

# Aspectos jurídicos del capital-riesgo

Agustín Madrid Parra

## I. INTRODUCCIÓN

La expresión "capital-riesgo" responde a los términos anglosajones *venture capital*. Se refiere a una modalidad de inversión distinta de la tradicional adquisición de acciones (*risk capital*). Evidentemente, toda inversión en una actividad empresarial implica un riesgo. En el caso del capital-riesgo se quiere poner de manifiesto una especial situación de asunción de riesgo.

La aportación de capital-riesgo consiste en una actividad económica que admite una pluralidad de variantes (Alcalá, 1995, págs. 87-94). De ahí que en la doctrina se puedan encontrar diferentes definiciones o conceptos, subrayándose más unos u otros aspectos. En esencia, se describe el capital-riesgo como una actividad financiera mediante la cual el inversor aporta recursos a una pequeña o mediana empresa, con alto potencial de desarrollo, asumiendo más riesgo del habitual, pero con la expectativa de obtener una elevada plusvalía mediante la venta de su participación una vez que la actividad empresarial ha conseguido un nivel de desarrollo apropiado.

El capital-riesgo en sentido amplio, como actividad "no organizada" (participación en una actividad empresarial ajena), se puede considerar tan antiguo como la propia actividad comercial humana. En sentido más estricto, sin embargo, como actividad "organizada", se sitúa su origen en 1946, con la creación en Estados Unidos de la American Research and Development Corporation (ARD), primera sociedad de capital-riesgo, que se dedicó a la financiación de nuevas empresas del sector industrial que contaban con una elevada utilización de tecnología. Desde un punto de vista jurídico, tiene gran relevancia el siguiente paso, que fue la promulgación de la *Small Business Investment Companies Act* estadounidense, en 1958. Esta ley regulaba las Small Business Investment Companies bajo la supervisión de la Small Business Invest-

ment Administration. El gobierno federal pretendía así desempeñar un papel activo en la provisión de capital-riesgo y, por ende, en la promoción de pequeñas y medianas empresas (Alcalá, 1995, págs. 96, 134-135).

La actividad de capital-riesgo se desarrolló con posterioridad y bajo el liderazgo de Estados Unidos. El país europeo donde con más arraigo se ha implantado ha sido el Reino Unido. Le siguen, en orden de importancia, Francia, Alemania, Holanda, Italia, Bélgica y España (Alcalá, 1995, pág. 97). El desarrollo del capital-riesgo en Europa estuvo vinculado a la necesidad de incentivar el avance en la utilización de las modernas tecnologías en el ámbito empresarial. Este objetivo se podía conseguir mejor actuando sobre las pequeñas y medianas empresas que sobre las grandes. Las primeras ofrecen una mayor flexibilidad, que permite una mejor adaptación a los cambios (Medina, 1988, pág. 113).

La aparición del capital-riesgo en España es tardía respecto de otros países. Se produce en los años setenta del siglo XX de la mano del desarrollo regional. Pero no será hasta la década siguiente cuando aparezca la primera regulación específica de las entidades de capital-riesgo.

En el presente trabajo, se ofrece al lector un examen de la legislación actualmente vigente en la materia. La regulación fundamental se encuentra en la reciente Ley 1/1999, de 5 de enero, reguladora de las entidades de capital-riesgo y de sus sociedades gestoras (BOE nº. 5, de 6 de enero). Dada la importancia que tiene el régimen jurídico fiscal de las entidades de capital-riesgo, éste es objeto de estudio en otro trabajo publicado en este mismo número de PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO. En consecuencia, a pesar del título "Aspectos jurídicos del capital-riesgo", no se examina en este estudio el régimen fiscal. Más bien se hará hincapié, aunque no de forma exclusiva

ni exhaustiva, en los aspectos mercantiles del régimen jurídico sustantivo de las entidades de capital-riesgo y de sus sociedades gestoras.

## II. ANTECEDENTES

En el primer párrafo de la exposición de motivos de la Ley 1/1999, de 5 de enero, se afirma que dicha “Ley viene a establecer un marco jurídico estable y completo a las entidades de capital-riesgo españolas”. Tal es la pretensión del legislador. Otra cosa es que lo consiga. En cualquier caso, sí es cierto que existía la necesidad, y por eso mismo la demanda del sector, de una regulación completa y más estable del régimen jurídico aplicable al capital-riesgo.

La referida necesidad era consecuencia de la historia legislativa española en la materia y la situación de constantes modificaciones en la legislación aplicable. Conviene, por ello, hacer un pequeño repaso sobre los antecedentes legislativos.

### 1. Precedentes más lejanos

Hay coincidencia al situar las primeras manifestaciones de la actividad de capital-riesgo en torno a la regulación y creación de las primitivas sociedades de desarrollo regional y, más concretamente, la Sociedad para el Desarrollo Industrial de Galicia (Medina, 1988, página 114). El modelo tenía su origen en Francia, donde se inició en 1955. La finalidad principal de dichas sociedades fue la participación en proyectos que permitieran la creación o reconversión de empresas, con el fin de acelerar la industrialización o evitar la recesión (Alcalá, 1995, págs. 212–213).

La Sociedad para el Desarrollo Industrial de Galicia se creó mediante el Decreto 2182/1972, de 21 de julio, por el que se constituía la Sociedad para el Desarrollo Industrial de Galicia (SODIGA), publicado en el *BOE* número 197, de 17 de agosto. Se pretendía con tal sociedad desarrollar un instrumento que sirviera para equilibrar las diferencias interregionales y generar riqueza mediante la industrialización. Para ello, podía participar en el capital social de otras sociedades, sin rebasar el 35 por 100 de éste y por plazo máximo general de siete años.

Unos años más tarde, en una segunda etapa, se aprueba la creación de dos nuevas sociedades de desarrollo industrial, mediante sendos reales decretos: Real Decreto 3029/1976, de 10 de diciembre, por el que se crea la Sociedad de Desarrollo Industrial de

Andalucía (SODIAN), y Real Decreto 3030/1976, de 10 de diciembre, por el que se crea la Sociedad de Desarrollo Industrial de Canarias (SODICAN), ambos publicados en el *BOE* nº. 11, de 13 de enero de 1977. Dichos Reales Decretos se dictaron al amparo de la autorización contenida en el artículo 14 del Real Decreto-Ley 18/1976, de 8 de octubre, sobre medidas económicas (*BOE* nº. 244, de 11 de octubre), que autorizaba al Gobierno para regular por decreto el contenido, funciones y régimen fiscal y financiero de las sociedades que se constituyan al objeto de promover el desarrollo regional.

Estas sociedades, además de poder participar en el capital social de otras sociedades, podían otorgar préstamos y avales a medio y largo plazo a las “empresas” (sociedades) participadas. Así, pues, se confiere a estas entidades la condición de intermediarios financieros, si bien con carácter restringido (López Pinto, 1984, pág. 169).

Como hecho relevante, hay que mencionar que el citado Real Decreto-Ley 18/1976, de 8 de octubre, creó el Instituto de la Pequeña y Mediana Empresa Industrial (IMPI), como organismo autónomo, que luego fue suprimido por el Real Decreto 2492/1996, de 5 de diciembre. Entre los objetivos que se establecían para el IMPI, se encontraba la asistencia a la promoción y desarrollo de sociedades o agrupaciones para mejorar la consolidación de las operaciones de crédito de pequeñas y medianas empresas industriales o para la captación de recursos para éstas, así como cualesquiera otras actividades promocionales que permitieran obtener la financiación necesaria para este tipo de empresas. No se encomendaba una actuación directa del sector público en el ámbito del capital-riesgo, pero sí una acción indirecta de impulso a través de su participación en sociedades de acción colectiva. Son sociedades constituidas por la agrupación de empresas y empresarios para la realización de actividades que no podrían realizar aisladamente en condiciones económicas rentables (Alcalá, 1995, pág. 240).

En un tercer período, se crean nuevas sociedades de desarrollo industrial mediante los siguientes reales decretos: Real Decreto 1019/1981, de 27 de mayo, por el que se crea la Sociedad de Desarrollo Industrial de Castilla y León (SODICAL), publicado en *BOE* número 133, de 4 de junio; Real Decreto 3004/1981, de 13 de noviembre, por el que se crea la Sociedad de Desarrollo Industrial de Castilla-La Mancha (SODICAMAN), publicado en *BOE* nº. 303, de 19 de diciembre, y Real Decreto 2884/1983, de 28 de septiembre, por el que se crea la Sociedad de Desarrollo Industrial de Aragón

(SODIAR), publicado en *BOE* nº. 276, de 18 de noviembre.

La legislación que configuró el régimen jurídico de las sociedades de desarrollo industrial llevó a cabo la regulación de una actividad económica que, en buena medida, coincide con el contenido fundamental de la actividad financiera que luego sería conceptuada como capital-riesgo. Eran sociedades públicas mercantiles de promoción industrial mediante la participación accionarial minoritaria y temporal, la concesión de préstamos y avales a medio y largo plazo, y la prestación de servicios. No obstante, en aquel primer momento, el ámbito de aplicación se circunscribía a las actuaciones de carácter regional del ámbito propio asignado a cada entidad. Así pues, las limitaciones existentes en el marco jurídico aplicable no permiten hablar aún de capital-riesgo en sentido estricto.

El precedente más claro de las sociedades y fondos de capital-riesgo en España lo constituyen las sociedades de promoción de empresas (Alcalá, 1995, páginas 235, 238 y 245), que aparecieron en el panorama legislativo español con la Ley 61/1978, de 27 de diciembre, reguladora del Impuesto sobre Sociedades (*BOE* nº. 312, de 30 de diciembre), cuyos artículos 13 y 26 se referían, respectivamente, a la promoción industrial, y a las sociedades que tengan por objeto exclusivo la promoción o fomento de empresas mediante participación temporal en su capital. El marco jurídico regulador de dichas sociedades se estableció en los artículos 77 y siguientes del Real Decreto 3061/1979, de 29 de diciembre, por el que se regula el régimen fiscal de la inversión empresarial (*BOE* nº 20, de 23 de enero de 1980). Así, se consideran como "sociedades de promoción de empresas" las que cumplan los siguientes requisitos:

1. Que su objeto social exclusivo consista en la promoción o el fomento de empresas mediante participación temporal en su capital, y la realización de las operaciones que se indican a continuación.

2. Que efectúen exclusivamente las siguientes operaciones:

a) Suscripción de acciones o participaciones de sociedades dedicadas a actividades de carácter empresarial cuyos títulos no coticen en Bolsa. En ningún caso podrán participar en sociedades de inversión mobiliaria, fondos de inversión mobiliaria, sociedades de cartera ni sociedades de mera tenencia de bienes.

b) Adquisición de las acciones o participaciones a

que se refiere la letra anterior por compra de las mismas.

c) Suscripción de títulos renta fija emitidos por las sociedades en que participen o concesión de créditos a éstas por un plazo superior a cinco años.

d) Prestación, en forma directa, a las sociedades en las que participen de servicios de asesoramiento, asistencia técnica y otros similares que guarden relación con la administración de las sociedades participadas, con su estructura financiera o con sus procesos productivos o de comercialización.

3. Que tengan la siguiente estructura del activo:

a) El 50 por 100, como mínimo, compuesto por participaciones superiores al 10 por 100 del capital de sociedades que no coticen en Bolsa.

b) El 15 por 100, por títulos de renta fija de las sociedades en que participen o en créditos concedidos a éstas por un plazo superior a cinco años.

c) Hasta un 35 por 100 en caja, cuentas corrientes, bonos, depósitos o imposiciones a plazo. Asimismo, en acciones de sociedades de cotización calificada en Bolsa; en este caso, no podrá exceder el 25 por 100 del total activo de la sociedad de promoción de empresas.

4. En ningún caso podrán participar con más de un 25 por 100 en cada uno de los capitales propios de las sociedades en que estén interesadas, ni poseer obligaciones o conceder créditos a más de cinco años por un importe que, sumado al valor nominal de las acciones, excediese el total del 25 por 100 de su capital.

Sobre este esquema básico, se llevaría luego a cabo la regulación específica de las sociedades y fondos de capital-riesgo en el Real Decreto-Ley 1/1986, de 14 de marzo, de medidas urgentes administrativas, financieras, fiscales y laborales (*BOE* nº. 73, de 26 de marzo).

## 2. Antecedentes más próximos

Con anterioridad al Real Decreto-Ley 1/1986, de 14 de marzo, hay que hacer también mención del Real Decreto-Ley 8/1983, de 30 de noviembre, de reconversión y reindustrialización (*BOE* nº. 289, de 3 de diciembre). Interesa referirse a la regulación del Centro para el Desarrollo Tecnológico Industrial y a los préstamos participativos.

Dicho Centro había sido creado mediante el Real Decreto 2341/1977, de 5 de agosto, por el que se crea el Centro para el Desarrollo Tecnológico Industrial (CEDETI), publicado en el *BOE* nº. 218, de 12 de septiembre. El artículo 36 del Real Decreto-Ley 8/1983, de 30 de noviembre, transformó la naturaleza jurídico-pública del CEDETI, y entre sus funciones contemplaba: "Participar en operaciones de capital-riesgo mediante la toma de acciones minoritarias de nuevas empresas con tecnología emergente". El régimen jurídico del CEDETI establecido en el Real Decreto-Ley 8/1983 fue luego objeto de desarrollo y reglamentación mediante el Real Decreto 2/1984, de 4 de enero, por el que se adoptan medidas para la puesta en funcionamiento de la entidad de derecho público Centro para el Desarrollo Tecnológico Industrial (*BOE* nº. 4, de 5 enero), y el Real Decreto 1406/1986, de 6 de junio, por el que se aprueba el reglamento del Centro para el Desarrollo Tecnológico e Industrial (*BOE* nº. 162, de 8 julio). El CEDETI fue configurado para ayudar y fomentar el desarrollo tecnológico mediante la financiación de proyectos que contribuyeran a mejorar la posición competitiva española, a partir de una estrategia innovadora (Vallori, 1984, pág. 166; García-Pozuelo, 1987, pág. 33).

Los préstamos participativos son un instrumento útil para la actividad financiera de capital-riesgo. Dichos préstamos se regulaban en el artículo 36.2 del Real Decreto-Ley 8/1983 con las siguientes características:

a) La entidad concedente del préstamo participará en los beneficios líquidos, con independencia de que, además, se acuerde un interés fijo.

b) El prestatario no podrá anticipar la amortización de dichos créditos excepto que esta amortización anticipada se compense con una aportación equivalente de fondos propios, siempre y cuando esta amortización no provenga de regularización de activos. En ningún caso, la amortización anticipada del crédito participativo podrá alterar la relación existente entre recursos propios y recursos ajenos.

c) Los préstamos participativos se deberán inscribir en una línea especial de los balances del prestamista y del prestatario, y tendrán la consideración de fondos propios para apreciar la solvencia financiera de la empresa deudora; si bien los intereses de aquéllos, así como la participación prevista en el apartado a), se considerarán partida deducible a efectos de la base imponible del Impuesto sobre Sociedades.

d) En orden a la prelación de créditos, los acreedores por préstamos participativos se sitúan después

de los acreedores comunes. Los créditos participativos son de igual rango.

Posteriormente, los préstamos participativos han sido objeto de regulación en el artículo 20 del 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* nº. 139, de 8 de junio; corrección de errores en *BOE* nº. 147, de 18 de junio).

En sentido estricto, no se puede hablar de legislación española sobre capital-riesgo hasta la publicación del Real Decreto-Ley 1/1986, de 14 de marzo, de medidas urgentes administrativas, financieras, fiscales y laborales (*BOE* nº. 73, de 26 de marzo), cuyo capítulo IV (arts. 12 a 20), intitulado "Sociedades y fondos de capital-riesgo", regulaba de forma explícita esta materia por primera vez en España. El artículo 12 describía la actividad de capital-riesgo como "la promoción o fomento de sociedades no financieras mediante participación temporal en su capital". Se establecía un capital mínimo de 200 millones de pesetas para las sociedades y un patrimonio inicial mínimo de 275 millones de pesetas para los fondos. Los accionistas o partícipes no podían ser menos de cinco, ni cada uno superar el 20 por 100 del capital o patrimonio (art. 13). El 75 por 100, al menos, de su activo debía estar invertido en acciones o participaciones de sociedades no susceptibles de cotización en Bolsa, debiendo situarse dicha inversión entre el 10 y el 30 por 100 del capital de la sociedad participada (art. 14). Si bien se incluían algunas normas más, algunas de ellas estableciendo beneficios fiscales, lo cierto es que la regulación contenida en el Real Decreto-Ley 1/1986, de 14 de marzo, en materia de capital-riesgo era realmente parca, insuficiente y excesivamente rígida. Se percibe la precipitación en la elaboración de la disposición tanto por la redacción (por ejemplo, en el primer párrafo de la exposición de motivos se decía "las orientaciones de la política económica deben orientarse") como por omisiones (en el art. 13.3.a faltaba el número del artículo de la Ley de instituciones de inversión colectiva al que se remitía). De ahí que enseguida se produjeran sucesivas modificaciones de dicha regulación.

Un desarrollo reglamentario mínimo en materia administrativa del Real Decreto-Ley 1/1986 se llevó a cabo mediante la Orden de 6 de septiembre de 1987, por la que se regula el acceso al Registro Administrativo de Sociedades y Fondos de Capital-riesgo (*BOE* número 238, de 4 de octubre), luego derogada expresamente por la Ley 1/1999.

La disposición adicional tercera de la Ley 33/1987,

de 23 de diciembre, de Presupuestos Generales del Estado para 1988 (*BOE* nº. 307, de 24 de diciembre), dio nueva redacción a los artículos 13.3 y 14 del Real Decreto-Ley 1/1986. Las modificaciones introducidas dotaron de mayor flexibilidad al régimen jurídico sustantivo de sociedades y fondos de capital-riesgo. Entre las medidas adoptadas se encontraban:

— La desaparición del número mínimo de cinco socios o partícipes.

— La desaparición del 20 por 100 como tope máximo de participación de un socio en la sociedad de capital-riesgo o de un partícipe en el fondo de capital-riesgo. La nueva redacción establecía que dicha participación no podía ser mayoritaria.

— Se rebajó el porcentaje del activo de necesaria inversión en el capital de sociedades participadas que no cotizaran en el primer mercado bursátil. Se bajó del 75 al 50 por 100, si bien había que llegar hasta el 75 por 100 mediante fórmulas de financiación ajena de las sociedades participadas con determinados requisitos adicionales.

— A su vez, se incrementó el tope máximo de participación en el capital de una determinada sociedad participada, que pasó del 30 al 45 por 100, desapareciendo el mínimo del 10 por 100 anterior.

— En relación con la inversión de activo, se incluyó un nuevo párrafo estableciendo la aplicación de “las normas generales sobre inversiones previstas en la normativa reguladora de las Instituciones de Inversión Colectiva”.

El Real Decreto-Ley 2/1992, de 21 de julio, de medidas presupuestarias urgentes (*BOE* nº. 176, de 23 de julio) manifestaba, en el número 4 de su exposición de motivos, que la regulación contenida en el Real Decreto-Ley 1/1986 se había mostrado insuficiente para conseguir las finalidades que estaba llamada a cumplir, lo cual determinaba la necesidad de su urgente modificación con objeto de definir un nuevo marco que ayudara al incremento de la capacidad de competencia de las empresas españolas con vistas a la puesta en marcha del mercado interior comunitario. En consecuencia, se modificaron los artículos 12.1, 14, 16.2.b) y 20 del Real Decreto-Ley 1/1986. Se definieron las sociedades de capital-riesgo como “aquellas sociedades anónimas cuyo objeto social exclusivo sea la promoción o fomento, mediante la toma de participaciones temporales en su capital, de empresas no financieras, de dimensión pequeña o mediana, que desarrollen actividades relacionadas con la

innovación tecnológica o de otra naturaleza, en los términos que reglamentariamente se determinen” (artículo 12,1). Se remitió la política de inversiones de cada sociedad o fondo de capital-riesgo a lo previsto en sus propios estatutos o reglamento, si bien se mantenía el 50 por 100 como inversión mínima del activo en acciones o participaciones en el capital de las sociedades participadas (art. 14). Se modificó la tributación.

El Real Decreto-Ley 2/1992, de 21 de julio, fue tramitado como Ley. Su contenido, pues, fue recogido en la Ley 28/1992, de 24 de noviembre, de medidas presupuestarias urgentes (*BOE* nº. 283, de 25 de noviembre), que derogó el Real Decreto-Ley 2/1992.

La disposición adicional cuarta de la Ley 3/1994, de 14 de abril, por la que se adapta la legislación española en materia de entidades de crédito a la Segunda Directiva de Coordinación Bancaria y se introducen otras modificaciones relativas al sistema financiero (*BOE* nº. 90, de 15 de abril), dio nueva redacción a los artículos 12, 14, 16.2 y 20, y derogó el artículo 19, del Real Decreto-Ley 1/1986. Desapareció en el artículo 12.2 la expresa necesidad del concurso de un depositario en el caso de los fondos de capital-riesgo. El artículo 14 pasó a contemplar la habilitación reglamentaria para poder permitir, con carácter excepcional, la inversión en sociedades que tuviesen como objeto social una actividad que no fuese la específica de aquéllas en las que están llamadas a invertir las sociedades y los fondos de capital-riesgo. Asimismo, se dejaba al desarrollo reglamentario la posibilidad de establecer limitaciones a la concentración del activo de las sociedades y fondos de capital-riesgo en una misma empresa o grupo de empresas. Se modificó la tributación. Se derogó el artículo 19, según el cual podían ser sociedades gestoras y depositarios de un fondo de capital-riesgo cualesquiera entidades que cumplieran los requisitos establecidos en el capítulo III de la Ley 46/1984, de 26 de diciembre, reguladora de las instituciones de inversión colectiva.

La Ley 43/1995, de 27 de diciembre, del Impuesto sobre Sociedades (*BOE* núm. 310, de 28 de diciembre) derogó el artículo 16.2 del Real Decreto-Ley 1/1986, que contenía las especialidades de tributación en el impuesto sobre sociedades.

El artículo 17 del 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* núm. 139, de 8 de junio; corrección de errores en *BOE* nº. 147, de 18 de junio) dio nueva redacción al artículo 12 del Real Decreto-Ley 1/1986. A tenor de la nueva redacción, apareció la categoría genérica de

entidades de capital-riesgo, que comprende las específicas de sociedades y fondos de capital-riesgo. Desapareció el requisito de objeto social exclusivo en las sociedades de capital-riesgo, así como su necesaria condición de anónimas. Las sociedades de capital-riesgo quedaron conceptualizadas como "aquellas 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 ni en ningún mercado secundario organizado y que no estén participadas en más de un 25 por 100 por empresas que cotizan en dichos mercados o que tengan la consideración de entidad financiera". Se disponía que, para el desarrollo de su objeto principal, las sociedades de capital-riesgo podían facilitar préstamos participativos u otras formas de financiación a las sociedades participadas. Asimismo, se reconocía que podían realizar actividades de asesoramiento.

