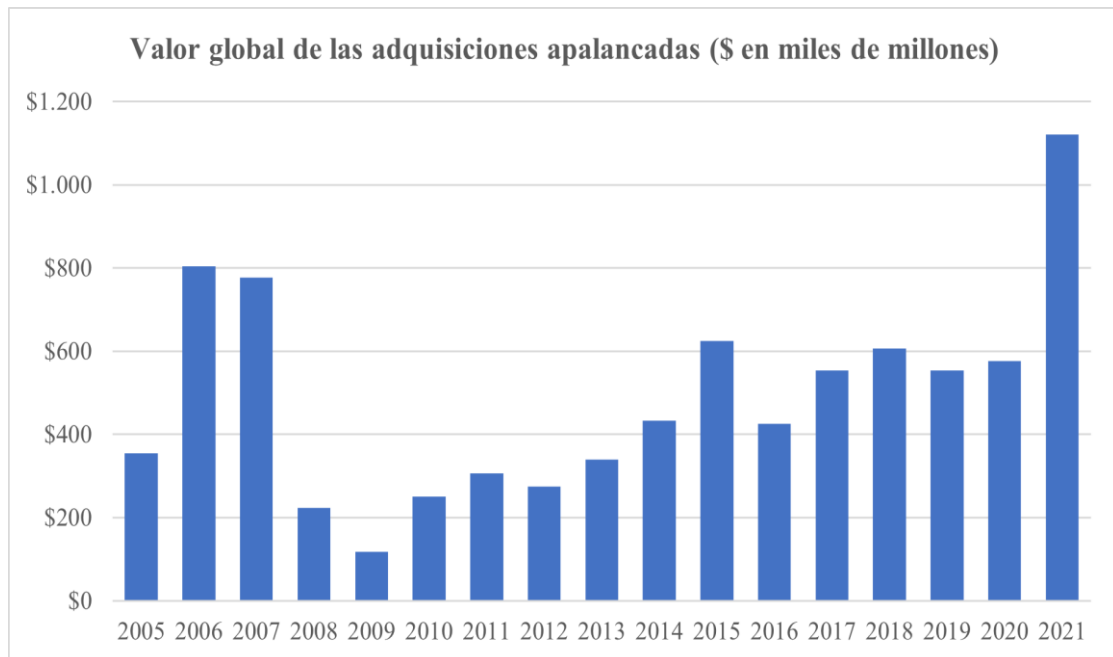
De este modo, tras el fin de la Segunda Guerra Mundial se fundaron dos compañías: *America Research and Development Corporation (ARDC)* y *J.H. Whitney & Company*, cuyo objeto social se basaba en financiar aplicaciones comerciales de tecnologías desarrolladas durante la guerra (Gompers & Kaplan, 2022, p. 8).

Más adelante, en 1959, surgiría el concepto de “responsabilidad limitada”, algo que marcaría el rumbo del capital riesgo y que supone actualmente la base organizacional de este tipo de estructuras, ya que los primeros fondos de capital riesgo se configuraban como fondos cerrados cotizados en Bolsa.

Sin embargo, no sería hasta finales de la década de 1970 cuando se adoptaría la dicotomía entre los términos de *Venture Capital* y *Private Equity*, cuando el fondo *Kohlberg, Kravis & Roberts (KKR)* inventó la primera operación de tipo *Leveraged Buy-Out* (en adelante, LBO) de relevancia. A lo largo de esa década y la siguiente, este tipo de operaciones apalancadas y adquisiciones hostiles fueron ganando presencia en el mercado americano y aumentaron tanto en tamaño como en frecuencia. Por ello, el regulador y el órgano juzgador del país americano comenzaron a prestar atención a estas transacciones, y se promulgaron normas y resoluciones que impulsaron el avance del capital riesgo.

Durante las décadas posteriores, el mundo del capital riesgo y las fusiones apalancadas crecieron enormemente hasta la irrupción de la crisis financiera de 2008. Actualmente, el

nivel de transacciones de capital privado ha sobrepasado los niveles previos a la recesión de 2008, empujado por la recuperación económica tras la pandemia.



Fuente: Elaboración propia³.

3. LA ENTRADA DEL CAPITAL RIESGO EN ESPAÑA

En nuestro país, la entrada del capital riesgo se produjo curiosamente con el sector público como protagonista en los años setenta y ochenta (Guilanyà Mercadé & Mazaira Font, 2014, p. 229), tras la creación de las Sociedades Públicas de Desarrollo Industrial Regionales (SODIS). Estas eran compañías públicas comerciales cuyo objetivo consistía en impulsar la industria regional a través de inversiones en otras empresas, facilitando préstamos u ofreciendo servicios, de manera que se fomentase el crecimiento empresarial. (La Ley. Wolters Kluwer, S.F., S.P.).

Unos años más tarde, en la década de los 80, se crearían las Sociedades Gestoras de Capital Riesgo (SGCR), que introducían como novedad la delegación en la gestión del capital riesgo, a diferencia de las Sociedades de Capital Riesgo (SCR), que suponían el

³ Datos obtenidos del informe *Global Private Equity Report 2022*, de Bain & Company (2022, p. 7).

empleo de recursos propios en la gestión (Guilanyà Mercadé & Mazaira Font, 2014, p. 229).

En 1986, la entrada de España a la Unión Europea supuso un hito para la internacionalización del país y se produjo un gran avance de la actividad del mercado privado, con un especial desarrollo de las operaciones con empresas más maduras, mientras que las compañías en fase inicial de desarrollo siguieron en su mayoría bajo el sistema público (*Ibid.*, p. 230).

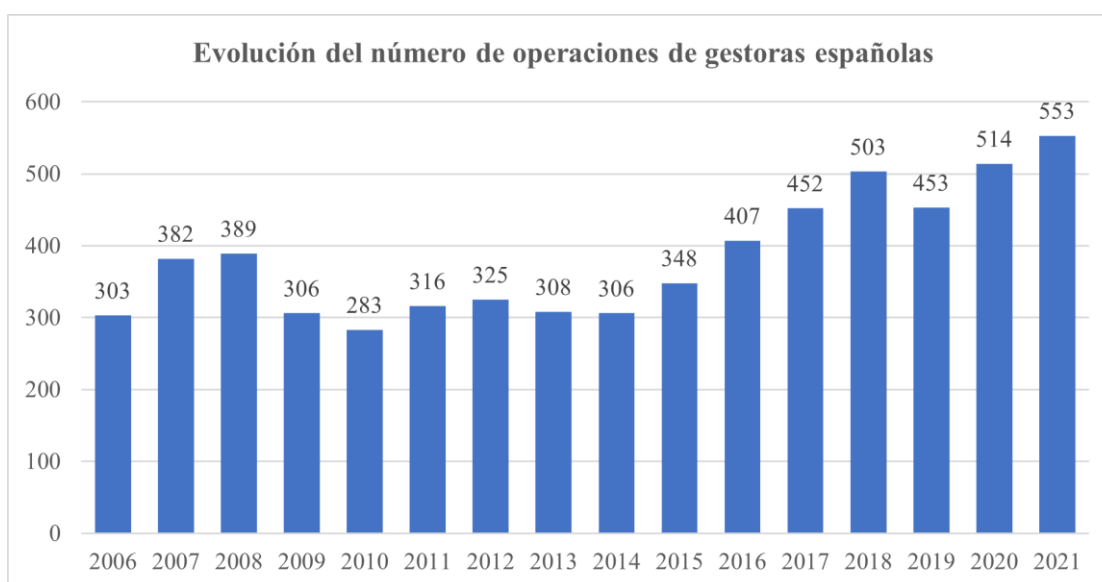
Además, en ese mismo año se produjeron avances normativos que permitieron el desarrollo del sector. En primer lugar, entró en vigor el Real Decreto-Ley 1/1986, de 14 de marzo, donde por vez primera el legislador comienza a hacer uso del concepto de capital riesgo, mencionando los fondos (FCR) y las sociedades de capital riesgo (SCR). Por otro lado, también se produjo el nacimiento de ASCRI. Estos acontecimientos provocaron que en diciembre de aquel año se inscribiera en los Registros Oficiales de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (en adelante, CNMV) la primera sociedad gestora de entidades de capital riesgo (Del Castillo Ionov, 2010, S.P.).

Posteriormente, en la década de los 90, se distinguen dos etapas en lo que a capital riesgo se refiere. Primero tuvieron lugar unos años marcados por la desaceleración, donde a pesar de la situación se realizaron operaciones de considerable tamaño, y fue enraizando la figura de las sociedades gestoras de capital riesgo. La última parte de la década tuvo como protagonistas a empresas con un alto componente tecnológico, que trajeron una fuerte expansión del capital riesgo como consecuencia de la burbuja tecnológica.

Tras el estallido de la burbuja tecnológica, la primera década del presente siglo continuó presenciando un notable desarrollo del capital riesgo en España, en especial durante el periodo previo a la crisis financiera de 2008. Tanto fue así que en 2005 se aumentaron los niveles de inversión en el sector hasta superar los 4.000 millones de euros (Peña & Mañueco, 2018, p. 38).

Sin embargo, esta etapa de crecimiento se vio frenada en seco cuando estalló la crisis económica en 2008, periodo durante el cual se estancaron la inversión y el levantamiento de nuevos fondos. Esto no fue consecuencia únicamente de la recesión económica, sino que también obedece a que los fondos que debían haber realizado sus retornos en esos años (es decir, realizar una salida de alguna participada) decidieron aguardar para poder vender sus participaciones en condiciones más ventajosas.

Como se puede observar en el siguiente gráfico, el número de operaciones de capital riesgo ha crecido de manera notoria en la última década, superando 500 operaciones en tres de los últimos cuatro años. A este respecto, cabe resaltar que las cifras mostradas en el gráfico muestran el claro impacto que ha tenido la promulgación de la Ley 22/2014 en el desarrollo de las operaciones de capital riesgo. Así pues, todo parece indicar que si existe un entorno regulatorio favorable para este tipo de vehículos, su uso aumentará.



Fuente: Elaboración propia⁴.

CAPÍTULO III. LA REGULACIÓN EUROPEA DE LA INDUSTRIA DEL CAPITAL RIESGO

Para comenzar el análisis del marco legal aplicable en España a la industria del capital riesgo, es preciso poner de manifiesto las distintas normas que se han promulgado a nivel europeo, para así evaluar adecuadamente su transposición a nuestro sistema jurídico. Este proceso, que culminaría con la introducción de Directiva de Gestión de Fondos

⁴ Datos obtenidos del informe *Estudio de la rentabilidad de los fondos de capital privado en España 2021*, de EY & SPAINCAP (2023, p. 10). Las gestoras incluidas en el gráfico son aquellas españolas de carácter privado. Las operaciones hacen referencia a aquellas realizadas en territorio español.

Alternativos⁵ (más conocida por sus siglas en inglés, AIFMD) en 2011, ha sido fruto de una larga evolución. Durante este capítulo, se prestará especial atención al régimen de protección y comercialización a los inversores minoristas, aspecto afectado por la entrada en vigor de la Ley “*Crea y Crece*” y que se tratará en detalle más adelante.

1. EL LIBRO VERDE SOBRE LA MEJORA DEL MARCO DE LA UE PARA LOS FONDOS DE INVERSIÓN

Primero de todo, cabe mencionar el Libro Verde SEC 947 publicado por la Comisión Europea el 12 de julio de 2005, relativo a la mejora del marco de la Unión Europea para los fondos de inversión. En dicho documento se analizaban las causas de las grandes diferencias de economías de escala y tamaño entre los fondos europeos y sus homólogos americanos (cinco veces más grandes de media). Además, se valoraban esfuerzos legislativos previos como los de las Directivas OICVM I a OICVM III⁶, referidas a Organismos de Inversión Colectiva en Vehículos Mobiliarios (en adelante, OICVM). Esta terminología abarcaba a todo tipo de carteras con activos obtenidos de inversores y dedicadas con carácter exclusivo a la inversión.

El *Green Paper* consideraba que el régimen legal vigente en aquel momento no era perfecto, existiendo deficiencias principalmente en la información proporcionada a los inversores particulares y los diferentes regímenes legales nacionales, que provocaban una gran fragmentación y obstaculización de la transfronterización del sector.

El texto fijaba dos prioridades claras: reforzar la protección al inversor minorista y clarificar el papel del pasaporte OICVM a las sociedades gestoras. Dicho pasaporte consistía en la posibilidad de las gestoras de constituir fondos cuyo domicilio se encontrase en otros Estados de la Unión, pues en aquel tiempo el fondo y la sociedad gestora debían estar domiciliadas en el mismo Estado miembro.

⁵ Directiva 2011/61/UE del Parlamento Europeo y del Consejo de 8 de junio de 2011, por la cual se modifican las Directivas 2003/41/CE y 2009/65/CE y los Reglamentos (CE) no 1060/2009 y (UE) no 1095/2010.

⁶ Directiva 85/611/CEE de 20 de diciembre de 1985 (DO L 375 de 31.12.1985), que fue modificada posteriormente por la 2001/107/CE de 21 de enero de 2002 (DO L 41 de 13.2.2002) y por la 2001/108/CE de 21 de enero de 2002 (DO L 41 de 13.2.2002).

