

# PERSPECTIVAS del SISTEMA FINANCIERO

89

## El capital riesgo y sus sociedades gestoras



FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS







# PERSPECTIVAS del SISTEMA FINANCIERO

89

2007



FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS





FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS

## PATRONATO

JUAN R. QUINTÁS SEOANE  
*(Presidente)*  
JOSÉ MARÍA MÉNDEZ ÁLVAREZ-CEDRÓN  
*(Secretario)*  
JULIO FERMOSE GARCÍA  
JULIO FERNÁNDEZ GAYOSO  
ALEIX GIMBERNAT MARTÍ  
ROBERTO LÓPEZ ABAD  
JESÚS MEDINA OCAÑA  
JORDI MESTRE GONZÁLEZ  
ANTONIO PULIDO GUTIÉRREZ  
ATILANO SOTO RÁBANOS

**Presidente de honor**  
ENRIQUE FUENTES QUINTANA

## PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO

**Director**  
VICTORIO VALLE SÁNCHEZ

**Coordinadores**  
JOSÉ ANTONIO ANTÓN PÉREZ  
SANTIAGO CARBÓ VALVERDE

**Redactor-Jefe**  
FERNANDO GONZÁLEZ OLIVARES

**Coordinadora de Publicaciones**  
M<sup>a</sup> PILAR LÓPEZ ISARRÍA

**Portada**  
Bravo-Lofish

**Edita**  
Fundación de las Cajas de Ahorros  
Caballero de Gracia, 28; 28013-Madrid

**Imprime**  
Raíz Técnicas Gráficas, S.L.  
Calle Gamonal, 19; Polígono Industrial de Vallecas  
28031-Madrid

PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO no se solidariza necesariamente con las opiniones, juicios y previsiones expresadas por los autores de los artículos incluidos en la publicación, ni avala los datos que éstos, bajo su responsabilidad, aportan.

Depósito legal: M. 7.461.-1993  
ISSN: 1132-9564



# SUMARIO

■ INTRODUCCIÓN.....	V
■ EL CAPITAL RIESGO EN ESPAÑA: EVOLUCIÓN Y RETOS. <i>Elisa Álvarez Garrido</i> .....	1
■ EL MARCO JURÍDICO-MERCANTIL DE LAS ENTIDADES DE CAPITAL RIESGO. <i>Rafael Lara González</i> .....	25
■ EL RÉGIMEN TRIBUTARIO DE LAS ENTIDADES DE CAPITAL RIESGO. <i>Fernando de la Hucha Celador</i> .....	53

## LEGISLACIÓN

■ LEY 25/2005, DE 24 DE NOVIEMBRE, REGULADORA DE LAS ENTIDADES DE CAPITAL-RIESGO Y SUS SOCIEDADES GESTORAS.....	75
■ LEY 1/1999, DE 5 DE ENERO, REGULADORA DE LAS ENTIDADES DE CAPITAL-RIESGO Y DE SUS SOCIEDADES GESTORAS.....	95
■ 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.....	97
■ CIRCULAR 5/2000, DE 19 DE SEPTIEMBRE, DE LA COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES, SOBRE NORMAS CONTABLES Y MODELOS DE ESTADOS FINANCIEROS RESERVADOS Y PÚBLICOS DE LAS ENTIDADES DE CAPITAL-RIESGO Y DE SUS SOCIEDADES GESTORAS.....	99







# Introducción

*Perspectivas del Sistema Financiero* ha venido mostrando una preocupación constante por los problemas del capital riesgo desde su primera regulación en España. El Real Decreto-Ley 1/1986, de 14 de marzo, sobre medidas urgentes administrativas, financieras, fiscales y laborales contenía, en sus artículos 12 a 16, las normas que abrieron cauce a esta nueva institución, que tenía su antecedente inmediato en las sociedades de desarrollo regional. El número 20 de la revista —que se editaba entonces bajo la rúbrica de *Suplementos sobre el Sistema Financiero de Papeles de Economía Española*— trató de difundir información sobre la importancia y significado de esta actividad financiera, que tenía por finalidad suministrar financiación a medio y largo plazo a empresas que tuvieron dificultades para encontrar los recursos necesarios para su implantación y desarrollo juntamente, porque, por ser entidades innovadoras, podían suponer un mayor riesgo para quien se decidiera a invertir en ellas. Posteriormente, la Ley 1/1999, de 5 de enero, reguladora de las entidades de capital riesgo y sus sociedades gestoras, trató de dar «un marco jurídico estable y completo a las entidades de capital riesgo españolas» y, nuevamente, *Perspectivas* consideró obligado volver sobre el tema, dedicando a ello su número 67.

Publicada una nueva ley reguladora de las entidades de capital riesgo y sus sociedades gestoras —Ley 25/2005, de 24 de noviembre— resulta obligado revisar el estado actual de la cuestión.

Para ello se ha abordado el análisis desde tres puntos de vista. En primer lugar, el trabajo de **Elisa Álvarez Garrido** describe minuciosamente la evolución del capital riesgo en España en los últimos años y analiza los retos a que esta industria se enfrenta. De su estudio merecen destacarse algunos aspectos. En primer término, llama la atención que la mayor parte del volumen gestionado en la industria se encuentra en manos de operadores no amparados por la regulación específica de capital riesgo. ¿Quiere esto decir que el régimen especial no es el más adecuado para fomentar el tipo de inversiones que calificamos como de capital riesgo? La autora señala como posibles causas de esta situa-

ción las siguientes: en primer lugar, que, al ser mayoritaria la inversión exterior en este sector, las dificultades de conocimiento de las ventajas que ofrece, fundamentalmente en el ámbito fiscal, la norma especial ha hecho que no hayan optado los inversores extranjeros por ampararse en dicho régimen especial. De ahí la necesidad de dar a conocer el nuevo régimen, tarea en la que todo esfuerzo habrá de ser bienvenido. En segundo lugar, la característica básica del inversor en capital riesgo es que tiene la esperanza de obtener un beneficio importante a través de la desinversión, una vez que la empresa financiada haya alcanzado un grado aceptable de madurez, mediante la enajenación de su participación en aquéllas. Así pues, un régimen adecuado, que permita que la desinversión obtenga un beneficio satisfactorio, resulta básico. Pero no lo es menos que los mecanismos de desinversión estén debidamente regulados.

El comportamiento real de las entidades de capital riesgo estará, pues, fuertemente influido por el régimen jurídico y fiscal que les sea aplicable.

Por ello, **Rafael Lara González**, profesor titular de Derecho Mercantil en la Universidad Pública de Navarra, se ha ocupado de analizar con todo detalle las normas de la nueva Ley 25/2005, resaltando las principales novedades que ha supuesto respecto de lo que estableció la hoy derogada Ley 1/1999. Así, la nueva ley se propone dotar a las entidades de capital riesgo de un marco jurídico más flexible y moderno, introduciendo figuras financieras que aparecen consolidadas en los países de nuestro entorno. El objetivo básico de la ley es, como ya lo fue en 1999, adoptar reformas que impulsen el aumento de la productividad en el sistema económico, y para ello se ha tratado de eliminar aquellas disfunciones que la experiencia en la aplicación de la Ley anterior habían puesto de manifiesto.

**Fernando de la Hucha Celador**, catedrático de Derecho Financiero y Tributario de la Universidad Pública de Navarra, ha sido el encargado de estudiar el régimen fiscal que debe hacer atractivo el sometimiento al régimen especial diseñado para las entida-

des de capital riesgo. A través de la nueva redacción del art. 55 del Texto Refundido de la Ley del Impuesto sobre Sociedades, que incorpora la nueva Ley de Entidades de Capital Riesgo y Sociedades Gestoras, se definen los rasgos esenciales de un esquema tributario que hace posible que estas entidades puedan desarrollar su función de manera eficaz. Para ello, la principal herramienta consiste en decretar la práctica exención (99 por 100) de la plusvalía que se obtenga cuando se enajenen las acciones o participaciones de las empresas en que han invertido sus fondos las entidades de capital riesgo. El análisis cuidadoso de las reglas que regulan la ventaja fiscal, así como aquellas otras que completan el marco fiscal de estas entidades, constituye el contenido del trabajo del profesor de la Hucha.

Como es usual en los números de *Perspectivas* se incluyen, en el apartado de Legislación, las normas que regulan la institución estudiada. En este caso, la Ley 25/2005, de 24 de noviembre, reguladora de las entidades de capital riesgo y sus sociedades gestoras. Junto a ella ha parecido conveniente insertar 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, y la Circular 5/2000, de 19 de septiembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre normas contables y modelos de estados financieros reservados y públicos de las entidades de capital riesgo y de sus sociedades gestoras, debidamente actualizada, ya que, hasta el momento, no se han publicado otras normas que se adecuen a la nueva Ley 25/2005.



# El capital riesgo en España: evolución y retos

Elisa Álvarez Garrido

## I. INTRODUCCIÓN

A finales de 2005, el volumen gestionado por la industria española de capital riesgo superó los 12.800 millones de euros (1). Esta cifra es equivalente al 1,5 por 100 de la capitalización bursátil de la Bolsa española en el mismo período, al 1,53 por 100 del PIB en 2004, o al valor en Bolsa del Banco Popular a cierre de 2005 (2). Podemos decir, por tanto, que el sector de capital riesgo tiene hoy unas dimensiones relevantes para la economía española.

A pesar de lo impactante de estos datos, el sector de capital riesgo sigue siendo un gran desconocido en el país. Tal vez sea por la complejidad de la propia industria. O tal vez sea por la desafortunada traducción del término *venture capital*, que en lugar de evocar los orígenes de empresas como Google, Apple y Microsoft, parece evocar un juego de azar.

La finalidad principal de este artículo es presentar los datos más recientes de esta industria, con motivo de la entrada en vigor del novedoso marco jurídico introducido por la Ley 25/2005. Los objetivos del artículo son tres: primero, describir el funcionamiento de la industria de capital riesgo en general y el funcionamiento concreto bajo la regulación española; segundo, presentar la evolución de la industria en los últimos años en España y su posicionamiento respecto del entorno europeo; por último, se analiza el impacto que ha tenido en la economía y los retos a los que aún se enfrenta.

El artículo está dividido en seis apartados tras la introducción. En el II se realiza un análisis del funcionamiento de la industria. El objetivo de este apartado es presentar la industria para aquellos lectores que estén menos familiarizados con ella. Se describe la función del capital riesgo y la necesidad de un inversor especializado, y se clarifica la terminología propia del

sector. Tras esto, se describen los jugadores de la industria y las relaciones entre ellos. Finaliza con una breve descripción de lo que se conoce como el ciclo del capital riesgo, esto es, las etapas de captación de fondos, inversión y desinversión.

En el apartado III se analiza el funcionamiento de la industria en España. Primero se presentan las principales novedades del cambio legislativo operado por la Ley 25/2005. Después se pone en conexión la estructura de entidades diseñada por esta regulación con la estructura descrita en la sección anterior para clarificar el papel económico que juega cada entidad. En tercer lugar, se analiza el ámbito efectivo de aplicación de la nueva ley y su importancia económica en relación con el total. Por último, se describen los operadores, amparados o no bajo la ley, y sus características.

Los tres apartados siguientes describen el ciclo de capital riesgo propiamente dicho: la captación de fondos, su inversión y desinversión. La estructura de los tres apartados es similar: primero, se examina la evolución del sector en España en los últimos años y el desglose por sector o destino de la inversión. A continuación se presentan los datos para Europa con el objeto de posicionar a nuestro país en su entorno. Por último, se presentan de forma esquemática las conclusiones principales en cada apartado.

En el último apartado se comentan distintos aspectos positivos y negativos del sector. En primer lugar, se analiza el impacto del capital riesgo en las economías española y europea a través de la creación de empleo y la innovación. A continuación, se analizan algunos de los retos a los que todavía se enfrenta, tales como una baja inversión en empresas innovadoras, la necesidad de mejorar las oportunidades de desinversión o la conveniencia de promocionar nuestro nuevo marco jurídico entre los inversores extranjeros.



## II. LA INDUSTRIA DEL CAPITAL RIESGO

Este apartado tiene como objetivo describir el funcionamiento básico de la industria. En primer lugar, se examina el objeto de la actividad de capital riesgo y su función. A continuación, se explica la clasificación de la industria por etapas de inversión y su relación con la terminología de la industria, para adoptar una convención en este artículo. Finalmente, se describen los jugadores de la industria y las etapas del ciclo del capital riesgo.

### 1. El capital riesgo y su función

En la exposición de motivos de la Ley 1/1999 se define el capital riesgo como aquella «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», tales como la financiación bancaria o bursátil. El capital riesgo invierte típicamente en empresas muy jóvenes o en empresas consolidadas, pero que atraviesan una fase de reestructuración. En cualquier caso, se trata de inversiones de alta rentabilidad esperada y, generalmente, con un perfil de riesgo más alto. La inversión se realiza habitualmente a cambio de un porcentaje significativo de acciones en la empresa. El objetivo es desinvertir en un plazo de unos cinco años, recuperar el capital y, si hay éxito, realizar plusvalías.

¿Por qué es necesario el capital riesgo? Las vías tradicionales de financiación no son adecuadas para la inversión en empresas jóvenes o en proceso de reestructuración. Los dos tipos de empresas se enfrentan a una mayor incertidumbre, y requieren inversiones con un período de maduración generalmente largo. A causa de esto, el inversor se enfrenta a dos problemas, ambos derivados de la asimetría en la información: uno a priori (la selección adversa) y otro a posteriori (el riesgo moral). El problema de selección adversa existe porque el emprendedor dispone de más información que el inversor, y por tanto puede utilizarla en su beneficio. Para paliarlo, el inversor se ve obligado a realizar un proceso de selección de inversiones mucho más exhaustivo y, por tanto, con un mayor coste monetario y de tiempo. Una vez la inversión se ha realizado, existe el problema de riesgo moral: esto es, el emprendedor puede actuar en su propio beneficio y no en el de su inversor. Para disminuir este riesgo es necesario llevar a cabo un mayor control de la actividad de la empresa financiada. De nuevo, esto implica mayores costes de tiempo y dinero. En conclusión, la financiación bursátil o crediticia no es adecuada. Tiene una distinta estructura de costes y distinto *tempo*, y por tanto no se puede aplicar la experiencia adquirida en otro tipo de inversión.

El capital riesgo surge como inversor especializado que, mediante una serie de mecanismos, reduce estos problemas de asimetría en la información. El primer mecanismo consiste en la realización de un estudio exhaustivo de las oportunidades de inversión, basado en su experiencia y en sus contactos, con el fin de identificar aquellas empresas con más posibilidades de éxito. Una vez se realiza la inversión, la empresa de capital riesgo mantiene un contacto continuo con el empresario, especialmente en los primeros años. Esto le permite mantener un control y a la vez ayudar en la gestión de la empresa, ejerciendo la labor de un consultor especializado en la industria. Un tercer mecanismo consiste en invertir por fases a medida que el empresario cumple ciertos objetivos (*staging*). Se trata de un sistema similar a las opciones reales, cuyo fin es limitar el riesgo en la posición inversora (Gompers, 1995). Por último, las empresas de capital riesgo realizan a menudo inversiones conjuntas en un mismo empresario (operaciones sindicadas) con el fin de compartir sus experiencias y juicio en la selección de la oportunidad de inversión a priori, y en el control y seguimiento a posteriori (Brander, Amit *et al.*, 2002). En definitiva, es el uso de este conjunto de mecanismos lo que otorga a la empresa de capital riesgo una ventaja en este tipo de inversión, y no sólo su habilidad financiera.

### 2. Clasificación en etapas y terminología

La inversión de capital riesgo se realiza en distintos momentos de la vida de una empresa. Además, cada decisión de inversión se suele acometer en varios estadios, según la empresa cumple ciertos objetivos (*staging*). Dada la importancia del momento de inversión, se suele clasificar la industria basándose en éste. La Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo (en adelante, ASCRI) clasifica las inversiones en diversas etapas, como se muestra en el cuadro núm. 1. De forma más general, podemos clasificar las inversiones en dos grandes tipos: inversión en empresas en fases iniciales —que se corresponde con las fases de semilla, arranque, otras fases iniciales y, en algunos casos, expansión— e inversión en empresas consolidadas —que se corresponde con las fases de sustitución, adquisición con apalancamiento y reorientación.

La terminología para denominar a estos dos grandes bloques se clarifica en el gráfico 1. Hay algunas diferencias de nomenclatura entre Europa y Estados Unidos. Aunque el término *venture capital* se usa de forma uniforme para referirse a inversión en fases iniciales, el término *private equity* no es universal: en Estados Unidos se refiere a la inversión en empresas consolidadas, mientras que en Europa es un término que engloba todas las inversiones, sea cual sea la etapa de vida de la empresa.



CUADRO NÚM. 1

ESQUEMA DE LAS FASES DE INVERSIÓN

<b>Semilla</b> ( <i>Seed</i> )	Aportación de recursos en una fase anterior al inicio de la producción masiva (definición/diseño del producto, prueba de prototipos, etc.). Todavía existe riesgo tecnológico.
<b>Arranque</b> ( <i>Start-up</i> )	Financiación para el desarrollo inicial y primera comercialización del producto o servicio de empresas de reciente creación.
<b>Otras fases iniciales</b> ( <i>Other early stages</i> )	Recursos para cubrir el desfase de tesorería en empresas de reciente creación que no han alcanzado el punto muerto.
<b>Expansión</b> ( <i>Expansion</i> )	Financiación del crecimiento de una empresa con beneficios. El destino de los fondos puede ser para la adquisición de activos fijos, el incremento del fondo de maniobra para el desarrollo de nuevos productos o el acceso a nuevos mercados.
<b>Sustitución</b> ( <i>Replacement</i> )	Adquisición de acciones existentes en poder de otra entidad de capital riesgo o de otro accionista o accionistas antiguos.
<b>Adquisición con apalancamiento</b> ( <i>Leveraged Buy-out-LBO</i> )	Compra de empresas en las que una parte sustancial del precio de la operación es financiada con recursos ajenos, en parte garantizados por los propios activos de la empresa adquirida, y con instrumentos que están a medio camino entre los recursos propios y ajenos (financiación de entresuelo o <i>mezzanine financing</i> ). Son frecuentes en capital riesgo las adquisiciones protagonizadas por los propios directivos de la empresa (MBO) o por directivos de otra empresa similar (MBI).
<b>Reorientación</b> ( <i>Turnaround</i> )	Recursos aportados a una empresa en dificultades financieras para facilitar su reflotamiento.
<b>Refinanciación de deuda</b> ( <i>Refinancing Bank Debt</i> )	Sustitución de deuda por recursos propios para reducir el nivel de endeudamiento de la empresa.

Fuente: Informe anual de ASCRI, 2006.

GRÁFICO 1

ESQUEMA DE LA TERMINOLOGÍA DE VENTURE CAPITAL

	<i>Inversión en fases iniciales</i>	<i>Inversión en fases posteriores</i>
	<i>Conjunto de todas las inversiones</i>	
<b>EE.UU.</b>	<i>Venture capital</i>	<i>Private equity</i>
	<i>Venture capital &amp; Private equity</i>	
<b>Europa</b>	<i>Venture capital</i>	<i>Buy-out</i>
	<i>Private equity</i>	
<b>Martí Pellón, 2001</b>	<i>Capital riesgo</i>	<i>Capital desarrollo</i>
	<i>Capital inversión</i>	
<b>ASCRI, 2006</b>	<i>Capital riesgo (sentido estricto)</i>	<i>Buy-out</i>
	<i>Capital riesgo (sentido amplio)</i>	
<b>En este artículo</b>	<i>Venture capital</i>	<i>Buy-out</i>
	<i>Capital riesgo</i>	

Fuente: Elaboración propia, a partir de [www.nvca.com](http://www.nvca.com), [www.evca.com](http://www.evca.com), Martí Pellón (2001) y el Informe anual de ASCRI (2006).



España ha seguido tradicionalmente la nomenclatura europea. No obstante, la traducción de los términos anglosajones ha originado una cierta confusión. En un primer momento, se acuñaron los términos *capital riesgo*, *capital desarrollo* y *capital inversión* (Martí Pellón, 2001), o *capital privado*. De esta forma, *capital riesgo* denomina la inversión en etapas iniciales (en Europa, *venture capital*), *capital desarrollo* la inversión en fases posteriores (en Europa, *buy-out*), y *capital inversión* (o *capital privado*) el conjunto de ambas (en Europa, *private equity*). Es a raíz de la Ley 1/1999 cuando se confunden estos términos, pues en el texto de la ley se utiliza el término *capital riesgo* para referirse al conjunto de la industria. En la actualidad ASCRI habla de *capital riesgo en sentido estricto* para referirse al *venture capital*, según la definición europea, y *capital riesgo en sentido amplio* para referirse al *private equity*, usando el término *buy-out* sin traducir para denominar a la inversión en fases posteriores.

En este artículo, para evitar la confusión del lector, se sigue la siguiente nomenclatura. El término europeo *venture capital* denominará la inversión en fases tempranas, o lo que arriba se llamó inversión en empresas jóvenes. El término europeo *buy-out* se utilizará para la inversión en fases más tardías, o lo que arriba se llama inversión en empresas en reestructuración. Por último se usará el término *capital riesgo* para el conjunto de actividad de la industria, en consonancia con la ley. Por tanto: *capital riesgo* = *venture capital* + *buy-out*, como se muestra en el gráfico 1.

### 3. La estructura de la industria

Hasta ahora nos hemos centrado en la inversión en empresas realizada por los operadores de capital riesgo. Estos últimos, sin embargo, no suelen invertir sus propios fondos, sino que gestionan fondos ajenos. Por tanto, la industria está estructurada a tres niveles: proveedores de fondos (instituciones o individuos que son propiamente los inversores), operadores de capital riesgo (empresas que captan fondos de los inversores y gestionan dicho patrimonio) y empresas receptoras de fondos (u oportunidades de inversión de las empresas de capital riesgo).

Los proveedores de fondos se relacionan con los operadores de capital riesgo a través del contrato de captación de fondos (*fundraising*). Se trata de un contrato con un plazo definido (10 a 13 años), en el que se establecen las comisiones de gestión (*management fees*), el porcentaje de beneficios que corresponde a la empresa de capital riesgo (*carried interest*) y las condiciones de inversión, como delimitación de sectores, países o tipo de empresas. En Estados Unidos y Reino Unido esta estructura se denomina *limited partnership*: los pro-

veedores de fondos son los llamados *limited partners*, que no participan en la gestión de los fondos y gozan de responsabilidad limitada; las empresas de capital riesgo son los llamados *general partners*, y tienen responsabilidad ilimitada por la gestión.

Dependiendo de la relación entre los inversores y la empresa gestora, podemos clasificar los fondos como cautivos o independientes. En los primeros, la mayor parte del capital proviene de la entidad que los creó (corporaciones y bancos, principalmente), y no hay un proceso de captación de fondos como tal (Fundación de Estudios Financieros, 2005). En los fondos independientes, las empresas gestoras sólo están condicionadas en sus decisiones de inversión por cláusulas generales en el contrato de captación de fondos (por ejemplo, condicionadas a invertir el dinero en ciertas industrias). Se estima que más del 70 por 100 de los fondos en Europa (Fundación de Estudios Financieros, 2005) y más del 80 por 100 en Estados Unidos (Gompers y Lerner, 2004) son independientes.

Además de las empresas de capital riesgo y los proveedores de fondos, hay otros jugadores en la industria. Los *gatekeepers* prestan servicios a los inversores, aconsejando la mejor inversión entre los distintos posibles fondos. Los fondos de fondos son intermediarios entre los inversores y las empresas de capital riesgo, y gestionan una cartera de fondos que colocan en distintas empresas de capital riesgo (Fundación de Estudios Financieros, 2005). Las sociedades colocadoras son asesores de las empresas de capital riesgo que participan en el proceso de desinversión (colocación de acciones en Bolsa). Finalmente, las asesorías jurídicas intervienen tanto en la redacción de contratos de captación de fondos como en los contratos de inversión.

Por último, es necesario resaltar el papel de los inversores individuales, o *business angels*. Éstos invierten su propio capital, y aportan su experiencia y sus contactos a los emprendedores. Se trata de una fuente importante de financiación en los primeros estadios (semilla), cuando es más complicado conseguir otro tipo de fondos; especialmente desde la explosión de la burbuja de valores tecnológicos en 2001, ya que la inversión de capital riesgo en fase de semilla ha disminuido considerablemente. Los inversores individuales se organizan en redes que buscan contactar oferta y demanda de capital. Estas redes se agrupan en redes de redes, como la Red Española de Business Angels —ESBAN (3)—, fundada a principios de 2005. Desafortunadamente, la propia naturaleza de la inversión hace complicado conseguir datos sobre estas inversiones informales de capital riesgo. Por tanto, el resto del artículo se refiere únicamente a la inversión formal de capital riesgo realizada por empresas de capital riesgo, y no a la de inversores privados.



## 4. El ciclo de capital riesgo

La industria de capital riesgo suele describirse como un ciclo de tres etapas (captación de fondos, inversión y desinversión), reflejo de los movimientos de capitales entre los operadores. La captación de fondos se inicia por los operadores de capital riesgo, que suelen tener uno o más fondos abiertos con distintas fechas de inicio (*vintage year*), y posiblemente distintos objetivos de inversión (tales como distintas áreas geográficas o distintas fases de inversión). La duración de estos fondos suele ser de 10 a 13 años. Los inversores no depositan todo el dinero al comienzo, sino que se suelen comprometer a realizar una serie de desembolsos a lo largo de la vida del fondo.

La segunda etapa del ciclo es la inversión, también conocida como desembolso (*disbursement*). Esta fase ocupa normalmente la primera mitad de la vida del fondo. Las inversiones se mantienen aproximadamente unos cinco años, durante los cuales puede haber más de una decisión de inversión en la misma empresa, en línea con la inversión por fases descrita arriba (*staging*). Las empresas de capital riesgo mantienen un contacto muy estrecho con la empresa financiada, especialmente en los primeros años de la vida de la inversión.

Aproximadamente en la segunda etapa de vida del fondo, la empresa de capital riesgo desinvierte el capital. El capital recuperado y el porcentaje obtenido de los beneficios, de haberlos, se devuelve a los inversores iniciales, cerrando así el ciclo. Las dos mejores opciones de desinversión son la oferta pública de venta en Bolsa (OPV) o la venta a un tercero (a menudo, una empresa más grande del mismo sector o una entidad financiera). No obstante, la desinversión no implica necesariamente una desconexión de la empresa, puesto que es posible realizar una nueva inversión utilizando dinero de un fondo diferente; por ejemplo, desinvertir un fondo orientado a «arranque», e invertir con un fondo orientado a «expansión».

## III. OPERADORES DE CAPITAL RIESGO EN ESPAÑA

En este apartado se presentan las líneas básicas de la regulación del capital riesgo en España, así como los cambios más relevantes introducidos por la nueva ley, y se realiza un examen detallado de los operadores de capital riesgo, su evolución y sus principales características.

### 1. El marco regulador de las entidades de capital riesgo: líneas básicas

La Ley 25/2005 establece el marco regulatorio de las entidades de capital riesgo y de sus sociedades gestoras,

derogando así a la Ley 1/1999, que fue la primera regulación extensiva de la industria en España. Para un análisis detallado de la regulación, véase el artículo de Rafael Lara en este mismo volumen de la revista. Baste aquí dar unas pinceladas de la estructura básica y de las principales novedades de la Ley 25/2005.

El marco jurídico de la nueva ley, en línea con su predecesora, establece tres tipos de entidades:

— *Fondos de capital riesgo* (FCR). Se trata de patrimonios sin personalidad jurídica, que deben ser gestionados por una sociedad gestora.

— *Sociedades de capital riesgo* (SCR). Tienen la opción de autogestionarse, o ser gestionadas por una sociedad gestora.

— *Sociedades gestoras de entidades de capital riesgo* (SGECR). Gestionan los capitales de un fondo o una sociedad de capital riesgo.

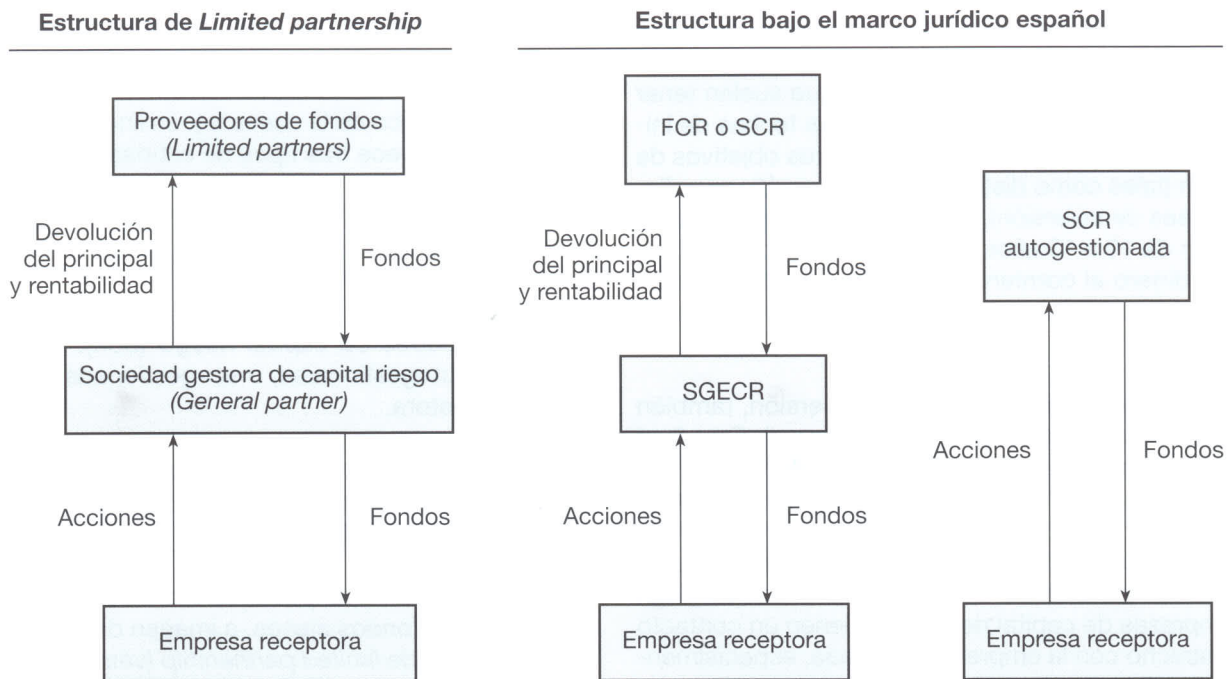
Así, se diseñan dos posibles estructuras básicas: a) inversión de fondos ajenos, a imagen de la estructura anglosajona de *limited partnership* (véase gráfico 2); b) inversión de fondos propios, cuando la SCR está autogestionada; este último vehículo gestiona fondos cautivos, por definición, ya que la entidad invierte su propio capital. El primer vehículo es el apropiado para fondos independientes, aunque no exclusivo: una SGECR puede gestionar fondos de un tercero pero que son cautivos de facto. Según datos de la CNMV (4), la mayoría de las SGECR son independientes.