El artículo 18 del citado Real Decreto-Ley 7/1996, de 7 de junio, dio también nueva redacción al artículo 14, modificando de nuevo los porcentajes de inversión. Se estableció en el 60 por 100 del propio activo la inversión mínima en acciones y participaciones en el capital de las sociedades participadas. También se establecían otros límites de inversión. En cuanto a la concentración de riesgo, se limitaba al 15 por 100 de una misma sociedad o el 35 por 100 de un mismo grupo. El artículo 19 del mismo Real Decreto-Ley 7/1996 modificó el artículo 69.1 de la Ley 43/1995, de 27 de diciembre, reguladora del Impuesto sobre Sociedades, en relación con las entidades de capital-riesgo.

Finalmente, la Ley 1/1999, de 5 de enero, reguladora de las entidades de capital-riesgo y de sus sociedades gestoras (BOE nº. 5, de 6 de enero) lleva a cabo una nueva regulación global y más completa de las entidades de capital-riesgo, y deroga los artículos 12 a 20 del Real Decreto-Ley 1/1986 (cuyo art. 19, por cierto, ya había sido derogado por la Ley 3/1994, de 14 de abril) y la Orden de 26 de septiembre de 1986, por la que se regulaba el acceso al registro administrativo de sociedades y fondos de capital-riesgo.

### III. NECESIDAD DE NUEVA REGULACIÓN

La exposición hecha de los antecedentes legislativos pone de manifiesto no sólo la conveniencia, sino la necesidad de una ley que regule, de forma conjunta y suficiente, la actividad relativa al capital-riesgo. La historia legislativa vista es suficientemente expresiva de las dudas y desaciertos a la hora de regular esta materia. Es ya un tópico entre los juristas la máxima

por la cual se afirma que el Derecho va la zaga de la realidad. Sin embargo, en el caso del capital-riesgo el legislador ha pretendido "tirar" de la realidad para que ésta fuese por los derroteros previamente marcados por la ley. Pero no ha sido así. En consecuencia, el propio legislador ha tenido que cambiar una y otra vez la norma, intentando acertar y despertar el interés hacia el objetivo que él pretendía. No obstante, hay quien piensa que el escaso desarrollo de la inversión en capital-riesgo hasta 1997 en España no se debe a que existiera un marco jurídico estrecho e insuficiente, sino que es consecuencia "de una sociología empresarial española que hace difícil en determinadas ocasiones la aportación en el capital de la empresa de empresas de capital-riesgo que entran a formar parte del capital y, como consecuencia, en los órganos de dirección de empresa" (1).

En cualquier caso, la permanente y dispersa modificación de las normas jurídicas sin orden ni concierto es una práctica en la que ya ha incurrido el legislador de forma generalizada. Cuando la modificación de las normas de manera anárquica supera los límites de lo razonable, se atenta contra la seguridad jurídica. La doctrina clama ya de forma unánime contra esa práctica que, especialmente concentrada a final de año, pone en peligro el principio constitucional de seguridad jurídica y supone una amenaza que hace tambalearse al conjunto de ordenamiento jurídico. El interrogante acerca de cuál sea la norma vigente en cada momento comienza a ser una preocupación inquietante. La publicación de las normas tiene como finalidad facilitar su conocimiento y, por ende, su cumplimiento. Cuando el seguimiento de la publicación deviene prácticamente imposible, queda frustrada la finalidad pretendida. Piénsese en el recorrido legislativo hecho en materia de capital-riesgo. La composición del puzzle derivado de las sucesivas modificaciones resulta difícil. Y desde luego, no se cuenta con un cuerpo normativo único. De ahí la necesidad y la oportunidad de una sola ley que regule de forma única y más completa la materia, con derogación expresa de toda la normativa anterior.

Desde un punto de vista económico, también el incremento de recursos destinados al capital-riesgo demandaba la existencia de una legislación más completa y flexible, que, además, encomendase la supervisión a la Comisión Nacional del Mercado de Valores en pro de una mayor información y transparencia por parte de las entidades del sector. El hecho es que la demanda de fondos de inversión para operaciones de capital-riesgo en España está creciendo con fuerza en el nuevo entorno del euro. En 1998, y por segundo año consecutivo, las inversiones suscritas por enti-

dades de capital-riesgo crecieron un 40 por 100. Los 115.638 millones de pesetas de fondos captados en 1998 supusieron un incremento del 71 por 100 sobre la cifra de 1997. La Ley 1/99 es el final de un proceso muy demandado por los operadores para facilitar un marco estable en el desarrollo de una actividad de inversión a largo plazo. Dicha Ley supone la consolidación de la mayor parte de los cambios habidos en los últimos años (2).

La nueva ley supone un mejor encuadramiento de la normativa sobre capital-riesgo en el marco normativo que regula nuestro sistema financiero. Así, como se dice en el cuarto párrafo de la exposición de motivos de la propia Ley 1/99, entre las principales novedades se encuentra el establecimiento de un régimen jurídico de autorización, supervisión, inspección y sanción homologable al resto de los sujetos que actúan en nuestros mercados financieros. En coherencia, se atribuye a la Comisión Nacional del Mercado de Valores el grueso de las potestades de supervisión.

En todo caso, la nueva ley, al igual que todos los textos legales precedentes, pretende impulsar la inversión en capital-riesgo mediante el establecimiento de beneficios fiscales. Se entiende que es importante para el desarrollo competitivo de nuestro tejido empresarial propiciar la creación e implantación de empresas innovadoras. Por eso se establece un marco jurídico que proporcione un cauce financiero adecuado e incentivado fiscalmente.

#### **IV. CONCEPTO LEGAL DE CAPITAL-RIESGO**

Se mantiene la expresión "capital-riesgo" frente a otras que se podrían utilizar como "capital inversión". En tal sentido, se presentó la enmienda número 17 por parte del Grupo Parlamentario Mixto, a iniciativa de D. Guillermo Vázquez Vázquez, Diputado por Pontevedra (BNG), ante la Mesa de la Comisión de Economía, Comercio y Hacienda (3). Se defendía la enmienda argumentando que el término capital-riesgo está ligado a un concepto puramente especulativo de búsqueda exclusiva de rendimientos financieros; con el término capital-riesgo se hizo referencia a aplicaciones de capital en proyectos nuevos o innovadores en los que confluían un alto riesgo y perspectivas de rendimientos muy altos. La historia del capital-riesgo demuestra que, en contra de lo que se pensó inicialmente, los rendimientos más altos de las inversiones en el capital asociado a las empresas se dieron precisamente en las empresas ya establecidas y con mayores garantías en su gestión. Esta realidad hace aconsejable utilizar el término más amplio de capital

inversión, como de hecho ya lo hacen asociaciones profesionales del sector. El término capital inversión es más comprensivo de actividades que, siendo necesario que sean visibles y rentables, están además guiadas por criterios y objetivos de desarrollo sectorial o territorial. No obstante, la enmienda no prosperó, y se mantuvo la expresión capital-riesgo ya utilizada con anterioridad por el legislador.

La Ley 1/99, siguiendo los precedentes legislativos, introduce el concepto legal de capital-riesgo al definir las sociedades de capital-riesgo. Según el artículo 2.1 de la Ley, las sociedades de capital-riesgo son sociedades anónimas cuyo objeto social principal consiste en la toma de participaciones temporales en el capital de empresas no financieras cuyos valores no coticen en el primer mercado de las bolsas de valores. La Ley utiliza la técnica de la remisión al referirse a los fondos de capital-riesgo. En el artículo 3 se dice que éstos tendrán como destino el desarrollo de la misma actividad que la señalada como objeto principal de las sociedades de capital-riesgo.

Dentro de la gama de posibilidades definitorias del capital-riesgo desde el punto de vista económico, el legislador opta por un concepto legal bastante amplio. Cristaliza así una evolución que va desde su consideración como objeto social exclusivo de las sociedades de capital-riesgo (RDL 1/1986), pasando por una mención expresa de la inversión en actividades relacionadas con la innovación tecnológica (RDL 2/1992), hasta la desaparición de la condición de objeto social exclusivo (RDL 7/1996). El capital-riesgo, pues, conforme a la Ley 1/99, ha de reunir los siguientes requisitos.

#### **1. Participación en el capital de empresas**

La inversión ha de consistir en la toma de participaciones en el capital de empresas no financieras. El tenor literal de la Ley sigue los precedentes legislativos y utiliza el término "empresas" y no "sociedades" (salvo algún caso, como en el art. 2.2, donde dice "sociedades participadas"). En consecuencia, una pretendida interpretación literal llevaría a la conclusión de que las empresas participadas podrían pertenecer tanto a empresarios sociales como individuales. Evidentemente, tal interpretación implicaría una contradicción en sus propios términos. Desde el momento que se habla de "empresas participadas", porque se toma una participación en ellas, se está haciendo referencia a una forma colectiva de empresario. Aunque puede haber clases de empresarios colectivos o de colaboración empresarial que no sean de naturaleza societaria, como las fundaciones o las cuentas en par-

ticipación, lo cierto es que en el ámbito del capital-riesgo la realidad que tiene presente el legislador es la del empresario social. Así se pone de manifiesto, por ejemplo, cuando en el artículo 16 de la Ley 1/99 se habla de la inversión “en acciones o participaciones en el capital de empresas”. De forma clara se está aludiendo a las sociedades anónimas y a las sociedades de responsabilidad limitada, si bien una interpretación amplia del término “participaciones” permite abarcar cualquier otro tipo societario.

Lo que sí resulta criticable desde un punto de vista estrictamente jurídico es la deficiencia técnica que supone el uso, cada vez más frecuente, del término “empresa” como sujeto. Se subjetiva la empresa y es ésta la que decide. Sin embargo, en la estructura general de nuestro ordenamiento, la empresa sigue siendo objeto y no sujeto de derechos. El sujeto es el empresario, individual o colectivo. La empresa, pues, no es titular de un capital. La empresa no posee un capital. El titular del capital social es la sociedad. Por tanto, en puridad, cuando se habla de participación en el capital de empresas hay que entender que se refiere al capital de empresarios colectivos, generalmente sociedades, y, en particular, anónimas y limitadas. La fuerza atractiva del proyecto empresarial, que tanta relevancia tiene para obtener financiación por la vía del capital-riesgo, aflora desde el primer momento en el propio texto legal que lleva a la personalización de la empresa. Por tanto, aun cuando haya casos en estas páginas en que, siguiendo la opción adoptada por el legislador, se utilice el término empresa de forma personalizada, entiéndase que ésta no es sujeto, sino objeto, de derechos.

## **2. Inversión en empresas no financieras**

Las empresas participadas han de ser de índole no financiera. De lo contrario, se abriría un camino subrepticio para que una entidad teóricamente calificada como de capital-riesgo no estuviese actuando como tal, y sometida a su específica legislación. Pero no hay que considerar este requisito como una limitación a las posibilidades de actuación de las entidades de capital-riesgo. Al contrario, aquí hay que destacar el amplio campo de actuación abierto legalmente para la actuación de dichas entidades. El Real Decreto-Ley 2/1992, de 21 de julio, había modificado el concepto legal de capital-riesgo apuntando hacia la promoción o fomento de actividades relacionadas con la innovación tecnológica. Ahora, en la Ley 1/99, desaparece tal alusión restrictiva, si bien en el propio Real Decreto-Ley 2/1992 parece que se quería dejar una puerta abierta al delimitado ámbito de la innovación

tecnológica, puesto que se decía: “actividades relacionadas con la innovación tecnológica o de otra naturaleza, en los términos que reglamentariamente se determinen”. Nunca se supo bien qué quería decir “o de otra naturaleza”, ya que el desarrollo reglamentario no llegó a ver la luz.

La Ley 1/99 no establece, pues, limitación alguna en relación con la actividad a la que se dediquen las empresas participadas. El legislador ha dejado al margen tal cuestión. Desde un punto de vista teórico, serán los economistas quienes hayan de señalar si hay unos sectores especialmente significados por ser demandantes o destinatarios de capital-riesgo. Desde una perspectiva práctica, será una decisión de gestión empresarial de cada concreta entidad de capital-riesgo la que se adopte para optar o no por la inversión de recursos de capital-riesgo en un determinado proyecto empresarial. La Ley no asume un particular concepto económico de capital-riesgo. Lo da por sentado. Lo que hace es establecer algunos requisitos para que sea objeto de aplicación del régimen jurídico contenido en la propia Ley 1/99.

Hay, pues, que entender que la Ley parte de un concepto amplio de capital-riesgo, en el que lo sustancial es la inversión temporal en una empresa donde el ánimo de lucro se dirige hacia la futura plusvalía, a medio o largo plazo, tras la enajenación de la participación en la empresa ya en desarrollo. Evidentemente, la inversión se dirigirá con carácter prioritario hacia aquellos sectores donde las innovaciones y la introducción de nuevas tecnologías ofrezcan mayores perspectivas de plusvalías, que, a su vez, retribuyan el mayor riesgo asumido.

## **3. Temporalidad**

La inversión ha de consistir en la toma de participaciones temporales. Este requisito se sustenta en el concepto entendido de capital-riesgo que se acaba de señalar. La actividad de capital-riesgo implica una inversión esencialmente temporal. Se trata de hacer realidad un proyecto empresarial, probablemente con elevado riesgo, pero con expectativas de generar elevadas plusvalías en un determinado plazo. Queda fuera la inversión ordinaria en acciones o participaciones donde la motivación que guía al inversor puede ser muy variada: obtención regular de un dividendo o beneficio, revalorización de los títulos, consecución de mayorías de control, etcétera.

Se ha criticado la indeterminación que supone el requisito de las participaciones temporales. La Ley no

concreta con carácter jurídico sustantivo que plazo es el adecuado para considerar temporal una participación. Desde una perspectiva realista, resulta difícil fijar una concreta delimitación temporal. Dependerá de cada proyecto y de cada caso. En términos económicos se habla de medio y largo plazo. La fijación que hace la Ley 1/99 a efectos fiscales (Impuesto sobre Sociedades) se encuentra en la disposición adicional segunda, que da nueva redacción al artículo 69.1 de la Ley 43/1995, de 27 de diciembre, del Impuesto sobre Sociedades, estableciendo, con carácter general, que permite excepciones, una exención a partir del tercer año y hasta el duodécimo inclusive. Por tanto, si una finalidad fundamental perseguida por la Ley es impulsar la actividad de capital-riesgo mediante incentivos fiscales, el referido plazo de tres a doce años es indiciario de qué se debe entender por participación temporal en el contexto de la Ley 1/99.

#### **4. Participación en empresas cuyos valores no coticen en el primer mercado bursátil**

Se entiende que las sociedades que cotizan en el primer mercado de las bolsas de valores ya cuentan con una vía adecuada y suficiente de financiación y de liquidez para facilitar la desinversión. Con la actividad específica del capital-riesgo se pretende facilitar un cauce de financiación propio para aquellas sociedades que no están en condiciones de acceder al primer mercado bursátil.

La no pertenencia al primer mercado de las bolsas está evocando la existencia de un segundo mercado. Ya el artículo 17 del Real Decreto-Ley 1/1986, de 14 de marzo, disponía que las sociedades y fondos de capital-riesgo podrían cotizarse en los segundos mercados de las bolsas oficiales de comercio, "cuando éstos se establezcan". La regulación del segundo mercado se llevó a cabo mediante el Real Decreto 710/1986, de 4 de abril, por el que se crea un segundo mercado de valores y se modifican las condiciones de puesta en circulación de títulos de renta fija en las bolsas oficiales de comercio (BOE número 90, de 15 de abril), desarrollado por Orden de 26 de septiembre de 1986. En la práctica, el segundo mercado bursátil no se ha desarrollado como para permitir una fácil desinversión de las participaciones de las entidades de capital-riesgo en las sociedades participadas. En consecuencia, se ha tenido que acudir a cauces externos a los mercados organizados para llevar a cabo la transmisión de las participaciones empresariales.

#### **V. ÁMBITO DE APLICACIÓN DE LA LEY**

Aun contemplando la Ley 1/99 un concepto legal amplio de capital-riesgo, el ámbito de aplicación de la Ley no se limita al mismo. Junto a éste, incluye también algunas actividades más. Desde un punto de vista formal, la Ley delimita su ámbito de aplicación haciendo una clasificación. Posteriormente, se da contenido cuando se fijan las características o requisitos de cada una de las instituciones jurídicas clasificadas.

El propio título de la Ley ("reguladora de entidades de capital-riesgo y de sus sociedades gestoras") indica ya la clasificación y extensión del ámbito de aplicación. Expresamente, la Ley comienza diciendo, en su artículo 1.1, que la "presente Ley tiene por objeto la regulación de las entidades de capital-riesgo y las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo". A pesar de tan tajante afirmación inicial, en el penúltimo párrafo de la exposición de motivos de la Ley se confiesa que no es totalmente cierto que el objeto de la Ley sea sólo la regulación de la entidades mencionadas. Se regulan tales entidades, pero la Ley se ocupa de regular algo más. Ciertamente, su objeto principal es la regulación del capital-riesgo. Pero no sólo se ocupa de esa materia. En el aludido párrafo de la exposición de motivos, se dice que la Ley incorpora una disposición adicional que, sin estar estrictamente relacionada con el capital-riesgo, persigue potenciar y favorecer la actividad financiera conocida como *factoring*. Se argumentó en contra de la permanencia de tal disposición en los siguientes términos: "un proyecto de ley que pretende regular el capital-riesgo y su desarrollo no es el lugar idóneo; no nos parece bien que se incorpore aquí una cuestión de tipo económico y de importancia económica y que nada que tiene que ver con la regulación del capital-riesgo. Por eso nosotros, en relación con esta cuestión, que es de forma y no de fondo, hubiésemos preferido que se hubiese buscado una regulación de determinadas cesiones de crédito, más conocido como *factoring*, en otro texto legislativo y no incorporarlo a un proyecto de ley. Nos gustaría que, si se habla del mercado de valores, se regule el mercado de valores; si se habla del capital-riesgo, que se regule el capital-riesgo y que no estemos permanentemente aprovechando los trámites parlamentarios para regular cuestiones que nada tienen que ver en determinado texto legislativo" (4). No obstante, se mantuvo la disposición adicional tercera regulando determinadas cesiones de crédito.

Haciendo, pues, esa salvedad, el ámbito de aplicación de la Ley 1/99 son las entidades de capital-riesgo y sus sociedades gestoras. Se consagra la expresión genérica "entidades de capital-riesgo", que introduce

el artículo 17 del Real Decreto-Ley 7/1996, de 7 de junio. Hasta entonces se repetía en los textos legales la expresión “sociedades y fondos de capital-riesgo”, sin que legalmente existiera un término que englobase a las unas y los otros.

La clasificación que establece la Ley 1/99 para fijar su ámbito de aplicación (art. 1) es la siguiente:

1. La Ley se ocupa de las entidades de capital-riesgo y de las sociedades gestoras de las entidades de capital-riesgo.

2. Son entidades de capital-riesgo las sociedades y los fondos de capital-riesgo.

El concreto ámbito de aplicación de la Ley viene determinado al ofrecerse los conceptos de cada uno de los tres institutos jurídicos mencionados. Como puede constatarse, no se limita al campo del capital-riesgo en los términos examinados anteriormente.

## 1. Entidades de capital-riesgo

A) Sociedades de capital-riesgo: son sociedades anónimas cuyo objeto social principal consiste en la toma de participaciones temporales en el capital de empresas no financieras cuyos valores no coticen en el primer mercado de las bolsas de valores. Para el desarrollo de su objeto social principal, las sociedades de capital-riesgo podrán facilitar préstamos participativos, así como otras formas de financiación, en este último caso, únicamente para sociedades participadas. De igual modo, podrán realizar actividades de asesoramiento (art. 2).

B) Fondos de capital-riesgo: son patrimonios administrados por una sociedad gestora, que tendrán el mismo objeto principal que el definido en el artículo anterior, correspondiendo a la sociedad gestora la realización de las actividades de asesoramiento previstas en el mismo (art. 3).

## 2. Sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo

Sociedades anónimas cuyo objeto social principal es la administración y gestión de fondos de capital-riesgo y de activos de sociedades de capital-riesgo. Como actividad complementaria, podrán realizar tareas de asesoramiento a las empresas con las que mantengan vinculación como consecuencia del ejercicio de su actividad principal (art. 4).

Por tanto, el ámbito de aplicación de la Ley abarca:

- La actividad de inversión en capital-riesgo propiamente dicha.
- La concesión de préstamos participativos.
- Otras formas de financiación para sociedades participadas.
- Actividades de asesoramiento para sociedades participadas.
- Administración y gestión de los recursos destinados a la inversión en capital-riesgo.

Se trata, pues, de una actividad fundamentalmente financiera, si bien puede estar acompañada de una actividad asesora para ayudar al desarrollo del proyecto empresarial participado. En un sentido amplio, todo ello constituye la actividad de capital-riesgo. En la exposición de motivos del Real Decreto-Ley 1/1986, se decía que las entidades de capital-riesgo reúnen características de entidad financiera y *holding*. Sin embargo, la exposición de motivos de la Ley 1/99 comienza diciendo que el capital-riesgo es una actividad financiera consistente en proporcionar recursos a medio y largo plazo, pero sin vocación de permanencia ilimitada, a empresas que presentan dificultades para acceder a otras fuentes de financiación. Son, pues, consideradas como entidades financieras. No se trata de entidades *holding* ni de cartera. De hecho, el artículo 18.2 prohíbe la inversión en empresas pertenecientes al propio grupo.

## VI. EJERCICIO DE LA ACTIVIDAD

Las entidades de capital-riesgo, al igual que otras entidades financieras, están sometidas al cumplimiento de determinados requisitos para el ejercicio de su actividad. El artículo 14.1 de la Ley 1/99 dispone que las entidades de capital-riesgo deberán cumplir en todo momento los siguientes requisitos:

- a) Los exigidos por la Ley 1/99 para su autorización.
- b) Los porcentajes de inversión en determinados activos fijados por la Ley 1/99 y por la normativa que la desarrolle.

Lo dispuesto en el artículo 14 se ha de completar con lo establecido en el artículo 7. Para poder dar comienzo a su actividad, las entidades de capital-riesgo deberán:

a) Haber obtenido la autorización previa del proyecto de constitución por el ministro de Economía y Hacienda, a propuesta de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

b) Haberse constituido mediante escritura pública e inscribirse en el Registro Mercantil.

c) Estar inscritas en el registro administrativo correspondiente de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Por tanto, para llegar y mantenerse en el ejercicio de la actividad propia de la entidad de capital-riesgo (sociedad o fondo) se han de dar los siguientes pasos:

1) Autorización administrativa previa.

2) Escritura pública e inscripción en el Registro Mercantil.

3) Inscripción en la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

4) Cumplimiento de los coeficientes de inversión.

## **1. Autorización administrativa previa**

Para la constitución de una entidad de capital-riesgo se ha de comenzar tramitando la correspondiente autorización administrativa. Se ha de presentar la solicitud en modelo normalizado (art. 10.3.a), acompañada, también en modelo normalizado, de los siguientes documentos como mínimo (art. 10.3.b):

- Proyecto de estatutos (en caso de sociedad) o de reglamento (si se trata de un fondo).
- Folleto informativo.
- Memoria sobre el proyecto de entidad.