Así pues, era necesario mejorar normas como las orientadas a la distribución de competencias de supervisión entre ambos Estados miembros sobre las distintas entidades de capital riesgo. Por otro lado, en lo relativo a la salvaguarda de los inversores minoristas, se alude a la Directiva relativa a Mercados de Instrumentos Financieros aprobada el año anterior (MIF)⁷ como base para enunciar los deberes de información hacia el inversor minorista.

Este Libro Verde, a mi modo de ver, tuvo una orientación muy adecuada, ya que no sólo acertó de pleno en los factores clave que posteriormente sentarían las bases del establecimiento a largo plazo de los fondos de inversión en el continente europeo, sino que también anticipó contingencias y posibles riesgos que se producirían con el aumento de complejidad de los sistemas de distribución y administración.

Por tanto, este documento no sólo fue el primero que reconoció la creciente importancia de legislar sobre los fondos de inversión y otros vehículos a largo plazo en Europa, sino que además supuso la creación de numerosos grupos de expertos en la Comisión Europea que ejercerían la iniciativa legislativa en este campo (García Rodríguez, 2013, p. 149).

2. LA DIRECTIVA UCITS

La labor de la Comisión Europea siguió avanzando, y en 2006 se publicó un Libro Blanco relativo a la mejora del marco del mercado único de los fondos de inversión⁸, que estudiaba posibles agilizaciones para estos instrumentos y proponía algunas áreas de mejora normativa.

Posteriormente, la Dirección General de Mercado Interior, Industria, Emprendimiento y PYMEs de la Comisión Europea (en adelante, DG MARKT) publicaría en 2007 un proyecto de norma. Esa propuesta de la Comisión planteaba varias metas en cuanto a la nueva reforma, entre las que destacan derribar las barreras de comercialización de fondos entre distintos Estados miembros y mejorar las garantías de información para el inversor.

⁷ Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros, por la que se modifican las Directivas 85/611/CEE y 93/6/CEE del Consejo y la Directiva 2000/12/CE del Parlamento Europeo y del Consejo y se deroga la Directiva 93/22/CEE del Consejo.

⁸ Libro Blanco COM (2006) 686 final, de 15 de noviembre de 2006.

Finalmente, se promulgó la Directiva 2009/65/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, comúnmente nombrada como UCITS IV por sus siglas en inglés (*Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities*). Esta norma, que posteriormente sufriría numerosas modificaciones, era fruto de las Directivas OICVM mencionadas *supra*. En cuanto al contenido del texto, parece plausible afirmar que fue bastante ambicioso, pues abordó numerosas cuestiones de las analizadas anteriormente y supuso la primera norma armonizada en el ámbito de la inversión colectiva.

En primer lugar, para favorecer el mercado único de servicios financieros en la Unión, se aceleró y abrevió el proceso de comercialización transfronteriza. Además, para aumentar el tamaño y, por ende, las economías de escala de los fondos en Europa, se introdujo una nueva regulación para las fusiones transfronterizas y las estructuras de fondos. En esta misma línea, se incluyó finalmente el pasaporte para las sociedades gestoras, algo que fue muy discutido e incluso desaconsejado por la Comisión Europea en su propuesta debido a la carga burocrática y a las cuestiones aplicativas que supondría (García Pedroviejo, 2011, p. 86).

Por otra parte, para reforzar la protección al inversor minorista y facilitar la comparación entre distintos productos financieros, se implantó un nuevo documento armonizado con la información esencial sustituyendo al folleto simplificado, denominado KII (*Key Investor Information*). Esta obligación fue introducida porque los folletos anteriores habían acabado por convertirse en documentos muy extensos con excesiva jerga técnica, algo que no era útil para el inversor minorista (Alonso Allende, 2010, p. 8).

3. LA DIRECTIVA MIFID

Por su parte, la Directiva sobre Mercados de Instrumentos Financieros (denominada MiFID⁹) y sus sucesivas modificaciones también constituyeron el otro gran modelo a seguir para la regulación europea de la inversión alternativa.

⁹ Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros, por la que se modifican las Directivas 85/611/CEE y 93/6/CEE del Consejo y la Directiva 2000/12/CE del Parlamento Europeo y del Consejo y se deroga la Directiva 93/22/CEE del Consejo.

En cuanto a los antecedentes a la MiFID, cabe recordar en primer lugar la Directiva 93/22/EEC, relativa a los servicios de inversión (conocida por sus siglas DSI), que ya adoptaba el concepto del pasaporte europeo y facilitaba las operaciones intracomunitarias de este tipo de empresas.

Si bien la DSI tuvo una acogida positiva, pues provocó la europeización de muchas empresas de servicios financieros, también es cierto que persistían muchas diferencias entre los diferentes ordenamientos jurídicos europeos y la realidad financiera estaba evolucionando con rapidez, por lo que se decidió revisar la legislación.

La revisión de la DSI se tradujo en la MiFID, la primera Directiva en seguir el denominado “esquema Lamfalussy”, que estructura la regulación a nivel europeo en varios niveles, de manera que se agiliza mucho el proceso legislativo. Esta manera de regular serviría como modelo para la posterior aprobación de muchas otras normas en el ámbito bancario, financiero y de seguros, y fue la que se siguió para la aprobación de la Directiva AIFMD.

Así, finalmente en 2004 se aprobó la primera versión de la Directiva MiFID, cuyo ámbito de aplicación era bastante amplio. No sólo era aplicable a bancos o empresas de servicios de inversión, sino que también se aplicaba a entidades de gestión de carteras o finanzas corporativas.

La gran aspiración de esta Directiva era conseguir la creación de un mercado único en esta materia, así como responder de una manera segura a las nuevas realidades y cambios, reforzar los regímenes de protección del consumidor y fomentar la competencia en el sector. No obstante, pese a que la voluntad de la Directiva es mejorar la flexibilidad de los servicios financieros y derribar obstáculos de carácter geográfico, cabe recordar que también se imponen sendas obligaciones a las empresas, sobre todo en materia de transparencia (García Santos, 2007, p. 43).

4. LA DIRECTIVA AIFMD

Como se ha indicado *supra*, la producción legislativa más destacada en el ámbito europeo se tradujo en la aprobación de la Directiva AIFMD, que entró en vigor en julio de 2011 y supuso la homogeneización del marco legal aplicable a la gestión de fondos alternativos. En aquel momento, los únicos fondos de inversión cerrados que contaban con una ley

específica eran las Entidades de Capital Riesgo¹⁰, mientras que el resto caían dentro del paraguas de la Ley del Mercado de Valores¹¹.

La Directiva AIFMD, que fue transpuesta con bastante retraso a nuestro ordenamiento mediante la Ley 22/2014, salió a la luz tras un largo proceso legislativo. En 2009, la Comisión presentó su primera propuesta de texto, que tras múltiples revisiones fue finalmente aprobada por el Parlamento Europeo en 2010.

Con respecto al contenido de la Directiva, abarca las actividades de *Venture Capital*, así como las de *Private Equity*. Cabe destacar que lo que regula son las sociedades gestoras de los fondos de inversión (también denominados GFIA, gestores de fondos de inversión alternativa), y no los propios fondos o vehículos de inversión, cuya supervisión sigue recayendo sobre el órgano nacional (García Rodríguez, 2013, p. 149). Estos fondos de inversión alternativa (denominados FIA) han de estar gestionados por un único GFIA, mientras que un GFIA puede gestionar diversos FIA.

Así, se establece un registro para que dichos gestores obtengan una autorización de europea, siendo indispensable para aquellos cuyo capital cumpla ciertos requisitos de apalancamiento. Además, se introducen muy diversas novedades, como la exigencia de la figura del depositario para cada FIA. Esta figura, asemejada a la existente para las instituciones de capital abierto, abarca principalmente tareas de registro, custodia y cumplimiento normativo.

Una de las controversias que se suscitan se basa en los gastos que comporta la adaptación a esta nueva norma, como expresa Veloso Caro (2012, pp. 10-11), pues si bien la mayoría correrán a cuenta de los inversores, algunos como los relativos a la autorización para convertirse en GFIA habrán de ser soportados por las sociedades gestoras.

Por otro lado, es muy llamativo que la Directiva sólo dedique el artículo 43 y 43 bis a regular la comercialización a los inversores particulares, expresando que los Estados podrán imponer requisitos más estrictos que los existentes en la Directiva y creando una

¹⁰ Ley 25/2005, de 24 de noviembre, sobre Entidades de Capital Riesgo.

¹¹ Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, modificada por la Ley 47/2007, de 19 de diciembre.

serie de obligaciones para los GFIA relacionadas con la transparencia y el régimen de información para los inversores minoristas.

CAPÍTULO IV. CAPITAL RIESGO SEGÚN EL ORDENAMIENTO ESPAÑOL

1. DEFINICIÓN LEGAL DE CAPITAL RIESGO: LA EXPANSIÓN PROGRESIVA DEL OBJETO

Para abordar el concepto legal de capital riesgo adoptado por nuestro legislador, es conveniente recordar las iniciativas legislativas previas que trataron este término. Tras el pionero Real Decreto-Ley 1/1986, mencionado en el apartado tercero del capítulo segundo del presente trabajo, surgieron nuevas reformas como la aportada por el Real Decreto-Ley 7/1996, que enriquece la breve definición dada por la norma de 1986 para expresar que se consideran Sociedades de Capital Riesgo las sociedades “cuyo objeto social principal sea la promoción, mediante la toma de participaciones temporales en su capital, de empresas no financieras que no cotizan en el primer mercado de las Bolsas de Valores...”. En cuanto a los Fondos de Capital Riesgo, la definición no cambia apenas en la norma sucesora, que expresa que los Fondos de Capital Riesgo (FCR) simplemente son conjuntos patrimoniales cuya administración corresponde a una sociedad gestora. Por tanto, queda claro que las entidades de capital riesgo se pueden constituir tanto como fondos de capital riesgo (FCR) como sociedades de capital riesgo (SCR).

No obstante, la primera Ley dirigida en su totalidad al sector del capital riesgo fue la Ley 1/1999, de 5 de enero, reguladora de las Entidades de Capital-Riesgo y de sus sociedades gestoras. En su artículo 2, enuncia una definición de Sociedades de Capital-Riesgo bastante similar a la aportada por el Real Decreto-Ley 7/1996.

En 2005 entró en vigor la Ley 25/2005, de 24 de noviembre, que es predecesora de la actual Ley 22/2014, de 12 de noviembre. En la Ley de 2005, se utiliza una definición semejante a la aportada por la Ley 1/1999, aunque se incluyen las entidades de capital riesgo cuya actividad principal es la relativa al ámbito inmobiliario. Además, como principal novedad, se incluyen en el objeto de actividad de las entidades de capital riesgo las transacciones *public-to-private* (P2P), en las cuales la entidad de capital riesgo adquiere participaciones en empresas no financieras que sean cotizadas, siempre que la

empresa objetivo deje de cotizar en los doce meses siguientes a la adquisición de la participación.

Por otra parte, el objetivo de la Ley 22/2014 se basa en “la regulación del régimen jurídico de las entidades de capital-riesgo, de otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y de las sociedades gestoras de entidades de inversión de tipo cerrado”. Dedicar los artículos 3 y 9 a la definición de la actividad y objeto de las entidades de capital riesgo, que clarifica y estructura la definición dada por las normas anteriores. Con respecto a la definición del concepto de entidades de capital riesgo, expresa que abarcan “aquellas entidades de inversión colectiva de tipo cerrado que obtienen capital de una serie de inversores mediante una actividad comercial cuyo fin mercantil es generar ganancias o rendimientos para los inversores”. En lo que respecta al objeto principal de este tipo de entidades, la redacción del primer apartado y algunas de las extensiones del objeto principal es parecida a la ofrecida por la Ley 25/2005.

La actividad del capital riesgo se encuentra dentro de la denominada “inversión colectiva de tipo cerrado”, que cuenta con dos exigencias fundamentales en cuanto a la desinversión (art.2 de la Ley 22/2014): simultaneidad en la desinversión para todos los inversores (es decir, que los inversores no tienen liquidez con carácter inmediato) (Instituto de Capital Riesgo, 2014, p. 13) y recepción de retornos en función de los derechos legítimos correspondientes a cada inversor.

Por tanto, se puede comprobar que el término de capital riesgo ha ido modificándose y completándose con el paso de los años, para dar respuesta a un sector en continua evolución.

2. TIPOS DE ENTIDADES DE CAPITAL RIESGO SEGÚN EL ORDENAMIENTO ESPAÑOL

Si bien se ha hecho referencia *supra* a los tipos de capital riesgo que existen según el tipo de inversión, es asimismo interesante realizar un breve análisis a nivel jurídico de la taxonomía actual adoptada por el legislador según el tipo societario que pueden adoptar las entidades de capital riesgo, fruto de la evolución mencionada en el apartado anterior.