Una de las novedades de la Ley 25/2005 es la habilitación de la figura del *fondo de fondos*, mediante la inversión por parte de una entidad de capital riesgo en otra entidad de capital riesgo. Los fondos de fondos actúan como intermediarios entre los fondos y las sociedades gestoras: los fondos invierten en el fondo de fondos, y éste coloca el dinero en diferentes gestoras, con la consiguiente diversificación del riesgo. Se trata de una figura, típica en nuestro entorno internacional, que en los últimos años había cobrado importancia en nuestro país a pesar de su falta de regulación.

Otra novedad de la Ley es la flexibilización de la inversión en compañías cotizadas, que adecua nuestro marco regulatorio a las prácticas internacionales. Así, es posible invertir en empresas cotizadas siempre que se excluyan de cotización durante el siguiente año (son las llamadas operaciones de exclusión de Bolsa, o de *public to private*). Además, se permite la admisión a cotización de las compañías participadas por una entidad de capital riesgo, que seguirá computando dentro de los coeficientes de inversión. De esta forma, se facilita la desinversión por parte de las entidades de capital riesgo



GRÁFICO 2  
ESQUEMA DE LA ESTRUCTURA DE LA INDUSTRIA



Fuente: Elaboración propia, a partir de Gompers y Lerner (2004), y de la Ley 25/2005.

tras la oferta pública de venta. Nótese que en la práctica internacional las entidades de capital riesgo suelen comprometerse a mantener durante varios meses su participación en la empresa tras la salida a Bolsa, con el fin de mostrar a otros inversores que se trata de una buena inversión.

Es importante tener en cuenta que la Ley 25/2005 no es de aplicación obligatoria, debido a la existencia de la libre circulación de capitales (5). Es posible realizar la actividad de capital riesgo bajo el marco mercantil común. La ventaja de acogerse a la ley estriba en sus incentivos fiscales, descritos en detalle por Fernando de la Hucha en este mismo volumen de *Perspectivas del Sistema Financiero*. Aquellas entidades que se amparan bajo el marco regulatorio de capital riesgo deben inscribirse en el registro de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV).

## 2. La evolución de las entidades de capital riesgo

Como ya se ha dicho, las entidades de capital riesgo pueden ampararse o no bajo el marco regulatorio de capital riesgo. En este epígrafe se analiza la evolución tanto de las entidades inscritas —a las que la Ley 25/2005 es de aplicación— como de las entidades en

general que operan en nuestro país, independientemente de la legislación a que se acojan. En adelante, se hablará de *entidades de capital riesgo* en referencia a aquellas entidades inscritas en el registro de la CNMV, y de *operadores de capital riesgo* para el conjunto de empresas que operan de forma efectiva en el sector, independientemente de su marco regulador.

La evolución de las entidades registradas en los últimos 20 años se muestra en el panel superior del cuadro núm. 2. El número de entidades ha evolucionado al alza, a una tasa considerablemente mayor a partir de la entrada en vigor de la Ley 1/1999. A cierre de 2005, había 43 fondos, 78 sociedades de capital riesgo (autogestionadas o no) y 45 entidades gestoras. Con la entrada en vigor de la Ley 25/2005, la tasa de crecimiento de las entidades de capital riesgo parece haberse incrementado: con 54 fondos y 88 SCR, el crecimiento en números absolutos de 2006 es ya mayor que el de 2005 (11 fondos más y 10 SCR más en la primera mitad de 2006, frente a un incremento de 5 fondos y 8 SCR en todo 2005). Sin embargo, el número de SGECR no ha sufrido un incremento espectacular con la nueva ley, sumando un total de 48 a 1 de julio de 2006.

Se observa un claro efecto de ambas leyes. La entrada en vigor de la Ley 1/1999 supuso un gran incremento en la tasa de inscripción. Esto no es del todo sorpren-

CUADRO NÚM. 2

EVOLUCIÓN HISTÓRICA DE OPERADORES DE CAPITAL RIESGO

A. Número de entidades registradas a cierre de ejercicio (CNMV)

	1986	1992 (a)	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006 (b)
FCR (c) .....	0	6	12	19	25	31	34	35	38	43	54
SCR (c) .....	2	13	19	23	40	51	59	66	70	78	88
SGEGR (c) .....	1	5	10	11	20	24	27	31	36	45	48

B. Número de operadores de capital riesgo (registrados o no), a cierre de ejercicio (ASCRI)

	1986	1992 (a)	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006 (b)
SCR (d) .....	—	—	—	—	36	43	53	52	59	61	—
SGEGR (e) .....	—	—	—	—	26	32	41	44	51	63	—

(a) Datos para 1987-1997 disponibles.

(b) A 1 de julio.

(c) Fondo de Capital Riesgo (FCR), Sociedad de Capital Riesgo (SCR), Sociedad Gestora de Entidad de Capital Riesgo (SGEGR), según la Ley 25/2005.

(d) SCR o similar (no acogida bajo la Ley 25/2005). Nótese que si la SCR es gestionada por una SGEGR no aparece contabilizada como «operador de capital riesgo».

(e) SGEGR o similar (no acogida bajo la Ley 25/2005).

Fuente: CNMV.es; Informe anual de CNMV (2005 y anteriores); Informe anual ASCRI (2003-06); Martí Pellón (2001; 2002).

dente, puesto que el registro de la CNMV comienza a operar en ese momento. Más interesante es el incipiente cambio de tendencia en 2006. Se observa un incremento importante en el número de entidades, especialmente de fondos y de sociedades de capital riesgo: en la primera mitad del año se registraron más fondos y sociedades de capital riesgo que en todo el año 2005. Es plausible que las bondades de la nueva ley (la cabida de los fondos de fondos, la posibilidad de realizar operaciones de exclusión de Bolsa o flexibilización del régimen en general) hayan sido algunas de las causas de este incremento en 2006.

No obstante, como no todos los operadores de capital riesgo en nuestro país se encuentran registrados en la CNMV, es necesario comparar la evolución de las entidades registradas con la evolución del conjunto de operadores, registrados o no (panel inferior del propio cuadro núm. 2). Varias diferencias saltan a la vista entre ambos paneles. Primero, el número de sociedades gestoras que operan en el país es consistentemente mayor que las gestoras registradas. Este patrón se debe fundamentalmente a operadores que optan por no ampararse bajo la ley. Además, el número de sociedades de capital riesgo que operan de forma efectiva es consistentemente menor que el número de SCR registradas, ya que muchas SCR registradas no son autogestionadas, y por tanto, no computan como operadores de capital riesgo. Por último, los fondos de capital riesgo no son operadores como tal, sino patrimonios sin personalidad jurídica (necesariamente gestionados por una sociedad gestora), por lo que no computan en el conjunto.

Respecto a la evolución de operadores de capital riesgo en el país, vemos que el número de sociedades de

capital riesgo autogestionadas (registradas o no) aumentan a lo largo del período, con una tasa decreciente (con sólo dos operadores más en 2005 que en 2004). Las sociedades gestoras (registradas o no) también se incrementan a lo largo del período, pero éstas lo hacen a una tasa creciente. En 2005, por primera vez, el número de sociedades gestoras superó al de sociedades de capital riesgo. Esto es consistente con la tendencia internacional de la industria a gestionar fondos independientes, y no fondos cautivos; se estima que más del 70 por 100 de los fondos en Europa y más del 80 por 100 en Estados Unidos son independientes (6), como ya se ha visto antes.

El número de gestoras que operan en España es mayor que el número de gestoras registradas en la CNMV, lo que indica que el marco regulador de capital riesgo en España no abarca a la totalidad de la industria. No sólo es así en número de operadores, sino también en volumen controlado. Las entidades de capital riesgo registradas controlaban el 35 por 100 del volumen total gestionado en 2005 (en 2004 esta cifra era de un 26 por 100). En cuanto a la inversión, el 60 por 100 de la inversión de 2005 se realizó por operadores registrados (en 2004 fue un 45 por 100). En conclusión, más de la mitad del volumen total gestionado por los operadores de capital riesgo en España está en manos de empresas que no se han acogido al marco regulador de capital riesgo. La Ley 25/2005 se aplica hoy a algo menos de la mitad de la industria en España.

Hay, fundamentalmente, dos motivos por los cuales el ámbito de aplicación efectiva de la Ley no está más extendido: las deficiencias de la antigua legislación y el coste de conocer legislaciones de diferentes países que soportan los operadores internacionales.



En primer lugar, la ya derogada Ley 1/1999 no permitía ciertas prácticas que están muy extendidas en la industria. Ya se ha mencionado antes que los fondos de fondos, como figura que permite a los inversores diversificar su riesgo sin tener que incrementar el monto de su inversión, no cabía bajo la antigua ley. A pesar de ello, esta figura ha cobrado importancia en España en los últimos dos años, necesariamente al margen de la regulación de capital riesgo. Otro de los grandes problemas era la imposibilidad, dentro del marco legal, de invertir en empresas cotizadas con el fin de excluirlas de cotización. Estas operaciones, cada vez más habituales en el ámbito internacional, suponen además un importante volumen: por ejemplo, el año pasado hubo tres operaciones de exclusión de Bolsa (Amadeus, Cortefiel y Recoletos), y las tres se situaron entre las ocho operaciones más importantes por volumen del año (7). La nueva ley supera estas deficiencias y tiene atractivos incentivos fiscales (8), por lo que se espera un incremento en el número de operadores registrados.

En segundo lugar, conocer el marco regulador concreto de un país implica un coste, especialmente para los operadores que invierten en varios países y con un número de operaciones no muy elevado (aunque no necesariamente de poco volumen). El último apartado de este artículo trata este segundo punto.

### 3. Características de los operadores de capital riesgo en España

Hemos visto en el cuadro núm. 2, panel B, que en 2005 el número de sociedades gestoras, registradas o no, superó por primera vez al número de SCR autogestionadas, registradas o no. Aunque el número de SCR ha sido tradicionalmente mayor, las sociedades gestoras controlan un volumen mucho mayor de capital que las SCR autogestionadas. Desde 1999 hasta 2003, el porcentaje de fondos captado por las gestoras superaba el 70 por 100 del total. En los últimos dos años ha aumentado, siendo en 2005 más de un 95 por 100. En consonancia, los capitales totales gestionados por las SCR autogestionadas han disminuido, en los últimos años, desde un 27,4 por 100 en 1999 hasta un 16,6 por 100 en 2005. Estos datos son consistentes con la tendencia del sector a tener una mayor proporción de fondos independientes: como ya se ha dicho, las SCR autogestionadas son fondos cautivos por definición, mientras que la mayoría de las sociedades gestoras son fondos independientes (9).

Respecto a la naturaleza del operador, la mayoría de la industria del capital riesgo está en manos de operadores privados, tanto por número de operadores como por volumen. El 82 por 100 de los operadores en 2005 eran privados (un 7 por 100 más que en el año anterior)

según datos de ASCRI. Algo más de un 60 por 100 de los operadores privados son profesionales independientes, estando el resto controlados por entidades financieras. Por volumen, durante los últimos seis años, el porcentaje de los capitales gestionados en manos privadas ha oscilado entre un 87 y un 89 por 100, sin una tendencia clara. El sector público controla así algo más de un 10 por 100 del sector, que utiliza como uno de los medios de canalización de ayudas públicas. Así, el SEPIDES (10), las sociedades de desarrollo industrial establecidas en varias comunidades autónomas (por ejemplo, la Sociedad para el Desarrollo Industrial de Aragón —SODIAR—) o la Empresa Nacional de Innovación (ENISA), utilizan la inversión de capital riesgo como uno de los mecanismos de estímulo a la creación de pequeñas y medianas empresas en su ámbito de actuación.

### 4. Principales conclusiones

— La Ley 25/2005 dota a España de un moderno marco regulador en el que caben las prácticas internacionales (como los fondos de fondos o las operaciones de exclusión de Bolsa), superando así las deficiencias de la Ley 1/1999.

— Más de la mitad de los capitales en gestión están en manos de operadores que no se amparan bajo el marco regulador de la nueva ley. La tendencia es a un mayor ámbito de aplicación efectiva de la ley en los últimos años.

— El predominio de la sociedad gestora o similar (frente a la SCR autogestionada) es consistente con el predominio de los fondos independientes (frente a los fondos cautivos) que hay a escala nacional, europea y global.

— En cuanto a la naturaleza del operador, la gran mayoría del volumen se gestiona por operadores privados. Los operadores públicos mantienen aproximadamente un 10 por 100, que utilizan para canalizar ayudas públicas.

### IV. CAPTACIÓN DE NUEVOS FONDOS

En los tres siguientes apartados se realiza el análisis del ciclo de capital riesgo propiamente dicho, comenzando por la primera etapa: la captación de fondos, o *fundraising*. Cada apartado está estructurado de la siguiente forma: en primer lugar analizamos la situación en España, posteriormente se compara con la situación europea, y por último se presentan las conclusiones. Salvo que se indique otra cosa, los datos referentes a la industria española provienen de los Informes de ASCRI (2006 y anteriores) y de Martí Pellón (2001, 2002). Los



datos referentes a Europa han sido obtenidos de los informes de la Asociación Europea de Capital Riesgo (EVCA).

## 1. La captación de fondos en España

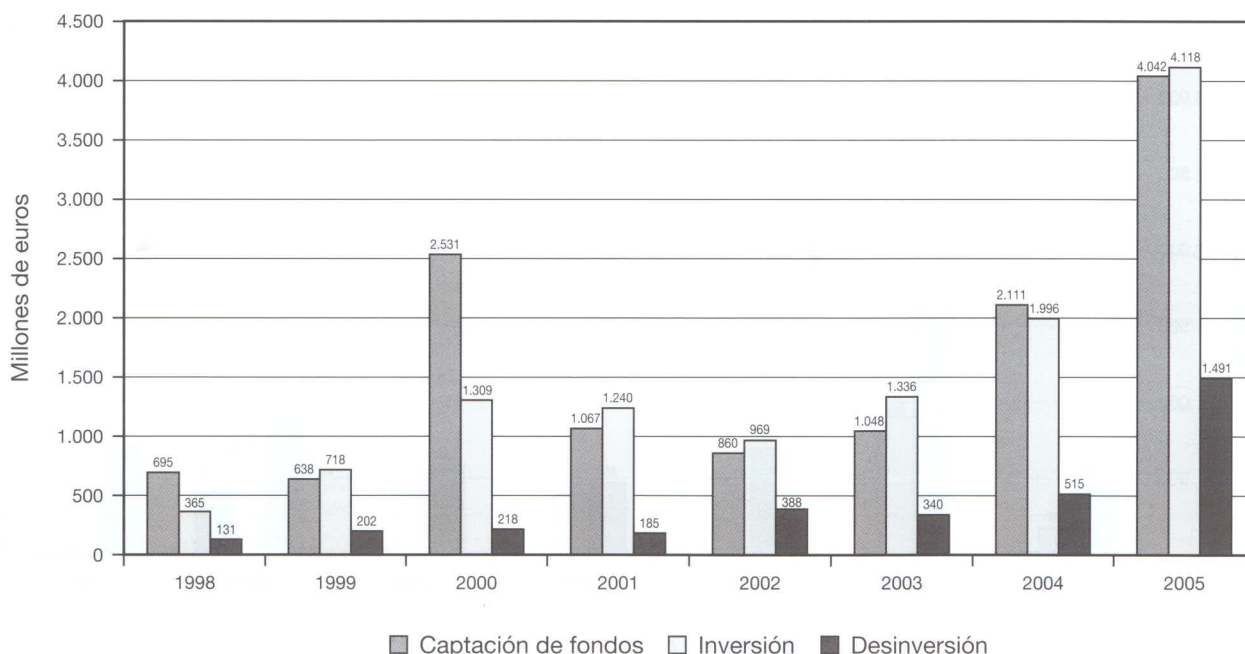
Las cifras del año 2005 han supuesto un récord para la captación de fondos en España, como podemos ver en el gráfico 3: el volumen de nuevos fondos ha sido de 4.042 millones de euros (11), casi el doble que la cifra de nuevos fondos en 2004 (2.111 €M), y 1,6 veces el anterior récord de 2000. Como consecuencia, los capitales gestionados a finales de 2005 por los operadores de capital riesgo en España fueron de 12.814 millones de euros, más del séxtuplo de la cantidad gestionada en 1998, y más del doble que en 2000. Estos datos muestran claramente la recuperación del sector tras la explosión de la burbuja de los valores tecnológicos en el año 2001. Tras los niveles máximos del año 2000, la explosión de la burbuja supuso una importante ralentización del sector del capital riesgo en los años siguientes. El incremento de los niveles de captación de fondos de 2005 sobre los de 2000 indica, pues, un cambio de tendencia al alza.

Tradicionalmente, entre el 40 y el 60 por 100 de los fondos captados provienen de inversores extranjeros. En 2005 la contribución de fondos extranjeros ha sido aún mayor, siendo la principal causa del importante

aumento de la captación de fondos. Ahora, un 77 por 100 de los fondos proviene de inversores extranjeros. Europa contribuye prácticamente con un tercio del total de los fondos captados, procediendo la inversión en su gran mayoría de Reino Unido (un 21 por 100 del total en 2004 y 2005). El siguiente país es tradicionalmente Estados Unidos, con inversiones que oscilaban entre el 12 y el 22 por 100 entre 2000 y 2004. En 2005, sin embargo, este país ha desembolsado un volumen récord de 1.725 millones de euros (más de cinco veces su inversión en el año anterior, y un 42 por 100 del total), con lo que Estados Unidos ha pasado a ser el primer país en contribución. En contraposición con el importante aumento de la inversión extranjera, es necesario notar la disminución de la captación de fondos en el ámbito nacional: de 1.173 a 928 millones de euros, siendo el máximo histórico en inversión nacional el año 2000, con 1.283 millones de euros.

Por tanto, más de la mitad de los fondos captados por la industria de capital riesgo española provienen del extranjero, en una tendencia creciente. Esto puede deberse a la existencia de más oportunidades de inversión que en el pasado, pero también a una cierta falta de inversión nacional en aquélla. Parece claro que el ámbito empresarial español está cambiando: por un lado, las empresas familiares están profesionalizándose, lo que las hace más atractivas para la inversión, y por otro lado, la propia industria de capital riesgo está

GRÁFICO 3  
EVOLUCIÓN DEL CAPITAL RIESGO EN ESPAÑA



Fuentes: Informe anual ASCRI (2006 y anteriores), Martí Pellón (2001, 2002).

también profesionalizándose, pasando de los 270 profesionales en 1996 a 609 en 2005 (12). Sin embargo, los datos indican que los inversores nacionales no están aumentando su contribución a la par que los extranjeros, sino todo lo contrario: en 2005 la inversión nacional ha disminuido en términos absolutos. Los inversores extranjeros están llenando este vacío.

Analizando las cifras según la naturaleza del aporte, vemos también un claro cambio de tendencia en 2005. Tradicionalmente, las instituciones financieras han sido las protagonistas, con más de un 40 por 100 de la inversión desde 1997 a 2004 (13). En 2005 el notable incremento de los fondos de origen anglosajón ha cambiado el panorama: sólo un 25 por 100 del total de los fondos captados provenían de instituciones financieras, siendo los fondos de pensiones los mayores aportantes, con un 40,9 por 100 del total. La participación de los fondos de pensiones españoles en esta cantidad, sin embargo, es muy escasa (un 10 por 100 en 2004, según datos de ASCRI). Por tanto, el incremento de los fondos de pensiones se debe casi por entero al importante flujo de inversión internacional que ha experimentado España en 2005.

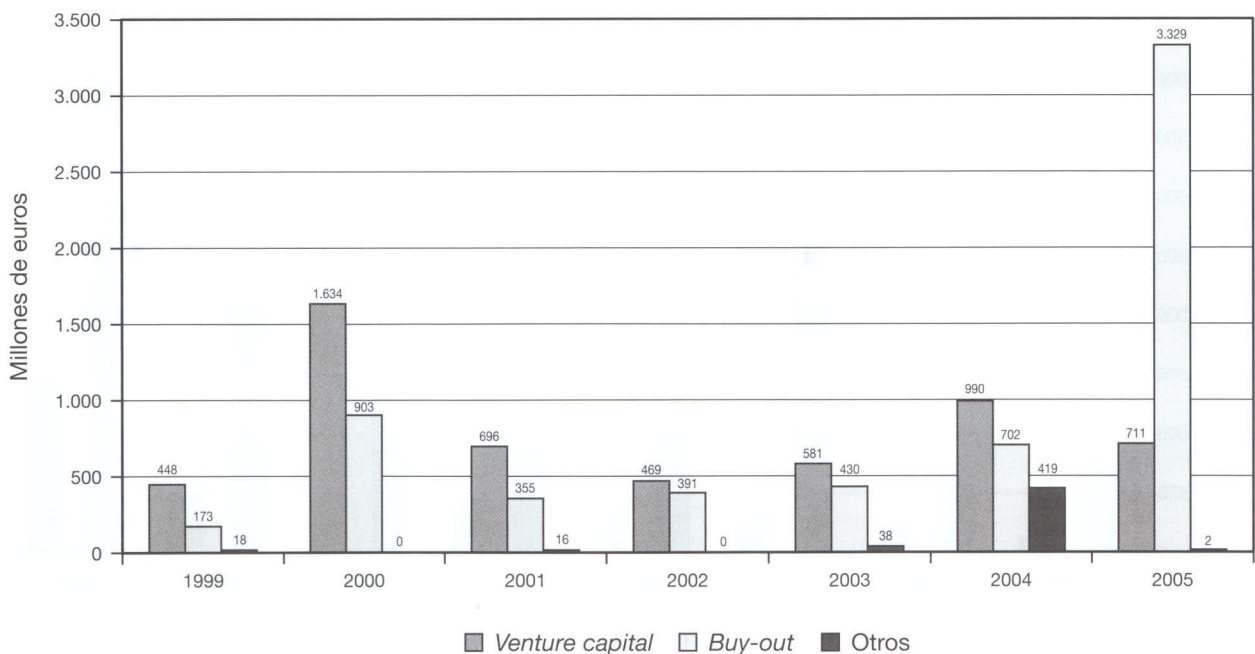
La evolución de los inversores públicos y los fondos de fondos también es notable. Los inversores públicos, como el SEPIDES, las sociedades de desarrollo industrial o ENISA han incrementado el volumen de inversión en

los últimos años, pasando de 27 millones de euros en 2001 a 203 en 2004, llegando a tener un peso cercano al 14 por 100 en 2002 y 2003. Sin embargo, en 2005 ha habido una importante reducción del volumen de fondos captados, con un monto de 80 millones de euros y un peso del 2 por 100 del total. Por tanto, la reducción de la inversión nacional que se comentaba antes ha operado tanto a escala privada como pública.

En cuanto a los fondos de fondos, éstos han mostrado una clara evolución al alza en los últimos años. Desde el medio millón de euros contabilizado en 1999 (14) a algo más de 500 millones en 2005 (un 12,4 por 100 del peso en este año). Este vehículo de inversión está ganando protagonismo, ya que permite al proveedor de fondos diversificar su inversión sin tener que hacer diferentes desembolsos, que probablemente impliquen más dinero y unos costes mayores de seguimiento de las inversiones. A pesar de su atractivo, esta figura no cabía bajo la Ley 1/1999, lo que puede haber sido uno de los motivos de su bajo nivel de aplicación. Esperamos que la nueva ley, que sí regula los fondos de fondos, resulte así más atractiva a este porcentaje creciente de inversores.

Hasta ahora se han descrito los fondos principalmente por su origen. Para terminar esta sección, conviene analizar también su destino. En el gráfico 4 se presenta la evolución de los fondos destinados a la inversión en *venture capital* y la inversión en *buy-out*

GRÁFICO 4  
CAPTACIÓN DE FONDOS EN ESPAÑA, POR DESTINO DESEADO



Fuentes: Informe anual ASCRI (2006 y anteriores), Martí Pellón (2002).



(recordemos que en este artículo se adopta la convención: capital riesgo = *venture capital* + *buy-out*). De nuevo, en el año 2005 se observa un importante cambio de tendencias. La captación de fondos para *venture capital* no sólo no se ha recuperado respecto a los máximos de 2000, sino que en 2005 ha disminuido un 28 por 100 respecto al año anterior, incluso a pesar del gran aumento en la captación de fondos global. En contraposición, la captación de fondos destinados a *buy-out*, que históricamente se había situado por debajo del *venture capital* se ha disparado, pasando de 702 a 3.329 millones de euros.

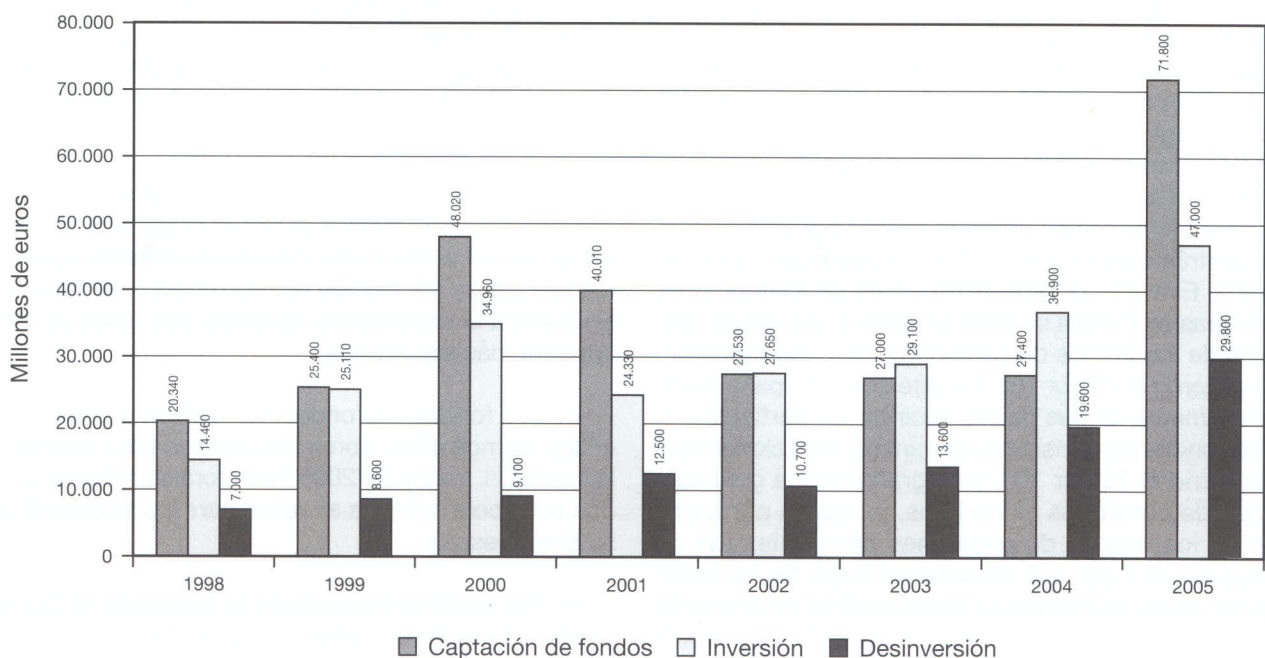
Por tanto, el interés del capital riesgo en España se ha incrementado en términos generales, pero se dirige únicamente a la inversión en empresas consolidadas, que tienen un perfil de riesgo más moderado. No sólo en términos relativos ha perdido interés la inversión de *venture capital* en empresas jóvenes, sino que se ha reducido la captación de fondos en términos absolutos. Estas inversiones tienen un perfil de mayor riesgo, que en teoría se compensa por una rentabilidad potencial mucho mayor. Sin embargo, en nuestro país la rentabilidad no suele estar a la altura: lógicamente, el inversor prefiere la inversión de menor riesgo. Puede que una de las raíces del problema sea el déficit de un entorno adecuado de salida para las empresas pequeñas. El último apartado de este artículo analiza este asunto con más detalle.

## 2. La captación de fondos en el entorno europeo

En el gráfico 5 se puede ver la evolución de la captación de fondos en Europa entre 1998 y 2005. Durante los años 2002, 2003 y 2004 la cifra de captación de fondos fue notablemente estable, alrededor de los 27.000 millones de euros, por debajo del récord del año 2000 (48.000 €M). El año 2005 rompe con esta tendencia, con un récord de inversión de 71.800 millones de euros, un 262 por 100 de la cantidad de 2004. Tanto a escala europea como a escala nacional (ver gráfico 3) se observa una clara recuperación tras la explosión de la burbuja tecnológica, habiéndose superado por primera vez, y muy ampliamente, los niveles de captación de fondos récord del año 2000.

Respecto al origen de los fondos, la internacionalización que se observa en el caso español es buen ejemplo de la globalización del sector en el ámbito europeo. El cuadro núm. 3 muestra la evolución del origen de los fondos con respecto al país de destino. En 1985 el 92 por 100 de los fondos captados en un país provenía del propio país, un 2,7 por 100 provenía de otro país europeo, y un 5,3 por 100 de otro país no europeo. En 2002 sólo el 50 por 100 de los fondos provenía del propio país, siendo el 21,1 por 100 proveniente de Europa y un 28,9 por 100 proveniente de fuera de Europa. En conclusión, en los últimos años la captación de fondos

GRÁFICO 5  
EVOLUCIÓN DEL CAPITAL RIESGO EN EUROPA



Fuentes: EVCA Yearbook (2005 y anteriores).