El folleto informativo contendrá los estatutos o el reglamento, según proceda, así como aquellos aspectos principales de la institución de carácter financiero y jurídico (art. 10.5). La memoria explicativa del proyecto deberá contener cuanta información se precise para permitir una correcta evaluación de la entidad que se pretende crear y, entre ella, necesariamente, la correspondiente a la identificación de los promotores, los aportantes y sus respectivas participaciones, relación de los mismos con otras entidades financieras y posibles vínculos entre ellos, fines y objetivos de la futura sociedad de capital-riesgo o fondo

de capital-riesgo, política de inversiones y de distribución de resultados, así como el ámbito personal y geográfico en el que operará la correspondiente entidad (art. 10.4). Se exige que aparezca la política de inversiones en la memoria explicativa y en los estatutos (art. 23.5) o reglamento (art. 25.2.k), que también se presentan integrando el folleto informativo.

El artículo 10.3 de la Ley dispone que el ministro de Economía y Hacienda o, con su habilitación expresa, la Comisión Nacional del Mercado de Valores, determinará para cada tipo de entidad de capital-riesgo, atendiendo a sus especialidades, los requisitos y los modelos normalizados de solicitud de autorización y los documentos que se deberán acompañar, entre los que figurarán, necesariamente, los que se acaban de mencionar. En virtud de lo dispuesto en artículo 10.3, se dictó la Orden de 17 de junio de 1999 por la que se desarrolla parcialmente la Ley 1/1999, de 5 de enero, reguladora de las entidades de capital-riesgo y sus sociedades gestoras, habilitando a la Comisión Nacional del Mercado de Valores para dictar disposiciones en materia de procedimiento de autorización de nuevas entidades, normas contables y obligaciones de información de las entidades de capital-riesgo y sus sociedades gestoras (BOE nº. 155, de 30 de junio). Sobre la base de esta habilitación, se publicó la Circular 4/1999, de 22 de septiembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre procedimientos administrativos y modelos normalizados de las entidades de capital-riesgo y de sus sociedades gestoras (BOE número 248, de 16 de octubre). Toda la documentación solicitando la autorización previa de una entidad de capital-riesgo o sociedad gestora de entidad de capital-riesgo se deberá presentar conforme a los modelos normalizados establecidos en la Circular 4/1999, de 22 de septiembre. Conforme a la norma 1ª.2 de esta circular, la Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá requerir la presentación de los documentos en soporte informático o a través de sistemas de transmisión electrónica o informática de acuerdo con los requerimientos técnicos que se establezcan.

Para la obtención de la autorización administrativa previa, se deben cumplir los siguientes requisitos (artículo 8):

a) Limitar el objeto de la entidad a las actividades de capital-riesgo contempladas en la Ley.

b) Disponer del capital social o del patrimonio establecidos para cada tipo de entidad.

c) Presentar un proyecto financiero.

Las sociedades de capital-riesgo deben cumplir, además, los siguientes requisitos:

a) Contar con una buena organización administrativa y contable, así como con los medios humanos y técnicos adecuados a las características y volumen de su actividad.

b) Que su consejo de administración esté formado por, al menos, tres miembros y sus consejeros, así como que sus directores generales y asimilados tengan una reconocida honorabilidad comercial, empresarial o profesional. A este fin, deberán cumplimentar la declaración que se recoge en el anexo 5 de la Circular 4/1999, de 22 de septiembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre procedimientos administrativos y modelos normalizados de las entidades de capital-riesgo y de sus sociedades gestoras (norma 2ª.6 de esta circular).

c) Que ninguna de las personas mencionadas en la letra anterior esté procesada o tenga antecedentes penales por determinados delitos o esté declarada en quiebra o concurso de acreedores sin haber sido rehabilitada. Al relacionar la Ley los concretos delitos, se sigue el precedente del artículo 2.2 del Real Decreto 1245/1995, de 14 de julio, sobre creación de bancos, actividad transfronteriza y otras cuestiones relativas al régimen jurídico de las entidades de crédito (BOE número 181, de 31 de julio), y del artículo 5.1.e) del Real Decreto 692/1996, de 26 de abril, sobre el régimen jurídico de los establecimientos financieros de crédito (BOE nº. 126, de 24 de mayo). En dichos preceptos, se establece una doble presunción. Por una parte, se entiende que concurre honorabilidad comercial y profesional en quienes hayan venido observando una trayectoria personal de respeto a las leyes mercantiles u otras que regulan la actividad económica y la vida de los negocios, así como las buenas prácticas comerciales, financieras y bancarias. Por otro lado, se entenderá que, en todo caso, carecen de tal honorabilidad quienes tengan antecedentes penales o se encuentren procesados por delitos de falsedad contra la Hacienda pública y contra la seguridad social, de infidelidad en la custodia de documentos y violación de secretos, de blanqueo de capitales, de receptación y otras conductas afines, de malversación de caudales públicos, o contra la propiedad; y quienes estén inhabilitados o suspendidos, penal o administrativamente, para ejercer cargos públicos o de administración o dirección de entidades financieras.

d) Que la mayoría de dichas personas cuenten con conocimientos y experiencia adecuados en materias financieras o de gestión empresarial. Los mismos ar-

tículos de los dos reales decretos citados en el párrafo anterior establecen que se poseen conocimiento y experiencia adecuados cuando se haya desempeñado, durante un plazo no inferior a dos años, funciones de alta administración, dirección, control o asesoramiento de entidades financieras, o funciones de similar responsabilidad en otras entidades, públicas o privadas, de dimensión al menos análoga a la entidad que se pretenda crear.

Conforme a lo previsto en el artículo 7.a) y en el artículo 10.1 de la Ley 1/99, corresponde al ministro de Economía y Hacienda autorizar las entidades de capital-riesgo, a propuesta de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. La resolución será motivada y deberá notificarse dentro de los tres meses siguientes a la recepción de la solicitud, que se entenderá desestimada, con los efectos previstos en la Ley de Régimen Jurídico de las Administraciones Públicas y del procedimiento administrativo común, si transcurrido el plazo anterior no hubiera recaído resolución sobre la misma.

La concesión o denegación de la autorización no implica el ejercicio de una competencia discrecional de la Administración. Al contrario, se trata de una competencia reglada. Si se cumplen los requisitos establecidos, se ha de conceder la autorización. De ahí que la resolución haya de ser siempre motivada y que sólo se pueda denegar la autorización por la siguientes causas tasadas (art. 10.2):

a) Por incumplimiento de los requisitos previstos en el artículo 8 (limitación del objeto, capital o patrimonio y proyecto financiero).

b) Por la existencia de graves dificultades para obtener información que la Comisión Nacional del Mercado de Valores estime necesaria para el adecuado desarrollo de sus funciones supervisoras.

Una vez concedida la autorización, y estando la entidad de capital-riesgo ejerciendo su actividad, se podrá revocar la autorización, previo expediente con audiencia del interesado, por las siguientes causas (artículo 13):

a) Por el incumplimiento sobrevenido de los requisitos exigidos para su autorización.

b) Por incurrir, en su caso, en suspensión de pagos o quiebra.

c) Como sanción, en los casos contemplados en el título IV (arts. 34 a 40).

Dicha revocación será acordada por el Consejo de Ministros, a propuesta del ministro de Economía y Hacienda e iniciativa de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. La revocación de la autorización implicará la exclusión del correspondiente registro administrativo en la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

## **2. Escritura pública e inscripción en el Registro Mercantil**

El artículo 11.1 de la Ley 1/99 dice literalmente: "Una vez autorizada, la entidad de capital-riesgo podrá proceder a su constitución en escritura pública." Se entiende lo que la norma quiere decir: una vez obtenida la autorización para constituir la proyectada entidad de capital-riesgo, se podrá llevar a cabo la constitución de la misma. Pero se constata que la dicción literal de la Ley adolece de imprecisión jurídica. No es la entidad de capital-riesgo la que procede a su propia constitución. Si se trata de una sociedad de capital-riesgo que, de acuerdo con el artículo 2.1, ha de ser anónima, la constitución se llevará a cabo mediante otorgamiento de la correspondiente escritura pública e inscripción en el Registro Mercantil. Normalmente, la fundación será simultánea, por lo que, conforme al artículo 14 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas (LSA), serán fundadores las personas que otorguen la escritura social y suscriban todas las acciones. Podrán ser una o varias personas, pero nunca la propia sociedad cuya fundación se está llevando a cabo, y que no tendrá personalidad jurídica mientras no se produzca la inscripción en el Registro Mercantil. El artículo 7 de la LSA es tajante al respecto: "La sociedad se constituirá mediante escritura pública, que deberá ser inscrita en el Registro Mercantil. Con la inscripción adquirirá la sociedad anónima su personalidad jurídica." Si se tratase de la constitución de un fondo de capital-riesgo, el otorgamiento de la escritura corresponderá a la sociedad gestora; en ningún caso al propio fondo, que además nunca llegará a tener personalidad jurídica.

El artículo 11.2 de la Ley 1/99 dice literalmente: "Las aportaciones para la constitución del capital social o del patrimonio podrán realizarse en efectivo o, si se trata de sociedad de capital-riesgo, en especie, según los criterios que se establecen en el artículo 23." Habría que precisar que se constituye la sociedad o el fondo; el capital social o el patrimonio se integran con las aportaciones. A fin de facilitar la implantación de sociedades de capital-riesgo, la Ley 1/99 introduce como novedad la expresa consideración de posibilitar, junto al desembolso en efectivo, las aporta-

ciones *in natura*. Pero, en este segundo caso de aportaciones no dinerarias, se establecen dos requisitos o límites concurrentes: que integren el inmovilizado del patrimonio social y que los bienes aportados no superen el 10 por 100 del capital social (art. 23).

El número 3 del artículo 11 pone fin al precepto disponiendo que las entidades de capital-riesgo, una vez constituidas en escritura pública, se inscribirán en el Registro Mercantil.

## **3. Inscripción en la Comisión Nacional del Mercado de Valores**

Cuando una actividad económica se desarrolla plenamente en el ámbito de la autonomía de la voluntad, sin supervisión administrativa, la regla general que impera para el nacimiento de las personas jurídicas es la constitución e inscripción, en su caso, en el Registro Mercantil. Sin embargo, cuando, por razones de orden público económico, la Administración pública ejerce funciones supervisoras, aunque sea dentro de un marco reglado, que no discrecional, se suelen imponer requisitos administrativos previos o posteriores. En el caso de las entidades de capital-riesgo, se exige tanto el requisito visto de la autorización administrativa previa como la inscripción en un registro administrativo, una vez constituida e inscrita la entidad en el Registro Mercantil.

Dicho registro administrativo se encuentra entre los que lleva la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Pero no está establecido, como otros, en el artículo 92 de la Ley del Mercado de Valores (LMV). A los contemplados en este precepto hay que sumar los establecidos en el artículo 9 de la Ley 1/99, que dice: "En la Comisión Nacional del Mercado de Valores se llevarán los siguientes registros públicos:

- a) Registro de sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo.
- b) Registro de sociedades de capital-riesgo.
- c) Registro de fondos de capital-riesgo.
- d) Registro de participaciones significativas.
- e) Registro de folletos y memorias anuales."

Los dos últimos registros mencionados tienen coincidencia en su contenido con los previstos en las letras c) (auditoría), d) (folletos), e i) (participaciones significativas) del artículo 92 de la LMV. Es una cuestión de coherencia legislativa en materia administra-

tiva que no tiene mayor relevancia desde el punto de vista sustantivo.

Desde una perspectiva jurídico sustantiva, sí tiene mayor importancia el hecho de condicionar el ejercicio propio de una entidad, ya nacida para el Derecho, incluso con personalidad jurídica, como en caso de las sociedades de capital-riesgo, que, sin embargo, no puede dar comienzo a su actividad hasta que no cumple con un requisito administrativo, cual es la inscripción en el registro correspondiente de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. El requisito de la autorización previa constituye un *prius* o *conditio iuris* de naturaleza administrativa que condiciona el nacimiento propio de la entidad. Sin embargo, la posterior inscripción en el registro de la Comisión Nacional del Mercado de Valores es un requisito que afecta a un ente jurídico ya existente.

Antes de tener personalidad jurídica, una sociedad de capital-riesgo no puede actuar, ya que, como tal, no existe. Otra cosa es que, llegado el caso, se aplique el régimen jurídico previsto con carácter general en la LSA (ex art. 23.1 Ley 1/99) para la sociedad en formación (art. 15 LSA) o la sociedad irregular (artículo 16 LSA). Sin embargo, una vez inscrita la sociedad en el Registro Mercantil, tiene personalidad jurídica y, en consecuencia, puede actuar en el tráfico. Lo que sucede es que no podrá actuar como "entidad de capital-riesgo". Por lo que no le serán aplicables los beneficios fiscales propios de las entidades de capital-riesgo (cfr. disposición transitoria 1ª.2 y transitoria 3ª *in fine* Ley 1/99), y podrán ser objeto de sanción por utilización indebida de denominación (art. 34.d, y artículo 38.1 Ley 1/99).

En todo caso, el artículo 12.3 de la Ley 1/99 establece: "Transcurrido un año desde la autorización sin haberse producido la inscripción en el registro de la Comisión Nacional del Mercado de Valores por causas no imputables a la Administración, aquélla se entenderá caducada." No es, pues, un caso de revocación, donde se pueden haber producido efectos jurídicos con anterioridad en el ejercicio de la actividad de la entidad de capital-riesgo. La caducidad de la autorización implica que ésta nunca ha producido efecto jurídico alguno en el desarrollo de la actividad propia de la entidad de capital-riesgo. Si, de hecho, la entidad ha desarrollado alguna actividad, se generará responsabilidad en las relaciones jurídico privadas, así como en el ámbito administrativo, por el desarrollo de una actividad sin el cumplimiento de los requisitos administrativos establecidos.

El artículo 12.1 de la Ley 1/99 dispone: "Para ob-

tener su inscripción en el registro administrativo correspondiente de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, las entidades de capital-riesgo presentarán ante el mismo las escrituras de constitución debidamente inscritas en el Registro Mercantil y la autorización expedida por el Ministerio de Economía y Hacienda. La inscripción sólo podrá ser denegada cuando se hubiera producido cualquier alteración del proyecto inicialmente autorizado." En relación con el tenor literal de la norma, hay que señalar una imprecisión por lo que a los fondos de capital-riesgo y entidades gestoras se refiere. La norma personaliza cuando dice que "las entidades de capital-riesgo presentarán". Evidentemente, las sociedades de capital-riesgo son personas jurídicas que pueden actuar y, por tanto, presentar su escritura de constitución. Sin embargo, los fondos de capital-riesgo no tienen personalidad jurídica. Por tanto, no pueden actuar ni presentar escritura alguna. Lo ha de hacer la correspondiente sociedad gestora, quien, por cierto, conforme al artículo 1 de la Ley 1/99, no tiene la condición de entidad de capital-riesgo.

La misma precisión hay que hacer en relación con el artículo 7, donde se establece el requisito de la inscripción en el registro administrativo correspondiente para el acceso a la actividad. El referido precepto dice: "Para poder dar comienzo a su actividad, las entidades de capital-riesgo deberán:

(...)

c) Estar inscritas en el registro administrativo correspondiente de la Comisión Nacional del Mercado de Valores."

En puridad, los fondos de capital-riesgo no dan comienzo a actividad alguna. Es la correspondiente sociedad gestora la que actúa. El fondo no tiene personalidad jurídica.

La inscripción en el registro administrativo correspondiente no es automática, pero tampoco discrecional por parte de la Administración. Se trata de una actuación reglada. La Comisión Nacional del Mercado de Valores ha de verificar que la constitución en escritura pública y la inscripción en el Registro Mercantil se han llevado a cabo conforme al proyecto inicialmente presentado a la Administración y autorizado por el ministro de Economía y Hacienda (art. 7.a Ley 1/99). Sólo se puede denegar la inscripción en el registro administrativo si se ha producido alguna alteración en el proyecto inicialmente autorizado. Según el artículo 12.2 de la Ley 1/99, reglamentariamente se determinará el plazo y contenido de la verificación previa a la inscripción en el registro administrativo correspondiente.

#### 4. Cumplimiento de los coeficientes de inversión

El artículo 14.1. de la Ley 1/99 establece que se han de cumplir "en todo momento" tanto los requisitos exigidos para la autorización de las entidades de capital-riesgo como los porcentajes de inversión en determinados activos fijados por dicha Ley o normas de desarrollo. Hay que relativizar la expresión "en todo momento". La propia Ley, como se verá a continuación, admite "incumplimientos temporales" de las inversiones.

La norma principal en cuanto a coeficientes de inversión es la contenida en el artículo 16.2, que dice: "En todo caso deberán mantener, como mínimo, el 60 por 100 de su activo en acciones y participaciones en el capital de empresas que sean objeto de su actividad. Dentro de este porcentaje podrán dedicar hasta 30 puntos porcentuales del total de su activo a préstamos participativos a empresas que sean objeto de su actividad, estén participadas o no por la entidad de capital-riesgo." El porcentaje mínimo de participación (en relación con el propio activo) en empresas que sean objeto de su actividad es el 60 por 100. Pero esto es así sólo *prima facie*. El criterio general y básico contenido en esta norma resulta en realidad modificado por el inciso siguiente, que permite que la mitad de esa inversión lo sea en préstamos participativos, con independencia de que en el patrimonio de la entidad de capital-riesgo figuren o no acciones o participaciones de la sociedad prestataria, aunque ésta ha de reunir en todo caso los requisitos del artículo 2.1 de la Ley 1/99.

Por tanto, más que hablar de un porcentaje mínimo del 60 por 100 de inversión en acciones o participaciones, hay que referirse a un coeficiente de participación, en sentido amplio, ya que la mitad tendrá que estar siempre invertido en acciones o participaciones, pero la otra mitad (30 por 100) puede consistir en acciones, participaciones o préstamos participativos, sin que en este último caso la sociedad prestataria deba tener la condición de "participada" por la entidad de capital-riesgo. En realidad, desde un punto de vista económico, la sociedad prestataria deviene "participada", si bien es criticable la consideración de los fondos obtenidos por esta vía como recursos propios (Broseta, 1984, págs. 259-262; Uría, 1984, páginas 89-93; Molina, 1987, pág. 71; Fradejas, 1994, páginas 340-341; García Villaverde, 1999, págs. 662 y 668).

Las sociedades de capital-riesgo podrán tener hasta un 20 por 100 de su capital social en elementos

de inmovilizado necesarios para el desarrollo de su actividad (art. 17, f). Por otro lado, las entidades de capital-riesgo no podrán invertir más del 25 por 100 de su activo en una misma empresa, ni más del 35 por 100 en empresas pertenecientes al mismo grupo de sociedades, entendiéndose por tal el definido en el artículo 4 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del mercado de valores (art. 18, 1).

En relación con los coeficientes anteriormente reseñados, el artículo 19.1 de la Ley 1/99 dispone:

"1. Los porcentajes previstos en el número 2 del artículo 16, letra f) del artículo 17 y número 1 del artículo 18 podrán ser incumplidos por las entidades de capital-riesgo durante los siguientes períodos:

a) Durante los primeros tres años, a partir desde su constitución.

b) Durante veinticuatro meses, a contar desde que se produzca una desinversión característica del coeficiente obligatorio.

2. En el supuesto de devolución de aportaciones a partícipes o socios, los coeficientes se computarán teniendo en cuenta el patrimonio inicial.

3. La Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá, con carácter excepcional, eximir del cumplimiento de los porcentajes previstos en el apartado 2 del artículo 16, o autorizar la ampliación de los plazos a que se refiere el apartado 1 de este artículo, a solicitud de la sociedad de capital-riesgo o de la sociedad gestora del fondo, en atención a la situación del mercado y a la dificultad de encontrar proyectos para cubrir, adecuadamente, el porcentaje mencionado."

Aunque la norma hable de "incumplimiento" temporal, en puridad no se trata de un incumplimiento en sentido técnico jurídico. El incumplimiento significa infracción de una norma o la no realización de una prestación debida sobre la base de una obligación. En este caso, lo que está haciendo el artículo 19 de la Ley 1/99 es fijar el supuesto de hecho de aplicación de la norma. Si éste resulta infringido, habrá incumplimiento. Pero si se respetan los parámetros establecidos en dicho precepto, no se estará produciendo incumplimiento alguno. El artículo 19 citado atempera la formulación amplia de los artículos anteriores. Ajusta la exigencia de los coeficientes en razón del tiempo y, en definitiva, de las peculiaridades propias de la inversión en capital-riesgo. Tanto la inversión como la desinversión adolecen de una cierta rigidez, o mayor dificultad, que cuando se trata de inversión en valores

cotizados en un primer mercado bursátil. Existe una dificultad real para encontrar proyectos empresariales adecuados donde invertir. En términos económicos, se trata del llamado "coste de búsqueda de nuevos proyectos" (Vendrell, 1999, pág. 7). En atención a esa realidad, el legislador establece márgenes de flexibilidad a la hora de exigir el cumplimiento de los coeficientes de inversión. De tal manera, que éstos se exigen en realidad una vez transcurridos los tres primeros años de vida de la entidad de capital-riesgo.

Por tanto, aunque el artículo 14 diga que, para el ejercicio de la actividad propia, se han de cumplir en todo momento los coeficientes de inversión, lo cierto es que la exigencia comienza en el cuarto año, y que tras toda desinversión hay un margen de tolerancia de un año para la recuperación del coeficiente afectado.

La Ley establece coeficientes mínimos o máximos, según el caso, como límite de garantía. Por supuesto, asegurado este límite, se puede incrementar la garantía estableciendo coeficientes más exigentes en los estatutos de las sociedades de capital-riesgo o en los reglamentos de los fondos de capital-riesgo, en aplicación de la propia política de inversiones establecida. A partir del límite legal, entra en juego la autonomía de la voluntad. Evidentemente, los porcentajes que, respetando el marco legal, se fijen en estatutos o reglamento serán de obligado cumplimiento. Su modificación requerirá el seguimiento del procedimiento previsto en el artículo 15 de la Ley, que luego se verá.

## VII. OTROS REQUISITOS GENERALES

### 1. Domicilio

Conforme al artículo 5 de la Ley 1/99, tanto las entidades de capital-riesgo como sus sociedades gestoras han de estar domiciliadas en territorio nacional y tener en éste su administración central.

Dadas las ventajas o incentivos fiscales que la Ley establece a favor de las entidades de capital-riesgo, se opta por exigir que el domicilio y el centro de toma de decisiones se encuentre en España. Se establece, pues, una norma especial para este tipo de entidad financiera.

Con carácter general, no se exige el domicilio en España ni tener aquí la administración central para que una entidad se dedique a una actividad financiera. Así, en el caso de las entidades financieras por antonomasia, esto es, las entidades de crédito, se pueden constituir, por ejemplo, bancos que, para ser

españoles, han de tener, evidentemente, su domicilio en España (art. 2.h RD1245/1995, de 14 de julio). Pero el ejercicio de la actividad financiera propia de las entidades de crédito no se limita a las de nacionalidad española. Los artículos 9 a 12 del citado RD1245/1995 se dedican a regular la apertura de sucursales y libre prestación de servicios en España por entidades de crédito extranjeras.

Sin embargo, la Ley 1/99 no contiene una regulación similar para el desarrollo de la actividad de capital-riesgo por entidades extranjeras en España. Tal posibilidad, pues, necesitaría de una regulación específica. La Ley 1/99 sigue a la Ley 46/1984, de 26 de diciembre, reguladora de las instituciones inversión colectiva, importando el tenor literal de su artículo 3.