Para ello, es necesario en primer lugar hacer referencia a los distintos operadores típicos que intervienen en la estructura de una transacción de *Private Equity*. En este sentido, se han de diferenciar varias partes: el administrador del fondo (también denominado

sociedad de gestión o *general partner*), la sociedad o fondo utilizado como vehículo de inversión (creado por dicho administrador de fondos), y los inversores o accionistas que invierten mediante la aportación de capital a dicho vehículo (denominados *limited partners*). Teniendo esto en mente, es más fácil ubicar los diversos tipos de entidades en función de la clasificación utilizada en la Ley 22/2014.

En primer lugar, cabe distinguir los dos tipos esenciales de Entidades de Capital Riesgo (ECR, mencionados anteriormente), que pueden constituirse como Sociedad de Capital Riesgo (**SCR**) o Fondo de Capital Riesgo (**FCR**). Además de estos, la Ley 22/2014 introdujo, con el objetivo de favorecer la inversión de capital privado como alternativa real a la deuda bancaria en empresas que se encuentran en su fase inicial, las ECR-PYME, que se pueden constituir asimismo como **SCR-PYME** o **FCR-PYME**. Estas entidades están sujetas a un régimen caracterizado por su amplia flexibilidad para obtener financiación mediante la utilización de deuda y préstamos participativos. Además de diferencias de tamaño o cantidad a desembolsar, cuentan con diferentes requisitos en lo respectivo a las políticas de inversión, diferentes mínimos de activo que han de tener invertido, etc.

La inclusión de estas últimas figuras, a mi modo de ver, es algo muy positivo y particularmente relevante. No sólo responde a la innegable relevancia que las pequeñas empresas ostentan en el tejido económico de nuestro país, sino que también es una muestra de la apuesta del legislador en favor del capital riesgo como método real de financiación. Actualmente, nos encontramos en un contexto macroeconómico adverso donde las subidas de tipos y la inflación suponen un gran obstáculo para las pequeñas empresas, por lo que este tipo de figuras facilitan el crecimiento, expansión y aumento de capital de este tipo de empresas, actuando como catalizador.

Por otro lado, los artículos 39 y 40 de la Ley 22/2014 también prevén la aplicación de esta normativa a aquellos Fondos de Emprendimiento Social Europeos (**FESE**) y a los Fondos de Capital Riesgo Europeos (**FCRE**). Además, la Ley 18/2022 ha añadido recientemente el artículo 40 bis en la Ley 22/2014, por el cual se incluye asimismo a los Fondos de Inversión a Largo Plazo Europeos (**FILPE**), cuya introducción se desarrollará más adelante. No obstante, es relevante destacar que para que sea aplicable la Ley 22/2014 a estos vehículos: (i) si son sociedades, han de estar domiciliadas socialmente en España, (ii) si son fondos, han de haberse constituido con arreglo a las leyes españolas o

(iii) que, en caso de que sean comercializados en nuestro país, operen de acuerdo con el Reglamento Europeo respectivo a cada tipo.

Además, la Ley 22/2014 introduce la regulación de unas nuevas figuras, denominadas Entidades de Inversión Colectiva de tipo Cerrado (EICC), las cuales se pueden constituir asimismo en forma de Sociedad de Inversión Colectiva de tipo Cerrado (**SICC**) o Fondo de Inversión Colectiva de tipo Cerrado (**FICC**).

Existen numerosas diferencias entre estos tipos de entidades y las ECR (Plana Paluzie, 2016, párr.9), siendo la principal que el régimen aplicable a las ECR es más rígido que el de las EICC, por lo que el abanico de inversiones que pueden realizar las ECR se encuentra limitado. A este respecto, es destacable que las ECR no pueden invertir en empresas financieras ni públicas, y han de contar con un objetivo comercial determinado (consistente en la generación de retornos para sus *limited partners*). Por su parte, las EICC no están sometidas a esas restricciones, y no tienen ningún tipo de objetivo comercial.

Por último, es necesario hacer referencia a las Entidades de Inversión Colectiva de tipo Cerrado de Préstamos (**EICCP**), introducidos por la Ley 18/2022, que suponen la creación de un vehículo específico para dar cabida a los denominados fondos de deuda. Si bien la entrada de este nuevo subtipo de entidades en nuestro ordenamiento se tratará *infra* con mayor detalle, cabe mencionar que están sujetas a ciertos requisitos especiales, con el fin de asegurar que realizan una conveniente gestión del riesgo, algo que cobra particular relevancia en el contexto de crisis económica en el que nos encontramos actualmente.

Tras mencionar los distintos tipos de entidades que se pueden adoptar como vehículo de inversión, es importante ahora mencionar la relevancia de las sociedades gestoras de entidades o instituciones de inversión colectiva de tipo cerrado (**SGEIC** o **SGIIC**), las cuales son sociedades anónimas encargadas del control, gestión y administración de las ECR o EICC. En definitiva, son los *general partners* mencionados anteriormente. Así, toda entidad de capital riesgo ha de contar con una sociedad gestora, con la salvedad de las entidades que se constituyan como sociedad (SCR y SICCC), las cuales podrán operar como “*sociedades autogestionadas*”. A diferencia de las sociedades, los fondos no gozan de personalidad jurídica. Como consecuencia de esto, “el objeto de los FCR es invertir en sociedades mercantiles ya constituidas, no crear nuevas sociedades” (SJM Pamplona/Iruña 225/2019, de 11 de diciembre).

CAPÍTULO V. LA LEY 18/2022, DE 28 DE SEPTIEMBRE, DE CREACIÓN Y CRECIMIENTO DE EMPRESAS

1. OBJETIVOS, ÁMBITO DE APLICACIÓN DE LA LEY Y TIPOLOGÍA DE MEDIDAS

La Ley 18/2022, de 28 de septiembre, cuya entrada en vigor se produjo el pasado 19 de octubre, surge tras la pandemia del coronavirus como parte del Plan de Recuperación, Transformación y Resiliencia elaborado por el Gobierno español, en el marco de los diversos planes elaborados por los Estados miembros de la Unión Europea para acogerse al Plan de Recuperación para Europa denominado “*NextGeneration EU*”. Mediante este mecanismo, se realizan no sólo préstamos sino también transferencias directas con el fin de aumentar las inversiones de carácter público encaminadas a la recuperación económica, para así mitigar el impacto de la pandemia y estimular las empresas en nuestro país. Así, las medidas adoptadas en este marco han de ser necesariamente “finalistas, excepcionales y programadas” (Tapia Hermida, 2021, p. 6).

En el caso de España, este plan fue aprobado por Acuerdo del Consejo de Ministros el 27 de abril de 2021¹². Incluye medidas articuladas en torno a cuatro líneas principales, orientadas a potenciar la transición ecológica, la transformación digital, la cohesión social y territorial y la igualdad de género. Concretamente, estas líneas se desarrollan mediante la activación de diez palancas entre las que encontramos la modernización y digitalización del tejido industrial y de la pequeña y mediana empresa (PYME).

Como enuncia de la Exposición de Motivos de la Ley, sus objetivos se centran en facilitar y acelerar el procedimiento de creación de nuevas empresas, reforzar el marco legal en lo relativo a la prestación de actividades económicas, introducir medidas encaminadas a disminuir la morosidad y favorecer métodos de financiación alternativos a la financiación bancaria.

Con respecto a los tres primeros objetivos, la Ley “*Crea y Crece*” introduce numerosos cambios que no han de pasar desapercibidos. En primer lugar, fuerza la adaptación a los sistemas de facturación electrónica y la regulación de los nuevos mecanismos de

¹² Resolución de 29 de abril de 2021, de la Subsecretaría, por la que se publica el Acuerdo del Consejo de Ministros de 27 de abril de 2021, por el que aprueba el Plan de Recuperación, Transformación y Resiliencia.

financiación participativa (conocidos comúnmente como *crowdfunding*) al Reglamento de índole europea 2020/1503. Además, introduce la posibilidad de constituir sociedades de responsabilidad limitada por una cantidad mínima de capital social de un euro, a diferencia del régimen anterior, cuyo mínimo ascendía a tres mil euros según lo establecido por la Ley de Sociedades de Capital¹³ (en lo sucesivo LSC).

No obstante, el estudio de estos tipos de medidas queda fuera del objeto de estudio del presente trabajo, por lo que se centrará el análisis en el cuarto objetivo, relativo a las medidas aplicables al ámbito del capital riesgo.

En materia de capital privado, el Capítulo VI de la Ley es el que trata las medidas orientadas a mejorar e impulsar la actividad del capital riesgo en nuestro país. Esta ley reconoce, una vez más, el papel esencial del capital riesgo como catalizador de la economía y su creciente papel en los últimos años¹⁴, y apuesta por el sector como elemento clave para la recuperación española en la etapa postpandémica. Así, modifica las Leyes 22/2014, de 12 de noviembre y la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva. A continuación, se realizará un breve repaso y análisis crítico respecto de las principales novedades relevantes a este trabajo, poniendo mayor énfasis en dos campos principales: la introducción de nuevas figuras (FILPE y EICCP) y la flexibilización del régimen de comercialización al inversor minorista.

2. PRINCIPALES APORTACIONES Y NOVEDADES EN MATERIA DE CAPITAL RIESGO E INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA

El desarrollo de las reformas que afectan este ámbito en la Ley “*Crea y crece*” se encuentra en el Capítulo VI de la norma, dividido en dos secciones. La primera hace referencia a las modificaciones respecto de las Instituciones de Inversión Colectiva, mientras que la segunda se refiere a las propias del capital riesgo, si bien algunas de las medidas introducidas son comunes a ambas figuras.

¹³ Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital.

¹⁴ Véase la Exposición de Motivos de la Ley 18/2022, de creación y crecimiento de empresas. En ella, el legislador reflexiona brevemente acerca del beneficio que el capital riesgo supone para el tejido económico del país, pero recuerda que ha de ir acompañado de un nivel adecuado de protección.

2.1. Cambios comunes

En lo que respecta a las reformas comunes para las IIC y las ECR, encontramos dos cambios principales. Por un lado, cabe destacar la modificación del artículo 40 de la Ley 35/2003 y del artículo 41 de la Ley 22/2014, que introduce la posibilidad de que tanto las SGEIC como las SGIIC se puedan constituir como Sociedad Limitada (SL).

Con carácter previo a la entrada en vigor de la ley sólo existía la posibilidad de que se constituyesen como Sociedades Anónimas (SA). En una primera aproximación, teniendo en mente el objetivo de la Ley “*Crea y crece*”, podría pensarse que esta posibilidad facilita mucho la creación de nuevas sociedades gestoras, puesto que los trámites y requisitos necesarios para la puesta en funcionamiento en una SL son menores que en una SA. En esta misma línea apuntan otras medidas de la misma norma como las orientadas a reforzar los sistemas del Centro de Información y Red de Creación de Empresas (CIRCE) y del Documento Único Electrónico (DUE) para agilizar e impulsar la creación de Sociedades de Responsabilidad Limitada.

No obstante, considero que sería erróneo afirmar que estas son las únicas consecuencias, puesto que hay que prestar atención a las diferencias entre ambos regímenes en aspectos tan importantes como la transmisibilidad de las participaciones (denominadas acciones en el caso de una SA) o la imposibilidad de cotizar en mercado público para las SL. Como convenientemente recuerdan Broseta Pont y Martínez Sanz (2019, p. 361), la SL no sólo puede cerrarse totalmente a la transmisibilidad de acciones, sino que también tiene vetada la apertura total del régimen de transmisión de las participaciones. Así, surgen numerosas cuestiones cuyo análisis resulta muy apropiado.

A mi modo de ver, la posibilidad de que las sociedades gestoras puedan constituirse como SL carece apenas de utilidad práctica, debido a diversos motivos. En primer lugar es necesario hacer mención al carácter dinámico que posee el capital riesgo puesto en relación con la rotación existente en el sector. En numerosísimas ocasiones se da entrada a nuevos inversores o socios y otros deciden abandonar la compañía, por lo que el tráfico jurídico se ve entorpecido por la dificultad de transmisión de las participaciones en una SL. Esta rotación de inversores y socios, tan natural como habitual en esta industria, choca con el carácter eminentemente cerrado de las sociedades de responsabilidad limitada. Esto se refleja en la prohibición de que existan cláusulas de los estatutos que conviertan en

libre la transmisión *inter vivos* de participaciones sociales del artículo 108 de la LSC. Así pues, habida cuenta de que los cambios de gestores entre unas sociedades y otras son tan comunes en esta industria, ¿en qué beneficia a los operadores del sector el acogerse a un régimen más estricto?

En línea con esto, otro factor relevante para analizar es el relativo al alto grado de profesionalización que precisa este sector. Si los gestores pretenden ganarse la confianza de un nuevo grupo inversor, han de poder demostrar que su conocimiento de este tipo de inversiones alternativas es incuestionable. Por esta misma razón es mucho más difícil la fase de levantamiento de fondos (*fundraising*) para los *general partners* de nuevas gestoras que para aquellos con dilatada experiencia. La mayoría de los gestores de este tipo de sociedades son directivos con amplia experiencia en grandes entidades financieras, por lo que están habituados a operar en el ámbito de las sociedades anónimas. Esto es lógico, dada la necesidad de regular a conciencia las empresas que operan en la industria financiera, especialmente tras la crisis financiera de 2008.