CUADRO NÚM. 3  
**PROCEDENCIA GEOGRÁFICA DE LA CAPTACIÓN  
 DE FONDOS EN EUROPA  
 (Porcentaje)**

	PROCEDENCIA DE LOS FONDOS		
	Del país de destino	Otro país	
		Europeo	No europeo
1985.....	92,0	2,7	5,3
1986.....	91,9	3,8	4,3
1987.....	77,1	9,0	13,9
1988.....	79,8	11,1	9,1
1989.....	67,6	8,0	24,4
1990.....	71,0	14,0	15,0
1991.....	77,0	13,0	10,0
1992.....	83,5	7,7	8,8
1993.....	81,1	7,2	11,7
1994.....	73,1	7,0	19,9
1995.....	77,2	11,6	11,2
1996.....	71,8	11,4	16,8
1997.....	49,2	17,3	33,5
1998.....	52,1	16,8	31,1
1999.....	57,1	21,3	21,6
2000.....	52,4	20,7	26,9
2001.....	47,0	18,4	34,6
2002.....	50,0	21,1	28,9

Fuente: Lerner et al. (2005: 230). Calculado a partir de European Venture Capital Association, *EVCA Yearbook* (2000 y anteriores).

a escala europea está claramente globalizada, como ya indicaban las cifras de nuestro país.

Los tres tipos de aportante con mayor participación en Europa son las instituciones financieras, los fondos de pensiones y los fondos de fondos. Estos últimos intermedian entre un 13 y un 16 por 100 del sector de capital riesgo en Europa. Veíamos cómo en España las cifras son muy similares, con una rápida convergencia desde niveles cercanos a cero en 1999. Las instituciones financieras tienen un peso cercano al 20 por 100, que contrasta con el 40 por 100 de peso que tienen en España. Este menor protagonismo de las instituciones financieras en Europa se debe en parte a una mayor presencia de los fondos de pensiones, con una participación en torno al 20 por 100. En este punto, España diverge claramente de sus países vecinos. La participación de los fondos de pensiones es mínima, tradicionalmente en torno al 10 por 100, y en gran medida gracias a fondos de pensiones extranjeros, ya que la participación de los fondos de pensiones nacionales fue de menos de un 2 por 100 del total en 2004. Se ha señalado en varias ocasiones la necesidad de incentivar la inversión de estas instituciones en el sector de capital riesgo en España (15), que hoy en día parecen tener un perfil mucho más conservador que sus homólogas europeas.

Por último, es necesario destacar las diferencias entre España y Europa en la evolución por destino deseado de los fondos captados. El peso de la captación de fondos para *buy-out* en Europa oscila entre el 65 y el 80 por 100 entre 2003 y 2005. Aunque la oscilación es notable, es claramente el mercado más importante en Europa. En España, sin embargo, sólo en 2005 ha cambiado la tendencia para aproximarnos a Europa. A la vista de los datos, está claro que ha sido la inversión extranjera la protagonista en darle este giro a nuestro país. En cuanto a la captación de fondos para *venture capital*, en Europa se ha incrementado en términos absolutos, habiéndose duplicado en 2005 la cantidad absoluta destinada a inversión en fases muy tempranas, respecto a la cifra para 2004. España diverge claramente de la media europea, mostrando una tendencia incluso contraria, con una reducción de la captación de fondos para las empresas jóvenes. Como se dijo arriba, esto no son buenas noticias: a pesar del impulso del capital riesgo en nuestro país, las perspectivas de inversión en empresas de nueva formación no ha mejorado.

### 3. Principales conclusiones

— Los niveles de captación de fondos muestran una clara recuperación en los ámbitos nacional y europeo, con cifras récord en 2005.

— Por nacionalidad del inversor, la captación de fondos está altamente globalizada. De media, los países europeos reciben la mitad de los fondos de otros países (tanto europeos como no). En España, más del 50 por 100 proviene del extranjero, principalmente de Reino Unido y Estados Unidos; el pasado año, los inversores nacionales no sólo han reducido su aportación de fondos en términos relativos, sino también en términos absolutos.

— Por tipo de inversor, la banca solía tener el mayor peso en España, aunque el incremento de la inversión extranjera ha aumentado considerablemente el peso de los fondos de pensiones (en detrimento de la banca). En Europa la importancia de estos dos tipos de inversor está más equilibrada.

— Los fondos de fondos han cobrado importancia en los últimos años, como mecanismo para diversificar la inversión. La ley 25/2005 incorpora esta figura, por lo que se espera sea más atractiva para los inversores que su predecesora.

— Por destino deseado de la inversión: el *buy-out* predomina en Europa respecto al *venture capital*. España se ha acercado a la media europea en los últimos años, con una clara prominencia del *buy-out*. El atractivo del *venture capital* en España no sólo ha dismi-



nuido en términos relativos, sino también absolutos (en contra de lo que ha sucedido en Europa).

## V. INVERSIÓN DEL CAPITAL RIESGO

La segunda etapa del ciclo de capital riesgo es la inversión efectiva de los fondos captados, también conocida como desembolso (*disbursement*). En este apartado, se describe la evolución de la inversión en España, seguida por los datos europeos, para poder así comparar con la situación del capital riesgo en nuestro entorno, y se presentan las conclusiones. Los datos son de ASCRI para España y de la EVCA para Europa, salvo indicación en otro sentido.

### 1. La inversión de capital riesgo en España

En el gráfico 3 se puede apreciar la evolución del volumen de inversión de capital riesgo en España. La inversión se ha incrementado mucho en los últimos años, con cifras de 1.336 millones de euros en 2003, 1.996 en 2004 y 4.118 en 2005, superando ampliamente los niveles de la burbuja tecnológica de 2000. Sin embargo, el número de operaciones ha aumentado de forma moderada (16), con 493, 494 y 513 en 2003, 2004 y 2005, respectivamente. Por tanto, la mayoría del crecimiento del sector se debe al cierre de grandes operaciones en los últimos años: el dato de 2005 está dominado por trece operaciones en siete empresas —entre otras, Ono, Amadeus y Cortefiel— de más de 100 millones de euros.

No sólo está dominada la inversión por operaciones de gran volumen, sino que la gran mayoría se destina a nuevas operaciones, y no a ampliación de las inversiones anteriores; sólo entre el 10 y el 17 por 100 del total se dedica a reinversión desde el año 2000. Si se tiene en cuenta sólo la inversión en *venture capital* (ajena a la influencia de las grandes operaciones), el 37 por 100 del volumen se ha dedicado a reinversión en los últimos dos años. Aunque menos del 20 por 100 del volumen total se dedica a reinversión, se trata de cerca de la mitad de las operaciones (con un porcentaje que oscila entre el 25 y el 50 por 100, sin tendencia destacable). Por tanto, la media de inversión en operaciones de ampliación no es mayor que la inversión inicial media: en 2005, era prácticamente igual. En conclusión: a pesar de que las necesidades de financiación se incrementan con el tiempo, especialmente en empresas jóvenes, los operadores de capital riesgo no incrementan los fondos a la par. Parece haber falta de compromiso, tema que se trata en más detalle en el apartado final de este artículo.

En cuanto al destino de la inversión, desde 1999 y hasta 2004, la etapa de expansión concentraba el mayor volumen invertido (50-60 por 100) y el mayor número de

operaciones (55-73 por 100). En 2005, a pesar del aumento récord de la inversión en el país, el volumen invertido en expansión se ha reducido en términos absolutos en un 50 por 100, pasando de 1.211 en 2004 a 650 millones de euros en 2005. En conjunto, el volumen de la inversión en todas las etapas, excepto operaciones apalancadas, ha sufrido una reducción de un 40 por 100 respecto al volumen del año anterior. Dado que la reducción en el número de operaciones (exceptuando las apalancadas) ha sido sólo de un 4 por 100, el tamaño medio de las inversiones también se ha visto reducido. Este 40 por 100 de reducción, junto con el incremento récord de inversión de este año, ha ido a las operaciones apalancadas: han pasado de un 20-35 por 100 del peso a tener el 80,6 por 100 del peso este año, con 3.317 millones de euros y 58 operaciones.

Como ya se podía ver en las cifras de captación de fondos, la inversión ha dado un giro brusco hacia la inversión en empresas consolidadas en el último año. Sin embargo, este aumento del volumen de inversión ha ido acompañado de un aumento proporcionalmente menor en el número de operaciones. Así, todo el volumen de operaciones apalancadas se corresponde con un total de 58 operaciones, entre las que se encuentran Ono, Amadeus, Cortefiel, Reoletos, Panrico, Divisa, Saprogal y Famosa. Las operaciones de Amadeus, Cortefiel y Reoletos fueron de exclusión de Bolsa (*public to private*). En conclusión, y como ya se ha dicho, este espectacular aumento de la inversión en capital riesgo este año se debe casi en exclusiva a grandes operaciones.

Desde la explosión de la burbuja tecnológica de 2000, menos de un 10 por 100 del volumen se ha destinado a inversiones en alta tecnología, con entre el 20 y el 35 por 100 de las operaciones. El año 2005 ha sido una excepción, gracias a las operaciones de Ono (*comunicaciones*) y Amadeus (*otros servicios*), que han elevado el porcentaje a un 52 por 100. Los sectores tradicionales suelen acaparar la mayoría de la inversión (ver cuadro núm. 4). El sector con mayor volumen de inversión a lo largo de los últimos años es *productos de consumo*, con algo más del 20 por 100 del volumen (12-16 por 100 en número de operaciones) desde 2000. *Comunicaciones* ha tenido un peso importante en los dos últimos años, principalmente por las operaciones del Grupo Wisdom (en 2004) y de Ono (en 2005). *Informática*, con una inversión de 244 millones de euros en 2000, recibió el pasado año sólo 21,4 millones de euros, con un peso del 0,5 por 100, el más bajo en los últimos ocho años. Por último, el sector de *biotecnología* registró en 2005 8,7 millones de euros, el máximo volumen en los últimos años, y con una inversión media de 0,4 millones de euros por operación.

Tanto la inversión en sectores tradicionales como en empresas consolidadas muestran el bajo perfil de riesgo



CUADRO NÚM. 4  
INVERSIÓN EN ESPAÑA POR SECTORES

	VOLUMEN DE INVERSIÓN (MILLONES DE EUROS)						PORCENTAJES					
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Informática.....	244,1	108,7	38,6	18,3	152,3	21,4	18,7	8,8	4,0	1,4	7,6	0,5
Otros electrónica.....	25,8	0,2	9,0	5,9	10,4	4,9	2,0	0,0	0,9	0,4	0,5	0,1
Productos y serv. industriales.....	198,7	78,2	99,6	150,6	162,5	212,2	15,2	6,3	10,3	11,3	8,1	5,2
Productos de consumo.....	299,6	309,4	235,9	373,6	168,9	908,5	22,9	24,9	24,3	28,0	8,5	22,1
Agricultura-ganadería-pesca.....	11,1	2,4	25,1	31,4	0,8	5,8	0,8	0,2	2,6	2,4	0,0	0,1
Energía-recursos naturales.....	3,8	105,7	70,5	110,8	105,0	84,2	0,3	8,5	7,3	8,3	5,3	2,0
Química-plásticos.....	50,6	9,4	103,2	12,6	22,0	57,6	3,9	0,8	10,6	0,9	1,1	1,4
Construcción.....	11,9	91,4	15,4	44,4	53,0	87,7	0,9	7,4	1,6	3,3	2,7	2,1
Medicina-salud.....	61,0	168,8	26,0	32,5	165,9	79,5	4,7	13,6	2,7	2,4	8,3	1,9
Hostelería/ocio.....	143,4	47,2	92,2	271,2	30,0	103,0	11,0	3,8	9,5	20,3	1,5	2,5
Comunicaciones.....	74,1	29,5	25,6	69,2	448,1	1.544,1	5,7	2,4	2,6	5,2	22,5	37,5
Biotecnología-ing. genética.....	7,1	0,4	8,1	5,6	5,4	8,7	0,5	0,0	0,8	0,4	0,3	0,2
Automatización industrial.....	2,4	0,2	0,3	6,4	1,5	2,5	0,2	0,0	0,0	0,5	0,1	0,1
Servicios financieros.....	16,4	5,0	1,9	3,8	0,4	0,7	1,3	0,4	0,2	0,3	0,0	0,0
Otros servicios.....	61,1	133,7	99,5	41,9	545,7	621,2	4,7	10,8	10,3	3,1	27,3	15,1
Otros.....	61,8	3,7	52,2	50,4	59,7	175,7	4,7	0,3	5,4	3,8	3,0	4,3
Transporte.....	19,5	21,5	31,0	68,2	21,8	14,9	1,5	1,7	3,2	5,1	1,1	0,4
Otros producción.....	16,1	125,2	35,0	39,4	42,4	185,4	1,2	10,1	3,6	2,9	2,1	4,5
<b>Total.....</b>	<b>1.308,5</b>	<b>1.240,4</b>	<b>969,2</b>	<b>1.336,1</b>	<b>1.995,9</b>	<b>4.117,7</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>

Fuente: Informe anual ASCRI (2006 y anteriores).

del inversor de capital riesgo en España. Esto resulta contradictorio con la propia naturaleza del capital riesgo. Recordemos que este tipo de financiación surge, como alternativa a la crediticia y la bursátil, para poder afrontar la mayor incertidumbre que implica la inversión en ciertas empresas. Por tanto, es en sectores con alta incertidumbre en los que las empresas de capital riesgo tienen una ventaja estratégica respecto a la banca o la inversión bursátil, con unos mecanismos de inversión muy depurados (Amit, Brander *et al.*, 1998). El perfil de inversión de las empresas de capital riesgo de nuestro país hace pensar que éstas no están explotando la ventaja comparativa respecto a otros medios de financiación.

Para finalizar, si analizamos la inversión por destino geográfico, tradicionalmente Madrid y Cataluña son las comunidades que mayor volumen de inversión reciben. Alrededor de un 35-50 por 100 de las inversiones se realizan en Madrid. En 2005 estas cifras han aumentado espectacularmente debido a grandes operaciones como Ono, Amadeus, Cortefiel y Recoletos, siendo la inversión total de 2.685 millones (el triple que el año anterior). Cataluña recibe tradicionalmente un volumen del 20-35 por 100 del total; en 2005, aunque la inversión en términos absolutos ha aumentado (de 500 €M en 2004 a 650 €M en 2005), el porcentaje sobre el total ha disminuido hasta un 16 por 100, debido a las grandes operaciones efectuadas en Madrid. En global, más del 90

por 100 del total de la inversión se realiza dentro de España, esto es, casi la totalidad de los fondos captados en el país permanecen en el país. A la vista de esto y de la gran entrada de capitales extranjeros a que se hacía mención en epígrafes anteriores, España es claramente un país importador de fondos. No obstante, parece que hay una ligera tendencia al aumento de la inversión en el extranjero.

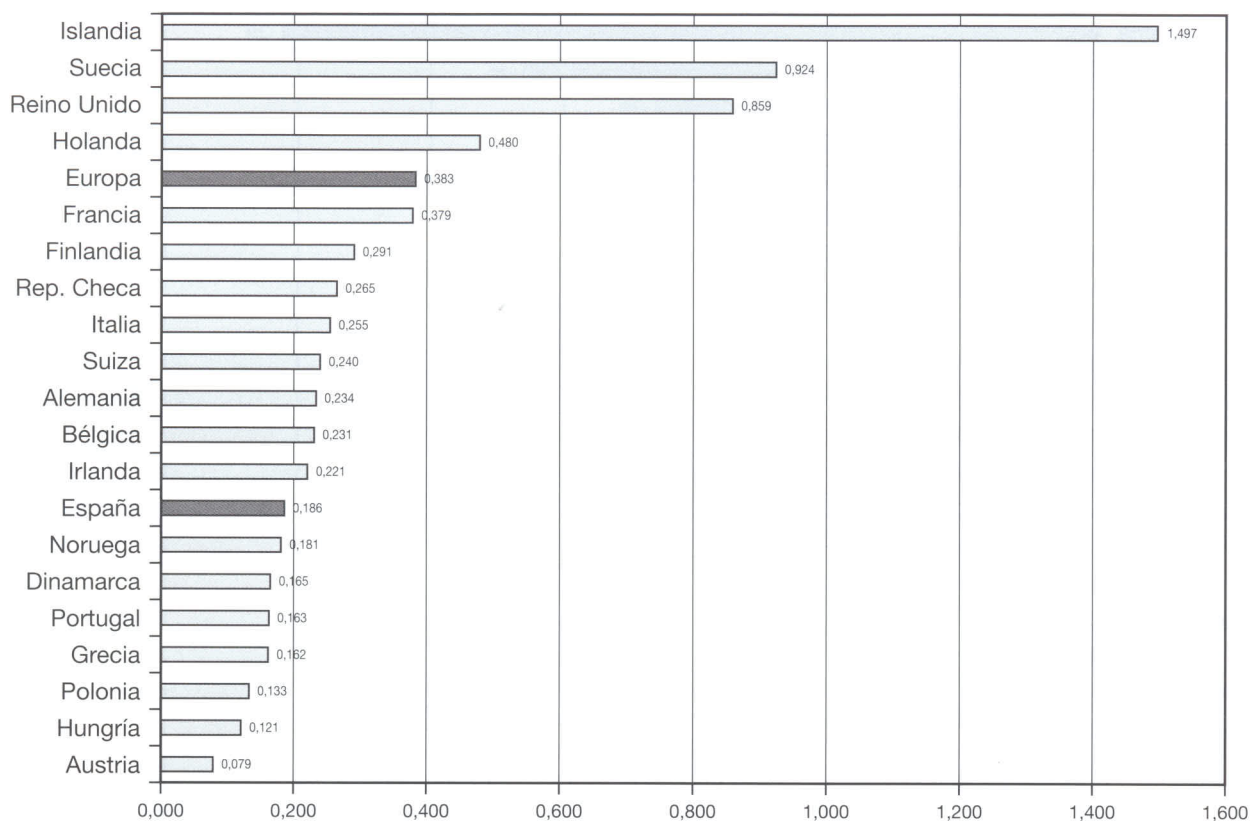
## 2. La inversión en el entorno europeo

La evolución general de la inversión en España es similar a la evolución en Europa en los últimos años (ver gráfico 5). El año 2005 ha supuesto en Europa un récord de 47.000 millones de euros, casi un 30 por 100 más que el año anterior, y superando claramente los niveles de 2000. Este aumento de la inversión en el conjunto de países, no obstante, es bastante menor que el incremento de más del 100 por 100 que se ha experimentado en España.

Si comparamos la inversión en los distintos países europeos como porcentaje del PIB (gráficos 6 y 7), la media europea ha superado los niveles de 2000 (evolucionando al alza en los últimos años, de 0,38 por 100 en 2000 a 0,40 por 100 en 2005). Desde 2000, Suecia, Reino Unido y Holanda han estado consistentemente por encima de la media. España ha estado tradicionalmente ron-

GRÁFICO 6

## INVERSIÓN EN EUROPA POR PAÍSES DE DESTINO, COMO PORCENTAJE DEL PIB (2000)



Fuente: EVCA Yearbook (2001).

dando el décimo puesto, excepto en 2004 y 2005, con un quinto puesto en la lista. En el año 2005 España se ha situado por primera vez por encima de la media europea en inversión, con un 0,48 por 100 del PIB. Esto es consecuente con el importante aumento de la inversión en España este pasado año, como muestra el gráfico 5.

Por destino de la inversión, España parece que está por debajo de las medias europeas de inversión en fase de arranque: en los últimos tres años, Europa invirtió entre el 5 y el 7 por 100, mientras que en España estas cifras son del 2,6 al 3,7 por 100, con una tendencia a disminuir tanto en nuestro país como en su entorno general. La inversión europea media en la etapa de expansión es bastante estable, en torno al 21 por 100, así como la inversión en *buy-out*, un 65 por 100. En España, sin embargo, vimos que se ha producido un trasvase entre ambas, pasando de un 66 por 100 en expansión y 28 por 100 en *buy-out* en 2003 a un 16 y 81 por 100 respectivamente.

Ya se ha comentado que la inversión española en empresas de reciente creación era muy baja, y que

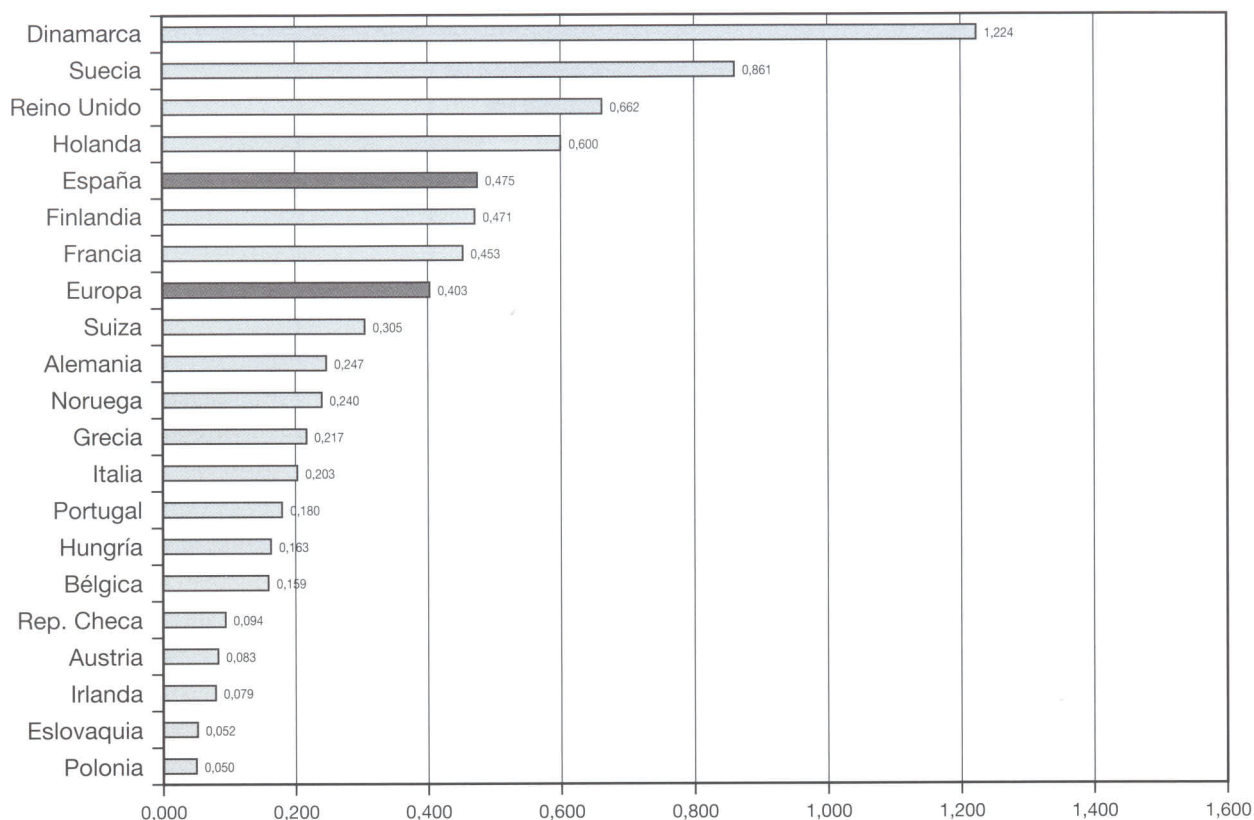
había disminuido en términos absolutos en el pasado año. En comparación con Europa, estamos muy por detrás. En Europa la inversión en fases iniciales ha aumentado en términos absolutos durante los últimos tres años. En España, sin embargo, ha disminuido considerablemente en el último año. Hay una clara divergencia con los países vecinos. La menor inversión en empresas jóvenes reduce el impacto en la innovación del capital riesgo, como se verá en el último apartado: en consecuencia, el perfil de inversión en España no contribuye a acercar a nuestro país a las medias europeas en innovación.

En cuanto a los sectores de destino de la inversión, *productos de consumo* es también en Europa el sector más prominente, con más de un 20 por 100 de la inversión (en 2005, un 27,6 por 100). El sector de *comunicaciones* es también importante, con un 15,4 por 100 de la inversión en el pasado ejercicio. *Informática*, aunque más bajo que en la burbuja de 2000, ha mantenido un peso superior al 5 por 100 en los últimos cuatro años de forma más o menos estable; la inversión en España en este sector ha sufrido, por



GRÁFICO 7

## INVERSIÓN EN EUROPA POR PAÍSES DE DESTINO, COMO PORCENTAJE DEL PIB (2005)



Fuente: EVCA Yearbook (2006).

tanto, más que la media europea tras la explosión de la burbuja tecnológica. Para finalizar, la inversión en *biotecnología*, oscila entre el 1,8 y el 4 por 100 en los últimos cuatro años; España, sin embargo, no ha superado el 1 por 100 en los últimos ocho años. En línea con lo dicho antes, el perfil de inversión de España es más conservador que la media europea, con una inversión mucho menor en sectores punteros como *informática* o *biotecnología*.

Por último, es necesario resaltar el nivel de internacionalización media de los países europeos. En 1988, el 92 por 100 del dinero se invertía en el propio país, y el 4,3 por 100 del total en otro país europeo. Las cifras en 2002 eran de un 75,7 por 100 de inversión nacional, un 21,5 por 100 de inversión en otro país europeo y un 2,8 por 100 fuera de Europa (17). Por tanto, aunque, al igual que la captación de fondos, la inversión tiende a ser menos local, la internacionalización se ha producido a escala europea, y no global. España está, como vimos, muy por debajo de la media europea, aunque con una tendencia a converger con ésta.

### 3. Principales conclusiones

— Los niveles de inversión muestran claros signos de recuperación, tanto a escala nacional como europea. Por primera vez, España se sitúa por encima de la media europea en términos de inversión con respecto al producto interior bruto.

— La inversión en España, especialmente en *venture capital*, muestra poco compromiso. Las medias de inversión en ampliación son similares, si no menores, que las medias de nuevas inversiones.

— Siguiendo la tendencia de la captación de fondos, la inversión española ha evolucionado hacia el *buy-out*, convergiendo así con Europa, donde predomina la inversión en empresas consolidadas.

— Pese a la convergencia en los niveles de *buy-out*, España sigue por detrás en la inversión en *venture capital*. El perfil de riesgo del inversor nacional es, por tanto, más moderado que el del inversor medio europeo.

— La inversión en España se concentra en sectores tradicionales, lo que muestra de nuevo el perfil moderado de inversión. La inversión en sectores de alta tecnología a escala nacional está por debajo de la media europea.

— El 90 por 100 de la inversión en España es local, en contraposición a los países de nuestro entorno, cuya inversión local es de un 75 por 100 en media.

## VI. DESINVERSIÓN DEL CAPITAL RIESGO

La última etapa del ciclo de capital riesgo es la desinversión del capital para la posterior devolución de éste y los intereses generados a los inversores. En este apartado se analiza la evolución de la desinversión en España y la situación del entorno europeo. Siguiendo a ASCRI y EVCA, se presentan los datos de desinversión a precio de coste, esto es, únicamente el capital invertido *ex ante*, y no la rentabilidad obtenida *ex post*, dato que no es de dominio público en nuestro país.

### 1. La desinversión de capital riesgo en España

La evolución de la desinversión a precio de coste en España en los últimos años muestra una tendencia similar a la inversión, pero mucho más atenuada (ver gráfico 3). De nuevo, 2005 ha sido un año récord, con un volumen que casi triplica el del año anterior: 1.491 millones de euros en 2005, en contraposición a los 515 de 2004. No sólo hay un mayor volumen de desinversión, sino que hay un mayor porcentaje de desinversiones totales, esto es, liquidaciones totales de la posición inversora. Desde 1998 hasta 2003, la desinversión total ha supuesto entre el 65 y 68 por 100 (con un pico del 74 por 100 en 1999) de la desinversión global. En 2004

y 2005, sin embargo, las cifras han sido de 84 y 92 por 100 respectivamente, por lo que parece que hay una tendencia al alza. Por último, como se puede observar en el gráfico, el volumen desinvertido es considerablemente menor a la inversión en todos los años. No obstante, es necesario tener en cuenta el desfase entre inversión y desinversión de aproximadamente cinco años, y el hecho de que el sector ha experimentado un importante crecimiento en los últimos cinco años. Así la desinversión de 2003 a 2005 se asemeja de forma notable a la inversión en los años 1998 a 2000.

En términos de operaciones la evolución es menos espectacular. El número total de operaciones se ha mantenido bastante constante a lo largo del período, cerca de 250 operaciones, con un pico en 2003 (295) y otro en 2005 (317). El porcentaje de desinversiones totales ha oscilado entre el 50 y el 60 por 100, sin una tendencia clara.

Como se vio en su momento, la duración de los fondos es de diez a trece años, siendo el ideal realizar inversiones durante los primeros cinco o seis años y desinvertir en los siguientes. En los datos se puede ver que este objetivo se cumple de forma aproximada. Durante los pasados seis años, la duración media de las inversiones ha oscilado entre 4,6 y 6 años, si consideramos el conjunto de todas las inversiones. En el caso de las desinversiones totales, oscila entre 4,7 y 5,7 desde el año 2000, con un dato de 5,7 años de media para 2004.