## 2. Denominación

Como suele ser habitual cuando se utilizan términos determinados para identificar una específica actividad, la norma jurídica hace una reserva de uso exclusivo de dichos términos en la denominación de las entidades especializadas. En particular, así sucede en los mercados financieros, y especialmente por lo que a las instituciones de inversión colectiva se refiere (art. 8.7 Ley 46/1984, de 26 de diciembre). En el ámbito del capital-riesgo, el artículo 6.1 de la Ley 1/99 dispone: "Las denominaciones «Sociedad de Capital-riesgo», «Fondo de Capital-riesgo» y «Sociedad Gestora de Entidades de Capital-riesgo», o sus abreviaturas «SCR», «FCR» y «SGECR» quedarán reservadas a las instituciones autorizadas al amparo de esta Ley e inscritas en el registro administrativo que al efecto se cree en la Comisión Nacional del Mercado de Valores."

Pero no se limita la Ley a la creación de una reserva de denominación como derecho. Se va más allá. No sólo existe derecho al uso reservado en exclusiva de una denominación, sino que se impone la obligación de su uso. Así, el artículo 6.2 de la Ley 1/99 establece: "Las sociedades de capital-riesgo, los fondos de capital-riesgo y las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo están obligados a incluir en su razón social la denominación respectiva o su abreviatura." De esta forma se tutela el interés de los terceros y, en general, el orden público económico, en cuanto se propicia la certidumbre y transparencia. Ya en la propia denominación se está haciendo referencia a la actividad a que se dedica la entidad y, por ende, al régimen jurídico que le es aplicable. No obstante, hay que hacer una observación en relación con el empleo de los términos "razón social" y "denominación" en esta norma. De la lectura del precepto podría deducirse

que la razón social es el género o concepto amplio, mientras que el término “denominación” sería la especie o concepto restringido a las expresiones específicas en relación con el capital-riesgo.

Sin embargo, en el ámbito del Derecho de sociedades es más bien al contrario. Históricamente, se utilizaba una razón social para dar nombre a una sociedad. La razón social puede incluir nombres y apellidos de los socios o incluso hacer referencia al objeto social (denominación objetiva). Éste es el uso que permanece por lo que a las sociedades personalistas se refiere (art. 402 Reglamento del Registro Mercantil). En relación con las sociedades capitalistas, empero, se dio el paso hacia la libertad de nombre, de forma que la denominación puede ser incluso de fantasía, sin referencia alguna a los nombres de los socios ni a la actividad a la que se dedique la sociedad. El término denominación viene a incluir, por tanto, la razón social y la denominación de fantasía, siendo esta última ampliamente utilizada. Lo que en realidad hace el artículo 6 de la Ley 1/99 es obligar a que la denominación de la entidad, aunque sea de fantasía, tenga siempre una referencia objetiva a la actividad de capital-riesgo. Con ello se pretende subrayar más el carácter de razón social de la entidad (como denominación objetiva) que los posibles componentes de fantasía de la denominación. Esta pretensión, no obstante, queda en alguna medida aminorada si lo que se incorpora a la denominación son únicamente las abreviaturas, ya que éstas pueden resultar insuficientemente elocuentes respecto del objeto de la entidad. Por cierto, que tampoco resulta apropiado referir, como hace el artículo 6.2, la expresión “razón social” a los fondos de capital-riesgo, ya que éstos no son precisamente una sociedad. Tendrán denominación, objetiva en su caso, pero no razón social.

Finalmente, el artículo 6 de la Ley 1/99 contiene un mandato para que no se proceda a inscripción alguna en los registros públicos en caso de infracción de las disposiciones de esta ley sobre denominación. Se establece la máxima sanción jurídica para el caso de que, no obstante, se llegase a producir la inscripción contraviniendo las normas legales. Tal inscripción será nula de pleno derecho. En todo caso, quedan a salvo los derechos de terceros de buena fe, adquiridos sobre la base de la inscripción que, a pesar de ser nula, consta de hecho, como si no lo fuere, en el correspondiente registro. Hay que entender que la norma se refiere tanto a los supuestos en que se pretenda la inscripción de una entidad de capital-riesgo sin respetar, en la configuración de su denominación, lo previsto en el propio artículo 6 sobre inclusión de la referencia a la actividad de capital-riesgo como a los

casos en que se pretendiera la inscripción de una entidad ajena a la actividad inversora en capital-riesgo, pero incluyendo en su denominación una referencia a éste. La Ley pretende evitar toda posible confusión de los terceros. Se quiere que cuando la actividad es de capital-riesgo se ponga así de manifiesto en la propia denominación de la entidad. Y a la inversa: cuando una entidad no se dedica a tal actividad en el ámbito de la Ley 1/99, se prohíbe la utilización de esta expresión en la denominación. No obstante, permanece la posibilidad de ejercer la actividad de capital-riesgo sin someterse a la Ley 1/99 (ni beneficiarse de sus incentivos fiscales), de forma que la actividad será la de inversión en capital-riesgo, pero sin que esta expresión reservada aparezca en la denominación.

El mencionado número 3 del artículo 6 dice literalmente: “El Registro Mercantil y los demás registros públicos no inscribirán aquellas entidades cuya denominación sea contraria al régimen establecido en la presente Ley. Cuando, no obstante, tales inscripciones se hayan practicado, serán nulas de pleno derecho. Dicha nulidad no perjudicará los derechos de terceros de buena fe, adquiridos conforme al contenido de los correspondientes registros.”

### **3. Modificación de estatutos y reglamentos**

Como ya se indicó, la constitución de una entidad de capital-riesgo está sometida a un procedimiento de autorización administrativa previo y a una verificación, también administrativa, posterior a la constitución y anterior al inicio de la actividad propia de la entidad. Para la obtención de la autorización, hay que presentar el proyecto de estatutos de la sociedad o reglamento del fondo. El contenido de los unos o del otro constituye un presupuesto básico del objeto de la autorización. Después, como requisito previo para la inscripción en el registro administrativo correspondiente de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, se ha de verificar que la entidad efectivamente constituida responde al proyecto autorizado.

La Administración realiza un control de legalidad, no meramente formal, sino que entra en el contenido material del proyecto y valora si de hecho se cumplen en los términos exigidos los requisitos establecidos en la Ley. La inscripción en el Registro Mercantil y en el Registro de la Comisión Nacional del Mercado de Valores hace públicas las características de una determinada entidad. Ésta queda fundamentalmente configurada en sus estatutos o reglamento. De ahí que la Ley exija que, si se decide el cambio de éstos, se ha de pasar de nuevo por el mismo procedimiento de la au-

torización administrativa previa. La autonomía de la voluntad, pues, se encuentra especialmente condicionada a la hora de llevar a cabo modificaciones. No basta con la propia consideración de que se respetan los límites generales de la autonomía de la voluntad (artículo 1255 Código Civil), sino que se requiere la comprobación de que es así y la subsiguiente autorización por parte de la Administración.

No obstante, en el caso de modificaciones menores, esto es, de escasa relevancia, la Ley establece (artículo 15.2) que baste la mera comunicación, que no autorización, a la Comisión Nacional del Mercado de Valores. La Ley prevé que reglamentariamente se determinen los supuestos de modificaciones de escasa importancia que no requerirán autorización, basando la mera comunicación.

Por razones de "economía procedimental", cuando en una sociedad de capital-riesgo se pretenda la modificación de los estatutos, se puede solicitar la autorización administrativa condicionada a la posterior aprobación de la modificación por la Junta General de accionistas. De esta forma se evita el riesgo de adoptar un acuerdo de modificación estatutaria que luego no sea autorizado por la Administración. Así se establece en el artículo 15.1: "Se ajustarán al mismo procedimiento previsto para la autorización, si bien la solicitud de autorización de las modificaciones estatutarias podrá realizarse, de forma condicionada, por los administradores de la sociedad de capital-riesgo con anterioridad a la aprobación por la Junta General de accionistas."

Es sabido que el título o encabezamiento de los artículos no forma parte del texto legal. Sin embargo, en el caso del citado artículo 15.1 se constata que falta el sujeto del verbo "se ajustarán". De forma curiosa, se produce una implícita incorporación del encabezamiento del artículo al texto de éste. La coherencia sintáctica lleva a tal conclusión. El título del artículo reza: "Modificaciones de los estatutos de las sociedades de capital-riesgo y de los reglamentos de gestión de los fondos de capital-riesgo." Tales modificaciones son las que se "ajustarán al mismo procedimiento previsto para la autorización".

#### **4. Régimen de inversiones**

Como ya se indicó, conforme a los artículos 2 y 3 de la Ley 1/99, las entidades de capital-riesgo tienen como objeto principal la toma de participaciones temporales en el capital de empresas no financieras. Además, pueden facilitar financiación a través de pres-

tamos participativos y otras formas de financiación. Esta norma general es objeto de concreción en los artículos 16 a 20, donde se fijan coeficientes y límites en relación con la inversión.

El coeficiente obligatorio mínimo de inversión, susceptible de incremento en los estatutos o reglamentos de gestión, es del 60 por 100 del activo propio. Ha de estar invertido en acciones o participaciones en el capital de empresas que reúnan los requisitos del artículo 2.1 de la Ley 1/99 (no cotización en primer mercado bursátil). No obstante, hasta el 30 por 100 puede consistir en préstamos participativos a empresas que sean objeto de su actividad, aunque no estén participadas por la entidad de capital-riesgo (art. 16, Ley 1/99).

El resto del activo no sujeto al coeficiente obligatorio se califica como coeficiente de libre disposición. Conforme al artículo 17, el coeficiente de libre disposición se puede mantener en:

a) Valores de renta fija negociados en mercados secundarios organizados.

b) Participaciones en el capital de empresas que no cumplan los requisitos exigidos en el número 1 del artículo 2 de la Ley 1/99.

c) Efectivo, a título de coeficiente de liquidez, o demás activos especialmente líquidos que reglamentariamente se precisen, en aquellos casos en los que estatutaria o reglamentariamente se prevean reembolsos periódicos.

d) Préstamos participativos.

e) Financiación de cualquier tipo a empresas participadas.

f) En el caso de sociedades de capital-riesgo, hasta el 20 por 100 de su capital social, en elementos de inmovilizado necesarios para el desarrollo de su actividad.

Baste con subrayar que, dentro del coeficiente de libre disposición, se pueden mantener inversiones en sociedades que coticen en el primer mercado bursátil. Asimismo, los préstamos participativos, que pueden computar en el coeficiente obligatorio en los términos vistos, también pueden formar parte del coeficiente de libre disposición. En todo caso, dentro de este coeficiente, la Ley deja abierta la posibilidad de que se proporcione financiación por cualquier vía a las empresas participadas, esto es, las sociedades de las que la entidad de capital-riesgo sea socio.

A fin de evitar la excesiva concentración de riesgo, se ponen los siguientes límites: no se invertirá más del 25 por 100 del propio activo en una misma empresa, ni más del 25 por 100 en empresas pertenecientes al mismo grupo de sociedades. Las entidades de capital-riesgo no podrán invertir en empresas del propio grupo. A estos efectos, se considera que las empresas en las que participen directamente las entidades de capital-riesgo, que cumplan los requisitos establecidos en el artículo 2.1 de la Ley 1/99, no son empresas pertenecientes al grupo de la entidad de capital-riesgo de que se trate (art. 18).

Con estas limitaciones se consigue, además de limitar la concentración de riesgo, ampliar el espectro de actuación de las entidades de capital-riesgo. Por otra parte, el mismo artículo 18 de la Ley 1/99 remite al artículo 4 de la LMV por lo que al concepto de grupo de sociedades se refiere. Según el primer párrafo del artículo 4 de la LMV, se consideran "pertenecientes a un mismo grupo las entidades que constituyan una unidad de decisión porque alguna de ellas ostente o pueda ostentar, directa o indirectamente, el control de las demás, o porque dicho control corresponda a una o varias personas físicas que actúen sistemáticamente en concierto". En el párrafo siguiente del mismo precepto se establece la presunción de "que existe en todo caso unidad de decisión cuando concurra alguno de los supuestos contemplados en el número 1 del artículo 42 del Código de Comercio, o cuando al menos la mitad más uno de los consejeros de la dominada sean consejeros o altos directivos de la dominante, o de otra dominada por ésta". Los supuestos del citado artículo 42.1 del Código de Comercio son:

- a) Poseer la mayoría de los derechos de voto.
- b) Tener la facultad de nombrar o destituir a la mayoría de los miembros del órgano de administración.
- c) Disponer, en virtud de acuerdos celebrados con otros socios, de la mayoría de los derechos de voto.
- d) Haber nombrado exclusivamente con sus votos la mayoría de los miembros del órgano de administración.

En el artículo 19.1 de la Ley 1/99, anteriormente transcrito, se establecen "márgenes" temporales durante los cuales se pueden sobrepasar los coeficientes y limitaciones establecidos por la Ley con carácter general. Así, se establece un período de "carencia" de coeficientes en los tres primeros años de vida de la entidad, y un período de veinticuatro meses para aquel coeficiente que se vea afectado por una desinversión.

La Comisión Nacional del Mercado de Valores está facultada para ampliar los anteriores plazos en atención a la situación del mercado y a la dificultad de encontrar proyectos para financiar.

Ha quedado apuntado el marco general de coeficientes que la Ley establece. No obstante, el mercado es una realidad cambiante que demanda criterios de actuación adecuados a las circunstancias de las diversas coyunturas. De ahí que la Ley no descienda a mayores detalles en la fijación de coeficientes para determinados tipos de activos o para garantizar la liquidez de los fondos. Tampoco se ocupa de los conceptos contables que han de integrar el activo de las entidades de capital-riesgo a efectos de determinación de los coeficientes, ni del establecimiento de límites a la financiación ajena de estas entidades. La Ley deja todas estas cuestiones en manos del Gobierno, que las podrá desarrollar por vía reglamentaria. En el caso de los criterios contables, incluso habilita directamente al ministro de Economía y Hacienda. Así se establece en el artículo 20 de la Ley 1/99:

"1. Reglamentariamente, podrán establecerse limitaciones a la inversión en determinados tipos de activos, así como un coeficiente mínimo de liquidez a mantener, en su caso, los fondos de capital-riesgo.

2. A los efectos de calcular los porcentajes previstos en los artículos precedentes, se habilita al ministro de Economía y Hacienda para determinar los conceptos contables que integran el activo de las entidades de capital-riesgo.

3. Reglamentariamente, podrán establecerse límites a la financiación ajena que puedan obtener las entidades de capital-riesgo."

## **5. Obligaciones de información y auditoría**

La Ley 1/99 formula, en su artículo 21, un doble mandato:

a) Las entidades de capital-riesgo han de proporcionar a la Comisión Nacional del Mercado de Valores toda la información necesaria para transmitir la imagen fiel de la situación patrimonial y de la estructura de la entidad. Así se establece en el artículo 21.2. de la Ley 1/99, que dispone: "Las sociedades de capital-riesgo, las sociedades gestoras de fondos de capital-riesgo, así como las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva que gestionen fondos de capital-riesgo deberán facilitar a la Comisión Nacional del Mercado de Valores cuanta infor-

mación se les requiera y, en particular, sobre actividades, inversiones, recursos, patrimonio, estados financieros, accionistas o partícipes, situación económico-financiera, así como en lo concerniente a hechos relevantes, con la frecuencia, alcance y contenido que establezca el ministro de Economía y Hacienda, y, con su habilitación expresa, la Comisión Nacional del Mercado de Valores.”

b) Dichas entidades deben someter a informe de auditoría sus estados financieros conforme a lo establecido en la legislación sobre auditoría de cuentas (artículo 21.3 Ley 1/99). La legislación básica sobre auditoría se encuentra en la Ley 19/1988, de 12 de julio, de auditoría de cuentas, y en las normas de desarrollo como el Real Decreto 1636/1990, de 20 de diciembre.

La actividad de capital-riesgo se inserta en el contexto de los mercados financieros. Se trata de una actividad de financiación donde concurren inversores (accionistas o partícipes) y destinatarios de la inversión, fundamentalmente sociedades participadas. La transparencia es requisito fundamental para el correcto funcionamiento del mercado. De ahí la obligación de aportar la información fidedigna necesaria a partícipes (art. 21.1 Ley 1/99) y terceros (mercado) a través de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

## **6. Régimen de participaciones significativas**

Ya se indicó en los antecedentes que, conforme al artículo 13 del Real Decreto-Ley 1/1986, de 14 de marzo, los accionistas o partícipes no podían ser menos de cinco, ni cada uno superar el 20 por 100 del capital o patrimonio. Más tarde, la disposición adicional tercera de la Ley 33/1987, de 23 de diciembre, de Presupuestos Generales del Estado para 1988 (BOE nº. 307, de 24 de diciembre), dio nueva redacción a los artículos 13.3 y 14 del Real Decreto-Ley 1/1986. Entre las modificaciones se encontraban:

— La desaparición del número mínimo de cinco socios o partícipes.

— La desaparición del 20 por 100 como tope máximo de participación de un socio en la sociedad de capital-riesgo o de un partícipe en el fondo de capital-riesgo. La nueva redacción establecía que dicha participación no podía ser mayoritaria.

La vigente Ley 1/99 admite ya la participación mayoritaria, que incluso puede llegar a ser del 100 por 100. Lo que hace la Ley es establecer medidas de

transparencia, de forma que sean conocidas las posiciones mayoritarias de un mismo accionista o partícipe. Se impone un deber de comunicación cuando la participación alcance, exceda o quede por debajo del 20 por 100 o sus múltiplos. El régimen que establece el artículo 22 es el siguiente: “Cuando un mismo socio o partícipe, por sí o por persona interpuesta, adquiera o transmita acciones o participaciones de una entidad de capital-riesgo y, como resultado de dichas operaciones, el porcentaje de capital suscrito o patrimonio que quede en su poder alcance, exceda o quede por debajo del 20 por 100 y todos sus múltiplos, hasta el 100 por 100 del capital social, en los casos permitidos por esta Ley, deberá comunicarse a la entidad y a la Comisión Nacional del Mercado de Valores en el plazo de diez días hábiles a partir de la adquisición o transmisión, el porcentaje del capital o patrimonio que haya quedado en su poder tras la operación.”

Atendiendo a los intereses de los inversores y a las especialidades de la inversión, reglamentariamente se podrá variar dicho porcentaje para determinados supuestos.

El texto transcrito hace residir el deber de comunicación a la entidad y a la Comisión Nacional del Mercado de Valores en el socio o partícipe afectado. El artículo 38.2.b. de la propia Ley 1/99 tipifica como infracción grave “de las personas físicas y jurídicas a las que se refieren los artículos 34 y 35 de la Ley” el incumplimiento del régimen de participaciones significativas previsto en el artículo 22. En los referidos artículos 34 y 35, no se cita a los socios o partícipes de las entidades de capital-riesgo. Tan sólo se menciona en el artículo 35 a las personas que ostenten cargos de administración o dirección de éstas. En consecuencia, sólo quedarían dentro del supuesto de infracción tipificado los socios o partícipes que ostentasen dichos cargos.

## **VIII. SOCIEDADES DE CAPITAL-RIESGO**

### **1. Concepto**

Son sociedades anónimas cuyo objeto social principal consiste en la toma de participaciones temporales en el capital de empresas no financieras cuyos valores no coticen en el primer mercado de las bolsas de valores (art. 2.1 Ley 1/99).

Vuelve al concepto legal la mención expresa de la condición de anónimas. Dicha mención había permanecido en los antecedentes legislativos, salvo en la

modificación de 1996. En la redacción del concepto legal de sociedad de capital-riesgo dada por el artículo 17 del Real Decreto-Ley 7/1996, de 7 de junio, desapareció la referencia a su condición de sociedad anónima. Ahora en la Ley 1/99 se recupera dicha mención en la definición legal.

El citado Real Decreto-Ley 7/1996 cambió el objeto social "exclusivo" por objeto social "principal". Este criterio se mantiene en la Ley 1/99. La actividad específica de inversión en capital-riesgo ya no tiene que constituir objeto exclusivo de la sociedad. Ha de ser su objeto principal. Para la consecución de éste, puede facilitar otras vías de financiación y desarrollar otras actividades como las de asesoramiento. Pero tampoco la Ley permite que una sociedad de capital-riesgo puede dedicarse también a cualquier otra actividad. Sus posibilidades de actuación quedan circunscritas a las mencionadas por la Ley 1/99. Desde este punto de vista, su objeto social es exclusivo en el sentido de que puede dedicarse "exclusivamente" (únicamente) a las actividades mencionadas por la Ley 1/99. Pero no es exclusivo en sentido excluyente; esto es, en cuanto que se prohíba la realización de dichas actividades por otras entidades. Otras entidades pueden realizar todas o algunas de las actividades que la Ley 1/99 contempla para las sociedades de capital-riesgo (Medina, 1988, página 115-117). Pero si aquellas entidades no se someten al régimen jurídico contenido en la Ley 1/99, no pueden utilizar la expresión "capital-riesgo" ni gozar de los beneficios fiscales legalmente establecidos para las entidades de capital-riesgo.

El concepto legal de sociedad de capital-riesgo viene dado por dos notas fundamentales:

a) Su condición de sociedad anónima.

b) Su objeto social limitado a:

1. Actividad principal: capital-riesgo propiamente dicho, esto es, toma de participaciones temporales en el capital de empresas no financieras cuyos valores no coticen en un primer mercado bursátil, cuyas características ya han sido examinadas.

2. Otras actividades: concesión de préstamos participativos, financiación de cualquier otro tipo a sociedades participadas, así como actividades de asesoramiento.

El artículo 2 de la Ley 1/99 contiene el concepto o configuración legal de sociedad de capital-riesgo. Pero, por remisión del artículo 3, que se ocupa de la definición de fondos de capital-riesgo, el artículo 2 ofrece el con-

cepto legal de capital-riesgo. Es un concepto amplio. El artículo permite la realización tanto de la inversión en capital-riesgo propiamente dicha como otras actividades relacionadas con ésta. Su concreción en coeficientes o porcentajes se encuentra en los artículos 16 y 17.

Entre estas otras actividades accesorias, que coadyuvan a la realización de la actividad principal, se encuentra la concesión de préstamos participativos. Este instrumento de financiación se sitúa en un término medio entre la actividad principal de capital-riesgo y otras formas de financiación. Mediante el préstamo participativo, como el propio nombre indica, el prestamista participa en los resultados empresariales. No es un mero aportante de financiación ajena. El préstamo se convierte en un instrumento de participación. De ahí se derivan dos consecuencias:

a) Que no se limite la concesión de dichos préstamos a sociedades de las que la entidad de capital-riesgo sea ya titular de acciones o participaciones.

b) Que los referidos artículos 16 y 17 contemplen la posibilidad de computar los préstamos participativos tanto en el coeficiente obligatorio (hasta un 30 por 100) como en el de libre disposición.