Así, el hecho de que los requisitos para la puesta en marcha y funcionamiento de una sociedad en este sector se vean reducidos es, a mi juicio, algo temerario, pues el riesgo inherente a este tipo de inversiones requiere las máximas garantías formales por parte del legislador. Si se ha seguido esta máxima a la hora de reforzar cuestiones como la protección al inversor particular, creo que habría de razonarse de la misma manera a la hora de procurar la constitución y operatividad de las gestoras.

Por último, ha de hacerse referencia a la internacionalización del capital riesgo y a la buena imagen frente a terceros que proporciona la adopción de la sociedad anónima como tipo societario. En un contexto en el que se quiere continuar favoreciendo la entrada de grandes fondos de inversión internacionales en las PYMEs de nuestro país, es necesario dotar de la mayor seguridad posible al marco regulatorio, algo que sin duda alguna se logra con mayor efectividad en el caso de las SA que en las SL.

Por otro lado, la otra modificación común al capital riesgo y a las Instituciones de Inversión Colectiva es la inclusión en la Ley 22/2014 de la figura de los fondos de inversión a largo plazo europeos (FILPE), mencionados anteriormente. La entrada de este tipo de fondos en nuestro ordenamiento se estudiará *infra* en el apartado 5.3.2 del presente trabajo.

2.2. Reformas en el ámbito del capital riesgo

Con respecto a los cambios regulatorios que afectan específicamente al entorno de las actividades de capital riesgo, cabe destacar numerosas reformas de distinto calado. Si bien posteriormente se van a estudiar más en detalle las reformas relativas a la inclusión de nuevas figuras en nuestro ordenamiento (FILPE y EICCP) y la flexibilización de la comercialización a los inversores minoristas, también se considera relevante valorar las demás medidas introducidas por la Ley 18/2022 que afectan a las operaciones de capital privado.

2.2.1. Extensión del objeto principal de actividad de las ECR

En primer lugar, para seguir dando cabida al crecimiento del capital riesgo no sólo en cuanto a número de operaciones sino también en cuanto a diversidad de verticales y sectores en las que se producen esas inversiones, la Ley “*Crea y crece*” amplía el objeto principal de las ECR.

Así, mediante el artículo 17 de la nueva Ley se introduce el cuarto apartado del artículo 9 de la Ley 22/2014, que expande el objeto principal de las actividades de inversión del capital riesgo a aquellas compañías cuyas operaciones se basan en la utilización de la tecnología con el objetivo de innovar en diversos “modelos de negocio, aplicaciones, procesos o productos”. Esta nueva extensión da entrada a los fondos de capital riesgo cuyo foco de negocio se encuentra en la inversión en empresas del denominado sector *Fintech*.

Este término, de rigurosa actualidad, mezcla las palabras “Finanzas” y “Tecnología” en inglés, y es aplicable a aquellas empresas que se caracterizan no sólo por el empleo de nuevas tecnologías para proveer servicios financieros tradicionales, sino que principalmente crean nuevos servicios y procedimientos digitalizados. Estos ofrecen ventajas significativas en términos de calidad y eficiencia, y que en muchos casos transforman la manera en que se prestan estos servicios (Cassinello, Cervera Conte, Ibáñez Jiménez, & López del Villar, 2018, p. 2). Por tanto, se pueden enmarcar en este sector las empresas que facilitan los pagos de compras mediante el uso de dispositivos móviles, las plataformas de financiación participativa (*crowdfunding*) o aplicaciones que dinamizan los procesos de solicitud de préstamos y financiación (Setó Olive, 2022, p. 5).

La adición de este párrafo resulta sin duda beneficiosa, por varios motivos, tanto para el sector del capital riesgo como para la propia industria del *Fintech*. La nueva posibilidad de invertir en entidades consideradas como eminentemente financieras refleja la creciente confianza del legislador hacia el capital riesgo como instrumento real de financiación, pues continúa abandonando los prejuicios surgidos tras la crisis financiera de 2008 acerca del capital riesgo como producto especulativo y peligroso para la industria financiera. Aparte de esto, dilata el abanico de posibilidades de inversión para los fondos, algo que sin duda ayuda a los gestores a contemplar nuevas maneras para proporcionar retornos óptimos a sus *limited partners*.

Sin embargo, esto también supone una gran ventaja para el sector *Fintech*, cuya evolución en nuestro país ha sido muy notable, habiéndose quintuplicado el número de empresas *Fintech* españolas en el periodo 2015-2019 (Carbó Valverde, Cuadros Solas, & Rodríguez Fernández, 2020, p. 25). Así pues, la promulgación de medidas de esta índole provoca que el sector de las finanzas electrónicas vea acrecentada su exposición a la inversión institucional e internacional.

Queda patente, por tanto, que esta reforma merece una valoración global positiva. Si bien aparentemente tiene poco calado, puede comportar notables sinergias para ambos mundos, aunque no podemos pasar por alto cuestiones jurídicas tan fundamentales (y más en esta industria) como las relativas a la adecuada protección y régimen de información al consumidor, la ciberseguridad y prevención de estafas a través de las redes o la privacidad y el derecho al olvido, entre otras.

Por último, se ha producido recientemente otra modificación regulatoria orientada a captar inversión institucional en nuestro país, algo que puede ser particularmente relevante en el ámbito de las empresas del sector *Fintech*, encuadrada dentro de la Ley 28/2022, relativa al fomento del ecosistema de las empresas emergentes. Esta nueva “*Ley de Startups*” regula por vez primera un aspecto que afecta de manera directa a los gestores de capital riesgo: el *carried interest*. Dicha fórmula hace referencia a una habitual forma de retribución para los gestores de capital riesgo (es decir, los *general partners*) y otros empleados de dichas ECRs, basada en una comisión por beneficios orientada a involucrar a los administradores en la maximización del valor de las empresas participadas por el fondo.

Esta cuestión no carece de importancia, puesto que el *carried interest* ostenta un gran peso en las retribuciones de los operadores de los grandes fondos del sector, particularmente para aquellos que ocupan las funciones directivas de las entidades, ya que en muchas ocasiones el componente variable de sus salarios supera con creces al fijo. Así pues, el legislador ha optado por encuadrar estos rendimientos como rendimientos de trabajo en lo relativo al Impuesto Sobre la Renta de las Personas Físicas (IRPF), pero ha establecido una exención del 50%.

No obstante, esta bonificación es únicamente aplicable siempre que se satisfagan ciertas exigencias, como que el *holding period* haya durado por lo menos 5 años, que la ECR no se encuentre domiciliada en un paraíso fiscal o con el que no existan convenios de intercambio de información, que sea percibido por empleados de la ECR u otra del mismo grupo societario y que los *limited partners* hayan recibido la rentabilidad mínima que les había sido asegurada.

En conclusión, el impacto estimado de esta medida reduce el tipo efectivo de tributación a un porcentaje en torno al 23-27%, en función de la Comunidad Autónoma donde se resida, lo que puede suponer un estímulo positivo para favorecer España como plaza de primer nivel para las *Fintech* europeas (Serrano Sordo, 2022, p. 77).

2.2.2. Novedades en el ámbito de las ECR-Pyme

Por otra parte, la Ley “*Crea y crece*” trae consigo cambios relevantes y específicos en el ámbito de las ECR-PYME. Por medio de su artículo 17.9, retoca el tercer apartado del artículo 21 de la Ley 22/2014, relativo a las empresas que pueden constituir el objeto de inversión de las ECR-PYME.

Estas empresas se encuentran sujetas a diversos requisitos. Estos abarcan cuestiones diversas tales como la imposibilidad de superar ciertos niveles máximos de facturación o de activo, que no estemos ante IIC, empresas financieras o inmobiliarias, que al tiempo de la inversión no sean cotizadas o que su domicilio social se encuentre en territorio nacional, en la Unión Europea o país tercero con el que España mantenga intercambios de información de carácter tributario.

Concretamente, la nueva Ley reformula sólo uno de los requisitos de dicho artículo, que previamente expresaba que las empresas habían de tener una cantidad de empleados

inferior a 250¹⁵. Este límite ha sido prácticamente duplicado, ampliándose a una plantilla inferior a 499 empleados, con el fin de equiparar la normativa a la prevista para los FCRE. Este aumento en cuestión es sin duda una de las medidas que más favorecen de manera real y tangible el capital riesgo como alternativa de financiación a los sistemas bancarios tradicionales, demostrando el convencimiento del legislador por el empuje del sector. A mi modo de ver, servirá para dar entrada a las ECR-PYME a sectores como la agricultura o la automoción, pues son industrias intensivas en capital humano.

Como consecuencia de ampliar sensiblemente el espectro de empresas que podrán ser objeto de inversión por parte de las ECR-PYME, esta medida contribuye asimismo a la creación de nuevas ECR-PYME en sí. Si estas entidades tenían ya desde 2014 el potencial de beneficiarse de las facilidades legales inherentes a su constitución, que incluyen la posibilidad de hacer uso de instrumentos de deuda mucho más variados como préstamos convertibles, participativos y de otros tipos (Aldavero & Paramio, 2015, pp. 77-78), el nuevo régimen tras la Ley “*Crea y crece*” es incluso más atractivo. A partir de ahora, pueden invertir en empresas de un tamaño considerablemente mayor, siempre observando los máximos de activo y volumen de negocios fijados por el apartado 3.c) del artículo 21.

Algo que llama la atención de manera negativa es, no obstante, la inaplicación a las ECR-PYME de la extensión del objeto de actividad principal de las ECR introducido por la misma Ley y que ha sido tratado *supra* en el apartado anterior. Como se ha comentado, uno de los requisitos de las empresas objeto de actividad de las ECR-PYME es que no formen parte del ámbito financiero. Habiéndose modificado esta cuestión en el ámbito de las ECR ordinarias para permitir la inversión en empresas del sector *Fintech*, considero que carece de lógica el hecho de que no se extienda esta modificación a las ECR-PYME.

Teniendo en cuenta la oportunidad que puede constituir el acceso a la financiación mediante capital riesgo para las *startups* españolas del sector *Fintech*, que tanto ha venido creciendo en los últimos años, sorprende y mucho la negativa injustificada del legislador a aplicar esta extensión. Como acertadamente apunta Gil de Biedma Rodríguez-Salmones

¹⁵ Véase la antigua redacción del apartado 3.b) del artículo 21 de la Ley 22/2014, 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.

(2022, pp. 38-39), esta situación deja a muchas pequeñas y medianas empresas con gran potencial en situación de notable desventaja, pues se ven privadas de acceder a los sistemas alternativos de financiación provistos por el capital riesgo, lo que genera una situación claramente discriminatoria. Por lo tanto, considero que es esencial un cambio legislativo urgente a este respecto, dada la relevancia del sector *Fintech* en nuestro país. Si se pretende un impulso real de las PYME nacionales (lo cual parece la intención del regulador al aumentar el límite de empleados de las empresas objeto de inversión de las ECR-PYME), es necesario que se les dote de herramientas para crecer adecuadamente de manera rápida y efectiva.

2.2.3. Introducción del concepto de “activo invertible”

Además, entre las modificaciones que afectan al capital riesgo, la Ley realiza algunos cambios muy específicos en ciertos coeficientes y plazos e introduce algún nuevo concepto para modificar bases de cálculo. Puesto que no son reformas muy relevantes, simplemente se hará una breve referencia a ellas.

Por un lado, el artículo 17.6 de la nueva ley modifica los artículos 16 y 23 de la Ley 22/2014, insertando en nuestro ordenamiento por vez primera el concepto de “activo invertible”, haciendo referencia a la diversificación de inversiones y limitaciones de grupo.

Este término, que viene a sustituir lo que se denominaba como “activo computable”, se calcula sumando al patrimonio comprometido el endeudamiento obtenido y restando todo tipo de comisiones, gastos máximos y cargas que aparezcan en el folleto. Por su parte, el “activo computable” es más complejo de calcular, pues no sólo incluye la suma del patrimonio neto junto con los préstamos de carácter participativo obtenidos y las plusvalías latentes netas de impuestos, sino que además es necesario realizar una serie de ajustes establecidos en la Ley 22/2014.

Por tanto, los límites de inversión para las entidades no cambian, sino que únicamente cambia la base de cálculo de dichos límites. Esto implica que se mantiene la prohibición de las ECR de asignar más del 25% de su “activo invertible” a una sola empresa, ni más de un 35% en un mismo conglomerado societario. En el caso de que la entidad fuese una ECR-PYME, ambos límites ascienden al 40%.

Esta cautela legal es a mi juicio muy evidente, pues impide que las ECR asuman un riesgo desproporcionado en sus operaciones, ya que la diversificación entre distintas compañías participadas es un aspecto básico de la actividad de las empresas de capital riesgo, que les permite no apostar todos sus recursos en una sola inversión.

2.2.4. Cambios en algunos coeficientes y plazos

Por otro lado, hay dos cambios principales en lo que a coeficientes se refiere, si bien ninguno de ellos es especialmente importante. Primero de todo, en cuanto al coeficiente de diversificación mencionado en el apartado anterior, se introduce un cambio en el plazo en caso de que se produzca un incumplimiento temporal (véase la nueva redacción del artículo 17 de la Ley 22/2014).