En el cuadro núm. 5 se presenta la inversión desglosada por mecanismo de desinversión. Los dos mecanismos más rentables son la venta en Bolsa de la empresa y la venta a terceros; por ejemplo, a otra empresa del sector o una entidad financiera. La venta a terceros tiende a ser el mecanismo con mayor porcentaje de volumen desinvertido, normalmente con más de un 30

CUADRO NÚM. 5  
DESINVERSIÓN A PRECIO DE COSTE POR MECANISMO, EN ESPAÑA  
(Porcentaje)

DESINVERSIÓN-ESPAÑA	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Recompra accionistas.....	17,6	20,4	n.d.	n.d.	40,7	26,3	22,1	20,8
Venta a otra ECR.....	2,4	0,8	4,4	4,4	0,0	1,6	10,4	27,0
Venta a terceros.....	37,6	48,1	50,1	33,4	17,3	30,7	30,2	37,0
Venta en Bolsa:.....	28,1	15,3	11,9	19,4	8,5	2,1	0,0	0,5
— Salida a Bolsa (OPV).....	n.d.	n.d.	0,5	0,0	2,1	0,0	0,0	0,4
— Venta post salida.....	n.d.	n.d.	11,3	19,4	6,4	2,1	0,0	0,1
Reconocimiento minusvalías ( <i>write-offs</i> ) ..	6,0	4,2	4,2	7,8	9,1	2,0	10,0	4,7
Reembolso de préstamo.....	7,2	7,1	7,6	12,8	18,6	22,2	13,9	4,3
Otras.....	1,2	4,1	21,8	22,1	5,9	15,1	13,4	5,7
<b>Total.....</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>

Fuente: Informe anual ASCRI (2003-2006); adaptado de Martí (2000, 2001).



por 100 (excepto por el dato de 2002, con sólo un 17,3 por 100). En 2005, 552 millones de euros (un peso del 37 por 100) se desinvertieron por esta vía, cantidad que más que triplica las ventas a terceros de 2004.

La venta a terceros, aunque rentable, es una segunda opción. La desinversión más rentable y deseada es la salida a Bolsa, ya que para el inversor supone unos resultados mucho mejores que una venta privada, para la empresa de capital riesgo supone una mejora de su reputación, que facilita su captación de fondos en un futuro (Gompers, 1996), y para los propietarios de la empresa supone mantener el control de ésta, y la apertura de una vía de financiación pro futuro mediante otra OPV. En España, las salidas efectivas a Bolsa son pocas. Dos ejemplos recientes de salidas exitosas en Bolsa son Corporación Dermoestética y Grifols, en julio de 2005 y mayo de 2006, respectivamente. En 2002, el grupo GED, Inversiones Valencia Capital Riesgo y el fondo griego Global Finance adquirieron el 25 por 100 de Corporación Dermoestética, con una inversión de 30 millones de euros, con el objetivo de impulsar la expansión de la empresa en Europa (18). En 2000, el grupo estadounidense DB Capital Partners invierte en la empresa familiar Grifols con el fin de mejorar la competitividad internacional de la empresa. En 2006, se ha convertido en el cuarto productor mundial de plasma sanguíneo, por detrás de CSL (Australia), Baxter Internacional (EE.UU.) y Bayer (Alemania). Tras la salida a Bolsa, la familia Grifols continúa siendo el accionista mayoritario con un 36,1 por 100 de participación (19).

La importancia de la venta en Bolsa (20), en términos de volumen desinvertido, ha disminuido con los años, pasando de un 28,1 por 100 en 1998 (36,8 millones de euros) a un 0,5 por 100 en 2005 (8,1 millones de euros) —véase el cuadro núm. 5. Esta disminución del volumen ha ido acompañada de una disminución de la duración de la inversión, de cinco años en 1998 a 3,7 años en 2005. En conclusión: aunque hemos visto que hay salidas exitosas a Bolsa, son pocas. Además, se trata por lo general de empresas ya consolidadas en el momento de recibir financiación de capital riesgo, esto es, inversiones de *buy-out*. Esto es una muestra de la dificultad de sacar empresas jóvenes a Bolsa. Se trata de un problema común a toda Europa, pero especialmente agudo en España; superarlo es uno de los retos pendientes de la industria de capital riesgo en nuestro país, como se analizará en el último apartado.

Hasta ahora hemos hablado de la venta en Bolsa y la venta a terceros. Otros mecanismos son la recompra por los accionistas y la venta a otras entidades de capital riesgo (*secondary buy-out*). La primera ha sido en los últimos años uno de los mecanismos más importantes de desinversión, con más de un 20 por 100 del volumen en los últimos cuatro años. En 2005, se desinvertieron

por esta vía 309,4 millones de euros, en 84 operaciones (frente a 37 operaciones de la venta a terceros). De nuevo, estas cifras muestran la dificultad de desinversión en nuestro país, puesto que la recompra por los accionistas es habitualmente una salida poco atractiva para el inversor. La venta a otras entidades de capital riesgo ha cobrado importancia en los últimos dos años. En términos de volumen, se ha pasado de 53,8 millones de euros en 2004 a 402,8 en 2005, con un incremento de operaciones de 4 a 21. Se trata, por tanto, de operaciones más grandes que la recompra por los accionistas, y que están cobrando fuerza. Por último, es necesario comentar la cifra de *write-offs*, o pérdidas a precio de coste. En los últimos ocho años, su peso en el volumen ha oscilado entre el 2 y el 10 por 100, implicando entre 23 y 33 operaciones. En 2005 el volumen reconocido como perdido fue de 70,7 millones de euros (menos de un 5 por 100 del total), implicando 32 operaciones.

La desinversión total por sectores en términos de volumen tiene un lógico parecido con la inversión en años anteriores. Las inversiones en *productos de consumo* han tenido típicamente un mayor peso, con 113,6 millones de euros (26,2 por 100 del volumen de desinversiones totales) y 293,6 millones de euros en 2005 (un 21,5 por 100). Las desinversiones totales en *comunicaciones* ascendieron a 284,2 millones de euros en 2005; es necesario notar que de 2000 a 2003 la cifra había sido cero. Las desinversiones en el sector de *informática* se han incrementado considerablemente en los últimos años, pasando de 22 millones de euros en 2000 a 69 en 2004. En este sector la duración media de la inversión es de unos cuatro años. Dado que el año 2000 es el clímax de la burbuja de las tecnológicas, cabe esperar una paulatina disminución en el volumen de desinversión, que parece dejarse ver en el dato de 2005, con una desinversión total de 47 millones de euros. Por último, las desinversiones en *biotecnología*, a semejanza de la inversión, son bajas. En 2005 hubo tres operaciones de desinversión, por un volumen algo superior a los seis millones de euros. Por número de operaciones, *informática*, *productos de consumo* y *productos y servicios industriales* concentran más del 40 por 100 de las operaciones en 2005; en años anteriores, la tendencia es similar.

La media de años de inversión varía por sectores, oscilando tradicionalmente entre tres y siete años, con una media de cinco. Sectores con inversiones más largas que la media suelen ser *química-plásticos* o *construcciones*. Las inversiones más cortas se dan en los sectores de *informática* y *biotecnología*. En el sector de *informática*, las medias de desinversión en los últimos seis años han oscilado en torno a los tres o cuatro años, consistentemente por debajo de la media. Estos datos son consecuentes con unos menores períodos de maduración en este sector. El caso de la biotecnología



es diferente; con unas medias de inversión de hasta seis años y medio en 2001, en los últimos tres años las medias de desinversión son de tres años o tres años y medio. Estos horizontes de inversión son claramente inferiores a la maduración media de la inversión en este sector. Tradicionalmente, *biotecnología* es uno de los sectores que más tiempo requieren para generar beneficios, no sólo porque necesita más tiempo para investigación, sino porque los trámites de aprobación de las sustancias son también de varios años. De nuevo, estos datos de desinversión muestran que en España falta compromiso en sectores punteros.

## 2. La desinversión en el entorno europeo

En el gráfico 5 se puede observar la evolución del volumen de desinversión (a precio de coste) en Europa. Salvo por el año 2002, la desinversión ha sido creciente a lo largo del período, llegando a los 29.800 millones de euros en 2005, vez y media la cifra del año anterior. En España vemos un patrón similar en 2005, aunque mucho más acentuado, con una desinversión de casi el triple que la de 2004.

En cuanto al mecanismo de desinversión, mostrado en el cuadro núm. 6 (21), se observan marcadas diferencias entre la media europea y los datos de España. Respecto a la venta en Bolsa, se observa una disminución del peso a lo largo del período, al igual que en España. Sin embargo, este mecanismo es mucho más importante en Europa (un 8,9 por 100 en 2005) que en España (un 0,5 por 100 en el mismo período). Más de 300 empresas europeas participadas por capital riesgo se estrenaron en Bolsa en 2005, y otro tanto en 2004 (EVCA, 2006). De estas más de 600 salidas a Bolsa, sólo tres eran españolas. Es necesario notar que la posición de España en términos de inversión es bastante superior a

medio punto porcentual del total; en concreto, en 2002 el volumen de inversión en España fue de un 3,5 por 100 del total de inversión europeo (22). España está, por tanto, claramente por detrás.

El segundo mecanismo en preferencia es la venta a terceros. Al igual que en España, se trata del primer mecanismo en términos de volumen. En Europa, sin embargo, el peso de este mecanismo tiende a disminuir, con un 26,7 por 100 en 2005. Desde 2002, el número total de ventas a terceros por año en Europa oscila entre las 8.800 y las 10.800. De éstas, menos de un 1 por 100 son en España. Sin embargo, la media de desinversión por operación a precio de coste ha sido en España más de seis veces el volumen medio en Europa desde 2002. En 2005, la media de desinversión en venta a terceros en España fue de quince millones de euros por operación, mientras que la media europea ha sido de menos de un millón de euros (23). Esto es reflejo de la menor inversión en empresas jóvenes y de la complicada salida a Bolsa en España, que deja como salida más plausible la venta a terceros.

Las ventas a otras entidades de capital riesgo (*secondary buy-out*) son más habituales en España que la media europea. El peso en Europa ha oscilado entre el 3,9 y el 20,2 por 100 en los últimos cuatro años, en contraposición al rango español (20,8-40,7 por 100) en el mismo período. No obstante, en 2005 el dato en España ha sido sólo ligeramente superior a la media europea. Por último, en Europa hubo un volumen de minusvalías (*write-offs*) importante en los años 2001 a 2003, con pesos de hasta un 30 por 100 en 2002; España tuvo un volumen mucho menor en esos mismos años, con 9,1 por 100 de peso en 2002. En 2004 y 2005, sin embargo, el peso de las minusvalías en España ha estado en la media o ligeramente por encima de la media europea.

CUADRO NÚM. 6

### DESINVERSIÓN A PRECIO DE COSTE POR MECANISMO, EN EUROPA (Porcentaje)

DESINVERSIÓN-EUROPA	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Recompra accionistas.....	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Venta a otra ECR .....	n.d.	5,0	11,6	3,8	3,9	20,2	13,1	18,4
Venta a terceros .....	n.d.	41,2	36,9	38,2	34,8	26,4	26,6	26,7
Venta en Bolsa .....	n.d.	20,7	14,0	11,1	11,9	11,8	11,8	8,9
— Salida a Bolsa (OPV) .....	n.d.	10,5	6,3	2,0	6,6	5,6	4,8	4,5
— Venta post salida .....	n.d.	10,2	7,7	9,1	5,3	6,2	7,0	4,4
Reconocimiento minusvalías ( <i>write-offs</i> ) ..	n.d.	6,6	7,6	22,8	30,0	11,6	9,7	4,7
Reembolso de préstamos .....	n.d.	17,1	19,6	14,5	8,4	15,9	21,3	23,4
Otras (incluye recompra a accionistas) .....	n.d.	9,5	10,3	9,5	11,0	14,1	17,5	18,0
<b>Total .....</b>	<b>n.d.</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>

Fuente: EVCA Yearbook (2001, 2002), EVCA Yearbook summary (2003-2006).



### 3. Principales conclusiones

— La desinversión ha evolucionado de forma positiva en los últimos años, tanto en el ámbito nacional como en el europeo. La media de desinversión se mantiene estable, cercana a los cinco años.

— El mecanismo de desinversión más importante es la venta a terceros, tanto en España como en Europa. En España este mecanismo se utiliza para empresas consolidadas que han recibido una media de varios millones de euros; en Europa, la media de inversión es menor al millón de euros, lo que indica que las empresas pequeñas tienen salida vía venta a terceros.

— La venta en Bolsa en nuestro país tiene una presencia mínima, muy por debajo de la media europea. Aunque hay salidas exitosas, se trata de empresas consolidadas. Las empresas más jóvenes no parecen tener acceso de facto a los mercados de capitales.

— Las operaciones de *secondary buy-out* (o venta a otras entidades de capital riesgo) han cobrado mucha fuerza en los últimos dos años en España, situándose incluso por encima de la media europea.

— La desinversión por sectores muestra una estructura similar al desglose por sectores de la inversión, como cabía esperar, con un predominio de los sectores tradicionales.

### VII. EL CAPITAL RIESGO: IMPACTO Y RETOS

La industria española de capital riesgo ha progresado notablemente en la última década, convirtiéndose en un sector de peso en nuestra economía. En parte, esta mejora de la industria se debe a un mayor peso del sector de *buy-out* y al atractivo de nuestro país para inversores extranjeros. No sólo el capital riesgo ocupa un lugar importante en nuestro entorno, sino que genera sinergias positivas en la economía. En el siguiente apartado se analiza el impacto del capital riesgo, en general y en nuestro país, en dos magnitudes: la creación de empleo y la innovación.

A pesar del progreso del sector, aún hay bastante margen para la mejora. En el segundo epígrafe de este apartado se presentan algunos de los retos a que se enfrenta el mercado de capital riesgo español. La lista de retos que se encuentra en la literatura es larga. Martí Pellón describe las imperfecciones del mercado español de capital riesgo y sugiere, entre otras cosas, la promoción de la figura del inversor particular, o *business angel* (Martí Pellón, 2006). ASCRI, en su informe de 2006, destaca el «mayor apoyo a empresas en fases iniciales, mejor conocimiento y aceptación del capital riesgo den-

tro del mundo empresarial español o mayor presencia de inversores institucionales españoles» (ASCRI, 2006). Este artículo se centra en tres aspectos: inversión en proyectos innovadores, mejora de las oportunidades de salida de la inversión y promoción de nuestra ley en el entorno internacional.

### 1. Impacto

La inversión de capital riesgo está muy ligada a la creación de empresas y, por tanto, a la creación de empleo. Según el informe de ASCRI de 2005 (Martí Pellón, Alemany *et al.*, 2005), el impacto económico y social del capital riesgo en la pasada década fue altamente positivo. Entre los principales resultados, es importante destacar la diferente tasa de creación de empleo: en el período 1991-1999, aquellas empresas financiadas por capital riesgo tuvieron un crecimiento medio del 21 por 100, que contrasta con el crecimiento medio del 7,4 por 100 de empresas de características equivalentes, pero que no recibieron financiación de capital riesgo. No sólo existe esta diferencia en el empleo, sino que el capital riesgo está claramente asociado a una mayor tasa de crecimiento de los ingresos: 24,4 por 100, frente a 14,4 por 100 para aquellas empresas sin este tipo de financiación; este incremento de ingresos se traduce en un incremento de resultados finales, que crecen a una tasa un 10 por 100 mayor en el caso de empresas financiadas por capital riesgo. En conclusión, el capital riesgo está asociado a mayores niveles de empleo y rentabilidad, como acreditan los datos para la última década.

El impacto económico del capital riesgo no es sólo un fenómeno español. Diversos informes en Reino Unido, Francia, Alemania y Estados Unidos han mostrado resultados igualmente optimistas. Los datos muestran que el capital riesgo en Europa está asociado a empresas de alto crecimiento. En concreto, la tasa de crecimiento de empleo por empresas que han recibido capital riesgo fue de 5,4 por 100 en Europa entre 2000 y 2004, ocho veces la tasa media de creación de empleo en Europa en el mismo período (EVCA, 2005). En definitiva, el capital riesgo tiene como función invertir en aquellas empresas con mayores tasas de crecimiento y creación de empleo: por tanto, es una actividad con sinergias positivas para la economía.

Una de las sinergias que se asocian típicamente al capital riesgo es el impacto en la innovación. Así, la exposición de motivos de la Ley 25/2005 considera el impulso del capital riesgo como una de las medidas para incrementar la innovación en nuestro país, y acortar así la brecha con los países de nuestro entorno. Se ha visto en estudios con datos de Estados Unidos que la inversión de *venture capital* por empresas de capital riesgo



en una industria tiene un impacto en la tasa de innovación de dicha industria (Kortum y Lerner, 2000). El inversor aporta su experiencia y sus contactos a la gestión de la joven empresa, guiando en el proceso innovador hacia aquellos campos con más futuro, y permitiendo a los científicos concentrarse más en sus tareas y menos en el día a día de la gestión de la empresa. Hay, por tanto, un impacto positivo en la innovación global.

Según un informe de la Asociación de Capital Riesgo Europea (EVCA), el gasto medio de I+D por empleado en aquellas empresas financiadas por capital riesgo es de 50.500 euros, seis veces más que el gasto medio en las 500 empresas con mayor gasto en I+D de Europa (8.500 euros por empleado). Las empresas financiadas por capital riesgo en Europa emplean en actividades de I+D a uno de cada tres empleados, y emplean un 13 por 100 de personal con estudios de doctorado o equivalente (EVCA, 2005). Por tanto, es claro que en Europa el capital riesgo está asociado con altas tasas de innovación por parte de las empresas. Respecto al impacto a escala nacional, no se han encontrado estudios al respecto. No obstante, es necesario recordar que la tasa de inversión en sectores de alta tecnología en España está muy por debajo de la media europea, por lo que cabe esperar que el impacto en innovación también esté por detrás.

## 2. Retos para el futuro

### 2.1. Aumentar la inversión en innovación

Hay principalmente tres motivos por los cuales el impacto de la inversión de capital riesgo en la innovación en nuestro país es aún insuficiente.

El primero de ellos es la baja tasa de inversión en sectores de alta tecnología —menos del 10 por 100 del total de inversión total desde el año 2001—, con la explosión de la burbuja de valores tecnológicos, sólo superada de forma puntual en 2005 a causa de las mega-operaciones de Ono y Amadeus. Vimos que en sectores como *informática* o *biotecnología* nuestro país está muy por debajo de las medias europeas. Considerando sólo la inversión en *venture capital* en el período 2000-2003, el peso medio en Europa de la inversión en el sector de *comunicaciones* fue de un 13,5 por 100; en los sectores de *informática* y de *biotecnología* dichos pesos fueron de 11,7 y 9,9 por 100 respectivamente. Dichos porcentajes fueron para España de 6,6 por 100 (*comunicaciones*), 6,7 por 100 (*informática*) y 6,3 por 100 (*biotecnología*) en el mismo período (24). Estamos, por tanto, muy por detrás. En respuesta a este retraso, el Ministerio de Industria ha lanzado Neotec, un fondo de fondos con un capital de 176 millones de euros para su inversión en empresas tecnológicas en España (25). No obstante,

para cambiar las tendencias va a ser necesario un cambio en el perfil de inversión del inversor privado; éste es un reto al que se enfrenta nuestra industria.

El segundo motivo es la baja inversión en *venture capital* para apoyar el desarrollo de las empresas más jóvenes y potencialmente innovadoras. La inversión en la etapa de expansión se ha reducido considerablemente en términos absolutos en el año 2005. La inversión en etapas de semilla y arranque, aunque se ha recuperado parcialmente tras la crisis, no ha llegado todavía a alcanzar la mitad de la inversión absoluta que había a principios de la década. La inversión en España, como porcentaje del PIB, está por debajo de la media europea en etapas iniciales: España invierte un 0,017 por 100, bastante menor del 0,041 por 100 en Europa (datos de 2000 a 2003) (26). En el caso de la etapa de expansión, en 2003 estábamos por encima de la media, con un 0,106 por 100 (y una media europea de 0,089 por 100), pero es probable que hayamos empeorado estas cifras, dada la importante reducción de inversión en esta etapa que se experimentó en 2005.

Por último, la inversión en *venture capital* por operación es muy baja, con una media inferior al millón de euros, lo que es signo del bajo compromiso del inversor de capital riesgo para con el empresario. Esta situación sería menos grave si estas inversiones pequeñas fueran la consecuencia de una inversión por fases, o *staging*; ésta es una técnica dirigida a reducir el riesgo de la inversión, de tal forma que el inversor incrementa su posición en la empresa a medida que la empresa cumple ciertas metas, como si de una opción real se tratara (Gompers, 1995). Desafortunadamente, éste no es el caso. Mirando a la inversión en *venture capital* de los dos últimos dos años, según datos de ASCRI, sólo un 40 por 100 del volumen de tal inversión se destina a inversiones de continuación, con un 40-50 por 100 del número total de inversiones (27). En 2005, la media de inversión inicial y de ampliación era básicamente la misma, rondando 0,9 millones de euros. Por tanto: hay pocas operaciones de ampliación, y las que hay son por volúmenes pequeños. Baste citar, a modo de comparación, que en Estados Unidos, en el mismo período, el 75 por 100 del número total de vehículos de inversión (FCR o similar) tienen como finalidad las inversiones de continuación.

En conclusión: las inversiones son pequeñas y no tienden a repetirse, por lo que a veces son a un horizonte de cinco años. Una empresa de biotecnología afortunada, que reciba tres inversiones en un período de cinco años, dispone de 240.000 euros por año (nótese que la media de inversión en este sector es de 400.000 euros para 2005). Haga el lector las cuentas de los costes anuales de este tipo de empresa. Es claramente insuficiente. Por tanto, no sólo tenemos un problema de volumen,



sino un problema de falta de compromiso. Hay que invertir más, pero, sobre todo, hay que invertir mejor. Uno de los retos para la industria de capital riesgo española es cambiar el patrón de inversión para evitar que situaciones como ésta se sigan dando en el futuro.

## 2.2. Mejora de las oportunidades de desinversión

La existencia de oportunidades de desinversión es uno de los mayores incentivos para invertir, especialmente para la inversión en *venture capital*. En concreto, el mecanismo de desinversión más interesante, tanto para el inversor como para la empresa financiada, es la salida a Bolsa mediante OPV. Para el inversor es interesante, puesto que se trata de un mecanismo con una rentabilidad normalmente mucho mayor, y que de por sí incrementa la reputación del inversor (Gompers, 1996). Para la empresa que recibe financiación, salir a Bolsa le permite mantener el control de la empresa, obtener financiación en un futuro (mediante flotamiento de nuevas acciones) e incrementa su visibilidad en su industria.

España está muy por debajo de la media europea en las salidas efectivas a Bolsa. En 2004, el peso de la desinversión en Bolsa a precio de coste fue del 11,8 por 100, en contraposición con las cero operaciones realizadas en España. En 2005, el peso europeo fue de 8,9 por 100, y en España un 0,5 por 100 (con tres operaciones). Además de estar por debajo de la media europea, ha empeorado notablemente respecto a los datos de hace pocos años: en 2000 hubo 18 operaciones, con un peso sobre el total de más de un 11 por 100. El mercado parece estar sólo interesado en empresas ya consolidadas: no hay sitio para las empresas jóvenes en nuestra Bolsa.

La solución no parece ser crear nuestro propio NASDAQ; el mercado español no tiene volumen para ello, como prueba el poco éxito del Nuevo Mercado. En el informe de la OCDE sobre el capital riesgo en nuestro país, se propone como alternativa sacar partido del alto grado de internacionalización del capital riesgo en España, e intentar integrarnos en los mercados financieros internacionales (Tejada, 2003). Esto no es un objetivo fácil, puesto que supone dar a conocer una empresa pequeña en los mercados internacionales.

Es un reto, sí, pero posible de alcanzar. Las empresas españolas ya resultan atractivas al inversor extranjero. Prueba de ello es el alto porcentaje de captación de fondos de capital riesgo extranjeros que ha tenido nuestro país en los últimos años. Otros mecanismos de desinversión ya están globalizados: por ejemplo, es habitual que la venta a terceros de empresas participadas por capital riesgo traspase las fronteras. La desinversión en otro mercado financiero es un hecho a escala

europea, con una fuga de empresas europeas a Estados Unidos con el objetivo de conseguir acceso a sus mercados financieros (28). En conclusión, sacar nuestras empresas a Bolsa en otro país es un reto para la industria, pero no es imposible. Y los beneficios serían patentes, puesto que supondría una mejora de la rentabilidad de la inversión de capital riesgo en España, especialmente la inversión en las empresas más jóvenes.

## 2.3. Promoción internacional de la ley

España disfruta desde diciembre de 2005 de uno de los marcos reguladores de capital riesgo más modernos de Europa. Con ello se han superado varios de los escollos que la antigua regulación suponía para la práctica de la actividad, tales como la imposibilidad de realizar operaciones de exclusión de cotización, la carencia de la figura de los fondos de fondos o la complejidad de los trámites requeridos para el registro. Hoy es posible utilizar las prácticas internacionales de capital riesgo bajo el paraguas de la ley, y disfrutar de las atractivas ventajas fiscales establecidas en nuestro país para el capital riesgo (29).

Desde la entrada en vigor de la nueva regulación es posible apreciar un incremento en el número de fondos y sociedades de capital riesgo que se acogen a ella. Aunque estos primeros datos parecen optimistas, es pronto para sacar conclusiones definitivas sobre el impacto de la nueva ley. Es necesario recordar que a finales de 2005 menos de la mitad de los capitales gestionados estaban en manos de operadores registrados, y un 40 por 100 de la inversión en ese mismo año se realizó por operadores no registrados. En concreto, los datos muestran que la gran mayoría de entidades registradas son de origen nacional. En 2005, los grupos financieros extranjeros controlaban únicamente once entidades; de las cuarenta y cinco sociedades gestoras registradas, sólo dos son de origen internacional: BPEP International (Reino Unido) y Alta Partners (Estados Unidos) (30).

Por tanto, a pesar de la gran inversión extranjera en nuestro país, ésta no está disfrutando de las ventajas fiscales que supone el registro. Sería conveniente aumentar las cifras de entidades extranjeras registradas, dado que hoy en día suponen un gran porcentaje de la inversión en España. Con una mayor extensión de la Ley (y sus incentivos) es plausible esperar un incremento de la inversión extranjera en nuestro país. Más aún, los incentivos fiscales pueden servir para amortiguar la caída de la inversión extranjera cuando nos encontremos en un ciclo bajo del sector. Y, por último, puede tener un efecto en la inversión en *venture capital*, puesto que casi la totalidad del dinero internacional se destina a *buy-out*.



Es de esperar que las novedades de la Ley 25/2005 contribuyan al incremento de la extensión del ámbito de aplicación. No obstante, sería recomendable adoptar una postura activa de promoción de la nueva ley, reduciendo así los costes de información que supone su conocimiento. Nótese que para los inversores y operadores extranjeros, con operaciones en muy diversos países, existen importantes trabas al conocimiento de la regulación en todos los países que puedan ser de su interés. A esto hay que sumar los costes de adecuarse a esas regulaciones, tales como registro o asesoría jurídica. Proporcionarles información sobre nuestra regulación, incluyendo las nuevas facilidades de registro y las ventajas fiscales que se acompañan, puede ser un factor importante en su decisión de invertir en nuestro país. ASCRI, en cumplimiento con su misión, está realizando labores de promoción de la Ley en el extranjero.

En definitiva, la Ley 25/2005 ha dotado a España de uno de los marcos jurídicos más modernos y atractivos de su entorno. Junto con las oportunidades de inversión que nuestro país tiene en este sector, la Ley puede marcar el comienzo de una etapa de consolidación del capital riesgo. No dejemos que su desconocimiento en el extranjero aminore su gran potencial. Es uno de los retos para los próximos años, para la industria y para los que escribimos sobre ella. Y, éste sí, es un reto al alcance de nuestra mano.

## NOTAS

(1) Agradezco los comentarios y críticas de Zulima Fernández (Universidad Carlos III de Madrid), Mauro Guillén (The Wharton School, University of Pennsylvania) y Elizabeth Vaquera (University of Pennsylvania), así como la inestimable ayuda de Dominique Barthel (Asociación Española de Capital Riesgo).

(2) Capitales en gestión a cierre de 2005: 12.813,7 millones de euros (*Fuente*: Informe anual de ASCRI, 2006). Capitalización bursátil a cierre de 2005: 855.310 millones de euros (*Fuente*: Comisión Nacional del Mercado de Valores, CNMV). PIB español en 2004: 837.316 millones de euros (*Fuente*: Instituto Nacional de Estadística, INE). Capitalización bursátil del Grupo Banco Popular a 31 de diciembre de 2005: 12.519 millones de euros (*Fuente*: Resultados anuales de 2005 del Grupo Banco Popular).

(3) Véase [www.esban.com](http://www.esban.com).

(4) Véase el Informe anual de la CNMV (2004, 2005).

(5) Véase el Informe anual de ASCRI (2003).

(6) Véase FUNDACIÓN DE ESTUDIOS FINANCIEROS (2005), y GOMPERS y LERNER (2004), para datos sobre Europa y EE.UU., respectivamente.

(7) Según el Informe anual de ASCRI (2006).

(8) Véase el artículo de Fernando de la Hucha, en este mismo volumen.

(9) Véase el Informe anual de la CNMV (2004, 2005).

(10) SEPIDES es una empresa creada por el SEPI (Sociedad Estatal de Participaciones Industriales) cuyo objetivo es «la dinamización de la actividad empresarial, principalmente en aquellas zonas más desfavorecidas, participando en iniciativas privadas que aporten nueva

inversión y generen creación de empleo» ([www.sepides.es](http://www.sepides.es)). Actúa a través de SEPIDES Gestión, SGECR, registrada en 2005.

(11) Nótese que los datos de captación de fondos no incluyen el dinero que los fondos pan-europeos destinan a inversión en nuestro país (Informe ASCRI 2006 y anteriores), por lo que la inversión real será mayor de lo que se estima con estos números.

(12) Véase el Informe anual de ASCRI (2006).

(13) Véase el Informe anual de ASCRI (2006).

(14) Según datos de MARTÍ PELLÓN (2002).

(15) Véase, por ejemplo, el informe de la OCDE sobre el capital riesgo en España, elaborado por TEJADA (2003).

(16) «Por operación se entiende el número de intervenciones de un mismo gestor en una empresa. Por ejemplo, si invierte a través de tres fondos en la misma empresa se computan tres operaciones. De igual modo, si participa en dos rondas en el mismo año se computan dos operaciones». Informe anual de ASCRI (2006 y anteriores).

(17) Datos de 1988 y 2002 según LERNER, HARDYMON *et al.* (2005).

(18) Véase *Expansión*, 6 de junio de 2005, «El cambio de imagen de GED», á.c. á. Valencia.

(19) Véase *The Wall Street Journal Europe*, 12 de julio de 2006, «Struggle in Europe's drug sector-Midsize family firms seek funds to grow, preserve autonomy», por Laetitia FONTAINE.