Las demás formas de financiación (efectos de comercio, préstamos ordinarios, adquisición de obligaciones, pagarés, etc.) que se utilicen han de estar siempre dirigidas a sociedades participadas (arts. 2.2 y 17.e Ley 1/99). Sin embargo, dentro del coeficiente de libre disposición, en aplicación del artículo 17.a), las entidades de capital-riesgo pueden adquirir valores de renta fija negociados en mercados secundarios organizados, con lo que en realidad se están financiando sociedades "no participadas". Es más, la letra b) del mismo artículo 17 permite incluso la adquisición de participaciones en el capital de sociedades que no cumplan los requisitos del artículo 2.1, es decir, se sitúa fuera del ámbito del capital-riesgo.

La actividad de inversión en capital-riesgo es una realidad previa a su regulación legal. Es una actividad financiera con características peculiares. Una sociedad que se dedica a la inversión en capital-riesgo no es una entidad que se ocupe de la intermediación en el crédito o a la gestión de patrimonios ajenos. No puede ser calificada como entidad de crédito ni como sociedad gestora de carteras. Tampoco es un *holding*. Es entidad financiera porque aporta financiación a proyectos nuevos o ya en marcha. Pero no se configura ni como entidad de crédito ni como institución de inversión colectiva, aunque pueda tener "similitud funcional" con las sociedades de inversión colectiva (Embry, 1986, página

368), ni siquiera como un “interesamiento” en negocios ajenos al viejo modo de las cuentas en participación (Uría, 1984, páginas 93-94; Iglesias, 1989, página 47).

Probablemente, en el caso de los fondos de capital-riesgo, en razón de un posible mayor número –en su caso– de partícipes, haya más incidencia en los mercados de capitales y, por tanto, más necesidad de supervisión por parte de la Administración. Pero las sociedades de capital-riesgo desarrollan una actividad empresarial para impulsar y llevar a buen fin proyectos, generalmente innovadores, que no requiere especial control o supervisión por parte de la Administración. Al contrario, lo que necesita es impulso e incentivos por parte del legislador. La finalidad primordial, pues, al regular la materia ha sido establecer incentivos en forma de beneficios fiscales para la inversión en capital-riesgo. Aunque se establece un régimen jurídico para las sociedades de capital-riesgo, su finalidad última no es regular dicha actividad empresarial, sino las condiciones en que se ha de ejercer para disfrutar de los beneficios fiscales y de la exclusividad en el uso de la expresión “capital-riesgo”.

En consecuencia, las sociedades de capital-riesgo, que eran una realidad con anterioridad a la legislación en la materia (Medina, 1988, pág. 118), pueden seguir existiendo al margen de la Ley 1/99. La eficiencia de esta Ley, en comparación con sus denostados antecedentes legislativos, estará en función de su atractivo para decidir a las sociedades existentes dedicadas a la financiación temporal de empresas a inscribirse como sociedades de capital-riesgo sometidas a dicha Ley. Si en la práctica se constata que son más los inconvenientes de encorsetarse dentro de la Ley 1/99 que los beneficios que se obtienen, una vez más habrá fracasado el intento del legislador de incentivar la actuación de estas entidades para impulsar el desarrollo de pequeñas y medianas empresas innovadoras.

## 2. Legislación aplicable

Es evidente que, de conformidad con el artículo 1 de la Ley 1/99, la legislación aplicable a las sociedades de capital-riesgo es precisamente dicha Ley 1/99, de 5 de enero, reguladora de las entidades de capital-riesgo y de sus sociedades gestoras.

La cuestión acerca de la legislación aplicable surge al hilo de lo último que se acaba de exponer. La propia Ley 1/99 no contiene un régimen jurídico completo de esta clase de sociedades. Como se ha indicado, no es ésta su finalidad. Por eso la Ley se limita a establecer los rasgos específicos de estas so-

iedades y los requisitos particulares que se han de cumplir.

La doctrina mercantilista se planteó la cuestión acerca las normas que debían integrar el resto del régimen jurídico aplicable a las sociedades de capital-riesgo. Se propugnó que la solución de los problemas planteados por la brevedad e insuficiencia del régimen jurídico propio debía buscarse en los textos reguladores de las instituciones de inversión colectiva, y *también* en la Ley de Sociedades Anónimas (Embíd, 1986, página 369). Por el contrario, desde otra posición doctrinal, se arguyó que la regulación de las sociedades de capital-riesgo se ha llevado a cabo mediante el establecimiento de singulares excepciones a la disciplina general prevista para las sociedades anónimas, por lo que esta disciplina no es de carácter meramente supletorio, sino más bien la directamente aplicable en defecto de excepción prevista en la regulación especial, sin que quepa la aplicación supletoria de la legislación sobre instituciones de inversión colectiva por falta de identidad de razón (Iglesias, 1989, pág. 52). Así, se concluyó que el único régimen supletorio aplicable a las sociedades de capital-riesgo es el de la Ley de Sociedades Anónimas, en cuanto que las sociedades de capital-riesgo son sociedades anónimas dotadas de ciertos elementos que las configuran como sociedades anónimas especiales (Bauzá, 1994, págs. 646-647).

En la actualidad, el debate ha quedado zanjado. El artículo 23.1 de la Ley 1/99 dispone: “Las sociedades de capital-riesgo se regirán por lo establecido en esta Ley y, en lo no previsto por ella, por el texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, aprobado por Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre.”

## 3. Características específicas

La Ley 1/99 es realmente parca en normas específicas relativas a las sociedades de capital-riesgo. Formalmente, se les dedica al capítulo I del título II. Pero dicho capítulo está integrado por un solo artículo, el 23, subdividido en 5 apartados. De forma dispersa, se encuentran algunas normas a lo largo del articulado, como las que se ocupan del concepto de sociedad de capital-riesgo (art. 2), organización administrativa y consejo de administración (art. 8.2, y art. 14.2), o el coeficiente en elementos del inmovilizado (art. 17.f).

El número mayor de preceptos que establecen características específicas para las sociedades de capital-riesgo lo hacen de forma conjunta para todas las entidades de capital-riesgo, esto es, sociedades y fondos de capital-riesgo. Baste, pues, aquí una remi-

sión al examen ya hecho de los requisitos para la autorización previa, el domicilio, la denominación, la constitución e inscripción, así como el régimen de inversiones, información y participaciones significativas.

Como especialidades en relación con el régimen general contenido en la Ley de Sociedades Anónimas, la Ley 1/99 establece las siguientes:

a) El capital social suscrito será al menos de 200 millones de pesetas, debiéndose desembolsar en el momento de su constitución el 50 por 100 y, el resto, en una o varias veces, dentro de un plazo de tres años desde la constitución de la sociedad. Los desembolsos deberán realizarse en efectivo o en bienes que integren su inmovilizado, no pudiendo superar estos últimos el 10 por 100 de su capital social (art. 23.2).

En el régimen general, el artículo 4 de la LSA establece un capital social mínimo de 10 millones de pesetas. Para las sociedades de capital-riesgo se exige un capital social mínimo de 200 millones de pesetas. Como es sabido, la fijación de una cifra de capital social mínimo pretende asegurar la viabilidad de la iniciativa empresarial que se pretende llevar a cabo. El legislador entiende que la inversión en capital-riesgo necesita contar con más recursos que los exigidos con carácter general como mínimos para cualquier otra actividad empresarial. La finalidad con la que se constituye una sociedad de capital-riesgo es la de financiar una diversidad de proyectos empresariales de los que se ocuparán otras sociedades. Parece, pues, evidente que tal pluralidad demande un mayor capital mínimo.

Ahora bien, que 200 millones de pesetas sea poco o mucho es una cuestión que depende del diseño que se haga de las sociedades de capital-riesgo. Cuanto mayor sea la envergadura mínima que se pretenda mayor será el capital mínimo exigido. Se ha dicho que es difícil emitir un juicio al respecto (Embido, 1986, página 369). También se ha afirmado que tal cifra de capital social mínimo es excesivamente exigua (Bauzá, 1994, pág. 649). En todo caso, no se trata tanto de una valoración jurídica cuanto económica, que responderá a las diferentes apreciaciones que en términos económicos se puedan hacer. Desde un punto de vista jurídico, lo relevante es señalar que se trata de un mínimo, no de un máximo. En consecuencia, se entiende que con ese capital mínimo se puede llevar a cabo el desarrollo, aunque sólo fuera mínimo, de la actividad consistente en inversión de capital-riesgo. Por supuesto, si se desea ir hacia una actividad empresarial de mayor volumen, la sociedad de capital-riesgo deberá contar con mayores recursos, que podrán ser propios o ajenos. En el primer caso, pues, la sociedad tiene la

posibilidad de establecer una cifra de capital superior a los 200 millones de pesetas. Téngase presente que en 1988 el valor medio por operación de financiación en capital-riesgo iba de 137 a 165 millones de pesetas (5). Así pues, si se constituye una sociedad de capital-riesgo con sólo 200 millones de pesetas de capital social, sus posibilidades de actuación quedarán bastante constreñidas.

Conforme al artículo 12 de la LSA, el capital social deberá estar completamente suscrito. Dicho artículo permite, sin embargo, que el desembolso no sea completo. Basta con que se desembolse la cuarta parte de cada acción. La Ley 1/99, por el contrario, duplica la cifra de desembolso mínimo en el momento de la constitución. Se tiene que desembolsar el 50 por 100 al menos. El 50 por 100 restante se puede aportar en una o varias veces, y en un plazo de tres años. También aquí la Ley 1/99 establece una regla específica para las sociedades de capital-riesgo. Ni el artículo 12 ni el 42 de la LSA establecen plazo máximo para los dividendos pasivos. La Ley 1/99 establece tres años como plazo máximo para el desembolso de la totalidad del capital, sea éste el mínimo o cualquier otra cifra superior. La actividad de inversión en capital-riesgo exige la disponibilidad efectiva de recursos para la financiación de empresas. Por tanto, no se puede prolongar excesivamente la existencia de dividendos pasivos. El legislador tiene en cuenta la dificultad de encontrar proyectos para financiar, y entiende que en los tres primeros años puede no estar aún normalizada la vida de la sociedad. Por eso, la exige del cumplimiento de los coeficientes de inversión y permite que hasta el 50 por 100 de su capital pueda no estar todavía desembolsado. A partir de ese plazo, se entiende que la actividad empresarial de la sociedad de capital-riesgo está normalizada y, en consecuencia, ha de disponer de la totalidad de los recursos suscritos conforme a la cifra de capital social.

Con anterioridad a la Ley 1/99, había surgido la duda acerca de si se podía hacer el desembolso mediante aportaciones *in natura*. Quienes propugnaban la aplicación de la Ley de Sociedades Anónimas afirmaban tal posibilidad (Bauzá, 1994, pág. 649), "aunque en la práctica no es habitual el recurso a las aportaciones *in natura*" (Iglesias, 1995, pág. 6350). Por el contrario, si se partía de la aplicación prioritaria de la Ley de Instituciones de Inversión Colectiva (art. 9.1), entonces se afirmaba que las aportaciones se harían exclusivamente en dinero, valores mobiliarios o demás activos financieros aptos para cubrir los coeficientes de dichas instituciones (Embido, 1986, pág. 371). La Ley 1/99 ha establecido una regla clara: los desembolsos se deberán realizar en efectivo, si bien admite un solo supuesto de aportación

*in natura* cual es la aportación de bienes que se integran en el inmovilizado de la propia sociedad de capital-riesgo, sin que estos bienes puedan superar el 10 por 100 del capital social. Así, por ejemplo, si se aporta un inmueble para sede social y administrativa, su valor no puede superar el 10 por 100 del capital social. En esta materia serán de aplicación los artículos 38 a 40 de la LSA en relación con la valoración y responsabilidad en caso de aportaciones no dinerarias. Los dos límites establecidos por la Ley 1/99 a las aportaciones *in natura* se aplican de forma conjunta:

— Han de ser bienes que se integren en el inmovilizado de la sociedad, quedando excluidos los demás.

— El valor de éstos no puede superar el 10 por 100 del capital social. A este respecto, se ha de señalar que el artículo 17.f) de la Ley establece, dentro del coeficiente de libre disposición, la posibilidad de tener, como máximo, un 20 por 100 del capital social invertido en inmovilizado. Hasta ese porcentaje, pues, se podría haber llegado en la admisión de aportaciones no dinerarias con ese destino (inmovilizado).

b) El capital social estará representado por acciones con igual valor nominal y con los mismos derechos, representadas mediante títulos, en cuyo caso serán nominativas, o mediante anotaciones en cuenta (artículo 23.3). Se excluyen, pues, las acciones privilegiadas (de las que se ocupa el art. 50 LSA) o incluso la simple diferencia de valor nominal entre las acciones. Coherentemente con la prohibición de la existencia de acciones privilegiadas, el número 4 del mismo artículo 22 prohíbe las remuneraciones o ventajas de los fundadores o promotores previstas en la Ley de Sociedades Anónimas (art. 11). Pero nada se dice respecto de los bonos de disfrute tras la amortización de acciones (artículo 48.3 LSA). Sin entrar en un examen más detenido, habría que aplicar el mismo criterio de la prohibición de las acciones privilegiadas y de las ventajas de los fundadores a los bonos de disfrute, ya que, de lo contrario, por esta vía se podría burlar la eficacia de la prohibición establecida por la Ley 1/99.

Como medida de control y transparencia que, entre otras cosas permite comprobar la existencia de participaciones significativas, se establece que las acciones han de ser nominativas. Queda, pues, excluida la posibilidad de acciones al portador que contempla el artículo 52 de la LSA. La Ley 1/99 recoge la doble posibilidad existente de representación de las acciones: títulos o anotaciones en cuenta (art. 51). Si se representan mediante títulos, éstos han de ser necesariamente nominativos, quedando excluida la emisión al portador. Conforme a la Ley 1/99, también se

puede acudir a la forma más moderna de representación mediante anotaciones en cuenta, que garantiza en todo caso la nominatividad y se basa en un registro de soporte electrónico, sin necesidad de emitir títulos en papel. Será, pues, de aplicación el régimen general de las anotaciones en cuenta contenido en los artículos 5 a 12 de la Ley del Mercado de Valores y normas de desarrollo.

c) "En sus estatutos sociales se recogerán, además de las especificaciones previstas en la Ley de Sociedades Anónimas, la política de inversiones, así como la posibilidad de que la gestión de las inversiones, previo acuerdo de la Junta General, la realice una sociedad gestora de entidades de capital-riesgo con la que contrate el mencionado servicio" (artículo 23.5). Al largo enunciado del contenido de los estatutos que realiza el artículo 9 de la LSA, hay, pues, que añadir, en el caso de las sociedades de capital-riesgo, la inclusión en los estatutos de la política de inversiones y la posibilidad de exteriorizar la gestión de éstas. Su desglose se contiene en el anexo 4 de la Circular 4/1999, de 22 de septiembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre procedimientos administrativos y modelos normalizados de las entidades de capital-riesgo y de sus sociedades gestoras.

A la hora de la fijación del coeficiente obligatorio de inversión, la Ley 1/99 da prelación a los criterios expresamente establecidos en su política de inversiones recogida en los estatutos (art. 16.1). La Ley 1/99 dice que se entiende por política de inversiones en el artículo 25.4 relativo a los fondos de capital-riesgo. Pero por la remisión que hace al artículo 16.1 (que abarca sociedades y fondos de capital-riesgo) es aplicable también a las sociedades de capital-riesgo. Por razones de índole sistemática, las materias de las que ha de ocuparse la política de inversiones se exponen después en el apartado dedicado a los fondos de capital-riesgo.

Por otra parte, la posibilidad de exteriorizar la gestión de las inversiones se contempla también en los artículos 4, 31 y 32 de la Ley 1/99. Aunque el artículo 22.5 se refiera sólo a las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo, estos otros artículos ponen de manifiesto que la encomienda se puede realizar también a sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva. No se limita la Ley a establecer la posibilidad de exteriorizar la gestión de las inversiones. En aras de la transparencia, dispone que se incluya expresamente tal posibilidad legal en los propios estatutos sociales. De esta forma, la disposición legal entra también en el ámbito de la publicidad del Registro Mercantil y del registro administrativo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

El requisito del previo acuerdo de la Junta General para contratar la gestión de las inversiones puede ser sustituido en el acto fundacional por pacto recogido en la escritura en tal sentido, si desde un primer momento los fundadores tienen ya decidida la exteriorización de la gestión. Así lo permite el artículo 10 de la LSA, según el cual en la escritura se podrán incluir, además de las menciones establecida en el artículo 8 y las de los estatutos, regulados en el artículo 9, todos los pactos y condiciones que los socios fundadores juzguen conveniente establecer, siempre que no se opongan a las leyes ni contradigan los principios configuradores de la sociedad. El pacto incluido en la escritura fundacional equivaldría a un acuerdo en junta universal. Por otra parte, el contrato de gestión tendría que ser calificado como comisión mercantil para la gestión de negocios ajenos, si bien sin limitarse a un único acto, sino de tracto sucesivo, por lo que probablemente habría que acudir al régimen del contrato de agencia para extraer aquellas normas aplicables por analogía como contrato de duración.

d) Por lo que se refiere a las demás especialidades ya examinadas, baste aquí su simple enunciado:

— Que su Consejo de Administración esté formado por, al menos, tres miembros, y sus consejeros, así como sus directores generales y asimilados, tengan una reconocida honorabilidad comercial, empresarial o profesional (art. 8.2.b). Se impone, pues, como forma de administración la existencia de un Consejo de Administración. La Ley de Sociedades Anónimas no impone esta forma de administración con carácter general. Sólo cuando la administración se confíe conjuntamente a más de dos personas, éstas constituirán el Consejo de Administración (art. 136 LSA). En la práctica, la existencia de Consejo de Administración suele ser la regla general en las sociedades anónimas de mediana o gran dimensión. Las modificaciones que tengan lugar en el seno de su Consejo de Administración deberán notificarse a la Comisión Nacional del Mercado de Valores en el plazo y forma que se determinen reglamentariamente (artículo 14.2).

— Que ninguna de las mencionadas personas esté procesada o tenga antecedentes penales por determinados delitos o esté declarada en quiebra o concurso de acreedores sin haber sido rehabilitada (artículo 8.2.c).

— Que la mayoría de dichas personas cuenten con conocimientos y experiencia adecuados en materias financieras o de gestión empresarial (art. 8.2.d).

— Contar con una buena organización administra-

tiva y contable, así como con los medios humanos y técnicos adecuados a las características y volumen de su actividad (art. 8.2.a).

e) Finalmente, recuérdese que las sociedades de capital-riesgo:

— Han de tener su domicilio social y su administración central en territorio español (art. 5).

— En su denominación ha de figurar “Sociedad de Capital-Riesgo” o su abreviatura “SCR” (art. 6). Aunque el artículo 403 del Reglamento del Registro Mercantil no contemple expresamente las sociedades de capital-riesgo, parece que, por analogía, se ha de aplicar el criterio en él contenido, según el cual, cuando se utilice la abreviatura, se incluirá al final de la denominación.

— Tras obtener autorización administrativa, se constituyen mediante escritura pública e inscripción en el Registro Mercantil (arts. 8 y 11).

— Una vez inscritas en el Registro Mercantil, y antes de dar comienzo a su actividad, se han de inscribir en el Registro de Sociedades de Capital-Riesgo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (artículos 7, 9 y 12).

— El desarrollo de su vida, desde un punto de vista jurídico, hasta la extinción, llegado el caso, se llevará a cabo conforme a la Ley de Sociedades Anónimas (artículo 23.1).

## IX. FONDOS DE CAPITAL-RIESGO

### 1. Concepto

Los fondos de capital-riesgo (FCR) son patrimonios administrados por una sociedad gestora, que tienen como objeto principal la toma de participaciones temporales en el capital de empresas no financieras cuyos valores no coticen en el primer mercado de las bolsas de valores. Aunque formalmente no integre el concepto, el artículo 3 de la Ley 1/99 incluye en el mismo la afirmación de que la sociedad gestora podrá realizar actividades de asesoramiento a las sociedades participadas.

Los FCR constituyen un patrimonio separado con un régimen propio. Aunque se haya hablado de “su existencia como persona jurídica” (Medina, 1988, página 117), hay que entender que la referencia se hace a su existencia como “ente” jurídico. Los fondos carecen de personalidad jurídica, aunque tengan acceso

al Registro Mercantil. Precisamente porque no son una persona jurídica, es necesaria la presencia de una entidad con personalidad jurídica para actuar en el tráfico y llevar a cabo la gestión del patrimonio. De ahí que en el propio concepto del fondo aparezca la sociedad gestora, como ente con personalidad jurídica que lleva a cabo la administración del fondo y realiza todos los actos de representación necesarios en el ámbito jurídico y económico. La propiedad del patrimonio corresponde a los partícipes. La sociedad gestora ostenta la representación legal frente a terceros. Entre partícipe y sociedad gestora existe una relación fiduciaria (trasunto del *trust* anglosajón) basada en la confianza.

Aunque el artículo 3 de la Ley 1/99 no lo diga expresamente, la configuración jurídica de la institución permite concluir que efectivamente los fondos son patrimonios separados sin personalidad jurídica. Así se dice expresamente en los casos de los fondos de titulización hipotecaria (art. 5.1 Ley 19/1992, de 7 de julio) o de los fondos de titulización de activos (art. 1.1 RD 926/1998, de 14 de mayo).

Al igual que los fondos de titulización se diferencian de los fondos de inversión mobiliaria por la finalidad principal, los FCR también difieren por el objetivo al que se dirigen. La naturaleza jurídica de los fondos como patrimonios separados sin personalidad jurídica, pertenecientes a una pluralidad de partícipes, es coincidente. Hay una estructura básica común en términos jurídicos. Pero la función económica primordial encomendada a cada uno de ellos, como instrumento al servicio del fin principal perseguido, es específica y diferente. Pero no necesariamente excluyente. La función principal en un caso puede pasar a ser secundaria en otro. Así sucede entre los fondos de inversión mobiliaria y los fondos de capital-riesgo.

El objeto exclusivo de los fondos de inversión mobiliaria es la adquisición, tenencia, disfrute, administración en general y enajenación de activos financieros, para compensar, por una adecuada composición de sus activos, los riesgos y los tipos de rendimiento. Se trata de un instrumento de inversión que busca rentabilidad minimizando los riesgos mediante la diversificación de inversiones y la pluralidad de inversores. En el caso de los FCR, sin embargo, se busca también la rentabilidad, pero como instrumento jurídico y económico se asigna al fondo en sí una función específica y principal: la inversión en capital-riesgo. No cualquier inversión. Su objeto principal, pues, condicionará el funcionamiento del fondo. Así, por ejemplo, habrá una mayor rigidez en las inversiones y desinversiones, tanto del patrimonio del fondo como de los partícipes mediante la adquisición o reembolso de participaciones.

La diferencia de elementos integrantes del patrimonio del fondo hace que en el caso de los FCR desaparezca la imposición legal de depositario, cuando en los demás casos de fondos de inversión es una institución exigida junto con la sociedad gestora.

## 2. Legislación aplicable

Como se acaba de señalar, en el caso de los FCR se utiliza un instrumento de inversión colectiva con un fin específico, cual es propiciar la inversión en capital-riesgo, y con ello proporcionar financiación a pequeñas y medianas empresas, especialmente en proyectos innovadores (Maroto, 1993, pág. 53) que tienen dificultades de financiación por otras vías. No hay duda en cuanto al hecho de que los fondos son una institución de inversión colectiva. El legislador utiliza dicho instrumento con la finalidad señalada. Para ello, establece un régimen jurídico específico de estos fondos acorde con su especial naturaleza. En lo que no se haya dispuesto una especial regulación, se aplicará el régimen general de las instituciones de inversión colectiva, concretamente en lo que a los fondos de inversión se refiere.