Con la nueva regulación, este plazo es de tres años serán contados a partir de la fecha de inicio de operaciones según el folleto en caso de que dicha fecha se encuentre en el mismo. No obstante, si el Reglamento de la ECR no hubiera incluido la fecha de inicio de operaciones, se seguirá el mismo criterio que se empleaba en ambos casos antes de la reforma (es decir, la fecha de inicio será la de registro en la CNMV).

En segundo lugar, se modifica el artículo 13 de la Ley 22/2014, incluyendo un nuevo apartado 13.3.d). Este nuevo párrafo amplía el espectro de partidas que son susceptibles de computar para el contenido del denominado coeficiente obligatorio de inversión, el cual hace referencia a la obligatoriedad de las ECR de invertir por lo menos una parte del activo computable (como mínimo el 60%).

Anteriormente, se requería que este capital estuviese invertido en las siguientes opciones: accionariado o participaciones de las empresas en porfolio, activos que pudiesen dar lugar a un derecho de suscripción o adquisición de éstas, financiación de empresas en su actividad principal mediante préstamos participativos o bien acciones o participaciones de ECR. No obstante, tras esta reforma, también se puede considerar capital invertido a efectos del coeficiente obligatorio de inversión aquel que esté conformado por “facturas, préstamos, crédito y efectos comerciales” que se consideren habituales en el comercio, siempre y cuando se trate de empresas participadas por el fondo y con el límite del 20% del activo computable (art. 13.3d) de la Ley 22/2014).

Esta entrada hace referencia sin lugar a duda a las EICCP que se tratarán *infra*. Por tanto, resulta coherente y natural que si el legislador ha habilitado la inclusión de los fondos de

deuda en nuestro sistema jurídico se equipare su régimen regulatorio al de las ECR convencionales, dotándoles de análogas herramientas y límites. En caso contrario, podemos afirmar casi con total seguridad que ninguna de las EICCP cumpliría con la obligatoria relación de inversión, lo cual podría conllevar fuertes sanciones, dado que dicha infracción se encuentra catalogada como muy grave según lo dispuesto en el artículo 93 f) de la Ley 22/2014.

2.2.5. Reducción del capital mínimo para las SCR

Otra reforma de la nueva Ley (a primera vista orientada a facilitar la creación de SCRs) es la que introduce el nuevo artículo 26 de la Ley 22/2014, modificado por el artículo 17 de la Ley “*Crea y Crece*”. Esta modificación disminuye del 50% al 25% del capital comprometido el porcentaje mínimo a desembolsar si se pretende la creación de una SCR. No obstante, es llamativo que junto a esto se reduzca enormemente el plazo para desembolsar el resto del capital, que pasa de tres años a un año, a contar desde la fecha de registro en la CNMV.

La Exposición de Motivos de la Ley aduce este cambio a la equiparación con el régimen de los FCR, pero teniendo en cuenta las mayores exigencias en cuanto a sistema de gobierno que requieren los sistemas de las sociedades respecto a los fondos. Sin embargo, desde mi punto de vista, esta medida pierde su objetivo al proponer una disminución tan grande del plazo de desembolso del resto del capital.

Si bien el cambio en cuanto al porcentaje de desembolso inicial ha de verse con buenos ojos, puesto que no siempre es fácil levantar un capital mínimo de 1.200.000€ (900.000€ en caso de que nos encontremos ante una ECR-PYME), el hecho de que se reduzca a un tercio el plazo de desembolso del resto de capital suscrito presiona en gran manera a los administradores de la sociedad.

Así pues, considero que hubiera tenido más sentido reducir dicho porcentaje y, al mismo tiempo, mantener el plazo de desembolso del resto del capital suscrito en tres años, ya que la redacción actual no hace nada por facilitar la creación de SCRs. La cantidad de capital suscrito mínimo para crear la SCR se sigue situando en las cifras mencionadas en el apartado anterior, lo que provoca que si se desea constituir una SCR se ha de aportar la totalidad del capital suscrito en un año en vez de tres como permitía la redacción antigua. Es cierto que se reduce el desembolso inicial a la mitad, pero ¿acaso compensa esto habida

cuenta de la drástica reducción del plazo total de desembolso? Desde mi punto de vista, claramente no es así.

2.3. Otros cambios relativos a las Instituciones de Inversión Colectiva

Por su parte, las Instituciones de Inversión Colectiva también han visto reformados algunos aspectos de su normativa, referidas principalmente a sus obligaciones informativas. En primer lugar, se modifica la Ley 35/2003, suprimiéndose el artículo 22 bis y modificando el artículo 17. Así, se establece como novedad la obligación de adoptar los medios telemáticos para comunicarse de manera predeterminada con los inversores o partícipes de la institución, siempre que la institución disponga de la información necesaria para la realización de dicha comunicación o y que dicho inversor no haya expresado su voluntad contraria a la comunicación telemática mediante documento escrito.

Aunque reformas así imponen cargas a las Instituciones de Inversión Colectiva, que se ven abocadas a automatizar sus procesos de *reporting* (presentación de información), forman parte del régimen de protección al inversor y han de ser valoradas positivamente. Con una regulación que impulse el cambio hacia mecanismos de esta índole, se favorecerá la llegada de inversores institucionales internacionales a empresas españolas.

Por otro lado, el otro gran cambio en este ámbito supone la eliminación del informe que las SGIIC debían presentar con carácter obligatorio cada tres meses. Con la nueva Ley, se modifica la redacción del artículo 17 de la Ley 35/2003 y la presentación de este informe pasa a ser facultativa. No obstante, las instituciones han de expresar en el folleto su intención de proporcionar (o no) el informe en cada caso (art.17.6). De este modo se aligeran levemente las obligaciones de *reporting* para los operadores, manteniéndose la obligatoriedad de información tanto semestral como anualmente. No obstante, si las entidades están acostumbradas a un cierto grado de automatización en dicha actividad, no supondrá apenas cambios para ellas.

3. INTRODUCCIÓN DE NUEVAS FIGURAS

A continuación, se estudiarán dos de las reformas más características de la Ley “*Crea y crece*” en el ámbito del capital riesgo, orientadas a adaptar figuras reconocidas en otros países o jurisdicciones. Así pues, encontramos las EICCP (que suponen el punto de

partida de la regulación de los fondos de deuda en España) y los FILPE (que se recogen por primera vez en una Ley española).

3.1. La regulación de los fondos de deuda (EICCP)

El éxito de los fondos de deuda obedece a causas similares al de los fondos tradicionales de capital riesgo. Una vez más, la situación generada tras la crisis financiera de 2008, que ha supuesto exigencias mucho mayores para poder adquirir financiación bancaria, ha provocado que las empresas recurran a métodos alternativos de financiación.

Si el capital riesgo tradicional implica la entrada de un fondo de manera directa en la propiedad de la empresa, la actividad principal de los fondos de deuda privada (*private debt funds*) como modo de financiación suele centrarse la provisión de préstamos directos a compañías (actividad conocida como *direct lending*), que se suelen incorporar cláusulas e instrumentos que si se cumplen permiten al fondo entrar en la propiedad de la empresa. Estos tipos de fondos pueden dedicarse a tramos de deuda y riesgo específicos y pueden tener objetivos muy diversos, por lo que se suelen clasificar según diversos subtipos (*mezzanine*, *unitranche*, etc.) cuyo estudio excede los límites de este trabajo.

Para comprender la necesidad de regular este tipo de entidades, se ha de tener en cuenta en primer lugar el entorno macroeconómico en el que nos encontramos, donde los tipos de interés son altos y los trámites para obtener deuda bancaria son estrictos y prolongados. Pese a que el coste de acudir a los fondos de deuda sea más elevado que la deuda bancaria tradicional, su atractivo se pone de relevancia especialmente en aquellos casos en los que las entidades financieras no pueden ofrecen financiación. Esto se debe a que estos vehículos son capaces de proveer a las empresas de instrumentos de deuda mucho más flexibles en cuanto a la manera de ejecutar los pagos, los regímenes de amortización y la capitalización de los intereses (Mañueco & Peña, 2018, pp. 71-72).

Si bien estos instrumentos han sido desarrollados ampliamente en Estados Unidos (pues, al igual que el capital riesgo, se encuentran mucho más evolucionados), en España no se habían regulado de manera expresa hasta la Ley “*Crea y crece*”. Esto se debe a que con anterioridad a su entrada en vigor no estaba demasiado clara su naturaleza jurídica, pudiendo encontrar distintas opiniones.

De un lado, algunas voces del sector consideraban que su encaje se hallaba bajo el amplio paraguas de las EICC, expresando que la Ley 22/2014 introduce de manera implícita un

marco legal generalmente aplicable a este tipo de entidades. Para comprender su argumentación, hay que tener en cuenta en primer lugar que la Ley 22/2014 distingue los regímenes de ECR y EICC en lo relativo al capital mínimo, objeto y actividades accesorias. No obstante, la Ley no hace mención expresa de que los coeficientes obligatorios (y los activos que computan para su cálculo) de las ECR se inapliquen en el caso de las EICC. Según ellos, ha de entenderse que no han de aplicarse estos coeficientes a las EICC dado su diferente objeto, puesto que si fuesen de aplicación se bloquearía la constitución de fondos de *private debt* en España, ya que únicamente podrían financiar, por ejemplo, a las compañías de su porfolio (Erlaiz Coteló & Rodríguez Hernández, 2015, pp. 25-28). Sin embargo, estos autores también reconocen que sería necesaria una aclaración por parte del legislador.

Por otro lado, hay otros autores que directamente expresaban que la situación regulatoria española tras la Ley 22/2014 no permite la constitución de fondos de deuda en España. De esta manera, este tipo de fondos no tienen manera de competir con sus homólogos en otros países, obligando a los operadores de nuestro país a acudir a herramientas como las SICAR luxemburguesas para poder constituir dichas entidades. Por tanto, no concebían la actividad de los fondos bajo la normativa española en ese momento, sino que exigían un cambio legislativo que o bien crease una nueva figura legal fiscalmente atractiva para dar cabida a estos fondos, o bien se adaptasen de manera expresa a algún régimen como el de las ECR (Martín & Rodríguez, 2018, pp. 80-81).

A mi juicio, aunque entiendo la intención de los primeros autores de poder encajar los fondos de deuda en alguno de los tipos de la Ley 22/2014 para poder justificar su constitución en España, la conclusión de que se inaplican los coeficientes para las EICC es bastante temeraria. Si el legislador ha expresado que los regímenes de ECR y EICC son similares exceptuando únicamente lo relativo al capital mínimo, objeto y actividades accesorias, no veo la razón de deducir cualquier otra diferenciación de manera autónoma que no se haya mencionado en la Ley. Así pues, creo que no se puede considerar que la Ley 22/2014 suponga la entrada en nuestro ordenamiento de este tipo de fondos.

Por lo tanto, no es hasta la entrada en vigor de la Ley 18/2022, que introduce un nuevo artículo 4 bis en la Ley 22/2014, cuando se produce finalmente la ansiada entrada de los fondos de deuda en nuestro ordenamiento. Como se ha mencionado en el apartado 4.2,

finalmente el legislador opta por clasificarlo como un nuevo subtipo de EICC, denominado Entidades de Inversión Colectiva de tipo Cerrado de Préstamos (EICCP).

El artículo mencionado en el párrafo anterior establece tanto el objeto como los requisitos que han de observar sus *general partners*. En cuanto a su objeto, ha de basarse en “la inversión en facturas, préstamos, crédito y efectos comerciales de uso habitual en el ámbito del tráfico mercantil” (art.4 bis de la Ley 22/2014). Con respecto a los requisitos que establece este artículo, son principalmente cinco, que se pueden resumir de la siguiente manera:

- Evaluación del riesgo crediticio: que los criterios por los que se guíe la EICCP para otorgar préstamos incluyan tanto: (i) métodos para administrar el riesgo crediticio, (ii) métodos de evaluación para ordenar los préstamos según su riesgo, que prevean una monitorización fuerte para los de mayor riesgo y (iii) métodos que valoren la solvencia de los deudores del préstamo tanto a priori como periódicamente.
- Obligaciones de información: es necesario que el folleto de información incluya tanto esos criterios como advertencias acerca de los riesgos asociados al producto en cuestión, y que el *reporting* público nombre individualmente los préstamos impagados, de dudoso cobro, en los que se hayan producido cambios en la solvencia y los que se estén ejecutando.
- Diversificación: la entidad ha de diversificar sus inversiones entre diversos proyectos. Es preciso que el folleto muestre el plazo alcanzar esto, puesto que si no alcanza dicha cifra se pueden dar dos casos:
 - o Que la EICCP tenga que reexaminar su política (informando debidamente a sus *limited partners* de la nueva estrategia a adoptar).
 - o Que se disuelva la EICCP, como consecuencia de *ultima ratio* para el caso de incumplimiento.
- Prohibiciones legales de invertir: se establece la imposibilidad de que estas entidades otorguen préstamos a: (i) personas que no sean persona jurídica, (ii) a sus *limited partners*, (iii) otras entidades similares (EICC e IIC), (iv) ningún tipo de ECR regulado en la Ley 22/2014 o (v) ninguna entidad o persona que se considere vinculada según lo expresado en el artículo 67 de la Ley 35/2003.
- Requisito temporal: sólo se permite la inversión en préstamos que habían sido otorgados anteriormente con más de tres años de antigüedad.