(20) Nótese que la venta en Bolsa se realiza en dos etapas: en el momento de la OPV y en los siguientes meses (venta post salida), ya que el operador de capital riesgo suele estar obligado a mantener las acciones durante los primeros meses de cotización.

(21) Para Europa no se dispone de los datos de desinversiones totales. Se trata, por tanto, del conjunto de inversiones. Para evitar confusión, la comparativa se realiza en términos relativos.

(22) Según datos de LERNER, HARDYMON *et al.* (2005).

(23) Datos calculados a partir de *EVCA Yearbook* (2006 y anteriores) y de *EVCA* (2006).

(24) Véase OCDE (2005), con datos de la base de datos de *venture capital* de la OCDE.

(25) Véase el Informe anual de ASCRI (2006).

(26) Véase OCDE (2005), con datos de la base de datos de *venture capital* de la OCDE.

(27) Por falta de datos para operaciones, se proporcionan aquí datos para inversiones. ASCRI define inversión de la siguiente forma: «Para calcular el número de inversiones se agregan todas las operaciones de un mismo gestor en una empresa. De este modo, aunque participara con tres fondos, se computa una inversión. También se agregan todas las rondas de la misma empresa en el período estudiado». Informe anual de ASCRI (2006 y anteriores).

(28) Véase, por ejemplo, el reciente artículo de Andrew POLLACK sobre el tema, publicado en el *New York Times* el pasado 12 de julio de 2006, bajo el título «A capital advantage».

(29) Véase el artículo de Fernando de la Hucha en este mismo volumen.

(30) Según datos de la CNMV, Informe anual de la CNMV (2006), y el listado de entidades registradas ([www.cnmv.es](http://www.cnmv.es)).

## BIBLIOGRAFÍA

AMIT, R.; BRANDER, J. A., *et al.* (1998), «Why do venture capital firms exist? Theory and Canadian evidence», *Journal of Business Venturing*, 13: 441-466.



- ASCRI (2006 y anteriores), «Informe anual de capital riesgo y private equity en España», [www.ascrri.org](http://www.ascrri.org).
- BRANDER, J. A.; AMIT, R., *et al.* (2002), «Venture-capital syndication: improved venture selection vs. the value-added hypothesis», *Journal of Economics & Management Strategy*, 11(3): 423-452.
- CNMV (2004 y 2005), «Informe anual sobre los mercados y su actuación», [www.cnmv.es](http://www.cnmv.es).
- EVCA (2005), «Employment contribution of private equity and venture capital in Europe», [www.evca.com](http://www.evca.com).
- (2006), *Barometer*, junio, [www.evca.com](http://www.evca.com).
- (2006 y anteriores), *EVCA Yearbook*, Zaventem, Bélgica, EVCA.
- FUNDACIÓN DE ESTUDIOS FINANCIEROS (2005), «El ciclo del capital riesgo en Europa: su gestión y aportación de valor», *Papeles de la Fundación*, [www.fef.es](http://www.fef.es).
- GOMPERS, P. A. (1995), «Optimal investment, monitoring, and the staging of venture capital», *Journal of Finance*, 50 (5): 1461-1489.
- (1996), «Grandstanding in the venture capital industry», *Journal of Financial Economics*, 43: 133-156.
- GOMPERS, P. A., y LERNER, J. (2004), *The venture capital cycle*, segunda edición, Cambridge, Massachusetts, MIT Press.
- KORTUM, S., y LERNER, J. (2000), «Assessing the contribution of venture capital to innovation», *RAND Journal of Economics*, 31 (4): 674-692.
- LERNER, J.; HARDYMON, F., *et al.* (2005), *Venture capital and private equity. A casebook*, tercera edición, John Wiley & Sons.
- MARTÍ PELLÓN, J. (2001), *El capital inversión en España, 2000. Capital riesgo y capital desarrollo*, Madrid, Civitas Ediciones, S.L.
- (2002), *Oferta y demanda de capital riesgo en España, 2001*, Madrid, Civitas Ediciones, S.L.
- (2006), «Imperfecciones en el mercado español de capital riesgo», *Perspectivas del Sistema Financiero*, 86: 73-83.
- MARTÍ PELLÓN, J.; ALEMANY GIL, L., *et al.* (2005), «Impacto económico y social del capital riesgo en España: período 1991-2002», [www.ascrri.org](http://www.ascrri.org).
- OCDE (2005), «OECD science, technology and industry scoreboard», [www.oecd.org](http://www.oecd.org).
- TEJADA, R. (2003), «Venture capital policy review: Spain», *STI Working Paper 2003/18*, OCDE, [www.oecd.org](http://www.oecd.org).

# El marco jurídico-mercantil de las entidades de capital riesgo

Rafael Lara González

## I. INTRODUCCIÓN

En el ordenamiento jurídico español, la Ley 61/1978, de 27 de diciembre, del Impuesto de Sociedades, y la Ley 18/1982, de 26 de mayo, reguladora del Régimen Fiscal de Agrupaciones y Uniones Temporales de Empresas y de Sociedades de Desarrollo Regional, contenían referencias parciales a la actividad financiera de capital riesgo, sin nombrarla como tal; ahora bien, las entidades que desarrollan dicha actividad no fueron objeto de regulación hasta marzo de 1986 (1). En efecto, el régimen jurídico vigente de las referidas instituciones financieras tiene sus orígenes en las prescripciones contenidas en el Real Decreto-Ley 1/1986, de 14 de marzo, sobre medidas urgentes administrativas, financieras, fiscales y laborales, en concreto, en sus artículos 12 a 20. No obstante, estas previsiones normativas fueron objeto de sucesivas reformas. Entre ellas cabe destacar las introducidas por la Ley 33/1987, de 23 de diciembre, de Presupuestos Generales del Estado para 1988; la contenida en 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; la Ley 43/1995, de 27 de diciembre, del Impuesto sobre Sociedades; las producidas por el Real Decreto-Ley 7/1996, de 7 de junio, sobre medidas urgentes de carácter fiscal y de fomento y liberalización de la actividad económica, o la Ley 66/1997, de 30 de diciembre de Medidas Fiscales, Administrativas y de Orden Social. Era notorio que el capital riesgo en España no había entrado por la puerta grande en el campo de la regulación normativa —un Real Decreto-Ley de medidas urgentes (2)—, pero, en definitiva, lo importante era la existencia de un marco normativo, siquiera mínimo, en el cual podían desarrollarse las actividades de capital riesgo (3). Sin embargo, no se podía hablar de la configuración de un régimen jurídico, sino meramente de la

aportación de ciertos datos normativos —de forma un tanto «impresionista»— a la ordenación jurídica de las entidades de capital riesgo (4). De todas formas, quedaba pendiente una reforma global de la normativa española sobre capital riesgo.

Con estos originarios antecedentes apareció en nuestro ordenamiento la Ley 1/1999, de 5 de enero, reguladora de las Entidades de Capital Riesgo y de sus Sociedades Gestoras, norma que tuvo por objeto, precisamente, la regulación de las entidades de capital riesgo y las sociedades gestoras de entidades de capital riesgo y, en definitiva, la regulación de su correspondiente actividad financiera. La citada ley supuso de inicio un mejor encuadramiento de la normativa sobre capital riesgo en el conjunto de la regulación del sistema financiero nacional, intentando además con ello nuevamente servir de impulso que contribuyese a incrementar la productividad en el sistema económico español (5). Desde un punto de vista económico, parece que, al menos en parte, la Ley 1/1999 ha cubierto el objetivo de fomentar la inversión en capital riesgo, y ello no sólo por el número de entidades y sociedades gestoras que se han venido constituyendo desde la entrada en vigor de la mencionada ley (6), sino fundamentalmente por el considerable salto en el volumen invertido a través de esta actividad financiera (7). Ahora bien, desde un punto de vista estrictamente jurídico, la Ley 1/1999, que pretendió establecer un marco normativo «estable y completo» (8), no ha alcanzado en absoluto sus objetivos. En efecto, pese a que la Ley se hubiera propuesto establecer un marco jurídico «completo», ciertamente venía necesitada de un desarrollo reglamentario. Así, además de las numerosas alusiones en su articulado a la mencionada necesidad —arts. 12.2, 14.2, 15.2, 17 c), 20.1, 20.3, 21.1 b), 22, 25.3, 27.1 o 32.4—, la disposición final segunda de dicha norma legal, rubricada precisamente «Desarrollo reglamentario», señalaba que «en el plazo de un año desde la promulgación de esta ley, el Gobier-



no aprobará las disposiciones precisas para la debida ejecución y cumplimiento de esta Ley». Sin embargo, la Ley 1/1999 ha sido derogada sin haber llegado a conocer dicho desarrollo reglamentario. Por cuanto hace referencia al objetivo legal de incorporar un marco jurídico «estable», es preciso poner de manifiesto que la Ley 1/1999 fue ya modificada por su homónima 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero, a través de la cual nuevamente se intentaba alcanzar, entre otras muchas finalidades, una mejora de las condiciones de financiación de las pequeñas y medianas empresas (9).

Con este panorama del *iter* normativo del capital riesgo fue promulgada la Ley 25/2005, de 24 de noviembre, reguladora de las Entidades de Capital Riesgo y sus Sociedades Gestoras, que deroga su precedente de 1999, a excepción de las disposiciones adicionales tercera (10) y cuarta (11), y que entró en vigor el día 25 de diciembre de 2005. La Ley 25/2005 vuelve a ser concebida como un instrumento de reforma tendente a impulsar el aumento de la productividad en el sistema económico español (12), para lo cual en dicha norma se propone dotar a las entidades de capital riesgo de un marco jurídico más flexible que contribuya a desarrollar las citadas entidades, y ello habida cuenta de que se han detectado algunos elementos normativos del sector que han supuesto limitaciones y disfunciones que han venido obstaculizando el desarrollo del mismo (13), rigideces centradas básicamente en la regulación financiera (14). La propia Ley 25/2005 enfoca la actividad de capital riesgo como un medio relevante en la provisión de financiación de empresas involucradas con las actividades de I+D+i (15), como vía de financiación alternativa a la bursátil y a la crediticia (16). En efecto, no debe olvidarse que nos encontramos únicamente ante «un instrumento más» de financiación para hacer crecer nuestra economía a través del apoyo financiero a proyectos empresariales, sin que el mismo sea, lamentablemente, la solución definitiva a las dificultades de muchas empresas para acceder a las fuentes de financiación.

La Ley 25/2005 respeta el esquema básico recogido en la Ley 1/1999, si bien, a diferencia de su predecesora, opta por una regulación más amplia, con el fin de integrar elementos que sean necesarios para conseguir la plena operatividad del régimen del capital riesgo, sin hacer remisiones por tanto a ulteriores desarrollos normativos (17). La reforma de 2005, en palabras del legislador, se inspiró en las siguientes finalidades: por un lado, en la «agilización del régimen administrativo de las entidades de capital riesgo», y por otro, en la «flexibilización de las reglas de inversión e introducción de figuras de la operativa aceptada en la práctica de la industria del capital riesgo de los países más avanzados». Así, en relación con el primer alcance se introducen medidas tales como la distinción entre las entidades de régi-

men común y de régimen simplificado, en función de la apertura de las entidades que implica un trato administrativo diferenciado. En esta misma línea se flexibiliza el régimen de los plazos y se intenta mejorar el régimen del silencio administrativo aplicable a los procedimientos de autorización, de constitución y de modificación de estatutos y reglamentos de gestión de estas entidades. También se persigue acometer la racionalización de las competencias en la materia, atribuyendo a la Comisión Nacional del Mercado de Valores —en adelante CNMV—, en calidad de supervisor del capital riesgo (18), el grueso de las competencias de autorización que se contienen en la norma. Junto a ello, la reforma busca también aportar flexibilidad a la propia actividad mediante la introducción de figuras financieras que son comunes en la práctica de los países de nuestro entorno, y que se encontraban limitadas por la anterior regulación. De este modo, se amplía el ámbito de asesoramiento de las entidades y de sus sociedades gestoras, si bien se circunscribe a empresas que sean objetivo de la inversión de las mismas. Por otro lado, se permite la posibilidad de que las entidades de capital riesgo tomen participaciones de empresas no financieras que coticen en el primer mercado con la finalidad de excluirlas de la cotización, de modo que se les impone la obligación de que la excluyan de la cotización en un plazo determinado. Asimismo, se ofrece la posibilidad de que estas entidades inviertan en otras entidades de capital riesgo dentro de unos límites. Asimismo, y con el mismo objetivo de reducir el riesgo, se introducen figuras de diversificación de la inversión como son los fondos y sociedades que fundamentalmente inviertan en entidades de capital riesgo, figura ideada, por otra parte, para atraer al capital riesgo al inversor minorista (19).

En el presente trabajo se ofrece al lector un examen de la legislación actualmente vigente en la materia. Ahora bien, 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 y, en consecuencia, en nuestra aportación se hará especial 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 (20), todo ello en la línea de trabajos precedentes de esta misma naturaleza que vieron la luz pública con idéntico objetivo (21).

## **II. LAS ENTIDADES DE CAPITAL RIESGO Y LAS SOCIEDADES GESTORAS. ASPECTOS GENERALES Y ASPECTOS ESTRUCTURALES**

### **1. El marco normativo**

Cuatro son los institutos jurídicos a los que es de aplicación la Ley 25/2005, institutos fijados en el artículo 1



de la citada norma. Así, su ámbito de aplicación se circunscribe a las sociedades de capital riesgo, a los fondos de capital riesgo, a las sociedades gestoras de entidades de capital riesgo (22) y a las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva que gestionen entidades de capital riesgo (23). Es decir, se establece claramente una línea divisoria entre las entidades de capital riesgo (con forma jurídica bien de sociedades o de fondos) y las sociedades gestoras de las mismas (bien sean de forma específica gestoras de tales entidades, bien de instituciones de inversión colectiva).

## 2. Las clases de entidades de capital riesgo

Una de las novedades a priori más significativas que ha introducido la Ley 25/2005 es la referente a la clasificación de las entidades de capital riesgo, que permite distinguir entre las de «régimen común» y las de «régimen simplificado», detallando las características definitorias de éstas y considerando entidades pertenecientes al régimen común las que no reúnan alguna de las características señaladas para delimitar las de régimen simplificado, revistiendo por ende tales características la naturaleza de cumulativas. En efecto, a tenor del artículo 4, «son entidades de régimen simplificado aquellas que reúnan estas características: a) La oferta de acciones o participaciones debe realizarse con carácter estrictamente privado, esto es, sin actividad publicitaria, entendiéndose por tal lo dispuesto en el artículo 3 del Real Decreto 291/1992, de 27 de marzo, sobre emisiones y ofertas públicas de venta de valores; b) La oferta de acciones o participaciones debe realizarse con un compromiso mínimo de inversión de 500.000 euros exigible a cada inversor. No obstante, no se exigirá compromiso mínimo de inversión cuando los inversores sean institucionales, tales como fondos de pensiones, instituciones de inversión colectiva, entidades aseguradoras, entidades de crédito o las empresas de servicios de inversión, que realicen habitual y profesionalmente inversiones en valores negociables o instrumentos financieros, ni cuando sean administradores, directivos o empleados de la sociedad de capital riesgo o de la sociedad gestora de la entidad de capital riesgo; c) Deben contar con un número de accionistas o partícipes igual o inferior a veinte. A los efectos del cómputo de este número, no se tendrán en cuenta, en su caso, a los inversores institucionales ni a aquellos que sean administradores, directivos o empleados de la sociedad de capital riesgo o de la sociedad gestora de la entidad de capital riesgo» (24).

La referencia que la Ley 25/2005 realiza al artículo 3 del Real Decreto 291/1992, de 27 de marzo, sobre emisiones y ofertas públicas de venta de valores, debe entenderse, a día de hoy, hecha al correspondiente precepto (artículo 38) del Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre, por el que se desarrolla la Ley 24/1988, del

Mercado de Valores, en materia de admisión a negociación de valores en mercados secundarios oficiales, de ofertas públicas de venta o suscripción y del folleto exigible a tales efectos. Ciertamente, resulta criticable que la Ley 25/2005 haga referencia de remisión a una norma que ya se encontraba derogada en el momento de su promulgación.

La pertenencia a una u otra clase de entidades de capital riesgo y, por consiguiente, su sometimiento a un marco normativo diferente no obstaculiza la posterior modificación de régimen. En efecto, en el supuesto de que una entidad de régimen común pretenda acogerse a las normas del régimen simplificado, o viceversa, deberá solicitar a la CNMV autorización para dicho cambio conforme a los requisitos y el procedimiento de autorización de la constitución establecidos en la sección 1ª del capítulo I del título I de la Ley 25/2005 (25).

## 3. El domicilio y la reserva de denominación

Dadas las ventajas e incentivos fiscales que la legislación tributaria española establece a favor de los sujetos que, al amparo de la normativa reguladora de la materia, desarrollen actividad de capital riesgo, las entidades de capital riesgo, así como sus sociedades gestoras, han de estar domiciliadas en territorio nacional y tener en éste su efectiva administración y dirección (26), siguiendo así el artículo 5 de la Ley 25/2005 el requisito establecido de modo expreso por su predecesora de 1999 (27).

Asimismo, en idéntica línea que la Ley 1/1999, la Ley 25/2005, en su artículo 6 apartado uno, establece que «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 existe en la CNMV». También en el mismo sentido que la normativa anterior se impone *ex lege* (art. 6 apartado dos) a los citados institutos jurídicos la obligación de incluir en su razón social la denominación respectiva o su abreviatura, habiéndose añadido para las entidades de capital riesgo la necesaria inclusión en dicha razón social de la clase a la que pertenecen, esto es, de «régimen común» o de «régimen simplificado».

La reserva de denominación sirve fundamentalmente como medio de publicidad para el tráfico. El hecho de que las denominaciones señaladas sólo puedan corresponder a dichos institutos jurídicos, y además deban necesariamente ser utilizadas por éstos, implica que los diversos operadores del mercado dispondrán de un medio sencillo y rápido para identificar a los referidos operadores, que tienen la exclusiva en la realización de



determinados servicios de inversión y se encuentran sometidos a un régimen jurídico riguroso. La misma reserva de denominación facilita también la identificación de los «intrusos». Prohibiendo a terceros la utilización de estas denominaciones se consigue que sea posible rápidamente saber que el intermediario que no tenga esta denominación no puede realizar determinados servicios y que carece de controles tan estrictos como los de las entidades de capital riesgo y sus sociedades gestoras. En este orden de ideas, se establece en el artículo 6 apartado cuatro de la Ley 25/2005 que «ninguna persona o entidad podrá, sin haber obtenido la preceptiva autorización y sin hallarse inscrita en los registros de la CNMV, utilizar la denominación a que se refiere el apartado uno anterior o cualquier otra expresión que induzca a confusión con ellas», y anuda a tales actuaciones las correspondientes sanciones administrativas (art. 6 apartado cinco), sin olvidar la alusión a otras posibles responsabilidades, incluso de orden penal, que pudieran ser exigibles como consecuencia de la contravención de la norma de reserva de denominación.

Con idéntico objetivo de control que el señalado anteriormente se dispone en la Ley 25/2005 (art. 6 apartado tres) que «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». Es decir, el legislador, siguiendo los pasos de la normativa anterior, reproduce el precepto correspondiente (art. 6.3 Ley 1/1999) declarando nulas las inscripciones de los institutos jurídicos de capital riesgo cuya denominación sea contraria al régimen establecido en la Ley 25/2005, pero salvaguardando los derechos adquiridos conforme al contenido de los registros por terceros de buena fe (28).

#### **4. Las entidades de capital riesgo como entidades financieras**

La invocación del necesario conocimiento del sustrato económico de las instituciones jurídicas como premisa de su correcta comprensión y análisis tiene en algunas ocasiones relevancia relativa o retórica. Sin embargo, no faltan otras en las que la razón de ser de las normas y su mismo contenido encuentran su mejor explicación en la observación de su significado funcional. La regulación de las entidades de capital riesgo es, también en nuestra opinión, un claro exponente de esa segunda hipótesis (29). Sólo desde esta perspectiva introductoria es posible desentrañar el papel que desempeña en el conjunto del sistema financiero esta subespecie del prototipo de sociedad capitalista que es la sociedad de

capital riesgo y el significado de los fondos de capital riesgo, y sólo así es posible penetrar en el sentido de su regulación y en la adecuación a la realidad del tráfico a la que pretenden servir (30).

Tal y como han puesto de manifiesto numerosos estudios, la reducida dimensión de las PYME obstaculiza su acceso a los mercados de capitales (31). La obtención de financiación ajena por aquéllas se ve dificultada debido, entre otras razones, a la insuficiencia de garantías que pueden aportar a las entidades de crédito (32). No obstante, tradicionalmente la PYME ha dependido de la financiación ajena y, en mayor medida, de la financiación bancaria a corto plazo. La excesiva dependencia de este tipo de financiación condiciona la evolución cotidiana de las PYME por la especial atención que deben prestar a los desfases de tesorería, y ralentiza sus planes de expansión futuros al penalizar fuertemente el resultado final obtenido del negocio (33). La obtención de beneficios menores, a causa de los excesivos gastos financieros, provoca que el período de retorno de la inversión sea superior al que podría conseguirse con una adecuada financiación. El capital riesgo se presenta así como una fuente de financiación alternativa para este tipo de empresas, ya que es una inversión en capital que permanecerá hasta que la empresa o el proyecto empresarial alcance su madurez, sin exigir una contraprestación líquida a lo largo del período (34). De esta forma, el capital riesgo constituye un instrumento financiero especialmente adecuado para la financiación estable de las empresas con perspectivas de crecimiento (35). En este sentido, contribuye a la creación y al mantenimiento de la riqueza del país a través del principal componente de su tejido empresarial: la PYME (36).

El capital riesgo puede delimitarse conceptualmente como «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» (37). Esta intervención en el capital de otra empresa está orientada tanto al apoyo en la creación de nuevas empresas como a potenciar el crecimiento de compañías ya establecidas o a la adquisición de paquetes accionariales con el fin de garantizar la sucesión empresarial (38). Además del objetivo de creación y mantenimiento del tejido empresarial, el capitalista de riesgo persigue la obtención de una rentabilidad procedente de la posterior venta de su participación en el capital de la empresa, una vez madurada la inversión. La voluntad del inversor de capital riesgo, en cuanto a la permanencia en la empresa, se plantea en términos de temporalidad limitada, ya que lo que se pretende es ofrecer al empresario una financiación alternativa a los préstamos a corto plazo, que limitan el crecimiento de su negocio, y, por otra parte, permanecer el tiempo suficiente en la empresa para que madure la inversión.



Una entidad de capital riesgo actúa como intermediario entre los inversores que buscan altos beneficios y los promotores que necesitan capital. Las citadas entidades frecuentemente invierten dinero sobre la única base de una idea prometedora, garantía a la que los banqueros convencionales no conceden especial valor. A cambio del capital, los promotores entregan parte de sus derechos de propiedad sobre la compañía (39). En efecto, la denominación *venture capital* estuvo motivada por la participación en empresas en sus primeros estadios de desarrollo, aunque, como ya se ha dicho, posteriormente también engloba a operaciones de menor riesgo en empresas existentes en proceso de crecimiento. En Estados Unidos, el propio mercado actúa como elemento regulador entre inversiones en empresas en etapas iniciales, de mayor riesgo y más prolongado período de maduración, e inversiones en empresas existentes en proceso de expansión, de menor riesgo, pero con mayores precios de entrada (40). Desde la primera mitad de los años ochenta, las inversiones se concentran en empresas en crecimiento, en primer término, para dirigirse más tarde hacia compañías ya consolidadas. Como resultado, la utilización del término *venture capital*, o capital riesgo, ha venido siendo cuestionada en los últimos tiempos. Por un lado, el uso de esta denominación provoca frustración en no pocos empresarios en busca de recursos financieros. La existencia de un entorno poco propicio ha llevado a la mayor parte de los operadores europeos a apartarse de las inversiones en proyectos empresariales incipientes, e incluso de la participación en empresas existentes si éstas no cuentan con una cierta dimensión mínima. Por otra parte, en la búsqueda de nuevos fondos, los gestores se encuentran con el rechazo innato que las denominaciones «aventura» y «riesgo» despiertan en los potenciales aportantes de recursos. Ambas consideraciones han llevado al uso de una denominación que refleje la actividad realmente desarrollada: *private equity* o inversión en el capital de empresas no cotizadas. En nuestro país se ha traducido como «capital inversión», adoptando la acepción francesa ya introducida hace algunos años (41).

El capitalista de riesgo, a diferencia del tradicional prestamista o el inversor bursátil, no es un socio pasivo (42), sino que se involucra en la actividad empresarial, aunque sin intervenir en los procesos de la gestión diaria. El inversor de capital riesgo busca tomar una participación, generalmente minoritaria, en el proceso inversor de empresas pequeñas o medianas que operen en sectores dinámicos y demuestren posibilidades de crecimiento por encima de la media esperada en el sector. La entidad de capital riesgo no exige garantías personales ni dividendos a corto plazo, ni hipoteca los bienes del empresario, es decir, no actúa como una entidad de crédito, sino que decide su inversión en función de la viabilidad y rentabilidad futuras del proyecto empre-

sarial (43). La aportación de recursos económicos se hará, principalmente, vía suscripción o adquisición de acciones o participaciones. No obstante, es posible utilizar otros instrumentos financieros que permitan la participación en la sociedad, como pueden ser la suscripción de obligaciones convertibles, la concesión de préstamos subordinados o participativos u otro tipo de instrumentos de participación (44). El capitalista de riesgo no obtiene rentabilidad durante su permanencia en la empresa, puesto que no exige habitualmente el reparto de dividendos, y su remuneración vendrá dada por las plusvalías que obtenga de la futura venta de la participación (45). De hecho, la desinversión es una fase determinante en todo el proceso de capital riesgo debido a que supone para la entidad una movilización de recursos que le son del todo necesarios para la asunción de nuevos proyectos. Por otra parte, el socio de capital riesgo se involucra en la marcha de la empresa y participa en la toma de decisiones estratégicas a través de su presencia en el Consejo de Administración de la empresa, presta asesoramiento (ya sea con su propio equipo o a través de asesores externos) en todas aquellas áreas en las que se le solicita y colabora con el empresario en las negociaciones importantes para la trayectoria empresarial, pero sin interferir en la dinámica y operativa diaria del equipo gestor (46). El simple hecho de que una entidad de capital riesgo participe en un proyecto determinado, tras un minucioso examen del potencial de dicho proyecto, mejora sensiblemente la imagen general de la empresa, pues eso expresa de alguna manera las posibilidades reales de éxito.

## 5. El objeto principal

En el conjunto de ideas anteriormente expuestas, la Ley 25/2005 (art. 2) define las entidades de capital riesgo como aquellas «entidades financieras cuyo objeto principal consiste en la toma de participaciones temporales en el capital de empresas no financieras y de naturaleza no inmobiliaria que, en el momento de la toma de participación, no coticen en el primer mercado de Bolsas de valores o en cualquier otro mercado regulado equivalente de la Unión Europea o del resto de países miembros de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE). Asimismo, se considerarán inversiones propias del objeto de la actividad de capital riesgo la inversión en valores emitidos por empresas cuyo activo esté constituido en más de un 50 por 100 por inmuebles, siempre que al menos los inmuebles que representen el 85 por 100 del valor contable total de los inmuebles de la entidad participada estén afectos, ininterrumpidamente durante el tiempo de tenencia de los valores, al desarrollo de una actividad económica en los términos previstos en el Real Decreto Legislativo 3/2004, de 5 de marzo, por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley del



Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas. No obstante lo anterior, las entidades de capital riesgo podrán igualmente extender su objeto principal a la toma de participaciones temporales en el capital de empresas no financieras que coticen en el primer mercado de Bolsas de valores o en cualquier otro mercado regulado equivalente de la Unión Europea o del resto de países miembros de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), siempre y cuando tales empresas sean excluidas de la cotización dentro de los doce meses siguientes a la toma de la participación. Asimismo, podrán también invertir a su vez en otras entidades de capital riesgo conforme a lo previsto en esta Ley».

En este sentido, la Ley 25/2005 camina por la misma senda que la Ley 1/1999 en su versión dada por la Ley 44/2002. En efecto, de acuerdo con el artículo 2.1, en relación con el artículo 3 de la Ley 1/1999 —versión original—, el objeto social principal de las entidades de capital riesgo consistía en la toma de participaciones temporales en el capital de empresas no financieras cuyos valores no cotizasen en el primer mercado de las Bolsas de Valores. La cautela realizada sobre las «empresas no financieras» parece que pretendía eliminar las inversiones no productivas (47), radicando la ratio de la norma en el hecho de dirigir la capacidad inversora hacia todo tipo de entidades que, no siendo financieras, no hubieran accedido a los mercados de valores, en cuanto signo de dificultad a la hora de acudir al mecanismo, en principio, más ortodoxo y eficiente de financiación (48). Por otra parte, al amparo de la Ley 25/2005, las entidades de capital riesgo pueden adquirir participaciones en el capital de empresas negociadas en primeros mercados de valores, considerándose inversiones aptas siempre que obtengan la exclusión de cotización en el plazo de un año. Mayores problemas planteaba la definición y sobre todo el rigor con el que había de entenderse el carácter de «no financiera» que ha de tener la empresa en la que invierta la entidad de capital riesgo. En todo caso, parecía prudente que no debía potenciarse la inversión en sociedades instrumentales, llamando de esta forma a las meras tenedoras de acciones o participaciones (49), pero también parecía evidente que en ocasiones, y cada vez más, la realidad empresarial se articula a través de fórmulas mercantiles complejas, de las que forman parte multitud de grupos con diferentes intereses (50). De hecho, la singular posición de las sociedades de capital riesgo en sus participadas nos sitúa ante una especie de *tertium genus* en la arquetípica heterogeneidad del accionariado que, como se nos ha recordado por la doctrina, jalona la moderna configuración de la sociedad por acciones (51). Se trata ciertamente de socios que buscan el objetivo de una inversión productiva y que, por principio, no se mueven por el estímulo del poder económico; pero ni responden al sen-

timiento abstencionista del puro inversor de fondos (52), cualquiera que sea la magnitud de su participación, ni la temporalidad de su paso por la sociedad participada y el objeto mismo de su entrada en ella permiten identificarlos con el característico accionariado de control (53).