Conforme al artículo 1 de la Ley 1/99, los FCR se rigen por esta Ley. En ella se contiene una regulación bastante completa de los FCR, que podrá ser objeto de desarrollo reglamentario. La regulación específica de las sociedades de capital-riesgo en la Ley 1/99 es bastante parca. Por eso contiene una expresa remisión (art. 23.1) a la Ley de Sociedades Anónimas como régimen supletorio aplicable. Sin embargo, en el caso de los FCR, la Ley 1/99 no contiene una norma similar de remisión a la Ley reguladora de las instituciones de inversión colectiva, aunque se cite la Ley 46/1984, de 26 de diciembre, reguladora de dichas instituciones, a propósito de la posibilidad que se establece para que las entidades gestoras de las instituciones de inversión colectiva puedan gestionar los FCR y los activos de las sociedades de capital-riesgo.

La regulación extensa de los FCR y la falta de una norma expresa de remisión para indicar el régimen supletorio ponen de manifiesto la vocación totalizadora de la Ley 1/99 en esta materia. Esta Ley se ocupa de la constitución, de la administración y hasta de la fusión, disolución y liquidación de los FCR. Se pretende dotar a estos fondos de un régimen completo en esta Ley y en normas de desarrollo. Por tanto, sólo en el caso de que se presentase una situación para la que no existiera norma en el régimen específico, habría que acudir al régimen general de las instituciones de inversión colectiva. Esta conclusión era compartida por la doctrina

cuando aún era parca la legislación existente sobre FCR con anterioridad a la Ley 1/99 (Embidi, 1986, páginas 368-369; Bauzá, 1994, pág. 658).

### 3. Constitución

Tras la obtención de la autorización administrativa previa (arts. 7, 8 y 10 Ley 1/99), el fondo de capital-riesgo se constituirá mediante la puesta en común del efectivo que integrará su patrimonio (art. 25.2) El patrimonio mínimo inicial de los FCR será de 275 millones de pesetas. Las aportaciones para la constitución inicial y posteriores del patrimonio se realizarán exclusivamente en efectivo (art. 24).

A diferencia de las sociedades de capital-riesgo, donde cabe la aportación limitada de bienes, en el caso de los FCR no se admiten las aportaciones *in natura*. La Ley es tajante al imponer las aportaciones al patrimonio exclusivamente en efectivo. Tal norma se justifica porque el destino del patrimonio del fondo es, fundamentalmente, la financiación de proyectos empresariales, lo que exige disponer de efectivo para tal fin. La cifra de patrimonio inicial es superior en 75 millones a la exigida para constituir una sociedad de capital-riesgo. Sin embargo, es sensiblemente inferior a los 500 millones de pesetas exigidos para la constitución de un fondo de inversión mobiliaria (art. 34.1.c RD 1393/1990, de 2 de noviembre). Se pretende así facilitar la constitución de los FCR.

El contrato de constitución se formalizará en escritura pública, otorgada por la sociedad gestora (artículo 25.5), en la que deberá constar expresamente (artículo 24.2):

a) La denominación del fondo. De ella formará parte la expresión "Fondo de Capital-Riesgo" o la abreviatura "FCR" (art. 6).

b) El objeto, circunscrito exclusivamente a las actividades contempladas en el artículo 3 de la Ley 1/99, esto es, la inversión en capital-riesgo fundamentalmente (coeficiente obligatorio: art. 16), otras inversiones (coeficiente de libre disposición: art. 17) y prestaciones accesorias de asesoramiento por parte de la sociedad gestora (art. 25.4.g).

c) El patrimonio del fondo en el momento de su constitución, que será, como mínimo, de 275 millones de pesetas.

d) El nombre y domicilio de la sociedad gestora, que será una sociedad gestora de entidades de ca-

pital-riesgo o una sociedad gestora de instituciones de inversión colectiva regida por la Ley 46/1984, de 26 de diciembre (art. 4 Ley 1/99).

e) El reglamento de gestión del fondo.

### 4. Reglamento de gestión

El reglamento de gestión del fondo de capital-riesgo se redactará conforme al modelo normalizado establecido en el anexo 4 de la Circular 4/1999, de 22 de septiembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre procedimientos administrativos y modelos normalizados de las entidades de capital-riesgo y de sus sociedades gestoras, que desarrolla el contenido mínimo establecido por el artículo 25.3 de la Ley 1/99. Según el precepto legal, el reglamento del fondo debe recoger como mínimo los siguientes extremos:

a) El plazo de duración del fondo, en su caso. En la práctica, es habitual que los FCR se constituyan por tiempo determinado (Mínguez, 1998, pág. 7).

b) El régimen de emisión y reembolso de las participaciones, incluyendo, en su caso, los reembolsos que se garantizan, periodicidad de éstos, y régimen de preavisos si los hubiera.

c) El plazo de duración de la prohibición de suscripción y reembolso, si las hubiese. Como se viene reiterando, las dificultades en la inversión y desinversión en el ámbito del capital-riesgo aconsejan el establecimiento de cautelas, como la determinación de períodos durante los cuales no se pueden realizar suscripciones o reembolsos de participaciones.

d) La periodicidad con la que habrá de calcularse el valor de las participaciones a efectos de suscripción y reembolso. En los fondos de inversión mobiliaria, en los cuales los activos que constituyen su patrimonio son objeto de negociación diaria en mercados organizados, la valoración del patrimonio y las participaciones puede ser diaria, puesto que hay unos valores diarios y objetivos de los elementos patrimoniales del fondo. Sin embargo, en otros fondos, como los de inversión inmobiliaria o de capital-riesgo, cuyos elementos patrimoniales específicos no son objeto de cotización en un mercado organizado, la tarea de valoración es más compleja y, por ende, ha de espaciarse, realizándose sólo en determinados momentos, tras períodos de tiempo predeterminados.

e) Normas para la administración, dirección y representación del fondo.

f) Determinación y forma de distribución de resultados.

g) Requisitos para la modificación del contrato de constitución y del reglamento de gestión, y condiciones para ejercer, en su caso, el derecho de separación por parte del partícipe. El artículo 29.1 contempla un supuesto de derecho de separación del partícipe en el caso de fusión de FCR. Como regla general, las modificaciones del reglamento de gestión han de someterse al procedimiento de autorización administrativa previsto para la constitución (art. 15). Puesto que la escritura de constitución es objeto de inscripción en el Registro Mercantil y en el registro administrativo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, la modificación de cualquier elemento que conste en la escritura tendrá que ser inscrita en dichos registros, por lo que se someterá a la correspondiente calificación del registrador y a verificación administrativa.

h) Sustitución de la sociedad gestora. Hay que prever los supuestos y procedimiento de sustitución de la sociedad gestora. La citada Circular 4/1999, de 22 de septiembre, añade que se incluya la composición y régimen de funcionamiento, en su caso, del Comité de Inversiones. Su existencia, pues, es facultativa.

i) Normas para la disolución y liquidación del fondo. La Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá condicionar la eficacia de la disolución o sujetar el desarrollo de ésta a determinados requisitos, con el fin de disminuir los posibles perjuicios que se ocasionen en las entidades participadas (art. 29.3).

j) Tipos de remuneración de la sociedad gestora.

k) La política de inversiones. A la hora de la fijación del coeficiente obligatorio de inversión, la Ley 1/99 da prelación a los criterios expresamente establecidos en su política de inversiones recogida en el reglamento de gestión del fondo (art. 16.1).

## 5. Política de inversiones

El contenido de este apartado, que obligatoriamente ha de aparecer en el reglamento de gestión del fondo (art. 25.2.k) –y en los estatutos de las sociedades de capital-riesgo (art. 23.5)–, se encuentra establecido en el artículo 25.4 de la Ley 1/99. A tales efectos, y a los del artículo 16.1 (coeficiente obligatorio de inversión), se entenderá por política de inversiones el conjunto de decisiones coordinadas orientadas al cumplimiento de su objeto sobre los siguientes aspectos:

a) Sectores empresariales hacia los que se dirigirán dichas inversiones.

b) Áreas geográficas hacia las que se dirigirán dichas inversiones.

c) Tipos de sociedades en las que se pretende participar y criterios para su selección.

d) Porcentajes generales de participación máximos y mínimos que se pretenda ostentar.

e) Criterios temporales máximos y mínimos de mantenimiento de las inversiones y fórmulas de desinversión.

f) Tipos de financiación que se concederán a las sociedades participadas.

g) Prestaciones accesorias que la sociedad gestora del fondo podrá realizar a favor de las sociedades participadas, tales como el asesoramiento o servicios similares.

h) Modalidades de intervención de la entidad gestora en las sociedades participadas, y fórmulas de presencia en sus correspondientes órganos de administración.

Todos ellos son datos fundamentales que, en términos jurídicos, constituyen la base del negocio por el cual los partícipes deciden suscribir participaciones del fondo (o, en las sociedades de capital-riesgo, adquirir la condición de accionistas). De ahí su relevancia y, por ende, sometimiento de las modificaciones (como cualquier otra del reglamento o escritura constitutiva: artículo 15 Ley 1/99) al mismo régimen de autorización y consiguientes inscripciones registrales (art. 12) que la constitución del fondo (o sociedad).

## 6. Inscripciones

El artículo 25.5 de la Ley 1/99 dispone que la escritura de constitución del fondo deberá inscribirse en el Registro Mercantil y en el Registro de Fondos de Capital-Riesgo, de conformidad con los artículos 9, 11 y 12 de la misma Ley.

Salvo que se dictasen normas específicas para la inscripción en el Registro Mercantil de los FCR, el régimen aplicable será el contenido en los artículos 277 a 284 del Reglamento del Registro Mercantil para la inscripción de los fondos de inversiones. Como ya se dijo, por analogía (art. 4.1 Código Civil),

se aplicará como derecho supletorio, para llenar lagunas como ésta, el régimen de los fondos de inversión colectiva. No obstante, la aplicación de las normas se deberá hacer con las adaptaciones que deriven de la naturaleza y régimen jurídico propios de los FCR. Así, cuando el artículo 281 del Reglamento del Registro Mercantil dispone que la inscripción de las modificaciones del reglamento de gestión se practicará en virtud de escritura en la que deberá expresarse, bajo manifestación de las entidades gestora y depositaria, que se ha realizado la notificación de la modificación a los partícipes, para que, en su caso, ejerciten su derecho al reembolso, y que ha transcurrido un mes desde tal notificación, es evidente que en el caso de los FCR bastará la manifestación de la entidad gestora, ya que la Ley 1/99 prescinde de la entidad depositaria, y dispone (art. 25.5) que la escritura pública de constitución del fondo es otorgada sólo por la sociedad gestora. En todo caso, hay que tener presente que mientras el artículo 8.2 de la Ley 46/1984, de 26 de diciembre, reguladora de las instituciones de inversión colectiva, impone la obligación de inscribir la escritura de constitución de los fondos de inversión en el Registro Mercantil, el proyecto de ley de instituciones de inversión colectiva publicado en el *Boletín Oficial de las Cortes* (6) prescinde de tal requisito, exigiendo sólo la inscripción en la Comisión Nacional del Mercado de Valores (art. 9).

La inscripción en el Registro Mercantil se somete a la calificación del registrador, que ejerce un control de legalidad conforme a lo previsto en el artículo 6 del Reglamento del Registro Mercantil. Por su parte, la inscripción en el Registro Administrativo de Fondos de Capital-Riesgo, cuya llevanza está encomendada a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, va precedida de un procedimiento de verificación para comprobar la adecuación de la escritura pública inscrita en el Registro Mercantil al contenido de la autorización administrativa previa. De donde se infiere que el notario y el registrador mercantil sólo deben exigir la existencia de la autorización administrativa, pero sin entrar en el examen comparativo minucioso, que iría más allá del mero control de legalidad y dejaría sin sentido la posterior verificación por parte de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

## 7. Participaciones

El patrimonio de los FCR ha de estar dividido en participaciones de iguales características, que conferirán a sus titulares un derecho de propiedad sobre aquél. Dichas participaciones serán nominativas, tendrán la consideración de valores negociables y podrán

estar representadas mediante títulos o anotaciones en cuenta (art. 24.3 Ley 1/99).

De acuerdo con la naturaleza de todo fondo, se establece la copropiedad de los partícipes sobre el patrimonio del fondo. Pero éstos se limitan a tener la propiedad ("titularidad") legal o formal. Están privados de las facultades de administración y representación. En todo fondo, en cuanto institución de carácter fiduciario, es la entidad gestora la que ostenta la representación y administración ("titularidad" real o efectiva ante terceros). Pero la entidad gestora no es la propietaria del fondo. Por eso, el artículo 28.3 de la Ley 1/99 dispone: "En ningún caso el patrimonio del Fondo responderá por las deudas de la sociedad gestora."

Las participaciones son todas de iguales características. El valor de cada participación será el resultado de dividir el patrimonio del fondo por el número de participaciones en circulación, valorando aquél de acuerdo con los criterios que establezca el ministro de Economía y Hacienda (art. 26.2). El requisito de que las participaciones sean de iguales características es coincidente en los FCR y en los fondos de inversión mobiliaria. Sin embargo, por lo que a la valoración del patrimonio del fondo se refiere, son necesarias reglas especiales de valoración del patrimonio de los FCR. En el caso de éstos, el porcentaje más elevado de sus elementos patrimoniales serán participaciones en empresas a medio o largo plazo (de tres a doce años, normalmente), que, por lo general, no son objeto de cotización en un mercado, a diferencia de lo que ocurre con el patrimonio de un fondo de inversión mobiliaria. De ahí que sean necesarias normas especiales sobre valoración.

En los mismos términos que lo hace el artículo 20.1 de la Ley 46/1984, de 26 de diciembre, se dispone en la Ley 1/99 que las participaciones serán nominativas y tendrán la consideración de valores negociables. Sin embargo, la Ley reguladora de las entidades de capital-riesgo tiene ya presente la Ley del Mercado de Valores de 1988, que reguló con carácter general las anotaciones en cuenta. De ahí que la Ley 1/99 añada a la representación mediante títulos la posibilidad de la representación también mediante anotaciones en cuenta. En todo caso, son valores nominativos, como las acciones de las sociedades de capital-riesgo, pero se puede optar por la representación cartácea (títulos) o electrónica (anotaciones en cuenta). Lo que no cabe en ningún caso es la emisión de participaciones mediante títulos al portador. En el mismo sentido del artículo 24.3 de la Ley 1/99 se pronuncia el artículo 12.1 del mencionado proyecto de ley de instituciones de in-

versión colectiva, donde ya se añade la posibilidad de representar las participaciones en los fondos de inversión mediante anotaciones en cuenta.

Aunque se califican las participaciones como valores negociables, la realidad es que no son objeto de transmisión frecuente, ni siquiera en el caso de los fondos de inversión, de cuya transmisión se ocupa el artículo 41.4 del Reglamento de Instituciones de Inversión Colectiva (RD 1393/1990, de 2 de noviembre). Cuando realmente la liquidez de un valor viene dada por su cotización en un mercado secundario, entonces el legislador incluso impone las anotaciones en cuenta como única forma de representación. Así sucede en el caso de los valores que representan la participación en un fondo de titulización (art. 5.9, Ley 19/1992, de 7 de julio). Pero en los fondos de inversión, tanto mobiliaria como de inversión en activos financieros, la liquidez se obtiene por la vía del reembolso, no de la transmisión de la participación. Así sucede también en los FCR, aunque normalmente, por la propia naturaleza de estos fondos, la liquidez será menor, debido a la reiterada dificultad o rigidez para las inversiones y desinversiones en capital-riesgo. De ahí que el artículo 26.1 de la Ley 1/99 disponga: "La sociedad gestora emitirá y reembolsará las participaciones en el Fondo de acuerdo con las condiciones establecidas en su Reglamento de Gestión."

Cuando un partícipe necesite liquidez y, conforme a las normas de reembolso del reglamento de gestión aquél no sea posible hasta dentro de un determinado período de tiempo, la única posibilidad que tiene es precisamente la transmisión de sus participaciones. A facilitar la liquidez viene la disposición contenida en el artículo 26.3 de la Ley 1/99: "La sociedad gestora podrá gestionar por cuenta del emisor la suscripción y reembolso de participaciones en fondos de capital-riesgo, así como por cuenta propia o ajena su transmisión." El uso del término emisor no parece muy afortunado. Parece referirse al fondo, cuando en el número 1 del mismo artículo 26 se ha dicho que es la sociedad gestora la que emite y reembolsa las participaciones. El inciso final del artículo está facilitando la transmisión de las participaciones. La norma está permitiendo que la sociedad gestora actúe como intermediario que facilite la negociación en la transmisión de participaciones, apuntando hacia un esbozo de mercado interno. Con tal fin, la Ley permite su interposición, actuando tanto por cuenta ajena como por cuenta propia. Sería este último un supuesto de autotransmisión del comisionista (art. 267 Código de Comercio), que aquí se puede justificar, como en el caso de intermediarios autorizados en los mercados de valores, porque existen unos criterios preestablecidos de

valoración. En todo caso, se deberá actuar siguiendo normas de conducta éticas y de transparencia como las contenidas en los artículos 79 y 80 de la Ley del Mercado de Valores. La propia Ley 1/99 dice, en su artículo 32.1, que las sociedades gestoras actuarán "en interés de los partícipes", del mismo modo que dispone el artículo 29 de la Ley 46/1984, de 26 de diciembre (criterio que se recoge en el artículo 43.2 del citado proyecto de ley de instituciones de inversión colectiva).

Ese apuntado "mercado interno" sería la alternativa que proporcionase liquidez a las participaciones en los períodos en que no fuesen susceptibles de reembolso. Sería una solución alternativa a un pretendido mercado secundario organizado. Dadas las peculiaridades de la inversión en capital-riesgo, probablemente la cotización de las participaciones de un FCR en un mercado secundario organizado resulte difícil, ya que el volumen de negociación quizá no alcance los mínimos imprescindibles. Quien invierte en capital-riesgo sabe que se trata de financiar proyectos a medio y largo plazo. La rentabilidad, pues, se prolonga en el tiempo. Si se pretende desinvertir antes, no sólo se renuncia a las buscadas ganancias futuras, sino que, con toda probabilidad, se incurrirá en pérdidas. En consecuencia, la regla general será que los partícipes entren en el FCR con la intención de permanecer en él. La excepción será la necesidad de reembolsar o transmitir las participaciones con anterioridad a lo previsto. En consecuencia, el volumen real de participaciones que serían objeto de movilización en un mercado secundario sería relativamente pequeño, so pena de la intervención de creadores de mercado que, con transmisiones "provocadas" de participaciones, creasen una liquidez "ficticia", cuyo coste habría que examinar para comprobar si justifica el grado de liquidez "real" (participaciones verdaderamente necesitadas de liquidez o transmisión anticipada) proporcionada.

Como se ha dicho, el valor de la participación será el resultado de dividir el valor del patrimonio por el número de participaciones en circulación. El artículo 28.1 de la Ley 1/99 dispone que el valor del patrimonio del fondo será el resultado de deducir de la suma de sus activos reales las cuentas acreedoras, determinándose el valor de éstas conforme a los criterios que se establezcan por el ministro de Economía y Hacienda. Por otro lado, los resultados serán la consecuencia de deducir de la totalidad de los ingresos obtenidos por el fondo la comisión de la sociedad gestora, así como los demás gastos previstos en el reglamento de gestión del fondo, entre los cuales se incluirán los de auditoría.

## 8. Administración

La dirección y administración de los FCR debe recaer necesariamente en una sociedad gestora de entidades de capital-riesgo o en una sociedad gestora de instituciones de inversión colectiva, con los requisitos que, en su caso, se fijen en este último supuesto reglamentariamente. La gestión del fondo se deberá hacer conforme a lo dispuesto en el reglamento de éste (arts. 4 y 27.1 Ley 1/99).

La Ley 1/99 va más allá de la simple indicación de las dos clases de sociedades que pueden realizar la gestión de los FCR. Impone un criterio amplio acerca del ámbito de representación y facultades de la sociedad gestora. Se trata de un supuesto de representación legal, probablemente aún más amplio y con criterio más exigente que el contemplado en la Ley de Sociedades Anónimas tras la reforma de 1989. Aun cuando el artículo 129 de la LSA contiene, en su número dos, una regla contraria a la tesis de los actos *ultra vires*, en principio, en el número uno del precepto se establece que la representación de los administradores se extiende a los actos comprendidos en el objeto social delimitado en los estatutos. Todos los actos comprendidos en el objeto social constituyen ámbito mínimo y necesario de la representación legal de la sociedad que ostentan los administradores. Ninguna limitación estatutaria tendrá efectos externos, sólo internos, en su caso. Por el contrario, el número dos del artículo 129 de la LSA dispone que la sociedad quedará obligada frente a terceros que hayan obrado de buena fe y sin culpa grave, aun cuando se desprenda de los estatutos inscritos en el Registro Mercantil que el acto no está comprendido en el objeto social.

Como ya se dijo, la institución del fondo constituye un trasunto del *trust* anglosajón. Hay una disociación entre propiedad real y aparente. La institución anglosajona tiene difícil encaje en nuestra dogmática jurídica. No obstante, se puede calificar como un negocio fiduciario. Los propietarios del patrimonio del fondo son los partícipes. Pero éstos carecen de toda facultad dominical. Es la sociedad gestora la que ejerce las facultades dominicales. El fondo constituye un patrimonio separado que es administrado por una sociedad gestora. Los partícipes no otorgan poder de representación a la gestora. Se trata de un supuesto que va más allá de la representación legal y necesaria de los administradores en las sociedades capitalistas (artículo 129 LSA, y art. 63 de la Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada, que reproduce el texto del art. 129 de la LSA). En el caso del fondo, la gestora "aparece" frente a terceros como titular de los

bienes que constituyen el patrimonio de aquél, aun sin serlo realmente. Pero, a todos los efectos legales, es como si lo fuese, y ejerce plenamente todas las facultades, incluida la dispositiva. Una actuación de la sociedad gestora en perjuicio intencionado del interés de los partícipes, por ejemplo, enajenando elementos patrimoniales del fondo, podrá generar responsabilidad frente a éstos, pero frente a terceros los actos de disposición resultarán inatacables (salvo en caso de probado dolo del tercero actuando fraudulentamente en connivencia con la gestora). El reconocimiento expreso de las facultades de dominio que ejerce la sociedad gestora se recoge expresamente en el artículo 37.2 del citado proyecto de ley de instituciones de inversión colectiva, que dice: "Las facultades del dominio sobre el patrimonio del Fondo le corresponden –a la sociedad gestora– sin ser propietaria del mismo, ejerciéndolas en interés de los partícipes".