Nada más se dice en la nueva ley acerca de las EICCP, por lo que surgen algunas dudas. En primer lugar, en cuanto al requisito de diversificación ¿qué es lo que hemos de considerar como diversificación suficiente? De la literalidad del artículo nada podemos extraer acerca de la existencia de límite alguno, por lo que no queda claro a partir de qué cifra la diversificación se puede considerar adecuada.

En línea con esto, al no existir ningún límite fijo, es plausible plantearse qué sucedería si una EICCP establece en su folleto una cifra de diversificación extremadamente baja, y la cumple en el plazo. ¿Debería entonces intervenir la CNMV para obligarle a revisar su política de inversión? Según la redacción actual, si se cumple el coeficiente, por bajo que sea, no podría ser objeto de persecución. Así pues, a primera vista considero que esta cuestión queda demasiado en manos de los *general partners*, y sería conveniente fijar unos mínimos.

Por otro lado, no podemos cerrar el tema sin hacer referencia al tema fiscal. Es cierto que, por las causas que se han expresado anteriormente, el legislador ha decidido subsumir las EICCP como un subtipo de EICC y en vez de encuadrarlo dentro de las ECR, lo cual parece que tiene sentido, puesto que éstas últimas únicamente pueden aportar financiación a las compañías de su porfolio, con carácter accesorio a su actividad principal.

Sin embargo, mientras que las ECR son beneficiarias de una fiscalidad muy favorable, el legislador no ha otorgado ventaja fiscal de ningún tipo a las EICCP, cuyo régimen de tributación es el general para las sociedades (entre las que se incluyen todas las EICC). Pese a que ECR y EICCP sean figuras distintas, su ámbito de actividad es muy similar, por lo que considero que una solución más acertada sería la extensión de este tipo de bonificaciones fiscales como mínimo a las EICCP. Como acertadamente expresan Martínez-Pina y Rodríguez Hernández, el triunfo de las EICCP irá de la mano del régimen fiscal que se les atribuya (2022, p. 7).

3.2. Los Fondos de Inversión a Largo Plazo Europeos (FILPE)

La otra figura insertada por la Ley “*Crea y crece*” a nuestro ordenamiento son los FILPE. Como se ha introducido previamente, este tipo de fondos de inversión alternativa fueron

regulados ya a nivel europeo, por medio del Reglamento 2015/760¹⁶, que goza de aplicabilidad directa en los ordenamientos de los Estados miembros de la Unión Europea.

De manera análoga a lo que realizó la Ley 22/2014 con los FESE y los FCRE, la nueva Ley únicamente incluye las referencias necesarias a los FILPE, encargando su supervisión a la CNMV. Así pues, lo que logra la Ley “*Crea y crece*” es simplemente reflejar formalmente lo expresado en el Reglamento, por lo que este reconocimiento no es especialmente relevante (Azaola Monedero & Sánchez Monjo, 2022, p. 6).

En cuanto a su objeto, los FILPE son fondos cuya actividad se basa en el otorgamiento de financiación en sectores que cuentan con una regulación fuerte. Así, están orientados a aumentar el encauzamiento de inversiones de carácter largoplacista en proyectos europeos, en el marco de la economía real.

No obstante, a efectos de este trabajo lo más interesante recalcar una de las novedades más importantes que introdujeron los FILPE, pues por vez primera otorgaron la opción a particulares de invertir en ciertos productos financieros reservados antiguamente a inversores de carácter institucional. Esto, a mi modo de ver, supone un claro reflejo de la actitud democratizadora del capital riesgo que adoptaría posteriormente el legislador nacional en la redacción de la Ley “*Crea y crece*”, cuestión que se tratará en el próximo apartado.

En otro orden de cosas, es preciso hacer una breve mención al proceso de reforma en el que se han visto envueltos recientemente. En los últimos años, ha quedado patente que los FILPE no han gozado del éxito que se pretendía que alcanzaran, algo que el sector aduce tanto a su régimen de comercialización como al estrecho abanico de posibilidades de inversión que abarcan (Azaola Monedero & Sánchez Monjo, 2022, p. 15). Además, como se tratará *infra*, esto se debe sin duda a la inexistencia de bonificaciones fiscales.

Esto ha provocado que se iniciase un procedimiento de revisión legislativa que ha culminado el 7 de marzo de 2023, con la publicación por parte del Consejo del nuevo marco jurídico de los FILPE. Este nuevo régimen es mucho más acertado, puesto que

¹⁶ Reglamento (UE) 2015/760 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 29 de abril de 2015, sobre los fondos de inversión a largo plazo europeos.

flexibiliza las condiciones necesarias para comercializar estos vehículos con inversores no profesionales y amplía el conjunto de activos objeto de inversión (este es el caso, por ejemplo, de los bonos verdes).

A nivel fiscal, sucede prácticamente lo mismo que con las EICCP. No existe ninguna normativa (a excepción de las aprobadas por Vizcaya y Álava en sus respectivos territorios) que bonifique la tributación de los FILPE, lo que les hace seguir el régimen general. Al igual que en el caso de las EICCP, se echan mucho en falta este tipo de iniciativas, pues son determinantes para que estas figuras tengan éxito.

4. FLEXIBILIZACIÓN DEL RÉGIMEN DE COMERCIALIZACIÓN AL INVERSOR MINORISTA

Por último, se tratará uno de los aspectos más novedosos y polémicos de la Ley “*Crea y crece*”: la flexibilización del régimen de comercialización al inversor minorista. Como se puede observar en el resto del trabajo, hemos sido testigos de una ascendente preocupación legislativa por acercar la inversión en capital riesgo al inversor particular. Para analizar esta cuestión, es pertinente el estudio del concepto de inversor minorista.

La clasificación vigente de los diversos tipos de inversores o clientes la encontramos establecida por la Directiva MiFID II, de la que bebe la actual versión de la Ley del Mercado de Valores (LMV)¹⁷. En su artículo 203, se establece una clasificación triple, distinguiendo entre contrapartes elegibles, clientes profesionales y minoristas.

Si bien para este trabajo sólo es de interés el concepto de inversor minorista, es necesario definir los otros dos, pues el artículo 204 define al cliente minorista mediante exclusión, encuadrando bajo este término a todo inversor que no se considera cliente profesional. Los clientes profesionales son definidos por el artículo 205 de la misma Ley, que enuncia que son considerados como tal “aquellos a quienes se presume la experiencia, conocimientos y cualificación necesarios para tomar sus propias decisiones de inversión y valorar correctamente sus riesgos”. Además, el artículo 207.1 recoge numerosos casos de contrapartes elegibles, entre las que se encuentran las ECR o las EICC, que

¹⁷ Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores.

lógicamente cuentan con el máximo nivel de cualificación y experiencia para operar en los diferentes mercados.

La clasificación mencionada *supra* agrupa a los distintos tipos de clientes en función de la protección que necesitan. Como es lógico, el inversor de tipo minorista cuenta con un menor nivel de conocimientos y práctica inversora, tendrá que ser objeto de mayor protección por parte del ordenamiento, aunque es cierto que las cantidades que invierte son mucho menores.

En cuanto a esta cuestión, han sido numerosos los litigios surgidos tras inversiones realizadas por particulares en productos financieros considerados como complejos, que han pretendido que se declare la nulidad de su contrato de inversión alegando error como vicio del consentimiento.

A este respecto, el Tribunal Supremo ha desarrollado en numerosas sentencias su doctrina¹⁸ (*Vid.* STS 840/2013, de 20 de enero de 2014; STS 769/2014, de 12 de enero de 2015; STS 489/2015, de 16 de septiembre; STS 102/2016, de 25 de febrero, entre otras), distinguiendo entre los productos financieros complejos (el capital riesgo lo es sin duda) y los que no lo son.

Para los productos simples, el *onus probandi* recae sobre la parte que pretende que se demuestre el error. En el caso de los productos complejos, las entidades bancarias y comercializadoras tienen la obligación legal de proporcionar información específica, adecuada y comprensible a los clientes sobre los riesgos asociados con dichos productos. Si no cumplen con esta obligación, se presume que el cliente no conocía los riesgos y, por lo tanto, incurrió en error al contratar el producto. Sin embargo, se ha de tener en cuenta la experiencia del inversor, puesto que en algunos casos esta presunción se suaviza y la falta de información adecuada no siempre determina la existencia de un error vicioso.

¹⁸ Se pueden encontrar abundantes casos de aplicación de esta doctrina en numerosas sentencias del ámbito provincial (véanse, a modo de ejemplo: SAP de A Coruña 349/2019 (Sección 5ª), de 25 de octubre, FJ 1; SAP de Barcelona 437/2019 (Sección 14ª), de 29 de octubre, FJ 2; SAP de Madrid 24/2016 (Sección 13ª), de 28 de enero, FJ 2; SAP de Las Palmas 213/2015 (Sección 3ª), de 14 de abril, FJ 3).

Más recientemente, en su sentencia 361/2021, de 25 de mayo, FJ 4, el Tribunal Supremo ha precisado que este error ha de basarse en la ignorancia del funcionamiento y actividad del producto contratado, no siendo la causa del riesgo la iliquidez del producto.

Por lo tanto, se puede observar que la protección del inversor es una preocupación importante para el legislador en productos de esta índole. Debido a esto, sólo es posible comercializar productos de capital riesgo a este grupo inversor si se asegura un nivel de protección adecuada. Esta posibilidad se articula legalmente por primera vez, cómo no, en la Ley 22/2014, cuyo artículo 75.1 establece una regla general que prohíbe la comercialización, tanto de EICC como ECR, a inversores que no sean considerados profesionales. Sin embargo, el apartado siguiente del mismo precepto permite la entrada de otros que no lo sean, en dos casos distintos:

- a. Siempre que cumplan las siguientes condiciones acumulativas:
 - Compromiso mínimo: han de invertir en la entidad una cantidad mínima que asciende a 100.000€ (cifra que la AIFMD permite fijar a los Estados miembros).
 - Declaración de conocimiento de riesgos: con la finalidad de asegurarse de que son conscientes del elevado riesgo de los productos financieros en los que están invirtiendo, han de formular su conocimiento de éstos en forma escrita y en documento diferente al contrato.
- b. Que siendo no profesionales y sin cumplir las condiciones anteriores:
 - Vínculo con la entidad: que administren o tengan un vínculo laboral con la entidad, si la inversión se realiza en dicha compañía.
 - ECR públicas: en caso de que la ECR cotice en un mercado de valores, es evidente que se permitirá que sean objeto de inversión por inversores minoristas.
 - Justificación: si los inversores minoristas acreditan una experiencia demostrada en este tipo de entidades (ya sea porque han sido gestores, asesores o inversores en las mismas).

Como se puede observar, el régimen propuesto por esta Ley es bastante estricto, lo que impide de todo punto que se pueda afirmar que con esta norma exista una comercialización real con los inversores minoristas.

En opinión de Recondo Porrúa (2021, pp. 247-256), esto se debe principalmente a la iliquidez intrínseca al capital riesgo, así como al elevado compromiso mínimo, sumados a otros factores menos importantes que incluyen los gastos de gestión, la falta de

transparencia, o la habitualidad de que en los primeros años tras la entrada los flujos de caja ostenten cifras negativas.

A mi modo de ver, se produce un claro choque entre dos principios: de una parte, una clara aspiración del legislador de observar el ámbito reforzado de protección establecido por el MiFID para los inversores minoristas, y de otra la creciente intención de ampliar progresivamente el ámbito de la autonomía de la voluntad en el campo de la inversión. Este último, a priori, encaja mejor con la tendencia que ha seguido la normativa europea más reciente en ámbitos como los FILPE (mencionados anteriormente), cuya laxa regulación y comercialización hacia los inversores minoristas ha sido claramente predecesora de la tendencia seguida por la Ley “*Crea y crece*”.

En línea con lo expresado, la tendencia de continuar aumentando el campo de la autonomía de la voluntad se encuentra en alza. En este contexto, existe un cierto consenso entre los operadores del sector, que han abogado por un cambio legislativo que permita una comercialización real y efectiva de productos de capital riesgo entre los inversores más protegidos, para lo que se han propuesto diversas soluciones. Por ejemplo, el establecimiento de un sistema clasificatorio que ponga el foco en la situación personal de cada inversor, de manera que se valore si está suficientemente cualificado, en lugar de fijar compromisos mínimos de inversión (Martín & Rodríguez, 2018, p. 80).