Como hemos apuntado anteriormente, uno de los problemas que se planteaban a la luz del artículo 2.1 de la Ley 1/1999 era el de la definición y, sobre todo, el rigor con el que había de entenderse el carácter de «no financiera» que ha de tener la empresa en la que invierta la entidad de capital riesgo. En todo caso, y como hemos señalado, parecía prudente que se evitase potenciar la inversión en sociedades instrumentales. Pues bien, la Ley 44/2002 se encargó de contradecir, en gran medida, esta interpretación, cuando dispuso que «a los efectos de esta Ley, también tendrán la consideración de empresas no financieras aquellas entidades cuya actividad principal sea la tenencia de acciones o participaciones emitidas por entidades pertenecientes a sectores no financieros», norma ahora reproducida literalmente por el artículo 3 apartado dos de la Ley 25/2005, la cual añade en el apartado tres del citado precepto, de forma tasada, las distintas entidades financieras que tendrán tal consideración a efectos de la Ley. Sin embargo, el legislador español sigue incurriendo en una flagrante contradicción entre el objetivo de la reforma y el contenido concreto de ésta, ya que esta medida no constituye en realidad una norma de estímulo del capital riesgo (54).

La nueva regulación, a nuestro entender, puede ser analizada desde una doble perspectiva. Desde el punto de vista del capitalista de riesgo, la norma introducida por la Ley 44/2002, seguida y ampliada por la Ley 25/2005, tendrá, a buen seguro, efectos positivos, dado que no deberá desprenderse de los títulos que haya adquirido en la empresa participada por el hecho de que ésta, en un momento posterior a la compra de la participación por el inversor de capital riesgo, haya pasado a tener cotizados valores en el primer mercado de Bolsas de Valores, o haya adquirido participaciones en el capital de empresas negociadas en primeros mercados de valores con el límite temporal apuntado. Con ello, se posibilitará que la inversión madure conforme al plan financiero previsto en el momento de la toma de la participación, evitando que la cotización de los títulos de la empresa beneficiaria provoque la salida inmediata del capitalista de riesgo, viendo, por tanto y en principio, escatimadas una parte importante de sus previsibles plusvalías. Desde el punto de vista de la actividad de capital riesgo como fuente de financiación de las pequeñas y medianas empresas, la nueva regulación continúa transmitiendo una buena dosis de realidad, al centrarse en estructuras empresariales ya consolidadas que acceden a los mercados de valores con el fin de captar nuevos inversores. Cier-



to es que puede conseguirse la mejora de las condiciones de financiación de las pequeñas y medianas empresas, pero se dejan de lado algunos de los cometidos principales del capital riesgo como son el *seed financing*, o capital siembra, y el *star-up financing*, o capital de demarraje, para centrarse en la práctica en el *expansion financing*, alusivo al período de crecimiento o expansión de la empresa, y en el *bridging financing*, relativo a la fase en la cual el empresario se encuentra en el proceso de atraer capitales de fuentes diferentes a las sociedades de capital riesgo como, por ejemplo, de los mercados bursátiles.

## 6. Las actividades complementarias para el desarrollo del objeto principal

A tenor del artículo 3 apartado uno de la Ley 25/2005, «para el desarrollo de su objeto social principal, las entidades de capital riesgo podrán facilitar préstamos participativos, así como otras formas de financiación, en este último caso únicamente para sociedades participadas que formen parte del coeficiente obligatorio de inversión. Asimismo, podrán realizar actividades de asesoramiento dirigidas a las empresas que constituyan el objeto principal de inversión de las entidades de capital riesgo según el artículo anterior, estén o no participadas por las entidades de capital riesgo. En el caso de los fondos de capital riesgo, las actividades anteriores serán realizadas por las sociedades gestoras. En el caso de las sociedades de capital riesgo, podrán ser realizadas por ellas mismas o bien, en su caso, por sus sociedades gestoras».

En consecuencia, dado que la financiación por capital riesgo tiene un carácter muy selectivo, deben también coexistir con ella una serie de fórmulas financieras, tal vez de un segundo nivel pero al mismo tiempo muy importantes, como son, por ejemplo, la concesión de préstamos participativos, que no dejen sin apoyo financiero a otros proyectos de buenos empresarios que pudieran tener un menor potencial de rentabilidad. El carácter de deuda subordinada de los préstamos participativos y la ligazón del pago de intereses a la generación de beneficios, u otra variable económica relevante de la empresa prestataria, reduce la probabilidad de fracaso de la empresa. Es sabido que los créditos participativos tienen un componente variable en función de los resultados de la empresa prestataria. En efecto, este tipo de instrumento financiero es un crédito cuya característica esencial consiste en que su tasa de interés varía con alguna magnitud económica de la empresa. Esta tasa puede ser totalmente variable con los resultados de la entidad prestataria o estar compuesta de un tipo mínimo, al que se añadiría un rendimiento adicional de acuerdo con la evolución de los resultados (55).

Además de los señalados préstamos participativos, las sociedades de capital riesgo pueden utilizar para el desarrollo de su objeto social principal otras formas de financiación, si bien, en éste último caso, únicamente para sociedades participadas que formen parte del coeficiente obligatorio de inversión. Esto es, las sociedades de capital riesgo podrán conceder formas de financiación distintas a la adquisición de capital y a la concesión de préstamos participativos exclusivamente en el caso de que fueran otorgadas a sociedades en las que figuren como accionistas o partícipes. Sin duda, uno de los instrumentos de financiación utilizados en capital riesgo es la participación a través de la adquisición de obligaciones y, en concreto, a través de obligaciones convertibles.

Al margen de suministrar fondos, las entidades de capital riesgo también prestan funciones de asesoría a las empresas que apoyan en campos como los siguientes: gestión financiera, estudios de viabilidad, estudios de mercado, selección de personal, etc. Esta labor de asesoramiento es especialmente beneficiosa para las empresas en proceso de constitución o de reciente creación, en la medida en que su nula o corta experiencia no les pudiera permitir utilizar y gestionar sus recursos de la manera más eficaz (56). En el fondo, la labor de asesoramiento es prácticamente inherente, al menos en una etapa inicial de la relación, al concepto de capital riesgo precisamente por la interacción entre inversor y receptor del capital. De hecho, no es difícil advertir cómo el socio de capital riesgo se ve impulsado a mantener un cierto control sobre la marcha de la empresa, y una intervención más o menos relevante en la toma de decisiones en el seno de la sociedad participada, para colaborar en la generación de la plusvalía que le asegure el rendimiento esperado de la inversión, e incluso para velar por la obtención de aquélla. En efecto, el *venture capitalist* no se caracteriza sólo por la voluntad de compartir el riesgo de la empresa, sino también por el hecho de ser un inversor activo, al contrario que los intermediarios tradicionales (57).

En el supuesto de los fondos de capital riesgo, las actividades de otorgamiento de préstamos participativos y de otras formas de financiación dentro de los límites señalados, así como la labor de asesoramiento, serán realizadas por las sociedades gestoras, y en el caso de las sociedades de capital riesgo podrán ser llevadas a cabo por ellas mismas o bien, en su caso, por sus sociedades gestoras. Finalmente, es necesario tener en cuenta que, por prescripción legal, «las sociedades de capital riesgo y las sociedades gestoras de entidades de capital riesgo, dentro del objeto social, y los fondos de capital riesgo, dentro de su objeto principal, no podrán desarrollar actividades no amparadas» en la Ley 25/2005 —art. 3 apartado cuatro (58).



### III. LOS ASPECTOS FUNCIONALES DE LAS ENTIDADES DE CAPITAL RIESGO Y SOCIEDADES GESTORAS

#### 1. Las condiciones de acceso y ejercicio de la actividad: la preceptiva autorización

Las entidades de capital riesgo, al igual que otras entidades financieras, se encuentran sometidas al cumplimiento de determinados requisitos para el ejercicio de su actividad, debiendo cumplir en todo momento los requisitos exigidos por la Ley 25/2005 (art. 17) «para su autorización y los porcentajes de inversión en determinados activos» (59). Lo dispuesto en el precepto referenciado se ha de complementar con lo establecido en el artículo 7 del mismo texto legal, según el cual «para dar comienzo a su actividad, las entidades de capital riesgo deberán: a) haber obtenido la autorización previa del proyecto de constitución por la CNMV; b) constituirse mediante escritura pública e inscribirse en el Registro Mercantil. Para los fondos de capital riesgo estos requisitos serán potestativos; c) estar inscritas en el correspondiente registro administrativo de la CNMV». Por consiguiente, para acceder y mantenerse en el ejercicio de la actividad propia de la entidad de capital riesgo se ha de andar el siguiente camino: 1) autorización administrativa previa; 2) escritura pública e inscripción en el Registro Mercantil, si bien para los fondos de capital riesgo este segundo paso tiene la naturaleza de potestativo; 3) inscripción en la CNMV, y 4) cumplimiento de los porcentajes de inversión en determinados activos. Veamos a continuación la regulación referente a la autorización administrativa.

Frente a la escueta regulación del régimen de autorización plasmada en el Real Decreto-Ley 1/1986 y en la Orden de 26 de septiembre de 1986 (60), primero en la Ley 1/1999 y ahora en la Ley 25/2005, en aras de una mayor seguridad jurídica, se opta por reglamentar de forma mucho más detallada todos los requisitos exigibles a fin de cumplimentar las condiciones de acceso a la actividad de capital riesgo, así como de las distintas fases de que consta el correspondiente procedimiento. Ahora bien, toda vez que la Ley 25/2005 ha dispuesto una novedosa clasificación de las entidades de capital riesgo distinguiendo entre las de «régimen común» y las de «régimen simplificado», en coherencia con ello se articula asimismo un sistema de normas dispuesto para la primera clase de entidades y otro de contenido menos exhaustivo para la segunda clase de entidades de capital riesgo (61).

#### 2. La autorización administrativa en entidades de régimen común

##### A) *Los requisitos*

La tramitación de los proyectos de constitución de las entidades de capital riesgo se iniciará mediante la pre-

sentación ante la CNMV de una solicitud de autorización y de la documentación prevista, que se ajustará, a día de hoy (62), a los criterios e instrucciones establecidos en la propia Ley 25/2005 (63). La solicitud de autorización deberá incorporar una memoria del proyecto, un folleto informativo, la acreditación de la honorabilidad y experiencia, en los términos señalados en la propia ley, de quienes desempeñen cargos de administración y dirección de la entidad y, en general, cuantos datos, informes o antecedentes se consideren oportunos para verificar el cumplimiento de las condiciones y requisitos establecidos en la norma legal citada (art. 9 apartado uno Ley 25/2005).

Por otra parte, para obtener la autorización de su constitución, las entidades de capital riesgo deberán cumplir los siguientes requisitos: a) limitar su objeto al establecido en la propia Ley 25/2005; b) disponer del capital social o del patrimonio mínimos en el plazo y cuantía establecidos en la misma Ley para cada tipo de entidad, y c) en el caso de los fondos de capital riesgo, designar una sociedad gestora constituida con arreglo a la Ley 25/2005 o a la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva. Ahora bien, las sociedades de capital riesgo cuya gestión, administración y representación no esté encomendada a una sociedad gestora deberán cumplir, además de los señalados requisitos a) y b) otros adicionales, cuales son: 1) contar con una buena organización administrativa y contable, así como con los medios humanos y técnicos, incluidos mecanismos de seguridad en el ámbito informático y procedimientos de control interno y de gestión, control de riesgos, procedimientos y órganos para la prevención del blanqueo de capitales y normas de conducta, adecuados a las características y volumen de su actividad; 2) 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 y cuenten con conocimientos y experiencia adecuados en los términos que a continuación vamos a indicar, y 3) contar con un reglamento interno de conducta, en los términos previstos en la Ley 25/2005 (art. 10).

En consecuencia, tres son los requisitos de solicitud de autorización que de manera esencial deberán formar parte de la referida petición y en los cuales vamos a detenernos en los párrafos siguientes, sin perjuicio de que puedan también aportarse otros que contribuyan a apoyar la observancia de la norma de referencia. Por cuanto se refiere a los requisitos para obtener la autorización, éstos han sido o serán abordados en el correspondiente epígrafe a lo largo del presente trabajo, y a ellos nos remitimos.

##### a) La memoria explicativa del proyecto

En primer lugar, la solicitud de autorización deberá incorporar una memoria explicativa del proyecto, la cual



«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, aportantes iniciales previstos y sus respectivas participaciones, siempre que sean, directa o indirectamente, significativas, tal y como se definen en el artículo 27 de esta Ley, relación de los mismos con otras entidades financieras y posibles vínculos entre ellos, fines y objetivos de la futura entidad, en su caso grupo al que pertenezca, política de inversiones y de distribución de resultados, proyecto financiero de la entidad, así como el ámbito personal y geográfico en el que operará» (art. 9 apartado dos Ley 25/2005), precepto que en lo esencial continúa la práctica vigente instaurada por la Circular 4/1999, de 22 de septiembre, de la CNMV, sobre procedimientos administrativos y modelos normalizados de las entidades de capital riesgo y de sus sociedades gestoras.

#### b) El folleto informativo

El folleto informativo contendrá el proyecto de los estatutos o del reglamento, según proceda, así como aquellos aspectos principales de carácter financiero y jurídico de la entidad (art. 9 apartado tres Ley 25/2005). De acuerdo con la Circular 4/1999, entre otros aspectos, en el folleto se informará sobre los datos identificativos de la entidad de capital riesgo, las características de sus participaciones o acciones, el régimen previsto de suscripciones y reembolsos y de comercialización en general, así como las políticas de inversión y de distribución de resultados. Igualmente, el folleto debe incluir información sobre las personas que asumen la responsabilidad de su contenido, sobre los organismos supervisores de la entidad y sobre su sociedad gestora.

#### c) La acreditación de la honorabilidad y la experiencia de quienes desempeñen cargos de administración y dirección

Por último, se exige que la solicitud de autorización incorpore la acreditación de la honorabilidad y la experiencia de quienes desempeñen cargos de administración y dirección de la entidad. Dos son, en consecuencia, las cuestiones que la solicitud debe acreditar: por una parte, la honorabilidad de sus administradores y directores —la Ley 25/2005 parece referirse únicamente a los directores «generales» y «asimilados» [ex art. 10 apartado 2 b)] y, por otra, la experiencia de los mismos.

La requerida honorabilidad comercial, empresarial o profesional concurre en quienes hayan venido observando una trayectoria empresarial o profesional de respeto a las leyes mercantiles y demás normas que regu-

lan la actividad económica y la vida de los negocios, así como las buenas prácticas comerciales y financieras. En especial, la Ley 25/2005 —art. 10 apartado 2 b)— entiende que no concurre honorabilidad empresarial o profesional en quien haya sido, en España o en el extranjero, inhabilitado como consecuencia de un procedimiento concursal, se encuentre procesado o, tratándose de los procedimientos a que se refieren los títulos II y III del libro IV de la Ley de Enjuiciamiento Criminal, se hubiera dictado auto de apertura del juicio oral, o tenga antecedentes penales, 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, contra la propiedad, o esté inhabilitado o suspendido, penal o administrativamente, para ejercer cargos públicos o de administración o dirección de entidades financieras. Dicha honorabilidad debe concurrir necesariamente en todos y cada uno de los quienes desempeñen cargos de administración y dirección.

Esta misma unanimidad en el cumplimiento de los requisitos de la Ley se preceptúa como necesaria en el supuesto de la experiencia cuando de directores generales y asimilados se trate, mientras que en el supuesto de los administradores se aplica el criterio mayoritario. En efecto, sólo se exige que la mayoría de los miembros del Consejo de Administración cumplan con el requisito de la experiencia. La Ley 25/2005 exige a este respecto que quienes desempeñen cargos de administración y dirección cuenten con conocimientos y experiencia adecuados en materias financieras o de gestión empresarial, así como las personas físicas que representen a las personas jurídicas que sean consejeros, presumiendo que poseen conocimientos y experiencia adecuados a estos efectos quienes hayan desempeñado, durante un plazo no inferior a dos años, funciones de alta administración, dirección, control o asesoramiento de entidades financieras, incluidas lógicamente las entidades de capital riesgo, o funciones de alta administración y gestión en otras entidades públicas o privadas [art. 10 apartado 2 c)].

#### B) La resolución de autorización

La resolución de la autorización emitida por la CNMV habrá de ser, en todo caso, motivada y deberá notificarse dentro de los dos meses siguientes a la presentación de la solicitud o al día en que se complete la documentación exigible. Si en tal plazo no se hubiera notificado una resolución expresa, la solicitud se entenderá desestimada, habiendo optado para este caso el legislador español por la institución del silencio administrativo negativo. No obstante, la CNMV sólo podrá denegar la autorización cuando no se cumplan los



requisitos previstos en la normativa aplicable. Si bien, en el supuesto de las sociedades de capital riesgo, la autorización podrá denegarse también por falta de transparencia del grupo al que eventualmente pueda pertenecer la entidad, o cuando se deduzca que pueden existir dificultades para inspeccionarla u obtener la información que la CNMV estime necesaria para el adecuado desarrollo de sus funciones supervisoras. Las resoluciones dictadas por la CNMV en ejercicio de la potestad de autorización que se le ha atribuido ponen fin a la vía administrativa y podrán ser recurridas en vía contencioso-administrativa (64).

### C) *Los registros*

Las sociedades de capital riesgo así como las sociedades gestoras de entidades de capital riesgo, en cuanto sociedades anónimas que son, deben inscribirse en el Registro Mercantil tras realizar la preceptiva elevación de los documentos necesarios a escritura pública. Sin embargo, para los fondos de capital riesgo la constitución mediante escritura pública y consiguiente inscripción en el Registro Mercantil se considera requisito potestativo (art. 7 b) Ley 25/2005).

Una vez la entidad haya sido autorizada para el desarrollo de la actividad de capital riesgo, dispone de un plazo de doce meses, a contar desde la fecha de la resolución de autorización previa, para cursar la inscripción en el registro administrativo correspondiente de la CNMV. En efecto, la Ley 25/2005 prevé que «no se practicarán inscripciones en los registros de la CNMV en caso de que medien más de doce meses entre la fecha de la autorización previa y la de la solicitud de inscripción en el registro correspondiente por causa imputable al interesado. En tal caso la autorización se entenderá caducada» (art. 11 apartado cinco). Los registros a los que hace alusión el precepto transcrito son los siguientes: el registro de sociedades gestoras de entidades de capital riesgo, el registro de sociedades de capital riesgo y el registro de fondos de capital riesgo (65).

A fin de obtener su inscripción en el registro administrativo correspondiente de la CNMV, las entidades de capital riesgo tendrán que presentar ante el mismo las escrituras de constitución o transformación debidamente inscritas en el Registro Mercantil en el caso de las sociedades y los fondos que se constituyan mediante escritura pública, o los documentos que las sustituyan en el caso de los fondos. Posteriormente, la CNMV dispondrá de un plazo de quince días desde la presentación de los señalados documentos, para proceder a la inscripción, pudiendo ser la inscripción denegada únicamente en el supuesto de que la documentación presentada se apartara de la inicialmente autorizada o fuera incompleta.

Finalmente, es preciso poner de manifiesto que se encuentra prevista la facultad, circunscrita, eso sí, de forma exclusiva a los fondos de capital riesgo no constituidos mediante escritura pública, de que la CNMV pueda acordar en un único acto la autorización del fondo y su inscripción en el correspondiente registro administrativo, entendiéndose condicionada la inscripción a la aportación a la CNMV de la documentación necesaria en el plazo de quince días (art. 11 apartados dos, tres y cuatro Ley 25/2005). Sin embargo, la ley no señala el *dies a quo* necesario para el cómputo del citado plazo de quince días, habida cuenta de que, a pesar de que la remisión es hecha en bloque al apartado dos, son supuestos distintos, y ello toda vez que en el supuesto específico de los fondos de capital riesgo no constituidos mediante escritura pública no se ha producido a priori la presentación de los documentos necesarios para la obtención de la inscripción. Así, consideramos que el plazo de quince días empezará a contar desde el día siguiente a la recepción de la notificación de la resolución administrativa por la que la CNMV autoriza el fondo de capital riesgo e inscribe de forma condicionada la entidad en el registro correspondiente.

### D) *Las posteriores modificaciones de proyectos constitutivos, estatutos y reglamentos*

Dado que, como hemos tenido ocasión de comprobar, la autorización administrativa es concedida por la CNMV sobre la base de determinados requisitos, se revela desde todo punto de vista coherente que la posterior modificación de determinados documentos, en los que conste el cumplimiento de los mismos, también requiera la autorización del órgano público competente en la materia. De este modo, se explica que la Ley 25/2005 disponga, por una parte, que las modificaciones en el proyecto constitutivo, en los estatutos o en el reglamento de gestión de las entidades de capital riesgo deberán ser autorizadas por la CNMV (art. 12 apartado uno), y por otra, que las modificaciones que tengan lugar en el seno del Consejo de Administración de las sociedades de capital riesgo y las sociedades gestoras deban notificarse a la CNMV, así como los cambios de directores generales y asimilados (66). En este mismo sentido, la transformación, fusión, escisión y las demás operaciones societarias que realice una sociedad de capital riesgo que conduzcan a la creación de una sociedad de capital riesgo requerirán aprobación previa de la CNMV, conforme a lo dispuesto para la autorización de proyectos de constitución, en función de si se trata de una entidad de régimen común o simplificado (67).

En buena lógica, la solicitud de modificación debe incorporar el documento o documentos alterados. A este respecto, la Ley 25/2005 prevé un supuesto concreto centrado en las sociedades de capital riesgo según



el cual 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» (art. 12 apartado dos). En cualquier caso, la resolución administrativa del citado órgano que dé cumplida respuesta a la solicitud cursada previamente por la entidad deberá ser notificada a los interesados en el plazo de un mes desde la presentación de la solicitud o desde el momento en que se hubiera completado la documentación. Transcurrido dicho plazo sin que se haya procedido a la notificación de la resolución, los interesados podrán entender estimada su solicitud —silencio administrativo positivo—, con los efectos previstos en el artículo 43 de la Ley 30/1992, de 26 de noviembre, del Régimen Jurídico de las Administraciones Públicas y del Procedimiento Administrativo Común (art. 12 apartado uno).

No obstante, la necesidad de autorización previa por mor de modificaciones de estatutos y reglamentos no se encuentra concebida en la Ley 25/2005 (art. 12 apartado tres) de una forma global y absoluta. Así, no requerirán autorización previa, aunque deberán ser comunicadas posteriormente a la CNMV para su constancia en el registro correspondiente, las modificaciones de los estatutos sociales y de los reglamentos que tuvieran por objeto bien el cambio de domicilio dentro del territorio nacional, así como el cambio de denominación, bien la incorporación a los reglamentos de los fondos de capital riesgo o a los estatutos de las sociedades de capital riesgo de preceptos legales o reglamentarios de carácter imperativo o prohibitivo, o el cumplimiento de resoluciones judiciales o administrativas; bien las ampliaciones de capital con cargo a reservas y dinerarias de las sociedades de capital riesgo, así como las ampliaciones de patrimonio de los fondos de capital riesgo, hasta alcanzar el patrimonio comprometido, o bien, finalmente, aquellas otras modificaciones para las que la CNMV, en contestación a consulta previa o mediante resolución de carácter general, haya considerado innecesario, por su escasa relevancia, el trámite de autorización.

#### E) *La revocación de la autorización administrativa*

La autorización concedida a las entidades de capital riesgo debe entenderse hecha con carácter indefinido, ya que tal autorización sólo puede ser revocada por la propia CNMV con ocasión de la concurrencia de uno de los tasados supuestos recogidos en el artículo 13 apartado uno de la Ley 25/2005. Estos supuestos son los siguientes: a) el incumplimiento de los requisitos establecidos para obtener la autorización; b) no dar comienzo a las actividades específicas de su objeto social dentro de los doce meses siguientes a la fecha

de inscripción en el registro especial correspondiente por causa imputable al interesado; c) la renuncia de modo expreso a la autorización; d) la obtención de la autorización por medio de declaraciones falsas u omisiones, o por otro medio contrario al ordenamiento jurídico; e) la existencia de razones fundadas y acreditadas respecto de que la influencia ejercida por las personas que posean una participación significativa en una sociedad de capital riesgo pueda resultar en detrimento de la gestión correcta y prudente de la misma, que dañe gravemente su situación financiera; f) la declaración de concurso de la entidad; g) la concurrencia de alguna de las causas de disolución previstas en el artículo 260 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas; h) como sanción, en los casos contemplados en la Ley 25/2005, y por último, i) el transcurso de un período superior a un año sin ejercer la actividad encomendada en su objeto social (68).

La revocación de la autorización administrativa no se produce, en principio, de forma automática por la concurrencia del supuesto que la motiva. Antes bien, es requerido *ex lege* un procedimiento de revocación (artículo 13 apartado dos Ley 25/2005). Éste podrá iniciarse de oficio o a instancia de parte, y deberá ser resuelto dentro de un plazo de seis meses desde su inicio. Si al finalizar dicho plazo no hubiera recaído resolución, se producirán los efectos previstos en el artículo 44 de la Ley 30/1992, de 26 de noviembre, de Régimen Jurídico de las Administraciones Públicas y del Procedimiento Administrativo Común. En todo caso, la revocación de la autorización llevará aparejada la exclusión del correspondiente registro administrativo. Hemos señalado que la revocación de la autorización no se produce «en principio» de forma automática a la concurrencia del supuesto que la motiva, puesto que cuando una sociedad de capital riesgo acuerde su disolución por alguna de las causas previstas en el artículo 260 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, se entenderá revocada la autorización. Ahora bien, dicho acuerdo habrá de ser notificado a la CNMV, la cual procederá a eliminar las inscripciones de dicha sociedad de los registros administrativos correspondientes. Lo mismo se entenderá cuando la entidad haya renunciado de modo expreso a la autorización (artículo 13 apartado tres).

#### F) *La suspensión de la autorización administrativa*

La autorización concedida a una sociedad de capital riesgo podrá ser suspendida por la CNMV de forma total o parcial. La suspensión parcial necesariamente afectará a algunas de las actividades o al alcance con el que éstas fueron autorizadas. En todo caso, la suspensión, tenga ésta la naturaleza que fuere, deberá llevarse a efecto en el curso de un procedimiento de revocación



cuando se infrinjan de manera grave las disposiciones previstas en la Ley 25/2005 o en caso de apertura de expediente sancionador por infracción grave o muy grave (artículo 13 apartado cuatro).

### 3. La autorización administrativa en entidades de régimen simplificado

#### A) *La configuración de la autorización administrativa en entidades de régimen común como régimen supletorio. Las especialidades de los requisitos*

La configuración de la autorización administrativa en entidades de régimen común se encuentra dispuesta en la Ley 25/2005, de una forma general y explícita, como un verdadero régimen supletorio para el supuesto de entidades de régimen simplificado. Así, para poder dar comienzo a su actividad, las entidades de capital riesgo de régimen simplificado deben sujetarse a los requisitos exigidos a las entidades de capital riesgo de régimen común, con las siguientes cuatro especialidades recogidas en el artículo 14 de la Ley 25/2005: 1) en el proyecto constitutivo deberán hacer mención de la intención de sujetarse a las normas de las entidades de régimen simplificado; 2) el plazo para resolver la solicitud de autorización es de un mes —y no de dos— desde que los promotores hayan aportado toda la documentación necesaria; 3) en caso de que no sea notificada la resolución dentro de dicho plazo, podrá entenderse estimada con los efectos previstos en la Ley 30/1992 —silencio administrativo positivo—, y 4) no precisarán de la elaboración del folleto informativo (69). En este mismo sentido, se ha establecido que la revocación y suspensión de las entidades de régimen simplificado se regirá por lo dispuesto en el artículo 13 de la Ley 25/2005 (art. 15 apartado dos).

#### B) *Las posteriores modificaciones de proyectos constitutivos, estatutos y reglamentos*

En tanto no afecten a las tres condiciones básicas que definen a las entidades de capital riesgo como de régimen simplificado (cfr. el artículo 4 Ley 25/2005), para la modificación de los proyectos constitutivos, los estatutos y los reglamentos de estas entidades no será de aplicación lo dispuesto en los apartados uno a tres del artículo 12 del citado texto legal, normativa que hemos tenido oportunidad de examinar anteriormente. En ese supuesto, las entidades de capital riesgo de régimen simplificado únicamente deberán proceder a comunicar de forma inmediata tales modificaciones a la CNMV para que ésta proceda, de manera automática, a su inscripción en el registro correspondiente, una vez comprobado que las referidas modificaciones se ajustan a lo establecido en la ley (70).

## 4. El régimen de inversiones

### A) *Los antecedentes*

En el artículo 14 del Real Decreto-Ley de 14 de marzo de 1986 se regulaba el coeficiente de inversión en acciones y participaciones de sociedades que no cotizaban en el primer mercado de bolsas oficiales de comercio. Del inicial 75 por 100 del activo, con la Ley 33/1987 se pasó al 50 por 100, y se permitió que la participación alcanzase el 45 por 100 del capital social desembolsado, limitación ésta última que en 1986 se había fijado entre el 10 y el 30 por 100. El resto, hasta completar el 75 por 100 del activo de la entidad de capital riesgo, había de ser canalizado a través de fórmulas de financiación ajena de las sociedades participadas, con un plazo mínimo de tres años, sin que en ningún caso pudiera superarse el 45 por 100 de los recursos ajenos de igual plazo obtenida por cada participada. La reforma de este artículo por el Real Decreto-Ley 5/1992 redujo el coeficiente de inversión obligatoria en las empresas que constituían su objeto social al 50 por 100 del activo de la entidad de capital riesgo y tanto las sociedades como los fondos debían adecuar su política de inversiones a los criterios expresamente establecidos en sus estatutos o reglamentos de inversión respectivamente. La Ley 3/1994 abrió la posibilidad para que, excepcionalmente, pudieran adquirirse acciones de empresas de naturaleza distinta a la prevista en el artículo 12 del Real Decreto-Ley 1/1986. Finalmente, el Real Decreto-Ley 7/1996 modificó sustancialmente el citado artículo 14, debiendo destacarse especialmente dos cuestiones. En primer lugar, se exigía que el porcentaje invertido por las entidades de capital riesgo en las empresas objeto de su actividad fuera del 60 por 100, si bien se admitía que, dentro de este porcentaje, pudieran dedicar hasta 15 puntos porcentuales de su activo a cualquier fórmula de financiación a medio y largo plazo de las empresas participadas. En segundo lugar, se establecían los criterios conforme a los cuales podía invertirse el resto del activo, precisándose que en ningún caso se podía mantener más del 15 por 100 de su activo en una misma empresa, ni más del 35 por 100 en empresas pertenecientes al mismo grupo. Esta reforma, acaecida en 1996, fue seguida bastante de cerca por el legislador de 1999 y, en lo básico, mantenida por el legislador de 2005.