La seguridad del tráfico jurídico requiere que los terceros de buena fe no tengan que preocuparse de constatar hasta dónde llegan las facultades de administración o disposición de las sociedades gestoras. Basta saber que se trata de una sociedad gestora de un FCR, o de una sociedad gestora de instituciones de inversión colectiva que gestiona un determinado FCR, para tener la seguridad de que cuenta con plenas facultades de administración y disposición sobre el patrimonio del fondo. Así se consagra en el número 2 del artículo 27 de la Ley 1/99: "En ningún caso podrán impugnarse por defecto de facultades de administración y disposición los actos y contratos realizados por la sociedad gestora del Fondo con terceros en el ejercicio de las atribuciones que le corresponden conforme a lo previsto en la presente Ley."

El mismo artículo comienza diciendo, en el número 1, que la dirección y administración de los FCR se regirá por lo dispuesto en el reglamento de gestión de cada fondo. Integrando el contenido de ambas normas, hay que concluir que el reglamento del fondo no puede limitar frente a terceros las plenas facultades de que goza la sociedad gestora como ente fiduciario legalmente reconocido. Por tanto, toda limitación, regla, pauta de comportamiento o criterio de inversión tendrá efectos internos que obligan y vinculan a la sociedad gestora frente a los partícipes, pero sin relevancia externa frente a terceros.

El artículo 25.2 dice que el "contrato de constitución deberá formalizarse en escritura pública". El fondo, pues, se constituye mediante un contrato formalizado en documento público. La suscripción de participaciones implica, al modo como sucede en la suscripción

de obligaciones (Resolución de la Dirección General de los Registros y del Notariado de 14 de enero de 1999), una manifestación de voluntad unilateral, dirigida a la sociedad gestora, ratificando plenamente el contrato de constitución del fondo. En consecuencia, en caso de incumplimiento, se aplicará el régimen jurídico de los contratos e incumplimiento de las obligaciones. Será, pues, aplicable el artículo 1101 del Código Civil, que establece: "Quedan sujetos a indemnización de los daños y perjuicios causados los que en el cumplimiento de sus obligaciones incurrieren en dolo, negligencia o morosidad, y los que de cualquier modo contravinieren el tenor de aquéllas."

Será, pues, exigible responsabilidad a la sociedad gestora. En el artículo 32.2 de la Ley 1/99 se dice expresamente que las sociedades gestoras serán responsables frente a los partícipes de todos los perjuicios que les causaren por el incumplimiento de sus obligaciones. El artículo 35.1 de la Ley 1/99 establece, con carácter general: "Las sociedades gestoras de las Entidades de Capital-Riesgo serán responsables en el ejercicio de su actividad de todos los incumplimientos de esta Ley y su normativa de desarrollo, respecto a las entidades que gestionen." En relación con las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva, el artículo 29.2 de la Ley 46/1984, de 26 de diciembre, se pronuncia en los mismos términos cuando dice que la sociedad gestora será responsable "frente a los partícipes de todos los perjuicios que se causaren a aquéllos por el incumplimiento" de sus obligaciones (criterio que se recoge en el artículo 10.2.d) del citado proyecto de ley de instituciones de inversión colectiva).

Que el fondo constituye un patrimonio separado, administrado por la sociedad gestora, queda puesto de manifiesto, a efectos de responsabilidad, cuando el artículo 27.3 de la Ley 1/99 dispone: "Los acreedores del Fondo no podrán hacer efectivos sus créditos sobre el patrimonio de los partícipes, cuya responsabilidad se limita a sus participaciones." Hay, pues, una cierta "entitación" del fondo, como patrimonio separado, en cuanto se le imputan derechos y obligaciones, al menos a efectos de responsabilidad patrimonial. De forma que los acreedores del fondo lo son de éste, aunque no tenga personalidad jurídica, y sólo pueden hacer efectivos sus créditos sobre el patrimonio del fondo, sin que se vea afectado ni el patrimonio de la sociedad gestora ni el patrimonio de los partícipes más allá de su participación en el fondo. La parte del fondo que corresponde a cada partícipe se segrega del resto de su patrimonio personal para constituir, junto a las partes correspondientes a los demás partícipes, el fondo, que tiene vida propia como patrimonio separado. En el pa-

trimonio de los partícipes, lo que se integran son las participaciones en el fondo, con el valor y los derechos inherentes a éstas en cuanto valores negociables, que representan determinados derechos, pero que en sí no son los elementos patrimoniales del fondo, sino la representación de éstos en el patrimonio del partícipe.

Los acreedores del fondo no pueden, pues, atacar el patrimonio de los partícipes, sino sólo el del fondo. De esta forma, las participaciones de los partícipes en el fondo disminuirán su valor en la medida en que se hagan efectivos los créditos contra el patrimonio del fondo. En términos económicos, hay una limitación del riesgo. El partícipe sólo arriesga lo que aporta al fondo. En términos jurídicos, el artículo 27.3 de la Ley 1/99 utiliza el concepto de responsabilidad limitada del partícipe: "su responsabilidad se limita a sus participaciones". Aquí se pone de manifiesto la ya mencionada dificultad de encaje del *trust* anglosajón en nuestro ordenamiento jurídico. En el caso de las sociedades capitalistas, se produce el mismo fenómeno de limitación del riesgo al participar en una actividad económica. Los socios sólo arriesgan lo que aportan. Pero tanto el artículo 1 de la Ley de Sociedades Anónimas como el mismo de la Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada dicen, de forma clara y contundente, que los socios no responden por las deudas sociales. Quien responde sin limitación alguna es la propia sociedad. Pero tal afirmación es posible porque la sociedad tiene personalidad jurídica. En el caso de los fondos, éstos no tienen personalidad jurídica. Contrata la sociedad gestora en nombre del fondo. Pero el fondo no es de la sociedad gestora, sino de los partícipes. De ahí que no quede más alternativa que hacer responsables a los partícipes, pero con una limitación de la responsabilidad por el montante de sus aportaciones al fondo. Tanto desde un punto de vista jurídico como práctico parece más coherente hablar de esa cierta "entitación" del fondo como patrimonio separado que de "responsabilidad" imputable a los partícipes, dada la división de la propiedad que supone la relación fiduciaria sobre la que descansa la institución del fondo, y que implica la atribución de las facultades dominicales a la sociedad gestora y no a los partícipes.

La configuración del fondo como patrimonio separado implica:

— Que no responde por las deudas de los partícipes, aunque los acreedores de éstos puedan hacer efectivos sus créditos sobre las participaciones, que integran su patrimonio personal.

— Que los acreedores del fondo no pueden ir más

allá del patrimonio de éste, y por tanto no pueden hacer efectivos sus créditos sobre el patrimonio de los partícipes o de la sociedad gestora.

— Que no responde por las deudas de la sociedad gestora. Así lo establece taxativamente el artículo 28.3 de la Ley 1/99: “En ningún caso el patrimonio del Fondo responderá por las deudas de la sociedad gestora.”

## 9. Extinción

La extinción del fondo puede producirse tras su disolución y liquidación o bien como consecuencia de un proceso de fusión. Pero no todo proceso de fusión implica la disolución y extinción de un fondo. Así sucederá en el caso de creación de un nuevo fondo con desaparición de los que son objeto de fusión. Pero si hay fusión por absorción, se extingue el fondo o los fondos que sean objeto de la absorción, permaneciendo el fondo absorbente.

La posibilidad de fusión entre FCR está contemplada en el artículo 29.1 de la Ley 1/99, que admite tanto la fusión mediante absorción como la creación de un nuevo fondo. Evidentemente, en este segundo caso se deberán seguir todos los trámites de creación de un nuevo FCR. La Ley 1/99 requiere que sean fondos de la misma naturaleza, es decir, FCR. En este mismo sentido se pronuncia el artículo 25.1 del citado proyecto de ley de instituciones de inversión colectiva, que introduce la posibilidad de fusión de las instituciones de inversión colectiva entre sí cuando tengan la misma forma jurídica y compartan el carácter financiero o no financiero.

La iniciación del procedimiento requerirá el previo acuerdo de la sociedad gestora de los fondos que vayan a fusionarse. La fusión será previamente autorizada por el ministro de Economía y Hacienda a propuesta de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (art. 29.1 Ley 1/99).

Como ya se indicó, los procesos de fusión deberán ser objeto de comunicación a los partícipes para que, en el plazo de un mes a partir de aquélla, pueda ejercerse el derecho de separación, con reembolso de las participaciones sin gasto alguno, al valor liquidativo correspondiente al día en que finalice el plazo del ejercicio del derecho de separación. Este derecho se reconoce para todos los partícipes, incluidos los del fondo absorbente, en caso de fusión por absorción. En todo caso, hay que tener presente que, en la medida en que un determinado fondo no

esté configurado de forma cerrada, esto es, en la medida en que esté diseñado de forma abierta, se podrá producir el mismo resultado final de la fusión por absorción de otro fondo sin que técnicamente se plantee tal fusión. Bastará con la suscripción de participaciones del fondo absorbente por parte de los partícipes del fondo disuelto. Ciertamente, esta vía puede resultar aceptable si se trata de pocos partícipes. Si fuesen muchos, la sociedad gestora preferirá la incorporación en bloque, haciendo recaer sobre los partícipes la necesidad de ejercitar el derecho de separación si desearan el reembolso.

En relación con la disolución de los FCR, la Ley 1/99 dispone con carácter general, en su artículo 29.2: “El Fondo quedará disuelto, abriéndose en consecuencia el período de liquidación, por el cumplimiento del término o plazo, o por las causas que se establezcan en su reglamento de gestión del Fondo.” Efectivamente, en caso de disolución por cumplimiento del término, y por otras causas que se puedan establecer en el reglamento de gestión, se abrirá el período de liquidación. Pero no se puede entender tal afirmación en el sentido de que siempre que se disuelva un fondo la liquidación implique necesariamente reembolso a los partícipes. Siempre cabe tal posibilidad si se ejercita el derecho de separación en caso de fusión. Pero, si no es así, en los supuestos de fusión, excepción hecha del fondo absorbente, en su caso, se produce la disolución de los demás fondos sin que su disolución y liquidación implique reembolso de participaciones, sino integración en un fondo preexistente o en otro de nueva creación.

La liquidación del fondo se realizará por su sociedad gestora. La Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá condicionar la eficacia de la disolución o sujetar el desarrollo de ésta a determinados requisitos, con el fin de disminuir los posibles perjuicios que se ocasionen a las entidades participadas (artículo 29.3 Ley 1/99). Esta medida preventiva se deduce de la propia naturaleza de los FCR. Mientras la transmisión de los valores pertenecientes a un fondo de inversión en un mercado secundario no suele tener mayor relevancia respecto de la entidad emisora (si no se trata de cuantías especialmente relevantes), en el caso de los FCR puede hacer peligrar incluso el propio proyecto empresarial de la sociedad participada. Habrá, pues, en cada caso, que examinar las consecuencias de la liquidación del fondo. Si se pudieran derivar perjuicios para las sociedades participadas, la Comisión Nacional del Mercado de Valores está facultada para imponer condiciones o requisitos para proceder a la efectiva liquidación del fondo.

## X. SOCIEDADES GESTORAS DE ENTIDADES DE CAPITAL-RIESGO

### 1. Concepto y características

Las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo son sociedades anónimas cuyo objeto social principal es la administración y gestión de fondos de capital-riesgo y de activos de sociedades de capital-riesgo. Como actividad complementaria, podrán realizar tareas de asesoramiento a las empresas con las que mantengan vinculación como consecuencia del ejercicio de su actividad principal. También podrán gestionar fondos de capital-riesgo y activos de sociedades de capital-riesgo las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva reguladas en la Ley 46/1984, de 26 de diciembre (artículo 4 Ley 1/99).

Los FCR, pues, podrán estar gestionados por una sociedad gestora de entidades de capital-riesgo o por una sociedad gestora de instituciones de inversión colectiva. Los activos de una sociedad de capital-riesgo podrán ser gestionados por la propia sociedad (consejo de administración), por una sociedad gestora de entidades de capital-riesgo o por una sociedad gestora de instituciones de inversión colectiva. La administración de un fondo por una sociedad gestora es "un elemento ineludible y esencial para la existencia del mismo" (Tapia, 1998, pág. 238), mientras que la gestión global de los activos que componen el patrimonio de una sociedad de capital-riesgo por parte de una sociedad gestora es una mera posibilidad.

En todo lo relativo a la gestión de FCR y de activos de sociedades de capital-riesgo, las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva estarán sujetas a la Ley 1/99 y sus disposiciones de desarrollo. Las referencias a las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo contenidas en la Ley 1/99 se han de entender también hechas a las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva que gestionen FCR o activos de sociedades de capital-riesgo (art. 31 Ley 1/99).

Las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo deberán ser sociedades anónimas, y habrán de reunir los siguientes requisitos (art. 30.1 Ley 1/99):

a) Un capital social mínimo inicial de 50 millones de pesetas, íntegramente desembolsado. Es, pues, superior a los 10 millones de pesetas que, con carácter general, establece el artículo 4 de la LSA. La necesidad de desembolso íntegro se aparta de la posi-

bilidad de dividendos pasivos que contempla el artículo 12 de la LSA.

b) Las acciones representativas de su capital social podrán representarse mediante títulos nominativos o mediante anotaciones en cuenta. Se establece en este punto el mismo régimen que el visto para las sociedades de capital-riesgo.

c) Todos sus administradores y directivos deberán cumplir los requisitos de honorabilidad e idoneidad establecidos en las letras b), c) y d) del artículo 8.2 de la Ley 1/99. Se establecen, pues, las mismas exigencias que las vistas para los administradores y directivos de las sociedades de capital-riesgo. La forma de administración, pues, ha de ser mediante Consejo de Administración de tres miembros al menos.

d) La denominación social ha de incluir la expresión "Sociedad Gestora de Entidades de Capital-Riesgo" o su abreviatura "SGEGR" (art. 6.1 Ley 1/99). Téngase presente lo dicho a propósito de la denominación de las sociedades de capital-riesgo.

El artículo 30.2 de la Ley 1/99 dispone: "Las condiciones y requisitos para la autorización e inscripción de las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo serán los establecidos en el capítulo I del Título I y la sección 1.<sup>a</sup> del capítulo II del mismo Título I, con las especialidades recogidas en el presente Título de esta Ley." Es decir, se aplican los artículos 7 a 15 de la Ley. En puridad, hay que entender que el artículo 14.1.b), que obliga a cumplir los coeficientes de inversión, no se aplica al patrimonio de la sociedad gestora, sino al del FCR, si bien es la sociedad gestora la que tiene la obligación de invertir el patrimonio del fondo respetando los coeficientes de inversión.

En consecuencia, hay que dar aquí por reproducido, y aplicable a las sociedades gestoras, el régimen jurídico de las sociedades de capital-riesgo en lo que se refiere a:

— Autorización administrativa previa.

— Constitución: escritura pública e inscripción en el Registro Mercantil, siguiendo el modelo de menciones estatutarias establecido en el anexo 4 de la Circular 4/1999, de 22 de septiembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre procedimientos administrativos y modelos normalizados de las entidades de capital-riesgo y de sus sociedades gestoras.

— Inscripción en el registro administrativo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores: Registro

de Sociedades Gestoras del Entidades de Capital-Riesgo.

— Modificaciones de los estatutos y del consejo de administración.

El ministro de Economía y Hacienda está habilitado para establecer, en su caso, el régimen de recursos propios de las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo (art. 30.3 Ley 1/99).

## 2. Obligaciones

La Ley 1/99 especifica (art. 32.3) una relación de funciones que deben desempeñar las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo, y que constituyen verdaderas obligaciones que han de cumplir dichas sociedades. Son las siguientes:

- a) Redacción del reglamento de gestión de los fondos.
- b) Llevanza de la contabilidad de los fondos de capital-riesgo y de los activos de la sociedad de capital-riesgo, con separación de la suya propia.
- c) Determinación del valor de las participaciones y acciones conforme al régimen establecido en el reglamento de gestión.
- d) Emisión de certificados de participaciones y demás documentos previstos en la Ley 1/99.
- e) Distribución de resultados del ejercicio.
- f) Establecimiento de los criterios de inversión.
- g) Designación de las personas que participarán en los órganos de gestión o administración de las sociedades participadas.
- h) Determinación de los medios y programas de asesoramiento técnico, económico y financiero.
- i) Sometimiento a informe de auditoría de los estados financieros, conforme a lo establecido en la legislación sobre auditoría. Dicho informe será remitido a la Comisión Nacional del Mercado de Valores en el plazo que se determine reglamentariamente (art. 32.4 Ley 1/99).

Naturalmente, la anterior relación no constituye un enunciado exhaustivo de las obligaciones de la sociedad gestora. Hay que añadir toda obligación que

se derive de la concreción de su objeto: la gestión del patrimonio de un fondo de capital-riesgo o de una sociedad de capital-riesgo en beneficio ajeno. Las actuaciones para la consecución de su objeto social se concretan en el cumplimiento de una serie de funciones, como las ya mencionadas, pero sin limitarse a ellas. La doctrina mercantilista, al estudiar estas funciones de las sociedades gestoras, las ha clasificado en los tres grupos siguientes (Tapia, 1998, pág. 240, siguiendo a Broseta):

a) Funciones en el proceso constitutivo de los fondos. Deben presentar la solicitud y demás documentación para recabar la autorización administrativa previa. Como documento relevante que ha de redactar la sociedad gestora se encuentra el reglamento de gestión del fondo de capital-riesgo. A su interpretación deben aplicarse las técnicas propias de las condiciones generales de la contratación, especialmente, la *interpretatio contra proferentem*, conforme al artículo 1288 del Código Civil. Si las participaciones están representadas mediante anotaciones en cuenta, la sociedad gestora deberá otorgar la escritura prevista en el artículo 6 de la Ley del Mercado de Valores.

b) Funciones de gestión burocrática. No comportan un ejercicio de discrecionalidad volitiva por parte de la sociedad gestora, sino que se trata de funciones de administración conservativa. Entre ellas se encuentran las relativas a la llevanza de la contabilidad y a la remisión de información a los partícipes, sociedad de capital-riesgo o Comisión Nacional del Mercado de Valores.

c) Funciones de gestión decisoria o volitiva. Comportan un elemento decisorio en la acción de la sociedad gestora. Entre ellas se encuentran la decisión de las concretas inversiones a realizar y la designación de las personas que han de participar en los órganos de gestión o administración de las sociedades participadas.

## 3. Responsabilidad

Como ya se ha indicado, las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo actuarán en interés de los partícipes o accionistas en las inversiones y patrimonios que gestionen, ajustándose a las disposiciones de la Ley 1/99. Serán responsables frente a los partícipes o accionistas de todos los perjuicios que les causaren por el incumplimiento de las obligaciones establecidas en dicha Ley (art. 32.1 y 2). Conforme al anexo 3.A de la Circular 4/1999, de 22 de septiembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre

procedimientos administrativos y modelos normalizados de las entidades de capital-riesgo y de sus sociedades gestoras, en el folleto de la sociedad gestora debe figurar el siguiente párrafo: "La dirección y administración del Fondo corresponde a una sociedad gestora quien, conforme a la legislación vigente, tendrá las más amplias facultades de dominio, representación y administración del patrimonio del Fondo, sin que ello suponga ostentar la propiedad del mismo. La sociedad gestora del FCR, ajustándose a las disposiciones vigentes, debe actuar siempre en interés de los partícipes en las inversiones que gestionen y será responsable frente a ellos de todo perjuicio que les pudiera causar por incumplimiento de sus obligaciones." La obligación legal se incorpora así, por la vía del folleto, a la relación contractual entre partícipes y sociedad gestora en pro de la transparencia en dicha relación jurídica.

La referencia a las obligaciones establecidas en la Ley 1/99 no ha de ser entendida en sentido restrictivo. La responsabilidad no se limita a las obligaciones expresa y directamente establecidas de forma concreta en el texto legal. Incluye todas aquellas obligaciones asumidas por vía contractual para la realización de su objeto social: la gestión de un patrimonio ajeno. Dicha gestión se ha de llevar a cabo con la diligencia de un ordenado empresario y de un representante leal, cumpliendo con las normas de conducta que la actuación en interés ajeno requiere (artículo 37.5 del proyecto de ley de instituciones de inversión colectiva). Deberán actuar en el ejercicio de sus actividades con imparcialidad y sin anteponer los intereses propios a los de sus clientes (art. 1 del Código General de Conducta de los Mercados de Valores, aprobado por RD 629/1993, de 3 de mayo; artículo 2.2.g, Orden de 7 de octubre de 1999 de desarrollo del RD 629/1993).

El artículo 32 de la Ley 1/99 reconoce la responsabilidad de la sociedad gestora frente a los partícipes o accionistas de las entidades de capital-riesgo gestionadas. Se confiere, pues, a éstos una acción directa contra la sociedad gestora por los daños y perjuicios que, por incumplimiento de sus obligaciones, puedan padecer los partícipes o accionistas. La Ley equipara a estos efectos a partícipes y accionistas. No hace mención, sin embargo, de un hecho relevante: a diferencia del fondo, la sociedad de capital-riesgo sí tiene personalidad jurídica. El reconocimiento de acción directa a favor de los accionistas no debe ir en detrimento de la propia sociedad de capital-riesgo.

En el caso de gestión de un fondo de capital-riesgo,

es evidente que, al carecer éste de personalidad jurídica, sólo los partícipes pueden ejercitar la acción de responsabilidad contra la sociedad gestora. Pero en el supuesto de gestión de los activos de una sociedad de capital-riesgo, esta sociedad es la titular de su patrimonio, no los accionistas. El artículo 23.5 de la Ley 1/99 exige que se incluya en los estatutos de las sociedades de capital-riesgo la posibilidad de que la gestión de las inversiones, previo acuerdo de la junta general, la realice una sociedad gestora de entidades de capital-riesgo con la que contrate el mencionado servicio. Este contrato se formaliza entre la sociedad gestora y la sociedad de capital-riesgo. Los accionistas de una y otra sociedad no son parte en el contrato, aunque, desde un punto de vista económico, tanto unos como otros puedan beneficiarse de la ejecución del mismo.

No cabe aquí una interpretación restrictiva *contrario sensu*. El reconocimiento de una acción de responsabilidad a favor de los accionistas de la sociedad de capital-riesgo frente a la sociedad gestora de su patrimonio no debe implicar la negación de dicha acción a favor de la propia sociedad de capital-riesgo. Sobre la base del contrato de gestión celebrado entre ésta y la sociedad gestora, tanto una como otra gozarán de las acciones pertinentes para exigirse mutuamente responsabilidad por todo incumplimiento contractual.

Ahora bien, si nada se dijese, sobre la base de dicho contrato, salvo pacto en contrario a favor de los accionistas de la sociedad de capital-riesgo, éstos no tendrían acción directa contra la sociedad gestora en caso de daños y perjuicios por incumplimiento de esta última. La Ley 1/99 les concede tal acción como un instrumento de defensa de sus intereses, que constituye un medio de protección especialmente útil para los accionistas minoritarios en caso de que la sociedad de capital-riesgo misma no decidiera exigir responsabilidad a la sociedad gestora. En lugar de tener que accionar contra la propia sociedad de capital-riesgo (artículos 115, 117, 134 y 135 LSA) para que, a su vez, exija responsabilidad a la gestora, se permite que los accionistas de aquélla se dirijan directamente contra ésta sin tener que acudir a la vía de la acción subrogatoria prevista en el artículo 1111 del Código Civil. Es, pues, un régimen más favorable que el establecido por el artículo 302 de la LSA, cuando hace pasar a los obligacionistas por el tamiz del sindicato al establecer: "Las acciones judiciales o extrajudiciales que correspondan a los obligacionistas podrán ser ejercitadas individual o separadamente cuando no contradigan los acuerdos del sindicato dentro de su competencia y sean compatibles con las facultades que al mismo se hubiesen conferido."