En medio de este debate surge finalmente la novedosa Ley “*Crea y crece*”, que flexibiliza en gran manera lo expresado por la Ley 22/2014. Mediante la modificación del artículo 75.2, se establece un nuevo régimen (aparte del que se ha analizado) para comercializar alternativamente estos productos al inversor minorista, para cuyo acceso es preciso que se cumplan cuatro condiciones *sine qua non*:

- Asesoramiento: es preciso que se hayan seguido consejos de inversión de un intermediario que esté acreditado para poder realizar servicios de asesoramiento en este ámbito.
- Compromiso mínimo: en este nuevo régimen, se reduce la cantidad mínima de inversión hasta los 10.000€. Cabe destacar que dicha cifra ha de mantenerse invertida.
- Límite porcentual: la cantidad invertida en la entidad no puede ser superior a una décima parte del patrimonio del inversor.
- Límite patrimonial: el inversor ha de contar con un patrimonio inferior a 500.000€

Es evidente que este nuevo régimen va a permitir una comercialización mucho más masificada de los activos de capital riesgo. Sin embargo, es llamativo el mantenimiento de un requisito de capital mínimo, puesto que sigue sin ponerse el foco en el estudio de las aptitudes del inversor, sino que se mantiene (con salvedades) en el compromiso de inversión. Esto, como se puede imaginar, ha sido el aspecto más criticado.

A modo de ejemplo, Veloso Caro enuncia la contradicción surgida de que el ordenamiento no permita invertir una cantidad menor de 10.000€ en ECR (aunque el inversor sea consciente tanto de la iliquidez como del riesgo de su inversión), mientras que en el caso del *crowdfunding* se permitan inversiones desde 1€, teniendo que ser advertido de los riesgos y debiendo dar consentimiento expreso únicamente a partir de ciertas cantidades (2022, p. 30).

Así pues, queda claro que el régimen actual no satisface lo solicitado por los miembros del sector. Para paliar la iliquidez intrínseca a estos productos, Veloso Caro (2022, p. 31) y Recondo Porrúa (2021, p. 249) proponen de manera muy similar la posibilidad de regular ventanas en las que se permita un rescate del capital previamente comprometido, de manera que el pequeño inversor no vea totalmente bloqueado su capital durante un tiempo generalmente superior a los cinco años. Es decir, sugieren una suerte de *replacement capital* consistente en la apertura de periodos tasados legalmente donde se pueda sustituir a unos inversores por otros, sin esperar al desembolso simultáneo para todos los inversores.

Por mi parte, coincido en que claramente es necesario orientar la protección del inversor minorista hacia la evaluación adecuada de su conocimiento y experiencia, en vez de la exigencia de ciertos desembolsos mínimos que suponen una barrera injustificada para acceder a productos de capital riesgo. Es en esta línea en la que se mueven productos innovadores y europeos como los FILPE, por lo que el legislador nacional debería tomarlos como modelo.

No obstante, en lo que a la iliquidez se refiere, considero que las reformas propuestas son de muy profundo calado y son, en consecuencia, de difícil implantación. Bastaría hacer referencia a la propia definición de EICC para hacer ver que la desinversión simultánea para los inversores es algo fundamental. Por tanto, o se crean vehículos específicos para inversores minoristas que flexibilicen aún más el régimen (opción que a priori parece más

plausible), o se da cabida a estas nuevas opciones de liquidez en las figuras actuales (lo que exigiría reformas mucho más profundas).

Por último, es interesante hacer referencia a una cuestión muy poco tratada y que supone una consecuencia claramente negativa del nuevo régimen de comercialización a los inversores minoristas: las crecientes obligaciones y dificultades surgidas del *reporting* con los inversores y su coordinación de intereses. Con el régimen actual, ciertamente surgirán fondos cuya masa inversora estará compuesta por gran cantidad de minoristas. Esto supone que sea preciso el establecimiento de principios comunes entre ellos para guiar la política inversora de la ECR. Aunque la gestión de dicha política corresponda a los gestores de la ECR, los *limited partners* tienen en la realidad del sector un gran peso en las decisiones inversoras de las mismas. Así pues, cuanto mayor sea la base de inversores de la entidad, más difícil será para la entidad poner de acuerdo a todos ellos en unos principios de inversión comunes y generar un *reporting* personalizado para los mismos.

Además, se dificultará el contacto directo de la entidad con sus inversores. Actualmente, las ECRs celebran Juntas Generales de Accionistas (más conocidas por sus siglas en inglés AGM, *Annual General Meeting*), donde se informa a los *limited partners* acerca del estado de los fondos y sus participadas. En estas reuniones se observa una gran participación de los inversores, que expresan su parecer respecto a diversos temas. Si se aumenta mucho la cantidad de *limited partners*, será en detrimento de la utilidad de este tipo de reuniones.

5. VALORACIÓN GENERAL Y ASPECTOS NO TRATADOS POR LA LEY “CREA Y CRECE”

Como se puede deducir de la lectura de este trabajo, la Ley “*Crea y crece*” no ha supuesto una transformación sustancial del marco creado por la Ley 22/2014, sino que ha introducido reformas de distinto calado en aspectos muy variados y específicos, convirtiéndose en un compendio de normas diversas. Por tanto, mientras que la Ley acierta tímidamente en algunos de ellos (como la inclusión del *Fintech* como objeto de inversión), en otros no se puede considerar que haya tenido lugar en absoluto una mejora legislativa.

En este sentido, es muy llamativa la falta de regulación de algunos aspectos que o bien están a la orden del día en la agenda europea o son aspectos esenciales a la hora de impulsar el crecimiento de las PYMEs. En particular, sorprenden la inexistente remisión a la sostenibilidad en el capital riesgo y la falta de medidas que impulsen de manera real el desarrollo de empresas, sobre todo en sus etapas más tempranas.

En primer lugar, cabe destacar la inversión socialmente responsable (ISR). Este concepto hace referencia a aquellas inversiones realizadas en concordancia de criterios tanto ambientales como sociales y de gobierno corporativo (en adelante, ASG).

A nivel europeo, han surgido numerosas normas que afectan al capital riesgo (principalmente en materia de divulgación), entre las que destaca el Reglamento de Divulgación de Finanzas Sostenibles¹⁹. Esta norma impone deberes de información hacia los *limited partners* respecto al grado de cumplimiento de estos criterios y clasifica a las iniciativas en tres categorías, en función de sus características²⁰, pero no establece obligaciones directas para la adaptación a los estándares ASG.

En la legislación española sucede algo parecido, sin que hoy en día existan preceptos vinculantes que obliguen a adoptar procedimientos en lo que a la ISR se refiere. Por una parte, es cierto que encontramos normas como la Ley 11/2018, de 28 de diciembre²¹, que introduce deberes de divulgación de información no financiera para ciertas sociedades de capital que superen límites de tamaño, empleados y su consideración como de interés público (Bataller Grau & Córdoba-Mochales, 2020, pp. 32-33). Sin embargo, no encontramos normas que puedan directamente aplicables para los gestores de capital riesgo.

En consecuencia, es innegable la oportunidad que el regulador ha perdido de regular esta materia, habida cuenta de la importancia capital que ostenta la sostenibilidad en la Agenda 2030. Una manera adecuada de llevar a cabo esta regulación podría involucrar la

¹⁹ Reglamento 2019/2088, (UE) 2019/2088 del Parlamento Europeo y del Consejo de 27 de noviembre de 2019 relativo a la divulgación de información relativa a la sostenibilidad en el sector de los servicios financieros.

²⁰ Véanse los artículos 6 a 9 del Reglamento.

²¹ Ley 11/2018, de 28 de diciembre, por la que se modifica el Código de Comercio, el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, y la Ley 22/2015, de 20 de julio, de Auditoría de Cuentas, en materia de información no financiera y diversidad.

introducción de medidas que favorezcan las iniciativas que adopten criterios ASG frente a las que los ignoren. Estas medidas pueden incluir bonificaciones de carácter fiscal, especialmente en el ámbito de las EICC, donde hay mucho margen de mejora, como apunta Plana Paluzie (2020, pp. 9-10).

Por otro lado, aunque no sea el objeto central de este trabajo, cabe destacar la poca entidad de las modificaciones respecto al crecimiento de las empresas. Si bien es cierto que la nueva Ley facilita la constitución de sociedades y elimina algunas barreras para la creación de empresas, omite una gran parte de las variables que suponen mayores dificultades para los negocios en su fase inicial, como las contribuciones al régimen de la Seguridad Social. A mi modo de ver, esta Ley contiene algunas medidas que ayudan a crear empresas, pero contribuye muy poco a asegurar un crecimiento sostenido y eficiente de los negocios españoles.

Resulta llamativo que no se traten cuestiones como las subvenciones públicas, esenciales para asegurar cierta viabilidad tras los primeros periodos de operación, mientras que para más *inri* se establecen nuevas cargas a las PYMEs, como se puede observar en la imposición de la factura electrónica. De nuevo, tampoco en cuanto a las PYMEs encontramos beneficio fiscal de ningún tipo que promueva este crecimiento, lo que es fundamental para que las PYMEs subsistan a los primeros ejercicios.

Si bien estas cuestiones ya no tienen un impacto tan directo en el capital riesgo, es innegable su efecto indirecto, puesto que involucran de lleno a las empresas objeto de inversión de las entidades del sector. Si se dota a las PYMEs de elementos adecuados para poder crecer orgánicamente, el tejido empresarial se verá beneficiado y, por ende, el sector del capital riesgo.

CAPÍTULO VI. CONCLUSIONES DEL TRABAJO

Tras haber expuesto y analizado extensamente en este trabajo las reformas traídas por la Ley 18/2022, de creación y crecimiento de empresas, se pueden extraer las siguientes conclusiones.

Primera. La Ley “*Crea y crece*” es una recopilación de normas diversas e incorreladas entre sí. Aspira a tratar ámbitos muy heterogéneos y pierde su objetivo al no regular de

manera profunda y adecuada los aspectos objeto de reforma. Si bien hay que apreciar la bienintencionada voluntad del legislador de favorecer métodos alternativos a la financiación bancaria tradicional, la técnica legislativa utilizada para redactar la Ley se puede considerar como deficiente, pues en ella se introducen muchas medidas populistas y de poco calado en el mercado del capital riesgo.

Segunda. En línea con el párrafo anterior, algunas de las medidas propuestas en la Ley carecen de todo punto de utilidad práctica o no quedan suficientemente claros, como es el caso de la posibilidad de constituir SGIIC o SGEIC como SL o el coeficiente de diversificación de las EICCP. Es preciso que a partir de ahora las reformas traten temas solicitados por los operadores del sector y no aspectos que no tendrán apenas repercusión en el tráfico mercantil.

Tercera. Además, es precisa una revisión de la redacción actual, pues en más de una ocasión el legislador comete errores que perjudican la creación o actividad de ECR (véase la no aplicación de la extensión del *Fintech* como objeto principal de la actividad del capital riesgo a las ECR-PYME o la reducción del plazo de desembolso de la totalidad del capital para las SCR). Esto provoca que en vez de favorecer al capital riesgo se establezcan mayores escollos para el establecimiento y desarrollo de este tipo de entidades en nuestro país.

Cuarta. En cuanto a la entrada de las EICCP y los FILPE en nuestro ordenamiento, es evidente que el legislador ha omitido de todo punto la posibilidad de otorgar un régimen fiscal favorable a estas figuras. Si lo que se pretende es que estos vehículos tengan un éxito real y consolidado, es fundamental equiparlos con instrumentos que permitan una competencia adecuada con sus homólogos en otros países europeos. Queda, por tanto, mucho camino que recorrer en este ámbito.

Quinta. Con respecto al régimen de comercialización del capital riesgo a los inversores minoristas, la Ley introduce importantes novedades que apuntan en la dirección adecuada, pero es necesario alejar el foco de los requisitos de capital mínimo y llevarlo hacia la evaluación del conocimiento y aptitudes del inversor, en línea con las últimas reformas europeas como en el caso de los FILPE. No obstante, hay que tener en cuenta las consecuencias negativas que pueden derivarse de la comercialización de este tipo de productos a los inversores particulares, en especial la dificultad de crear políticas comunes de inversión y el aumento de *reporting* que supondría.

Sexta. Es preciso que el legislador español tome conciencia de las iniciativas europeas de incluir criterios ASG en el campo de la inversión y apruebe por fin normas que sean vinculantes para las entidades. Sólo de esta manera se producirá una implantación real de la ISR en nuestro país. Es necesario plantear bonificaciones o beneficios adecuados para premiar a las empresas del sector que lleven a cabo iniciativas de esta índole, puesto que el régimen actual no incentiva la promoción de este tipo de inversiones.

BIBLIOGRAFÍA

LEGISLACIÓN

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 (ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2011/61/oj>).

Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros (ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2004/39/oj>).

Directiva 85/611/CEE de 20 de diciembre de 1985, sobre Organismos de Inversión Colectiva en valores mobiliarios (DO L 375 de 31.12.1985).

Ley 28/2022, de 21 de diciembre, de fomento del ecosistema de las empresas emergentes (BOE 22 de diciembre de 2022).

Ley 18/2022, de 28 de septiembre, de creación y crecimiento de empresas (BOE 29 de septiembre de 2022).

Ley 11/2018, de 28 de diciembre, por la que se modifica el Código de Comercio, el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, y la Ley 22/2015, de 20 de julio, de Auditoría de Cuentas, en materia de información no financiera y diversidad (BOE 29 de diciembre de 2018).

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 2014).

Ley 47/2007, de 19 de diciembre, por la que se modifica la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (BOE 20 de diciembre de 2007).

Ley 25/2005, de 24 de noviembre, reguladora de las entidades de capital-riesgo y sus sociedades gestoras (BOE 25 de noviembre de 2022).

Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva (BOE 5 de noviembre de 2003).

Ley 1/1999, de 5 de enero, reguladora de las Entidades de Capital-Riesgo y de sus sociedades gestoras (BOE 6 de enero de 1999).

Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (BOE 29 de enero de 1989).

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 2014).

Libro Blanco de la Comisión, de 15 de noviembre de 2006, sobre la mejora del marco del mercado único de fondos de inversión [COM (2006) 686 final - no publicado en el Diario Oficial].

Libro Verde sobre la mejora del marco de la UE para los fondos de inversión de 12 de julio de 2005 (SEC (2005) 947).

Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores (BOE 24 de octubre de 2015).

Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital (BOE 3 de julio de 2010).

Real Decreto-ley 7/1996, de 7 de junio, sobre medidas urgentes de carácter fiscal y de fomento y liberalización de la actividad económica (BOE 8 de junio de 1996).

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) 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 (ELI: <http://data.europa.eu/eli/reg/2019/2088/oj>).

Reglamento (UE) 2015/760 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 29 de abril de 2015, sobre los fondos de inversión a largo plazo europeos (ELI: <http://data.europa.eu/eli/reg/2015/760/oj>).

Resolución de 29 de abril de 2021, de la Subsecretaría, por la que se publica el Acuerdo del Consejo de Ministros de 27 de abril de 2021, por el que aprueba el Plan de Recuperación, Transformación y Resiliencia (BOE 30 de abril de 2021).

JURISPRUDENCIA

Sentencia de la Audiencia Provincial de A Coruña 349/2015 (Sección 5ª), de 25 de octubre.

Sentencia de la Audiencia Provincial de Barcelona 437/2019 (Sección 14ª), de 29 de octubre.

Sentencia de la Audiencia Provincial de Las Palmas 213/2015 (Sección 3ª), de 14 de abril.

Sentencia de la Audiencia Provincial de Madrid 24/2016 (Sección 13ª), de 28 de enero.

Sentencia del Juzgado de lo Mercantil Pamplona/Iruña 225/2019, de 11 de diciembre de 2019.

Sentencia del Tribunal Supremo 361/2021 (Sala de lo Civil, Sección 1ª), de 25 de mayo (recurso 4501/2018).

Sentencia del Tribunal Supremo 102/2016 (Sala de lo Civil, Sección 1ª), de 25 de febrero (recurso 1624/2014).

Sentencia del Tribunal Supremo 489/2015 (Sala de lo Civil, Sección 1ª), de 16 de septiembre (recurso 1879/2013).

Sentencia del Tribunal Supremo 769/2014 (Sala de lo Civil, Sección 2ª), de 12 de enero de 2015 (recurso 2290/2012).

Sentencia del Tribunal Supremo 840/2013 (Sala de lo Civil, Sección 991ª), de 20 de enero de 2014 (recurso 879/2012).

OBRAS DOCTRINALES

- Aldavero, F., & Paramio, V. (2015). Las Entidades de Capital Riesgo PYME según la Ley 22/2014, de 12 de noviembre, de Capital Riesgo. *Revista Española de Capital Riesgo* (Nº2/2015), 63-78.
- Alfárez, Á., Zudaire, J., & Martí Pellón, J. (2018). Evolución del Venture Capital y *Private Equity* en España y de su papel sobre la economía española. En A. I. Fernández (Coord.), *Private Equity en España. Oportunidades de crecimiento* (pp. 9-27). FUNCAS.
- Alonso Allende, I. (2010). Directiva UCITS IV. *CMS Albiñana & Suárez de Lezo. Boletín Mercantil* (1), 7-8. https://cms.law/en/media/local/cms-asl/files/publications/newsletters/boletin_mercantil_1_-marzo_2010_-final
- Azaola Monedero, E., & Sánchez Monjo, M. (2022). Los fondos de inversión a largo plazo europeos (FILPE): encaje en la Ley Crea y Crece, regulación actual y perspectivas de futuro. *Revista Española de Capital Riesgo* (Nº4/2022 y 1/2023), 5-22.
- Balboa, M., & Martí, J. (2003). *An Integrative Approach to the Determinants of Private Equity Fundraising*. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=493344
- Bataller Grau, J., & Córdoba-Mochales, I. (2020). Capital riesgo y la responsabilidad social de la empresa. *Revista Española de Capital Riesgo* (Nº1/2020), 21-47.
- Broseta Pont, M. & Martínez Sanz, F. (2019). *Manual de Derecho Mercantil: Vol.I* (26ª). Tecnos.
- Carbó Valverde, S., Cuadros Solas, P., & Rodríguez Fernández, F. (2020). Radiografía del sector fintech español. En E. Bandrés (Ed.), *Cuadernos de información económica* (pp. 25-31). FUNCAS.
- Cassinello, N., Cervera Conte, I., Ibáñez Jiménez, J., & López del Villar, C. (2018). El desarrollo de las soluciones Fintech en España. *ICADE. Revista De La Facultad De Derecho* (101). <https://doi.org/10.14422/icade.i101.y2017.002>

- Erlaiz Coteló, I., & Rodríguez Hernández, V. (2015). Fondos de Deuda. Marco regulatorio en la Ley 22/2014. ¿Pueden actuar los Fondos de Capital Riesgo como Fondos de Deuda? *Revista Española de Capital Riesgo* (Nº 4/2015), 25-32.
- Galán González, J., Martín Alcázar, F., Romero Fernández, P., & Valle Cabrera, R. (1993). Capital Riesgo e innovación: un análisis en la Comunidad Europea. *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*, 2 (2), 9-17.
- García Pedroviejo, J. (2011). Principales Novedades en el Régimen Jurídico de las Instituciones de Inversión Colectiva. *Uría Menéndez. Foro de actualidad* (30), 85-89.
<https://www.uria.com/documentos/publicaciones/3228/documento/art10.pdf?id=3376&forceDownload=true>
- García Rodríguez, A. (2013). La Directiva AIFMD y su transposición en España. *Uría Menéndez. Foro de actualidad* (35), 149-153.
<https://www.uria.com/documentos/publicaciones/3922/documento/ue1.pdf?id=4809>
- García Santos, M. N. (2007). MiFID : un nuevo marco de competencia para los mercados de valores. *Revista de Estabilidad Financiera. Banco de España* (12), 43-73.
https://repositorio.bde.es/bitstream/123456789/23071/1/02_MiFID.pdf
- Gil de Biedma Rodríguez Salmones, M. (2022). Análisis de las modificaciones introducidas en el Régimen Jurídico de ECR-Pymes por la Ley 18/2022, de 28 de septiembre, de creación y crecimiento de empresas. *Revista Española de Capital Riesgo* (Nº 4/2022 y 1/2023), 33-42.
- Gompers, P., & Kaplan, S. (2022). *Advanced Introduction to Private Equity*. Edward Elgar Publishing.
- Guilanyà Mercadé, A., & Mazaira Font, D. (2014). Un repaso a la historia del capital riesgo y una mirada hacia su futuro a partir de su funcionamiento y agentes protagonistas. En J. Requeijo (Coord.), *Los retos de la financiación del sector empresarial* (pp. 221-232). Fundación de Estudios Financieros y Círculo de Empresarios.
- Instituto de Capital Riesgo. (2014). *Anuario de Capital Riesgo. Resumen ejecutivo*.
<https://www.incari.org/index.php/es/anuario-de-capital-riesgo-2014>

- Mañueco, P., & Peña, I. (2018). La financiación en proyectos de Capital Riesgo. En A. I. Fernández (Coord.), *Private Equity en España. Oportunidades de crecimiento* (pp. 63-76). FUNCAS.
- Martí Pellón, J., & Maroto Acín, J. (1987). *El capital riesgo ("Venture capital") : un análisis conceptual y formal aplicado a España y a los principales países industrializados*. [Tesis doctoral. Universidad Complutense de Madrid]. Citado por Galán González, J., Martín Alcázar, F., Romero Fernández, P., & Valle Cabrera, R. (1993).
- Martín, B., & Rodríguez, I. (2018). Propuestas para la mejora del régimen legal y regulatorio de las Entidades de Capital Riesgo en España. En A. I. Fernández (Coord.), *Private Equity en España. Oportunidades de crecimiento* (pp. 77-85). FUNCAS.
- Martínez-Pina, A., & Rodríguez Hernández, V. (2022). La intermediación financiera no bancaria y los nuevos fondos de deuda introducidos por la Ley 18/2022 de creación y crecimiento de empresas. *Revista Española de Capital Riesgo* (Nº 4/2022 y 1/2023), 79-87.
- Peña, I., & Mañueco, P. (2018). Evolución del capital riesgo en la economía española. En E. Bandrés (Ed.), *Cuadernos de información económica* (pp. 37-43). FUNCAS.
- Plana Paluzie, À. (2020). Aspectos legales de las ISR en las entidades de capital riesgo. *Instituto de Estudios Financieros. Observatorio de Divulgación Financiera* (49), 1-14.
- Recondo Porrúa. (2021). *Private Banking & Private Equity: La democratización del Capital Riesgo*. *Revista de Derecho del Sistema Financiero* (2), 235-266. <https://doi.org/10.32029/2695-9569.02.07.2021>
- Serrano Sordo, T. (2022). Las Fintech como inversiones aptas en la Ley Crea y Crece. *Revista Española de Capital Riesgo* (Nº 4/2022 y 1/2023), 65-78.
- Tapia Hermida, A. (enero de 2021). El plan de inversión que cambiará Europa y España en el próximo sexenio: el instrumento de recuperación de la Unión Europea y el Plan de Recuperación, Transformación y Resiliencia de España. *Diario La Ley Unión Europea* (88).

Veloso Caro, J. (2012). Novedades legislativas en el sector de Capital Riesgo: Directiva AIFM y Propuesta Reglamento europeo. *Revista Española de Capital Riesgo* (Nº 4/2012), 3-25.

Veloso Caro, J. (2022). El nuevo régimen de los inversores minoristas en la Ley 18/2022, de 28 de septiembre, de creación y crecimiento de empresas. *Revista Española de Capital Riesgo* (Nº 4/2022 y 1/2023), 23-32.

RECURSOS DE INTERNET

Akins, J. (2018). Short Lays on Greasy Voyages: Whaling and Venture Capital. *Nantucket Historical Association*. Recuperado el 5 de noviembre de 2022, de: <https://nha.org/research/nantucket-history/history-topics/short-lays-on-greasy-voyages-whaling-and-venture-capital/>

Bain & Company. (2022). *Global Private Equity Report*. Recuperado el 6 de noviembre de 2022, de https://www.bain.com/globalassets/noindex/2022/bain_report_global-private-equity-report-2022.pdf

Del Castillo Ionov, R. (2010, 5 de octubre). Evolución de la normativa del capital-riesgo en España (II). *Legal Today*. Recuperado el 7 de noviembre de 2022, de <https://www.legaltoday.com/practica-juridica/derecho-social-laboral/laboral/evolucion-de-la-normativa-del-capital-riesgo-en-espana-ii-2010-10-05/>

Eurostat. Statistics Explained. (2016). Glosario: Inversiones de Capital Venture (VCI). *Eurostat*. Recuperado el 5 de noviembre de 2022, de [https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=Glossary:Venture_capital_investments_\(VCI\)&action=statexp-seat&lang=es](https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=Glossary:Venture_capital_investments_(VCI)&action=statexp-seat&lang=es)

EY & SPAINCAP (2022). *Estudio de la rentabilidad de los fondos de capital privado en España 2021*. Recuperado el 7 de marzo de 2023, de <https://spaincap.org/wp-content/uploads/2023/01/Estudio-de-Rentabilidad.pdf>

La Ley. Wolters Kluwer. (s.f.). *Régimen fiscal de las sociedades de desarrollo industrial regional*. Recuperado el 7 de noviembre de 2022, de : https://guiasjuridicas.wolterskluwer.es/Content/Documento.aspx?params=H4sIAAAAAAEAMtMSbF1jTAAASNTUyNztbLUouLM_DxbIwMDS0NDQ7BAZlqIS35ySGVBqm1aYk5xKgDFsuigNQAAAA==WKE#:~:text=Las%20Sociedades%20de%20desarrollo%20industrial%20regional%20son%20sujetos%20pasi

Plana Paluzie, A. (2016, 25 de marzo). Normativa y características de las entidades de Capital-Riesgo (Parte I: Conceptos básicos). *Entre leyes y jurisprudencia*. Recuperado el 4 de enero de 2023, de <http://www.leyesyjurisprudencia.com/2016/03/normativa-y-caracteristicas-de-las.html#:~:text=Otra%20diferencia%20entre%20EICC%20y,llevar%20a%20cabo%20las%20ECR>.

Setó Olive, C. (2022, 9 de marzo). La industria «fintech» y sus perspectivas legislativas, ¿qué hacemos mientras? *Expansión*. Recuperado el 1 de marzo de 2023, de <https://www.expansion.com/juridico/opinion/2022/03/09/6228f114e5fdead3138b4673.html>

SPAINCAP. (2022). *Qué es el Capital Privado (Venture Capital & Private Equity)*. Recuperado el 5 de Noviembre de 2022, de <https://spaincap.org/que-es-el-capital-riesgo/>