### B) *La política de inversiones de las entidades de capital riesgo*

Las entidades de capital riesgo tienen que adecuar su política de inversiones a los criterios expresamente establecidos en sus estatutos o reglamentos de gestión. La propia Ley 25/2005, en su artículo 34 apartado cuatro, delimita con precisión el concepto de «política de



inversiones», entendiéndose por tal el conjunto de decisiones coordinadas orientadas al cumplimiento de su objeto sobre los siguientes aspectos: a) sectores empresariales hacia los que se orientarán las inversiones; b) áreas geográficas hacia las que se orientarán las inversiones; c) tipos de sociedades en las que se pretende participar y criterios de su selección; d) porcentajes generales de participación máximos y mínimos que se pretendan 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 mismo podrá realizar a favor de las sociedades participadas, tales como el asesoramiento o servicios similares, y h) modalidades de intervención de la entidad gestora en las sociedades participadas y fórmulas de presencia en sus correspondientes órganos de administración.

C) *El coeficiente obligatorio de inversión.  
La posibilidad de invertir en entidades de capital riesgo*

En principio, se distinguen dos tipos de coeficientes de inversión. Por un lado, el que cualifica las entidades, que es el denominado de «inversión obligatoria», y por otro, el llamado coeficiente de «libre disposición». El esquema que continúa buscando la norma reguladora de la actividad de capital riesgo es dotar de un cierto margen de maniobra al gestor, de modo tal que no se le exija una dedicación total de recursos a la actividad principal, pero sí una vocación mayoritaria al objeto esencial.

En efecto, sea cual fuere la política de inversiones de una entidad de capital riesgo, ésta necesita cumplir el coeficiente obligatorio de inversión al finalizar cada ejercicio social (art. 18 apartado cinco Ley 25/2005). El coeficiente obligatorio se concreta en el hecho de que la entidad, en todo caso, deberá mantener, como mínimo, el 60 por 100 de su activo computable —definido de acuerdo con lo dispuesto en el artículo 24 de la Ley 25/2005—, en acciones u otros valores o instrumentos financieros que puedan dar derecho, directa o indirectamente, a la suscripción o adquisición de aquéllas 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 computable a préstamos participativos a empresas que sean objeto de su actividad, estén participadas o no por la entidad de capital riesgo, y hasta 20 puntos porcentuales del total de su activo computable a la adquisición de acciones o participaciones de entidades de capital riesgo, de acuerdo con lo previsto en el artículo 19 del mismo texto legal (art. 18 apartado dos).

Asimismo, deben entenderse incluidas en el coeficiente obligatorio de inversión las acciones y participaciones en el capital de empresas no financieras que cotizan o se negocian en un segundo mercado de una Bolsa española o en mercados equivalentes de otros países. A tales efectos, el artículo 18 apartado tres de la Ley 25/2005 considera aptos los mercados que cumplan simultáneamente las siguientes características: a) tratarse de un segmento especial o de un mercado de una Bolsa extranjera cuyos requisitos de admisión sean similares a los establecidos en la normativa española para los segundos mercados; b) tratarse de un mercado especializado en valores de pequeñas y medianas empresas, y c) no estar situado en un territorio considerado por la normativa española un paraíso fiscal o en un país o territorio cuyas autoridades se nieguen a intercambiar información con las autoridades españolas sobre las materias reguladas en la presente Ley. Los países o territorios que se encuentran en este último supuesto serán los contemplados en el artículo 2 del Real Decreto 1080/1991, de 5 de julio, por el que se determinan los países o territorios como paraísos fiscales. Ahora bien, en el caso de que una entidad de capital riesgo tuviera una participación en una entidad que fuera admitida a cotización en un mercado no incluido en los anteriores, dicha participación podrá computarse dentro del coeficiente obligatorio de inversión durante un plazo máximo de tres años, contados desde la fecha en que se hubiera producido la admisión a cotización de esta última. Una vez transcurrido el plazo señalado, dicha participación deberá computarse dentro del coeficiente de libre disposición (71).

En este orden de cuestiones, se ha contemplado el supuesto de la toma de participaciones en empresas no financieras cotizadas en mercados regulados. A este respecto, con el fin de que la adquisición por la entidad de capital riesgo de participaciones de empresas no financieras que coticen en un mercado regulado distinto de los enunciados en el apartado tres del artículo 18 sea contabilizada dentro del coeficiente obligatorio de inversión, será preciso que la entidad de capital riesgo o su sociedad gestora, en su caso, obtenga la exclusión de la cotización de la empresa participada dentro del plazo de un año desde la toma de participación. La CNMV podrá autorizar la ampliación de este plazo a solicitud de la sociedad de capital riesgo o de la sociedad gestora (72).

Por otra parte, la Ley 25/2005 ha introducido la posibilidad de que las entidades de capital riesgo inviertan precisamente en otras entidades que desarrollan actividad financiera, e incluso, aunque con límites, cabe computar dicha inversión dentro del coeficiente obligatorio. Pero, en cualquier caso, la entidad de capital riesgo inversora deberá cumplir con los coeficientes de diversificación de la inversión fijados por el artículo 22 de la Ley 25/2005. Así es, las entidades de capital riesgo



podrán invertir hasta el 20 por 100 de su activo computable dentro del coeficiente obligatorio de inversión en otras entidades de capital riesgo autorizadas conforme a la Ley 25/2005 y en entidades extranjeras similares que reúnan unas determinadas características, siempre que cada una de las entidades de capital riesgo o entidad extranjera en que se invierte no tenga invertido a su vez más del 10 por 100 de su activo en otras entidades de capital riesgo (art. 19 apartado uno). Para que la inversión en las entidades extranjeras señaladas se compute dentro del coeficiente obligatorio, será preciso que tales entidades estén domiciliadas en un estado miembro de la OCDE y que, cualquiera que sea su denominación o estatuto, ejerzan, de acuerdo con la normativa que les resulte aplicable, las actividades típicas de las entidades de capital riesgo (73).

En este mismo sentido, la inversión en otras entidades de capital riesgo, además de la vía señalada en el párrafo anterior, que cabe calificar de régimen general, encuentra otra alternativa circunscrita a los supuestos de «fondos y sociedades de capital riesgo», entendiéndose por tales aquellas entidades cuyo coeficiente de inversión obligatorio se ajuste a lo dispuesto en el artículo 18 de la Ley 25/2005 —visto anteriormente— con una especialidad en cuanto al porcentaje máximo de inversión en entidades de capital riesgo. Esto es, las entidades de capital riesgo deberán invertir al menos el 50 por 100 del coeficiente de inversión obligatorio de su activo computable en otras entidades de capital riesgo autorizadas conforme a la Ley 25/2005 y en entidades extranjeras que reúnan las características señaladas en el artículo 19 apartado dos. Sin embargo, no podrán invertir en cada entidad de capital riesgo o entidad extranjera más del 40 por 100 de su activo, y deberán respetar las reglas de diversificación y limitación de inversiones del artículo 22. Asimismo, cada una de las entidades de capital riesgo o entidad extranjera en que se invierta no podrá tener invertido, a su vez, más del 10 por 100 de su activo en otras entidades de capital riesgo (74). En conclusión, ambas alternativas —el régimen general de inversión en entidades de capital riesgo y los fondos y sociedades de entidades de capital riesgo— se revelan como mecanismos de inversión disponibles tanto para las entidades de capital riesgo de régimen común como para las de régimen simplificado. En todo caso, con independencia de la vía elegida, las entidades de capital riesgo se erigen en vehículos genuinamente internacionales, al permitirse las inversiones tanto en entidades nacionales como extranjeras que desarrollen actividades propias de capital riesgo.

#### D) *El coeficiente de libre disposición*

Se entiende por coeficiente de libre disposición el resto del activo que no se encuentra sujeto al coeficiente

obligatorio de inversión. Dicho coeficiente de libre disposición se podrá mantener invertido en una amplia gama de productos financieros, o incluso en efectivo. Al amparo del artículo 21 de la Ley 25/2005, el coeficiente de libre disposición de una entidad de capital riesgo puede mantenerse en valores de renta fija negociados en mercados regulados o en mercados secundarios organizados; en participaciones en el capital de empresas distintas de las que son objeto de su actividad —incluidas participaciones en instituciones de inversión colectiva y entidades de capital riesgo que no cumplan lo dispuesto en el artículo 19—; en préstamos participativos; en financiación de cualquier tipo a empresas participadas que formen parte de su objeto social principal, 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, o, finalmente, en efectivo, teniendo presente que en aquellos supuestos en los que, estatutaria o reglamentariamente, se prevean reembolsos periódicos tal efectivo formará parte del coeficiente de liquidez, junto con los demás activos especialmente líquidos que precise el ministro de Economía y Hacienda o, con su delegación expresa, la CNMV (75).

#### E) *Las limitaciones de grupo y de diversificación*

La Ley 25/2005 viene a consolidar la regulación de las limitaciones de grupo introducida en nuestro ordenamiento jurídico a través de la Ley 1/1999, regulación que fue modificada por la Ley 44/2002, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero, realizando ahora tan solo algunas matizaciones referentes al activo. Como complemento del esquema básico de diseño de las inversiones, la Ley añade un conjunto de precisiones en materia de diversificación de riesgos (art. 22 Ley 25/2005). Así, en la misma línea que el texto de 1999, se establecen una serie de limitaciones en relación con entidades del mismo grupo, de tal modo que las entidades de capital riesgo no podrán invertir más del 25 por 100 de su activo computable en el momento de la inversión 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, habiéndose añadido que «en el caso de las entidades de capital riesgo de régimen simplificado los límites anteriores se extenderán al 40 por 100 de su activo tanto para la inversión en una misma empresa como en empresas pertenecientes al mismo grupo».

Con la Ley 44/2002 se dio nueva redacción al párrafo primero del artículo 18.2 de la Ley 1/1999, redacción que ha sido mantenida en esencia por el legislador de 2005 (art. 22 apartado dos). Así, las entidades de capital riesgo podrán invertir hasta el 25 por 100 de su acti-



vo en empresas pertenecientes a su grupo o al de su sociedad gestora, tal y como éste se define en el artículo 4 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, siempre que cumplan los siguientes requisitos: a) que los estatutos o reglamentos contemplen estas inversiones; b) que la entidad o, en su caso, su sociedad gestora disponga de un procedimiento formal, recogido en su reglamento interno de conducta, que permita evitar conflictos de interés y cerciorarse de que la operación se realiza en interés exclusivo de la entidad. La verificación del cumplimiento de estos requisitos corresponderá a una comisión independiente creada en el seno de su consejo o a un órgano independiente (76) al que la sociedad gestora encomiende esta función, y c) que en los folletos y en la información pública periódica de la entidad se informe con detalle de las inversiones realizadas en entidades del grupo (77).

No obstante, la Ley 25/2005, únicamente a los efectos previstos para las limitaciones de grupo y diversificación de las inversiones, ha restringido el concepto de empresas pertenecientes al grupo de la entidad de capital riesgo. En efecto, a tenor de lo dispuesto en el párrafo segundo del artículo 22 apartado dos, «tan sólo a los efectos previstos en este artículo se considerará que las empresas en las que participen directamente las entidades de capital riesgo, que cumplan los requisitos establecidos en el artículo 2 de la presente Ley, no son empresas pertenecientes al grupo de la entidad de capital riesgo de que se trate (78)».

Finalmente, la Ley 25/2005 (art. 24) prevé la posibilidad de establecer otros límites a las inversiones, toda vez que se faculta al ministro de Economía y Hacienda y, con su habilitación expresa, a la CNMV para que puedan establecer limitaciones a la inversión en determinados tipos de activos o actividades, un coeficiente mínimo de liquidez a mantener, en su caso, por las entidades de régimen común, así como determinar los conceptos contables que integran el activo computable, es decir, el activo de las entidades de capital riesgo a efectos de calcular los porcentajes previstos a lo largo de la Ley, y también establecer límites a la financiación ajena que puedan obtener las entidades de capital riesgo (79).

#### F) *Los incumplimientos temporales de las inversiones*

Los porcentajes previstos en la norma y referidos al coeficiente obligatorio de inversión, a la inversión en entidades de capital riesgo, a los fondos y sociedades de entidades de capital riesgo, al coeficiente de libre disposición en el caso de sociedades de capital riesgo y a las limitaciones de grupo y de diversificación de la inversión, se encuentran configurados en la Ley 25/2003, al igual que en su predecesora, como de carácter no absoluto. En efecto, dichos porcentajes podrán ser

incumplidos por las entidades de capital riesgo bien durante los primeros tres años, a partir de su inscripción en el correspondiente registro de la CNMV, bien durante veinticuatro meses, a contar desde que se produzca una desinversión característica del coeficiente obligatorio que provoque su incumplimiento, considerando que, en el supuesto de devolución de aportaciones a partícipes o socios, los coeficientes se computarán teniendo en cuenta el patrimonio inicial (art. 23 apartados uno y dos). La previsión *ex lege* de estos incumplimientos temporales de las inversiones encuentra su justificación en la existencia del llamado «coste de búsqueda de nuevos proyectos», el cual recogería la dificultad existente para encontrar proyectos empresariales adecuados donde invertir (80).

Por otra parte, cuando se produzca una ampliación de capital en una sociedad de capital riesgo, que no venga exigida por imperativo legal, o una nueva aportación de recursos a los fondos de capital riesgo, se podrán incumplir los coeficientes reseñados anteriormente durante los tres años siguientes a la ampliación de capital social o a la nueva aportación al fondo. Finalmente, se debe indicar que la CNMV podrá, con carácter excepcional, eximir del cumplimiento de los porcentajes previstos para el coeficiente obligatorio de inversión, para la inversión en entidades de capital riesgo, y para fondos y sociedades de entidades de capital riesgo, o autorizar la ampliación de los plazos a que se refiere el apartado uno del artículo 23 de la Ley 25/2005, a solicitud de las sociedades de capital riesgo o de la sociedad gestora, en atención a la situación del mercado y a la dificultad de encontrar proyectos para cubrir, adecuadamente, el porcentaje mencionado (81).

#### G) *Las específicas obligaciones de información de las entidades de capital riesgo de régimen común y otras obligaciones generales de información*

Las entidades de régimen común, sin perjuicio de las obligaciones de información establecidas con carácter general, deberán publicar para su difusión entre los partícipes una memoria anual, que estará integrada por las cuentas anuales, el informe de gestión y el informe de auditoría, así como un folleto informativo que habrá de editarse por la entidad con carácter previo a su inscripción en el registro administrativo oportuno. Tanto la memoria como el folleto deberán ser remitidos a la CNMV para el ejercicio de sus funciones de supervisión y registro, así como puestos a disposición de los partícipes en el domicilio social de la sociedad gestora del fondo de capital riesgo (art. 26 apartado uno Ley 25/2005). Asimismo, los partícipes y socios de una entidad de capital riesgo de régimen común tienen derecho a solicitar y obtener información completa, veraz, precisa y permanente sobre la entidad, el valor de las acciones



o participaciones, así como la posición del accionista o partícipe en la entidad (82).

Las sociedades de capital riesgo, las sociedades gestoras de entidades de capital riesgo, así como las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva que gestionen entidades de capital riesgo, deberán facilitar a la CNMV cuanta información 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 establezcan el ministro de Economía y Hacienda y, con su habilitación expresa, la propia CNMV. Se considerarán hechos específicamente relevantes para las entidades de capital riesgo los que afecten o puedan afectar significativamente a la consideración del valor de las acciones o participaciones y, en particular, toda circunstancia de carácter contingente que afecte a, o pueda influir significativamente en, la evolución de los negocios de las entidades participadas, su rentabilidad y su situación financiera, siempre que la inversión en la entidad afectada represente al menos un 5 por 100 del activo de la entidad de capital riesgo (art. 26 apartado tres Ley 25/2005).

H) *Las obligaciones contables de las entidades de capital riesgo y las de su sociedad gestora*

a) La confección de las cuentas anuales y del informe de gestión. Su remisión a la CNMV

Los administradores de las sociedades de capital riesgo o, en el caso de los fondos de capital riesgo, los de su sociedad gestora están obligados a formular o aprobar, dentro de los tres primeros meses de cada ejercicio, las cuentas anuales, la propuesta de distribución de beneficios y el informe de gestión. Dentro de los cuatro primeros meses de cada ejercicio, las sociedades de inversión o las sociedades gestoras, en el caso de los fondos de inversión, siempre que se trate de sociedades y fondos de régimen común, deberán remitir a la CNMV los citados documentos contables junto con el informe de auditoría. Tanto el informe de auditoría como las cuentas anuales auditadas de las entidades de capital riesgo tendrán carácter público. El ejercicio social se ajustará siempre al año natural (art. 26 apartado dos párrafo primero y tercero Ley 25/2005).

b) La obligación de auditoría y el nombramiento de auditor de cuentas

Las entidades de capital riesgo tienen la obligación de someter a informe de auditoría sus estados financieros conforme a lo establecido en la legislación sobre

auditoría de cuentas (art. 26 apartado cuatro Ley 25/2005). Las personas que deben ejercer la auditoría de cuentas serán designadas por la junta general de las sociedades de capital riesgo o por los administradores de las sociedades gestoras de los fondos de capital riesgo. La designación habrá de realizarse en el plazo de seis meses desde el momento de constitución de la entidad de capital riesgo y, en todo caso, antes del 31 de diciembre del primer ejercicio económico que haya de ser examinado, y recaerá en alguna de las personas o entidades a que se refiere el artículo 6 de la Ley 19/1988, de 12 de julio, de Auditoría de Cuentas (artículo 26 apartado dos párrafo segundo Ley 25/2005).

I) *La circunscripción del régimen de participaciones significativas a las entidades de régimen común*

El artículo 27 de la Ley 25/2005 regula el régimen de participaciones significativas, con la especialidad de que dicho régimen únicamente es aplicable a las entidades de capital riesgo de régimen común, y lo hace siguiendo lo dispuesto por el artículo 22 de la Ley 1/1999, que introdujo un importante cambio respecto a la regulación anterior. Así, el artículo 13 del Real Decreto-Ley 1/1986 prohibía que la participación directa o indirecta de cualquier socio fuera mayoritaria. Se trataba de una característica cuyo valor axiomático no dejó de suscitar algunas dudas en la doctrina, que observaba incluso cómo en el modelo norteamericano, inspirador de estas sociedades, el requisito de la participación minoritaria aparecía mitigado, e incluso podía llegar a no ser exigible (83). Ciertamente, ni el carácter minoritario de la participación de las sociedades de capital riesgo debería ser imprescindible para asegurar a los gestores de la sociedad participada el mantenimiento de la dirección empresarial, ni la compensación económica de su propio esfuerzo que busca el empresario innovador ha de depender necesariamente de su cuota de participación en el capital social, puesto que existen otras vías societarias o parasocietarias para lograr esa retribución, ni, en fin, la misma significación minoritaria del capital riesgo respecto de la cifra del capital de la sociedad participada garantiza la permanencia de una correlativa participación mayoritaria y no fragmentada en manos de un grupo empresarial (84).

En la actualidad, cuando un mismo socio o partícipe, por sí o por persona interpuesta, adquiera o transmita acciones o participaciones de una entidad de régimen común 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 la Ley 25/2005, deberá comunicarse a la entidad, 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. No obstante, se ha dispuesto asimismo que el ministro de Economía y Hacienda y, con su habilitación expresa, la CNMV podrán variar los porcentajes considerados participación significativa en aquellos supuestos en que lo consideren necesario, atendiendo a los intereses de los inversores y a las especialidades de este tipo de inversión.

#### J) *Las normas de conducta en la actividad de capital riesgo*

Las sociedades gestoras de entidades de capital riesgo y las sociedades de capital riesgo cuya gestión no esté encomendada a una sociedad gestora, así como quienes desempeñen cargos de administración y dirección en todas ellas, y sus empleados, estarán sujetos a las normas de conducta contenidas en el título VII de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores—sin perjuicio de las adaptaciones que, en su caso, apruebe el Ministro de Economía y Hacienda, o con su habilitación expresa, la CNMV—, así como a las contenidas en sus propios reglamentos internos de conducta. Sobre la base de esta última referencia, la Ley 25/2005 (art. 47) obliga a las entidades anteriormente indicadas a que elaboren un reglamento interno de conducta, de obligado cumplimiento, que regule la actuación de sus órganos de administración, dirección y empleados. Los reglamentos internos de conducta deberán desarrollar, en todo caso, los principios citados en la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores. El incumplimiento de lo previsto en los reglamentos internos de conducta, en cuanto su contenido sea desarrollo de los principios y requisitos del artículo 79 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, podrá dar lugar a la imposición de las correspondientes sanciones administrativas (85).

## IV. LAS SOCIEDADES Y LOS FONDOS DE CAPITAL RIESGO

### 1. Las sociedades de capital riesgo

#### A) *La sociedad de capital riesgo como sociedad anónima*

La participación en proyectos comerciales o industriales mediante aportaciones de capital riesgo se encuentra en los orígenes de la sociedad anónima y en su misma consolidación a partir del liberalismo económico e industrial. La idea de la temporalidad en la inversión no sólo se halla en las fórmulas asociativas y participativas que dieron impulso a la actividad marítima de explotación comercial, sino incluso en las más incipientes sociedades de capitales carentes del *fonds per-*

*petuel* que históricamente marca la frontera entre la inversión ocasional y la estabilización del capital. Y ni siquiera el camino del «interesamiento» en negocios ajenos sin el poder de gestión, que parece haber inspirado la configuración de las modernas sociedades de capital riesgo como inversores minoritarios, es un camino nuevo, aunque en su instrumentación se halle bastante alejado de la vieja fórmula de las cuentas en participación (86). No se trata, sin embargo, de descalificar por innecesaria la iniciativa del legislador. La mayoría de esas fórmulas se encuentra anclada en la historia y el resto pervive en el tráfico con muy escasa vitalidad. Se trata, más bien, de observar que el entramado básico de las sociedades de capital riesgo no está alejado de las razones históricas que en otro momento impulsaron el desarrollo de los tipos societarios y que su significación se agota en una manifestación más de la característica ductilidad de la sociedad anónima (87).

Debe quedar patente que las notas distintivas de la actividad financiera del capital riesgo no parecen exigir que las entidades protagonistas de ella reciban un tratamiento societario totalmente original y, por ello, radicalmente diferente de las figuras societarias ya acuñadas entre nosotros. La mejor prueba de ello la ofrecen los sistemas jurídicos que nos han precedido en la regulación del capital riesgo, sistemas que han construido tal regulación sobre un conjunto de especialidades y notas peculiares aplicables a las entidades afectadas, y no sobre el diseño de nuevas categorías societarias (88).

Las sociedades de capital riesgo son, por imperativo legal (art. 28 apartado uno Ley 25/2005) y, para algunos, por lógica conceptual del tipo (89), sociedades anónimas, esto es, se aplican al capital riesgo unos esquemas de organización muy experimentados y cuya eficacia ha quedado ya suficientemente contrastada (90). La Ley de Sociedades Anónimas (LSA), en su artículo 3 *in fine*, respeta de forma expresa la legislación especial que de manera específica regula las sociedades anónimas dedicadas a ciertas actividades (91). En efecto, en dicho precepto se establece que la sociedad anónima debe regirse, en primer lugar, por la «disposición que le sea específicamente aplicable» y, en segundo lugar, por la propia LSA. Esta previsión de carácter general sigue haciendo, por lo tanto, innecesaria la norma contenida en el artículo 28 apartado 2 de la Ley 25/2005, a tenor del cual «las sociedades de capital riesgo se registrarán 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 el Real Decreto legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre (92)». Esta expresa disposición nada aporta a la regulación de las sociedades de capital riesgo, por lo que el silencio del legislador al respecto hubiera sido la postura más coherente con el necesario respeto a una economía legislativa razonable.



## B) *El capital social*

Siguiendo una pauta ya habitual en el establecimiento de regímenes especiales para determinadas sociedades e instituciones mercantiles, la disciplina del capital riesgo acogió la técnica del capital mínimo especial. Así, de acuerdo con los artículos 23.2 y 24.1 de la Ley 1/1999 —versión inicial—, el patrimonio debía ser como mínimo de 275 millones de pesetas en el caso de los fondos y de 200 millones de capital si se configuraban como sociedades. Unas cantidades que, en principio, podían favorecer y favorecieron la aparición de nuevas entidades capitalistas de riesgo, obedeciendo la diferente cantidad exigida para las sociedades y para los fondos, al parecer, exclusivamente a razones de tradición (93).

La Ley 44/2002 introdujo una modificación meramente formal en la Ley 1/1999, como fue la denominación del capital social mínimo en euros, ya que no alteró la cuantía —1.200.000 euros equivale a 200.000.000 de pesetas (94)—, y una modificación más de fondo, cual fue que los desembolsos adicionales al capital social mínimo o las posteriores ampliaciones de éste podían realizarse en inmovilizados o activos financieros aptos para la inversión conforme al régimen de inversiones establecido en la propia norma (95). La Ley 25/2005, en esencia, camina por la misma senda de la reforma operada en 2002, disponiendo al respecto que el capital social suscrito mínimo será de 1.200.000 euros, debiéndose desembolsar en el momento de su constitución, al menos, el 50 por 100, y el resto en una o varias veces dentro del plazo de tres años desde la constitución de la sociedad. Los desembolsos del capital social mínimo deberán realizarse en efectivo, en activos aptos para la inversión de las entidades de capital riesgo o en bienes que integren su inmovilizado, no pudiendo superar estos últimos el 20 por 100 de su capital social. Los desembolsos adicionales al capital social mínimo o las posteriores ampliaciones de éste podrán realizarse, además, en inmovilizado o en activos financieros aptos para la inversión conforme a los artículos 18 y 21 de la norma de referencia. Por otra parte, el capital social debe estar dividido en acciones, representadas mediante títulos, en cuyo caso serán nominativas, o mediante anotaciones en cuenta; en el supuesto de las sociedades de capital riesgo de régimen simplificado, se permite la emisión de acciones de una clase distinta a la general de la sociedad, que sólo puedan ser suscritas por los promotores o fundadores (96).

## C) *La prohibición de remuneraciones o ventajas de los fundadores o promotores*

La norma recogida en el artículo 11 LSA —*ventajas de los fundadores*— es sustituida por una prohibición

absoluta de cualquier ventaja o remuneración a los fundadores o promotores en algunas disposiciones especiales, respecto a sociedades anónimas con determinado objeto, en el entendimiento de que la naturaleza de éste, debido al peculiar alcance económico de sus actividades constitutivas, es incompatible con el mantenimiento de estas cargas financieras y/o con la situación de privilegio que representan (97). Éste es el caso, por ejemplo, de las sociedades bancarias (art. 2.1 e) Real Decreto 1245/1995, de 14 de julio).

Con el artículo 23.4 de la Ley 1/1999 quedaron prohibidas también para las sociedades de capital riesgo las remuneraciones o ventajas de los fundadores o promotores previstas en la LSA. Ahora bien, nuestro legislador no se estaba planteando con esta norma los inconvenientes y posibles abusos a que pudiera llevar el establecimiento de ventajas para los fundadores o promotores de la sociedad anónima (98), sino que simplemente se estaba dejando llevar por la inercia de las disposiciones de otras sociedades anónimas especiales (99). En la actualidad, la Ley 25/2005 (art. 28 apartado cinco) continúa prohibiendo las remuneraciones o ventajas de los fundadores o promotores. Sin embargo, como hemos visto en el epígrafe anterior, el legislador de 2005 prevé para el caso de las sociedades de capital riesgo de régimen simplificado la posibilidad de emitir acciones de una clase distinta a la general de la sociedad que sólo puedan ser suscritas por los promotores o fundadores, dejando, por consiguiente, la puerta abierta para el establecimiento de ventajas de los fundadores o promotores.

## D) *Las previsiones específicas en los estatutos sociales*

Por imperativo legal, en los estatutos de las sociedades de capital riesgo debe contemplarse, además de las especificaciones previstas por la LSA, 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 entidad de capital riesgo o una sociedad gestora de instituciones de inversión colectiva (art. 28 apartado seis Ley 25/2005). Ahora bien, junto a las menciones indicadas, debe tenerse en cuenta que el artículo 10 LSA permite incluir en la escritura, y por consiguiente también en los estatutos en cuanto parte integrante de ésta, todos aquellos «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 anónima».

Sin duda, el inversor dispone en nuestro ordenamiento de todo un conjunto de derechos que tienen expreso reconocimiento legal, al tiempo que también nuestra



legislación de sociedades anónimas depara, protección al accionista minoritario. No obstante, los derechos y la protección referidos no parecen suficientes para el caso de inversores tan especialmente interesados en el negocio como son los inversores de capital riesgo (100). Es por ello necesario que en el contrato en que se plasme la inversión de capital riesgo se impongan a los beneficiarios determinadas obligaciones con la finalidad de asegurar al inversor que el negocio va a seguir unas determinadas políticas consideradas por éste como esenciales para el éxito del proyecto, por una parte, y asegurarle también que va a disponer en todo momento de eficaces mecanismos de control, por otra (101). Esta «protección adicional» debería ser recogida en los estatutos de la sociedad. Es decir, que no se trate sólo de una protección meramente contractual y externa, sino de una protección estatutaria (102).