#### 4. Sustitución

La Ley 1/99 contempla, en su artículo 33, una vía voluntaria y otra forzosa de sustitución de la sociedad gestora.

a) Sustitución voluntaria. La sociedad gestora de entidades de capital-riesgo podrá solicitar su sustitución cuando lo estime procedente, mediante solicitud formulada conjuntamente con la nueva sociedad gestora ante la Comisión Nacional del Mercado de Valores, en la que la nueva sociedad gestora se manifieste dispuesta a aceptar tales funciones.

b) Sustitución forzosa. En caso de procedimiento concursal de la sociedad gestora, ésta deberá solicitar el cambio conforme al procedimiento descrito en el apartado anterior. La Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá acordar dicha sustitución cuando no sea solicitada por la sociedad gestora.

En uno y otro caso, los efectos de la sustitución se producirán desde el momento de la inscripción de la modificación reglamentaria o estatutaria en la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

La Ley no contempla expresamente un derecho de separación del partícipe cuando se produce la sustitución de la entidad gestora del fondo, como sucede en el caso de fusión de fondos de capital-riesgo (art. 29.1 Ley 1/99). Aunque nada diga la Ley, evidentemente el hecho de la sustitución puede constituir un motivo para que el partícipe decida dejar el fondo y solicitar el reembolso de sus participaciones. La dificultad surge si, conforme al reglamento del fondo, en ese momento no ha lugar al reembolso. Entonces sólo queda al partícipe la posibilidad de transmitir sus participaciones si encuentra adquirente, cosa que puede resultar difícil si la propia sociedad gestora no lo propicia actuando incluso por cuenta propia (artículo 26.3 Ley 1/99).

Sería, pues, oportuno regular en el apartado relativo a la sustitución de la sociedad gestora, que necesariamente ha de figurar en el reglamento de gestión del FCR (art. 25.2.h Ley 1/99), un derecho de separación del partícipe. Se deberá tener en cuenta que el ejercicio de tal derecho de separación puede perjudicar (por ejemplo, cuando se ejerza de forma masiva) a las sociedades participadas, ya que tendría lugar una desinversión anticipada y probablemente precipitada. De ahí que se deban establecer ciertas cautelas buscando un punto de equilibrio entre los intereses en presencia (partícipes y socie-

dades participadas), de forma que se evite un perjuicio desproporcionado a los unos o a las otras, al modo como se establece en el inciso final del artículo 29 de la Ley 1/99.

### XI. RÉGIMEN DE SUPERVISIÓN Y SANCIÓN

#### 1. Competencias

La Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá recabar cuantas informaciones estime necesarias sobre los extremos que interese relacionados con las materias objeto de la Ley 1/99. Con el fin de allegar dicha información o de confirmar su veracidad, la Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá realizar cuantas inspecciones considere necesarias.

Las sociedades de capital-riesgo y las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo están obligadas a poner a disposición de la Comisión Nacional del Mercado de Valores cuantos libros, registros y documentos ésta considere precisos, incluidos los programas informáticos y los archivos magnéticos, ópticos o de cualquiera otra clase.

Las actuaciones de comprobación e investigación podrán desarrollarse, a elección de los servicios de la Comisión Nacional del Mercado de Valores:

a) En cualquier despacho, oficina o dependencia de la entidad inspeccionada o de su representante.

b) En los propios locales de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Cuando las actuaciones de comprobación e investigación se desarrollen en los lugares señalados en el apartado a) anterior, se observará la jornada laboral de los mismos, sin perjuicio de que pueda actuarse de común acuerdo en otras horas y días.

La competencia para la incoación e instrucción de los expedientes sancionadores corresponde a la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

La imposición de sanciones por infracciones muy graves corresponderá al ministro de Economía y Hacienda, a propuesta de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, salvo la de revocación de la autorización, que se impondrá por el Consejo de Ministros.

La imposición de sanciones por infracciones graves y leves corresponderá a la Comisión Nacional del Mercado de Valores (art. 36 Ley 1/99).

## 2. Responsabilidad administrativa

Están sujetos a responsabilidad administrativa, y, por tanto, al régimen de supervisión, inspección y sanción previsto en la Ley 1/99 (arts. 34 y 35):

- a) Las sociedades de capital-riesgo.
- b) Las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo.
- c) Los fondos de capital-riesgo.
- d) Cualquier entidad, a los efectos de comprobar la infracción de la reserva de denominación prevista en el artículo 6 de la Ley 1/99.
- e) Las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva, en todo lo relativo a la gestión de fondos de capital-riesgo y de activos de sociedades de capital-riesgo.
- f) Quienes ostenten cargos de administración o dirección de las entidades mencionadas en los apartados anteriores o actúen de hecho como si los ostentaran. Se entienden incluidos en este apartado los administradores o miembros de los órganos colegiados de administración, así como los directores generales y asimilados, entendiéndose por tales aquellas personas que desarrollen en la entidad funciones de alta dirección bajo la dependencia directa de su órgano de administración o de comisiones ejecutivas o consejeros delegados del mismo.

## 3. Régimen sancionador

En todo lo no previsto por la Ley 1/99, el procedimiento sancionador aplicable a las sociedades de capital-riesgo y a las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo se regirá por lo dispuesto en los artículos 19 a 25 de la Ley 26/1988, de 26 de julio, sobre disciplina e intervención de las entidades de crédito, entendiéndose hechas a la Comisión Nacional del Mercado de Valores las referencias contenidas en la misma al Banco de España, así como por la Ley 30/1992, de 26 de noviembre, de régimen jurídico de las administraciones públicas y del procedimiento administrativo común, y su normativa de desarrollo (artículo 37 Ley 1/99).

Entre las infracciones muy graves (art. 38.1) se encuentran:

- Carencia de contabilidad.

- Declaraciones falsas para obtener la autorización.
- Incumplimiento grave de los coeficientes obligatorios de inversión.
- Ocultación de información a la Comisión Nacional del Mercado de Valores.
- Entre las infracciones graves (art. 38.2) se encuentran:
  - Incumplimiento de información a socios y partícipes.
  - Incumplimiento del régimen de participaciones significativas.
  - Fijación de remuneraciones o ventajas a los fundadores.
  - Determinación indebida del valor de las participaciones en un FCR.
  - Dejación en la llevanza de la contabilidad.
  - Incumplimiento grave de los coeficientes de libre disposición.
  - Incumplimiento del régimen de suscripción y reembolso de participaciones en perjuicio grave para los partícipes de un FCR.
  - Falta de remisión de información a la Comisión Nacional del Mercado de Valores.
  - Adopción de decisiones que privilegien a unos socios o partícipes en perjuicio de otros.

Constituyen infracciones leves (art. 38.1): cualquier infracción de la Ley 1/99 o sus disposiciones de desarrollo que no constituya infracción grave o muy grave.

Las sanciones se establecen en el artículo 39 de la Ley 1/99. Por la comisión de infracciones muy graves se impondrá al infractor una o más de las siguientes sanciones:

- a) Multa por importe de 25 a 50 millones de pesetas.
- b) Multa por importe no inferior al tanto ni superior al doble de los beneficios fiscales obtenidos.
- c) Revocación de la autorización como entidad de capital-riesgo.

Las sanciones por infracciones muy graves serán publicadas en el *Boletín Oficial del Estado* una vez sean firmes en vía administrativa. En todo caso, la entidad que hubiese cometido una infracción calificada como muy grave deberá ingresar en el Tesoro el importe no prescrito de todos los beneficios fiscales de que hubiere disfrutado, con los intereses de demora correspondientes.

Por la comisión de infracciones graves se impondrá al infractor una o más de las siguientes sanciones:

- a) Multa por importe no superior a 25 millones de pesetas.
- b) Multa por importe no superior a los beneficios fiscales obtenidos.
- c) Amonestación pública, con publicación en el *Boletín Oficial del Estado*.

Por la comisión de infracciones leves se impondrá al infractor una de las siguientes sanciones:

- a) Amonestación privada.
- b) Multa de hasta un millón de pesetas.

Además de la sanción que corresponda imponer al infractor por la comisión de infracciones graves o muy graves, se podrá imponer una de las siguientes sanciones a quienes, ejerciendo cargos de administración o dirección en la misma, sean responsables de la infracción:

- a) Multa por importe de hasta tres millones de pesetas a cada uno de los responsables.
- b) Suspensión en el ejercicio de todo cargo directivo por plazo no superior a tres años.
- c) Separación del cargo con inhabilitación para ejercer cargos de administración o dirección en la misma entidad por un plazo no superior a cinco años.

Al objeto de graduación de las sanciones establecidas, se atenderá, con las necesarias especialidades, a los criterios fijados en el artículo 14 de la Ley 26/1988, de 29 de julio, de disciplina e intervención de las entidades de crédito.

En relación con el régimen sancionador en el ámbito de la inversión en capital-riesgo, se ha de tener en cuenta la naturaleza del régimen jurídico conte-

nido en la Ley 1/99. No se trata de un régimen que necesariamente se haya de aplicar con carácter general para invertir en capital-riesgo. Esta actividad de inversión bajo la modalidad de capital-riesgo puede constituir el objeto de una sociedad o fondo sin necesidad de someterse al régimen jurídico establecido en la Ley 1/99. No se podrá utilizar en la denominación la expresión "capital-riesgo", pero sí se podrá desarrollar dicha actividad inversora. Se tratará de una actividad financiera sujeta, en su caso, a la legislación sobre instituciones de inversión colectiva o de sociedades, pero no a la específica sobre capital-riesgo.

La legislación especial sobre capital-riesgo contiene el régimen jurídico al que se han de ajustar unas determinadas entidades con la única finalidad de conseguir unos beneficios fiscales. Es un instrumento del legislador para incentivar la actividad financiera en la modalidad de capital-riesgo, a fin de propiciar la disponibilidad de recursos con destino a la financiación de pequeñas y medianas empresas, especialmente para la realización de proyectos empresariales innovadores, sin perjuicio de la búsqueda de rentabilidad por parte de los inversores (Bergareche, 1984, pág. 121).

En la medida, pues, en que existen beneficios fiscales, se establecen instrumentos de control por parte de la Administración pública. Pero no se hace aquí siguiendo los cauces habituales en estos casos, es decir, atribuyendo a la Administración tributaria la competencia para comprobar el cumplimiento de determinados requisitos que confieren el derecho a un determinado beneficio fiscal. Por el contrario, se establece un régimen jurídico sustantivo completo que configura y regula unas determinadas instituciones jurídicas: fondos y sociedades. No es un régimen de carácter necesario al que haya de someterse toda institución de capital-riesgo. Pero sí es exclusivo y excluyente. Sólo las entidades que a él se sometan podrán utilizar la denominación "capital-riesgo" y tendrán derecho a su régimen fiscal específico.

Si el legislador se hubiese limitado a establecer unos meros requisitos adicionales para obtener beneficios fiscales, el régimen sancionador se hubiese centrado en la denegación de éstos si faltasen aquéllos. Pero no. Los beneficios fiscales no son el único elemento que el legislador tiene en cuenta a la hora de establecer las sanciones. El ingreso de las cantidades correspondientes al beneficio fiscal sólo se contempla en el supuesto de infracciones muy graves. El legislador se ocupa de establecer una variedad de posibles sanciones para las diferentes infracciones, al modo como se hace, con carácter general, cuando

se establece un régimen único y obligatorio para el desempeño de una determinada actividad sujeta a supervisión administrativa (como son, por ejemplo, la aseguradora o la de intermediación en el crédito).

En consecuencia, en cada caso se sopesará y decidirá si los beneficios fiscales buscados justifican el sometimiento a un régimen jurídico más estricto, o si se prescinde de aquéllos y del uso de la denominación "capital-riesgo" con tal de no someterse al régimen de supervisión administrativa, que va desde la autorización administrativa previa al control permanente de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Históricamente, los operadores del sector han considerado que los beneficios fiscales no han sido suficientes para compensar el sometimiento al régimen jurídico específico de capital-riesgo (Martí, 1988, pág. 164). Sólo el 17 por 100 de los recursos captados en 1998 con destino a la inversión en capital-riesgo pertenecen a entidades de capital-riesgo sometidas al régimen jurídico específico de estas entidades (7).

#### 4. Intervención y sustitución

El artículo 40 de la Ley 1/99 dispone: "Será de aplicación a las sociedades de capital-riesgo y a las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo lo dispuesto para las entidades de crédito en el Título III de la Ley 26/1988, de 26 de julio de Disciplina e Intervención de las Entidades de Crédito. La competencia para acordar las medidas de intervención o sustitución corresponderá a la Comisión Nacional del Mercado de Valores." Aquí la competencia se confiere a esta Comisión, mientras que la Ley de Disciplina e Intervención de las Entidades de Crédito la confiere al Banco de España.

El Título III de la Ley 26/1988, de 26 de julio, abarca de los artículos 31 a 38. Según el artículo 31, únicamente cuando una entidad se encuentre en una situación de excepcional gravedad, que ponga en peligro la efectividad de sus recursos propios o su estabilidad, liquidez o solvencia, podrá acordarse la intervención de la misma o la sustitución provisional de sus órganos de administración o dirección. Estas medidas se mantendrán hasta que se supere la situación mencionada.

De igual modo se procederá cuando, existiendo indicios fundados de que concurre la situación de excepcional gravedad, la verdadera situación de la entidad no pueda deducirse de su contabilidad.

Los acuerdos de intervención o sustitución se adop-

tarán previa audiencia de la sociedad durante un plazo no inferior a cinco días, salvo que se haya procedido a instancias de la misma, o cuando el retraso que tal trámite origine comprometa gravemente la efectividad de la medida o los intereses económicos afectados.

El acuerdo designará a la persona o personas que hayan de ejercer las funciones de intervención o hayan de actuar como administradores provisionales, e indicará si tales personas deben actuar conjunta, mancomunada o solidariamente. Dicho acuerdo, de carácter inmediatamente ejecutivo, será objeto de publicación en el *Boletín Oficial del Estado* y de inscripción en los registros públicos correspondientes. Tanto la publicación como la inscripción citadas determinarán la eficacia del mismo frente a terceros.

En el supuesto de intervención, los actos y acuerdos de cualquier órgano de la sociedad que se adopten en cualquier fecha posterior a la publicación del acuerdo en el *Boletín Oficial del Estado* no serán válidos ni podrán llevarse a efecto sin la aprobación expresa de los interventores designados (art. 35, Ley 26/1988, de 26 de julio).

En el caso de sustitución del órgano de administración, los administradores provisionales designados tendrán el carácter de interventores respecto de los actos o acuerdos de la junta general de la sociedad, de forma que no serán válidos ni podrán llevarse a efecto sin su aprobación expresa (artículo 36, Ley 26/1988, de 26 de julio).

## XII. CONSIDERACIÓN FINAL

La disposición transitoria primera de la Ley 1/99 establece:

"1. Las entidades y sociedades gestoras de capital-riesgo inscritas en el registro especial dependiente del Ministerio de Economía y Hacienda a la entrada en vigor de la presente Ley, deberán adaptar su actividad y reglamento o estatutos a lo establecido en esta Ley en el plazo de un año.

2. En caso de no procederse a la adaptación a que se refiere el número anterior será revocada la autorización, cancelándose de oficio su inscripción en el Registro de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. A partir de dicha fecha, la entidad afectada no podrá utilizar la denominación reservada por esta Ley a las entidades inscritas y perderá los beneficios fiscales previstos para las entidades de capital-riesgo.

3. Los actos y documentos legalmente necesarios para que las sociedades constituidas con arreglo a la legislación anterior puedan, dentro de los plazos señalados en estas disposiciones transitorias, dar cumplimiento a lo establecido en la presente Ley quedarán exentos del Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados.

El Gobierno, a propuesta conjunta del Ministro de Economía y Hacienda y del Ministro de Justicia, fijará una reducción en los derechos arancelarios que los notarios y los registradores mercantiles aplicarán al otorgamiento e inscripción en el Registro de los actos y documentos necesarios para la adaptación de las sociedades y fondos existentes a lo previsto en la presente Ley.”

El inciso final del número 2 de esta disposición pone de manifiesto el verdadero alcance de esta Ley. Constituye un régimen jurídico opcional para las entidades que decidan someterse a él. El ejercicio de la actividad inversora en capital-riesgo no tiene que estar necesariamente sometido a la Ley 1/99. Ahora bien, el uso del nombre y el disfrute de los beneficios fiscales se limita a las entidades que se sometan al régimen legal que dicha Ley establece. Una vez se opta por este régimen jurídico, se aplica en su totalidad, con carácter necesario e ineludible. Dicho régimen constituye un todo que se toma o se deja en su integridad, no parcialmente.

Así, cuando en la disposición transitoria segunda se establece el régimen transitorio de las entidades y sociedades gestoras de capital-riesgo, las dos únicas consecuencias jurídicas que se contemplan en caso de falta de adaptación son la pérdida de la denominación reservada “capital-riesgo” y los beneficios fiscales. No se impone la disolución o la prohibición del ejercicio de la actividad a que se dedican. No hay, por otra parte, sanción alguna, puesto que no se trata de “castigar” infracción de ningún tipo.

El mismo principio se repite en la disposición transitoria tercera en relación con la autorización de entidades ya existentes pero que no habían accedido a la inscripción en el correspondiente Registro administrativo especial.

## NOTAS

(\*) Ley 1/1999, de 5 de enero, reguladora de las entidades de capital-riesgo y de sus sociedades gestoras.

(1) MARTÍNEZ SANJUÁN, *Diario de Sesiones del Congreso de los*

*Diputados*, Comisión de Economía, Comercio y Hacienda, 1998, VI Legislatura, núm. 544, 7 de octubre de 1998.

(2) *El País*, 18 de julio de 1999, “Negocios”, págs. 1 y 23.

(3) *Boletín Oficial de las Cortes Generales*, VI Legislatura, Serie A: Proyectos de Ley, 29 de septiembre de 1998, núm. 115-7.

(4) MARTÍNEZ SANJUÁN, Grupo Parlamentario Socialista, *Diario de Sesiones del Congreso de los Diputados*, Comisión de Economía, Comercio y Hacienda, 1998, VI Legislatura, núm. 544, 7 de octubre de 1998.

(5) *El País*, 18 de julio de 1999, “Negocios”, pág. 23.

(6) Congreso de los Diputados, serie A, 19 de julio de 1999, número 178-1.

(7) *El País*, *loc. cit.* en nota 5.

## BIBLIOGRAFÍA

ALCALÁ OLID, F. (1995), *El capital-riesgo en España: Análisis del procedimiento de actuación*, Madrid.

BAUZÁ MORÉ, F. (1994), “Sociedades de capital-riesgo y fondos de capital-riesgo”, en *Derecho del Mercado Financiero* (Dir.: ALONSO UREBA y MARTÍNEZ-SIMANCAS y SÁNCHEZ), tomo I, vol. 1, páginas 641-669.

BERGARECH BUSQUET, S. (1984), “La banca privada y la financiación por capital-riesgo”, en *La financiación capital-riesgo (venture capital) y el desarrollo de nuevas empresas*, Madrid, páginas 117-130.

BROSETA PONT, M. (1984), «Régimen de los “préstamos participativos”». (El art. 11 del Real Decreto-Ley 8/1983, de 30 de noviembre, de Reconversión y Reindustrialización)», *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, nº. 14, abril-junio, págs. 247-290.

EMBID IRUJO, J.M. (1986), “Aproximación al significado jurídico de las sociedades y fondos de capital-riesgo”, *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, nº. 22, págs. 365-379.

FRADEJAS RUEDA, O. M. (1994), “Créditos participativos”, en *Derecho del Mercado Financiero*, tomo II, vol. 1, (Dir.: ALONSO UREBA, y MARTÍNEZ-SIMANCAS y SÁNCHEZ), Madrid, págs. 331-354.

GARCÍA VILLAVEVERDE, R. (1999), “Créditos participativos”, en *Instituciones del mercado financiero* (Dir.: ALONSO UREBA, y MARTÍNEZ-SIMANCAS), vol II, págs. 657-678.

GARCÍA-POZUELO BONALES, M. (1987), “Significado y evolución de los instrumentos de financiación industrial: el capital-riesgo”, *Papeles de Economía Española*, SUPLEMENTOS SOBRE EL SISTEMA FINANCIERO, nº. 20, págs. 21-44.

IGLESIAS PRADA, J.L. (1989), “Aproximación al estudio de las sociedades de capital-riesgo”, *Revista de Derecho Mercantil*, nº. 191, 1989, págs. 45-66, reproducido en *Nuevas entidades, figuras contractuales y garantías en el mercado financiero* (Coord.: A. ALONSO UREBA; R. BONARDELL LENZANO; R. GARCÍA VILLAVEVERDE), Madrid, 1990, págs. 69-91.

— (1995), “Sociedad y fondo de capital-riesgo”, en *Enciclopedia Jurídica Básica*, IV, Madrid, págs. 6349-6351.

LÓPEZ PINTO, V. (1984) “Política de las Sociedades de Desarrollo Industrial (SODIS) en la financiación de nuevas empresas”, en *La financiación capital-riesgo (venture capital) y el desarrollo de nuevas empresas*, Madrid, págs. 169-173.

- MAROTO ACÍN, J. A. (1993), "El capital-riesgo y la financiación empresarial", *Alta Dirección*, nº. 167, págs. 79-88.
- MARTÍ PELLÓN, J. (1988), "La actividad de las sociedades y fondos de capital-riesgo en España durante 1987", *Información Comercial Española*, nº. 662, págs. 137-165.
- MEDINA FERNÁNDEZ, E. (1988), "Consideraciones y aspectos legales del capital-riesgo en España", *Economía Industrial*, nº. 260, páginas 113-121.
- MÍNGUEZ PRIETO, R. (1998), "Novedades normativas en materia de entidades de capital-riesgo", *Actualidad Financiera*, nº. 6, págs. 3-8.
- MOLINA RUIZ, J. (1987), "Reflexiones a la consideración de los créditos participativos como fondos propios", *Revista de Economía y Empresa*, nº. 19, septiembre-diciembre, págs. 69-76.
- TAPIA HERMIDA, A. J. (1998), *Sociedades y fondos de inversión y fondos de titulización*, Madrid.
- URÍA MERUÉDANO, R. (1984), "La problemática de los contratos de capital-riesgo en España", en *La financiación capital-riesgo (venture capital) y el desarrollo de nuevas empresas*, Madrid, páginas 83-96.
- VALLORI BENNASAR, J. (1984), "El papel del CDTI en el desarrollo tecnológico de la empresa española", en *La financiación capital-riesgo (venture capital) y el desarrollo de nuevas empresas*, Madrid, págs. 163-168.
- VENDRELL VILANOVA, A. (1999), "Un nuevo impulso para la actividad de capital-riesgo", *Actualidad Financiera*, nº. 4, abril, págs. 3-13.