E) *Los criterios para la determinación del valor del patrimonio de la sociedad y del valor liquidativo de las acciones*

Una norma ciertamente novedosa de la Ley 25/2005 es la referente a la valoración del patrimonio y a la determinación del valor liquidativo de las acciones de las sociedades de capital riesgo. En efecto, el artículo 29 dispone que el valor del patrimonio de la sociedad de capital riesgo será el resultado de deducir de la suma de sus activos reales las cuentas acreedoras, determinándose el valor de éstas y aquéllos conforme a los criterios que determinen el ministro de Economía y Hacienda y, con su habilitación expresa, la CNMV; y el valor liquidativo de cada acción será el resultado de dividir el patrimonio neto de la sociedad por el número de acciones en circulación.

F) *La delegación de la gestión*

Las sociedades de capital riesgo pueden desarrollar su objeto social por ellas mismas o a través de una sociedad gestora. Es decir, las sociedades pueden asimilarse en este sentido a los fondos y ser gestionadas por una sociedad de tal naturaleza. Para ello, las sociedades de capital riesgo podrán recoger en sus estatutos sociales la posibilidad de que la gestión de sus activos, previo acuerdo de la Junta General o, por su delegación, el Consejo de Administración, la realice una sociedad gestora de entidades de capital riesgo o una sociedad gestora de instituciones de inversión colectiva o una entidad habilitada para prestar el servicio de inversión a que se refiere la letra d) del apartado 1 del artículo 63 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores. El eventual acuerdo será elevado a escritura pública e inscrito en el Registro Mercantil y en el correspondiente registro administrativo, no eximien-

do a los órganos de administración de la sociedad de ninguna de las obligaciones y responsabilidades que la normativa vigente les impone. La designación de la sociedad gestora será efectiva a partir del momento de la inscripción en el registro administrativo del eventual acuerdo adoptado por el órgano competente (103).

## 2. Los fondos de capital riesgo

A) *La constitución y la administración de fondos de capital riesgo*

Los fondos de capital riesgo son patrimonios separados sin personalidad jurídica, pertenecientes a una pluralidad de inversores, cuya gestión y representación corresponde a una sociedad gestora, que ejerce las facultades de dominio sin ser propietaria del fondo (104). La dirección y administración de los fondos de capital riesgo se regirá por lo dispuesto en el reglamento de gestión de cada fondo, debiendo 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 se fijan, en este último supuesto, en la Ley 25/2005. 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 (artículo. 36).

La condición de partícipe se adquiere mediante la realización de la aportación al fondo común. El objetivo principal de los fondos de capital riesgo es idéntico al de las sociedades de capital riesgo, y en todo caso corresponde a una sociedad gestora la realización de las actividades de la entidad. El patrimonio mínimo inicial de estos fondos es de 1.650.000 euros, y tanto las aportaciones para la constitución inicial como las posteriores del patrimonio se deben realizar exclusivamente en efectivo. El patrimonio de los fondos de capital riesgo se constituye con las aportaciones de los partícipes y sus rendimientos. Los partícipes no responden por las deudas del fondo sino hasta el límite de lo aportado, así como el patrimonio del fondo no responde por las deudas de los partícipes ni de las sociedades gestoras. El patrimonio estará dividido en participaciones de iguales características que conferirán a su titular un derecho de propiedad sobre el mismo. Dichas participaciones serán nominativas, tendrán la consideración de valores negociables y podrán estar representadas mediante títulos o anotaciones en cuenta. En el caso de los fondos de capital riesgo de régimen simplificado, se permitirá la emisión de participaciones con características distintas a las participaciones generales del fondo, que sólo podrán ser suscritas por los promotores o fundadores (arts. 32 y 33 Ley 25/2005).



El fondo se constituirá mediante la puesta en común del efectivo que integrará su patrimonio. El contrato de constitución podrá formalizarse en escritura pública o en documento privado, habrá de ser inscrito en el registro administrativo de la CNMV y en él deberá constar expresamente su denominación, objeto, patrimonio en el momento de su constitución, nombre y domicilio de la sociedad gestora, así como su reglamento de gestión. La Ley 25/2005 encomienda al ministro de Economía y Hacienda y, con su habilitación expresa, a la CNMV la confección del modelo normalizado de reglamento de gestión del fondo de capital riesgo de régimen común, exigiendo que se recoja en él como mínimo una serie de extremos (art. 34). La sociedad gestora emitirá y reembolsará las participaciones en el fondo de acuerdo con las condiciones establecidas en su reglamento de gestión. 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 y, con su habilitación expresa, la CNMV. La sociedad gestora podrá gestionar por cuenta del emisor la suscripción y reembolso de participaciones en fondos de capital riesgo, así como, por cuenta ajena, su transmisión (art. 35 Ley 25/2005).

*B) Los criterios para la determinación del valor del patrimonio del fondo y del valor liquidativo de las participaciones*

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 y, con su habilitación expresa, la CNMV. El valor liquidativo de cada participación será el resultado de dividir el patrimonio neto del fondo por el número de participaciones en circulación. 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 (art. 37 Ley 25/2005).

*C) La fusión de fondos*

La Ley 25/2005 (art. 38), en la línea de su predecesora, posibilita la fusión de fondos de capital riesgo, ya sea mediante la absorción, ya con la creación de un nuevo fondo. A este respecto, es preciso recordar que el régimen de fusión no estaba contemplado en el proyecto que dio origen a la Ley 1/1999, y fue introducido en el Congreso mediante una enmienda —la núm. 77— del Grupo Parlamentario Popular, siendo su justificación la siguiente: «los fondos de capital riesgo podrán

beneficiarse de las economías de escala que puede implicar la fusión, con la consiguiente reducción de costes, al tiempo que mejorará la diversificación de riesgos implícitos a la actividad de capital riesgo. Otra ventaja es que puede evitar la disolución y liquidación de algunos fondos existentes con el consiguiente beneficio para las sociedades que estén financiadas por aquéllos (105)».

*D) La disolución y liquidación de los fondos*

El fondo de capital riesgo quedará disuelto, abriéndose en consecuencia el período de liquidación, por el cumplimiento del término o plazo, por el cese de su gestora sin que otra asuma la gestión o por las causas que se establezcan en su reglamento de gestión. El acuerdo de disolución deberá ser comunicado inmediatamente a la CNMV, quien procederá a su publicación, debiendo además ser comunicado de forma inmediata a los partícipes. Disuelto el fondo y, en consecuencia, abierto el período de liquidación, quedarán suspendidos los derechos de reembolso y de suscripción de participaciones. La liquidación del fondo se realizará por su sociedad gestora. La CNMV podrá condicionar la eficacia de la disolución o sujetar el desarrollo de la misma a determinados requisitos, con el fin de disminuir los posibles perjuicios que se ocasionen en las entidades participadas (art. 39 Ley 25/2005) (106).

## **V. LAS SOCIEDADES GESTORAS DE ENTIDADES DE CAPITAL RIESGO**

### **1. Su delimitación**

El artículo 19 del originario Real Decreto-Ley 1/1986 estaba dedicado a la regulación de las sociedades gestoras, si bien dicho precepto fue derogado por la Ley 3/1994 (107). Con posterioridad, a través de la Ley 1/1999, las sociedades gestoras de entidades de capital riesgo recibieron una específica regulación (108), que ha sido mantenida en esencia y ampliada por la Ley 25/2005. 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, pudiendo realizar además como actividad complementaria tareas de asesoramiento a las empresas no financieras definidas en el artículo 2 de la Ley 25/2005. Las sociedades gestoras se registrarán por lo dispuesto en dicha 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, y por la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva (art. 40).



No sólo podrán gestionar fondos de capital riesgo y activos de sociedades de capital riesgo las sociedades gestoras de entidades de capital riesgo, sino también las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva (109), así como las entidades habilitadas para prestar el servicio de inversión a que se refiere la letra d) del artículo 63.1 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, si bien, en este último caso, la facultad se circunscribe únicamente a los activos de una sociedad de capital riesgo, y no a fondos. Las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva que pretendan gestionar entidades de capital riesgo deberán presentar en la CNMV, junto a la solicitud de autorización (110) de modificación de sus estatutos sociales correspondiente, una memoria descriptiva que acredite el cumplimiento de los requisitos del apartado dos del artículo 10 de la Ley 25/2005 (art. 41).

Los requisitos exigidos por Ley 25/2005 para las sociedades gestoras de entidades de capital riesgo no difieren sustancialmente de los precisados en general para las entidades de capital riesgo, realizando continuamente el artículo 42 remisiones a los correspondientes preceptos. Las sociedades gestoras de entidades de capital riesgo actuarán en interés de los partícipes o accionistas en las inversiones y patrimonios que gestionen, siendo responsables frente a aquéllos de todos los perjuicios que les causaren por el incumplimiento de las obligaciones establecidas en la Ley 25/2005 (cfr. art. 43, precepto que, por otra parte, fija las funciones de las sociedades gestoras de entidades de capital riesgo).

## **2. La sustitución de sociedades gestoras. El supuesto obligatorio de la declaración de concurso**

Las sociedades gestoras de entidades de capital riesgo podrán promover su sustitución, cuando lo estimen procedente, mediante solicitud formulada conjuntamente con la nueva sociedad gestora ante la CNMV, en la que la nueva sociedad gestora se manifieste dispuesta a aceptar tales funciones. En caso de declaración de concurso de la sociedad gestora, la administración concursal deberá solicitar el cambio conforme al procedimiento reseñado anteriormente. Sin embargo, la CNMV podrá acordar dicha sustitución, bien cuando no sea solicitada por la administración concursal, dando inmediata comunicación de ella al juez del concurso, o bien, en caso de cese de actividad, por cualquier causa. De no producirse la aceptación de la nueva gestora en el plazo de un mes, los fondos de capital riesgo gestionados quedarán disueltos. Los efectos de la sustitución se producirán desde el momento de la inscripción de la modificación reglamentaria o estatutaria en la CNMV. En los supuestos citados, los partícipes, dentro de los trein-

ta días naturales siguientes a la sustitución, podrán liberar sus participaciones en un fondo de capital riesgo sin cargos ni comisión alguna (art. 45 Ley 25/2005).

## **3. La delegación de la gestión**

En la misma línea que lo dispuesto para las sociedades de capital riesgo, si bien de una manera más restringida, la Ley 25/2005 (art. 46) prevé la posibilidad de que las sociedades gestoras de entidades de capital riesgo deleguen la gestión de los fondos de capital riesgo y de los activos de sociedades de capital riesgo que administren. Así, previa autorización de la CNMV, las sociedades gestoras de entidades de capital riesgo podrán subcontratar a una tercera entidad parte de la gestión de los activos de los fondos de capital riesgo que gestionen y de las sociedades de capital riesgo que administren, sin que la responsabilidad de las sociedades gestoras de entidades de capital riesgo se vea afectada por ello; las sociedades gestoras de entidades de capital riesgo serán solidariamente responsables ante los partícipes o accionistas de los perjuicios que se pudieran derivar de la actuación de la otra entidad. Cuando se trate de los activos de sociedades de capital riesgo, en caso de que la contratación hubiera sido impuesta por ésta, lo que deberá acreditarse mediante el correspondiente acuerdo de la Junta General de Accionistas o, por delegación expresa de ésta, del Consejo de Administración, las sociedades gestoras de entidades de capital riesgo no serán responsables ante los accionistas de los perjuicios que pudieran derivarse de dicha contratación.

Las sociedades gestoras de entidades de capital riesgo podrán asimismo subcontratar las funciones a que se refiere el citado artículo 46 de la Ley 25/2005 con otras sociedades gestoras de entidades de capital riesgo, con sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva, con entidades habilitadas para prestar el servicio de inversión previsto en el artículo 63.1.d) de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, o con entidades similares domiciliadas en otros estados miembros de la OCDE que no tengan la consideración de paraíso fiscal ni sean países o territorios cuyas autoridades se nieguen a intercambiar información con las autoridades españolas sobre las materias reguladas en la Ley 25/2005, siempre que se acredite que ofrecen unas garantías no inferiores a las exigidas a las anteriores y estén habilitadas para la gestión del tipo de institución o de activos objeto de la delegación.

En todo caso, la CNMV se encuentra facultada para establecer los requisitos que hayan de cumplir estos contratos de delegación de la gestión, contratos que, en todo caso, deberán garantizar la continuidad en la administración de los activos de modo que aquéllos no que-



den resueltos por la mera sustitución de las sociedades gestoras de entidades de capital riesgo, salvo que al acordar dicha sustitución se decida también la de la sociedad que gestiona los activos de la entidad (111).

## NOTAS

(1) Para ser más precisos, la regulación de las sociedades de promoción de empresas constituyó el primer compromiso, propiamente dicho, en materia de legislación de capital riesgo en España, y fue realizada a través de tres escalones temporales sucesivos: la referida en texto Ley del Impuesto de Sociedades, de 27 de diciembre de 1978 (art. 26.8), el Real Decreto 3061/1979, de 29 de diciembre, sobre el régimen de la inversión empresarial, y el Real Decreto 2631/1982, de 15 de octubre, que aprobaba el Reglamento del Impuesto sobre Sociedades (arts. 243 a 252). No obstante, retrotrayendo los antecedentes legislativos del capital riesgo, la Ley 25/2005, de 24 de noviembre, reguladora de las Entidades de Capital Riesgo y sus Sociedades Gestoras, señala como primer precedente de las sociedades de capital riesgo el Decreto-Ley 18/1976, de 8 de octubre, de ordenación económica y medidas económicas (cfr. Exposición de motivos III).

(2) En este sentido, AGUILAR FERNÁNDEZ-HONTORIA, J., «La entrada en escena del “Capital-Riesgo”: el Real Decreto-Ley 1/1986, de 14 de marzo: un primer paso a rectificar y superar», BCE, núms. 4-6, 1986: 37, señalaba que la regulación del capital riesgo debería haber sido objeto de una ley ordinaria, tanto por razones jurídico formales de respeto al sistema de fuentes como porque el procedimiento legislativo es el cauce más idóneo para medir y preparar detalladamente el alcance de las regulaciones que se estima conveniente introducir en una comunidad.

(3) Vid. MARTÍN MENDOZA, J. L., *El capital-riesgo: Un sistema innovador de financiación*, Barcelona, 1988: 56.

(4) Cfr. EMBID IRUJO, J. M., «Aproximación al significado jurídico de las sociedades y fondos de capital-riesgo», *RDBB*, núm. 22, 1986: 369.

(5) Vid. MADRID PARRA, A., «Aspectos jurídicos del capital riesgo», en *Perspectivas del Sistema Financiero*. Monográfico sobre el capital riesgo en España, núm. 67, 1999: 75. Puede encontrarse este trabajo, asimismo, en el *Libro homenaje al profesor Fernando Sánchez Calero (Derecho de sociedades)*, vol. IV, Madrid, 2002: 4131 y siguientes, y en «Régimen jurídico-mercantil de las entidades de capital-riesgo», *Academia Sevillana del Notariado*, T. XIII, Madrid, 2003: 349 y siguientes.

(6) Apréciase esta evolución en la información proporcionada por la Comisión Nacional del Mercado de Valores a través de su página web: [www.cnmv.es](http://www.cnmv.es).

(7) Vid. las ilustrativas referencias a la importancia que la actividad de capital riesgo —desde un punto de vista económico— está teniendo hoy en día en nuestro país: RODRÍGUEZ ARTIGAS, F., «Artículo 1», en *Comentarios a la Ley 25/2005, de 24 de noviembre, reguladora de las entidades de capital-riesgo y sus sociedades gestoras* (IGLESIAS PRADA; DÍAZ RUIZ, dirs.), Pamplona, 2006: 23 a 25. Como asimismo se ha puesto de manifiesto, este conjunto de datos invita a pensar que nuestro mercado de capital riesgo ya está consolidado. Sic. MARTÍ PELLÓN, J., «Imperfecciones en el mercado español de capital-riesgo», *Perspectivas del Sistema Financiero*, núm. 86, 2006: 73 y siguientes.

(8) Exposición de motivos, párrafo primero *in fine*.

(9) A este respecto, la reforma hacía posible que los citados vehículos de inversión mantuvieran en su activo acciones de sociedades que no cotizaban en el momento de su adquisición y que posteriormente hubieran pasado a negociarse en alguna Bolsa. Asimismo, la reforma facilitaba que las entidades de capital riesgo invirtieran en empresas

de su grupo, en el supuesto de que cumplieren ciertos requisitos de transparencia, y con la norma de referencia se agilizaba la operativa de estas entidades permitiendo realizar aportaciones en especie a su capital con posterioridad a su constitución. Finalmente, se aseguraba que las operaciones societarias de una sociedad de capital riesgo, o que den lugar a una de ellas, estuvieran sujetas al debido control por el organismo correspondiente. Acerca de las novedades que incluyó la Ley de Medidas de Reforma del Sistema Financiero en materia de capital riesgo, vid. LARA GONZÁLEZ, R., «El capital-riesgo en la Ley 44/2002, de 22 de noviembre», *AC*, núm. 15, 2002: 35 y sigs.; GARCÍA MANDALÓNIZ, M., «Un cambio en la definición de “capital-riesgo”: artículo 19 párrafo primero de la Ley Financiera», *RDBB*, núm. 90, 2003: 91 y sigs., así como PADEIRA ROMERO, J., «Instituciones de inversión colectiva y entidades de capital riesgo», en *Comentario a la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero* (SÁNCHEZ-CALERO; SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, coords.), Pamplona, 2003: 375 y sigs. Asimismo, cfr. GRIMA FERRADA, J., «El capital-riesgo como alternativa de financiación de la empresa», en *El patrimonio familiar, profesional y empresarial. Sus protocolos* (GARRIDO MELERO; FUGARDO ESTIVILL, coords., VICENT CHULIÁ, coord. sectorial), TV, Barcelona, 2005: 365 y siguientes.

(10) Disposición relativa al régimen de determinadas cesiones de crédito.

(11) Norma que versa sobre la adquisición de activos fijos situados o recibidos en el archipiélago canario, utilizados en el mismo y necesarios para el desarrollo de actividades empresariales del sujeto pasivo, y ello en el marco de la Ley 19/1994, de 6 de julio, por la que se modifica el Régimen Económico y Fiscal de Canarias.

(12) Una vez más vuelve a tener pleno sentido la reflexión realizada por algún autor en nuestra doctrina cuando, al analizar la Ley 1/1999, puso de manifiesto que 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, constituyendo esta materia una excepción a la máxima por la cual se afirma que el Derecho va a la zaga de la realidad. Sic. MADRID PARRA, A., «Aspectos jurídicos del capital-riesgo», *cit.*: 74.

(13) Exposición de motivos (II *in fine*).

(14) Exposición de motivos (III *in fine*).

(15) Aunque, como se ha puesto de relieve por la doctrina, a pesar de las reiteradas alusiones en la Exposición de motivos a las inversiones en I+D+i, en el articulado de la Ley 25/2005 no se hace ninguna mención a ellas, como tampoco se alude a las pequeñas y medianas empresas. Sic. ESPÍN GUTIÉRREZ, C., «La nueva regulación del capital-riesgo en la Ley 25/2005, de 24 de noviembre», *RdS*, número 26, 2006.

(16) Cfr. el «Plan de Acción para el Capital-Riesgo (1998-2003)» cuyo objetivo estribaba precisamente en promover una acción coordinada a escala comunitaria con el fin de estimular la expansión de los mercados de capital de riesgo —Comunicación de la Comisión, de 31 de marzo de 1998 «El capital de riesgo: clave de la creación de empleo en la Unión Europea» (SEC-1998 —552 final— no publicada en el Diario Oficial). En calidad de trabajos posteriores de esta misma naturaleza es preciso tener en cuenta los siguientes: la Comunicación de la Comisión al Consejo y al Parlamento Europeo, de 4 de noviembre de 2003, sobre la aplicación del plan de acción para el capital riesgo (PACR) [COM (2003) 654-no publicada en el *Diario Oficial*]; la Comunicación de la Comisión al Consejo y al Parlamento Europeo, de 16 de octubre de 2002, sobre la aplicación del plan de acción para el capital riesgo (PACR) [COM (2002) 563-no publicada en el *Diario Oficial*]; la Comunicación de la Comisión al Consejo y al Parlamento Europeo, de 25 de octubre de 2001, sobre la aplicación del plan de acción sobre capital riesgo (PACR) [COM (2001) 605 final-no publicada en el *Diario Oficial*]; la Comunicación de la Comisión al Consejo y al Parlamento Europeo, de 20 de octubre de 1999, denominada «Capital riesgo: propuesta para proseguir la ejecución del plan de acción»



[COM (1999) 493-no publicado en el *Diario Oficial*]; y la Comunicación de la Comisión, de 11 de mayo de 1999, denominada «Aplicación del marco de acción de los servicios financieros: plan de acción» [COM (1999) 232-no publicada en el *Diario Oficial*].

(17) No obstante, la Ley 25/2005 establece una disposición final quinta rubricada «Desarrollo reglamentario» por la cual se faculta al Gobierno para aprobar las disposiciones que, en su caso, fueran necesarias a fin de ejecutar y cumplir debidamente la propia ley, habilitándole asimismo para actualizar el importe de las sanciones imponibles recogidas en la norma. Por otra parte, se faculta al ministro de Economía y Hacienda, y con su habilitación expresa a la CNMV, para, previo informe del ICAC, establecer y modificar, en relación con las entidades de capital riesgo y sus sociedades gestoras, las normas contables y los modelos a los que deberán ajustar sus cuentas anuales.

(18) Se ha señalado que la CNMV es la organismo de carácter público que tiene atribuida la función de supervisión, inspección y sanción de las sociedades y fondos de capital riesgo y de sus sociedades gestoras. Esta atribución no constituye una aplicación sectorial del principio general del mercado de valores, que atribuye a dicha CNMV «la supervisión e inspección de los mercados de valores y de la actividad de cuantas personas físicas y jurídicas se relacionan en el tráfico de los mismos, el ejercicio sobre ellas de la potestad sancionadora y las demás funciones que se le atribuyen en esta Ley» (art. 13, párrafo primero LVM), sencillamente porque las entidades de capital riesgo no tienen necesariamente que estar relacionadas con el mercado de valores. Es cierto que la CNMV se ha revelado como un organismo operativo y eficaz en la inspección, sanción y supervisión de nuestros mercados de valores. La experiencia y profesionalización de sus efectivos humanos y profesionales parece hacerla especialmente idónea para desarrollar sus cometidos también en el terreno de capital riesgo. Sin embargo, dada la relación netamente indirecta entre la CNMV y las entidades de capital riesgo, pensamos que la atribución de competencias a dicha entidad pública ha respondido más a razones de una malentendida similitud con otras instituciones del mercado financiero que a un claro encuadre de las entidades de capital riesgo dentro de las finalidades y competencias propias de la CNMV. *Sic.* LARA GONZÁLEZ, R., «Aspectos societarios de la actividad de capital riesgo», *Rev. Jca. Nav.*, núm. 33-1, 2002: 110 y 111.

(19) Exposición de motivos (IV). Cfr., asimismo, acerca de las principales novedades introducidas por la Ley 25/2005, PALÁ LAGUNA, R.; VIVANCOS GASSET, F., «Entidades de capital riesgo y sus sociedades gestoras. Principales novedades introducidas por la Ley 25/2005, de 24 de noviembre, reguladora de las entidades de capital-riesgo y sus sociedades gestoras», *Notas de Actualidad*, Ramón & Cajal Abogados, diciembre 2005: 6 y siguientes.

(20) Por exceder del ámbito de nuestro estudio, únicamente haremos referencia al ya de por sí acusado régimen de control público al que se someten las entidades de capital riesgo, en consonancia con lo que sucede con aquellas instituciones que actúan en los mercados financieros. La Ley 25/2005 dedica el capítulo II del título IV (arts. 48 a 54) a regular la «supervisión, inspección y sanción», identificando a los sujetos pasivos de dicho régimen así como a los posibles responsables de las infracciones administrativas por vulneración de la mencionada ley, así como las competencias de la CNMV y del Consejo de Ministros en la materia y, finalmente, la habitual y necesaria tipificación y clasificación de las infracciones y la identificación de sus correspondientes sanciones. Para un estudio del régimen de supervisión, inspección y sanción, *vid.* MAGIDE HERRERO, M., «Artículos 48 a 51», en *Comentarios a la Ley 25/2005, de 24 de noviembre, reguladora de las entidades de capital-riesgo y sus sociedades gestoras* (IGLESIAS PRADA; DÍAZ RUIZ, dirs.), Pamplona, 2006: 384 y sigs., y GARCÍA SANZ, J., «Artículos 52 a 54», en *Comentarios a la Ley 25/2005, de 24 de noviembre, reguladora de las entidades de capital-riesgo y sus sociedades gestoras* (IGLESIAS PRADA; DÍAZ RUIZ, dirs.), Pamplona, 2006: 414 y siguientes.

(21) MADRID PARRA, A., «Aspectos jurídicos del capital-riesgo», *cit.*: 69 y 70.

(22) De acuerdo con el propio artículo 1, la Ley 25/2005 será de aplicación a los tres institutos jurídicos citados que se hayan constituido de acuerdo con lo previsto en el título I de la propia ley. Ello ha obligado al legislador a establecer una disposición transitoria con el fin de prever un plazo de adaptación a la nueva normativa de las entidades ya existentes, a tenor de la cual «las entidades de capital riesgo autorizadas antes de la entrada en vigor de esta Ley se adaptarán a la nueva regulación en el plazo de un año, a partir de la entrada en vigor de esta Ley». Ahora bien, el tenor literal de la disposición transcrita deja, en principio, fuera de este deber de adaptación a las sociedades gestoras de capital riesgo constituidas al amparo de la Ley 1/1999. Ahora bien, una interpretación coherente de la norma nos lleva a sostener que también las mencionadas sociedades gestoras tienen la obligación de adaptarse en el plazo fijado para las entidades de capital riesgo, dado que, de lo contrario, quedarían fuera del ámbito de aplicación de la Ley 25/2005.

(23) En la misma línea que lo hacía la Ley 1/1999 en su artículo 31, si bien con una sistemática diferente, habida cuenta de que la vigente Ley alude a las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva que gestionen entidades de capital-riesgo en el propio precepto correspondiente al ámbito de aplicación de la Ley, mientras que en la anterior normativa se hacía referencia a las mismas fundamentalmente en sede de sociedades gestoras de entidades de capital riesgo.

(24) *Vid.* un análisis detallado de este precepto en HOEDL EIGER, C., «Artículo 4», en *Comentarios a la Ley 25/2005, de 24 de noviembre, reguladora de las entidades de capital-riesgo y sus sociedades gestoras* (IGLESIAS PRADA; DÍAZ RUIZ, dirs.), Pamplona, 2006: 83 y siguientes.

(25) Cfr. HOEDL EIGER, C., «Artículo 16», en *Comentarios a la Ley 25/2005, de 24 de noviembre, reguladora de las entidades de capital-riesgo y sus sociedades gestoras* (IGLESIAS PRADA; DÍAZ RUIZ, dirs.), Pamplona, 2006: 181 y 182.

(26) *Vid.* el análisis de esta obligación, así como los criterios para la determinación del domicilio de las entidades de capital riesgo, en RODRÍGUEZ ARTIGAS, F., «Artículo 5», en *Comentarios a la Ley 25/2005, de 24 de noviembre, reguladora de las entidades de capital-riesgo y sus sociedades gestoras* (IGLESIAS PRADA; DÍAZ RUIZ, dirs.), Pamplona, 2006: 112 y siguientes.

(27) De acuerdo con DE LA PUENTE MARTÍN, J. A., «La nueva regulación del capital riesgo en España», *Impuestos*, núm. 23, 1999: 21, resulta interesante la cuestión del reconocimiento que nuestra Administración, fundamentalmente la tributaria, pueda hacer de las entidades de capital riesgo no domiciliadas en España; o, lo que es más importante, el tratamiento fiscal que se pueda hacer, tanto en sede de las entidades de capital riesgo como en la de sus socios o partícipes, de los rendimientos que generen y de su posterior distribución.

(28) *Vid.* RODRÍGUEZ ARTIGAS, F., «Artículo 6», en *Comentarios a la Ley 25/2005, de 24 de noviembre, reguladora de las entidades de capital-riesgo y sus sociedades gestoras* (IGLESIAS PRADA; DÍAZ RUIZ, dirs.), Pamplona, 2006: 122 y siguientes.

(29) Opinión compartida con IGLESIAS PRADA, J. L., «Aproximación al estudio de las sociedades de capital-riesgo», *RDM*, 1989: 45 y 46, y URÍA MERUÉDANO, R., «La problemática de los contratos de capital-riesgo en España», en *La financiación capital-riesgo (venture capital) y el desarrollo de nuevas empresas*, Madrid, 1984: 83.

(30) *Vid.* IGLESIAS PRADA, J. L., «Aproximación al estudio de las sociedades de capital-riesgo», *cit.*: 46, si bien, haciendo únicamente referencia a las sociedades de capital riesgo.

(31) En concreto y por todos, CASILDA BÉJAR, R., «El financiamiento de la PYME», *BEICE*, 1992: 2608 y sigs., y CARVAJO VASCO, D.; LÓPEZ CORRAL, A. M., «Medidas de apoyo a las PYME. En la aportación española a la iniciativa europea de crecimiento», *BEICE*, 1993: 2153 y siguientes.



(32) STEDLER, H.; PETERS, H. H., «Venture Capital. Ein zukunftsorientiertes Finanzierungsinstrument», *ZfgK*, núm. 21, 1983: 988 y siguientes, así como NEUBER, F., «Risiko-kapital und geistiges Capital», *ZfgK*, núm. 4, 1984: 135.

(33) Cfr. FELS, G., «Más capital riesgo para la empresa privada», *ESIC-Market*, núm. 47, 1985: 5 y sigs., y GARCÍA ECHEVARRÍA, S., «Capital riesgo para la empresa española», *AD*, núm. 158, 1991: 111 y siguientes.

(34) EILENBERGER, G., «Zur Notwendigkeit von Venture-Capital-Finanzierungen», *Die Bank*, núm. 4, 1984: 184 y 185.

(35) Vid. CARLI, G., «Trasformazioni reali e trasformazioni finanziarie», en *Le banche e il capitale di rischio: speranze o illusioni?*, Bologna, 1984: 19 y sigs.

(36) Instituto de Crédito Oficial, *Capital riesgo. Concepto y evolución. La actividad del ICO en capital riesgo*: *AXIS*, Madrid, 1995: 9, y MARTÍ PELLÓN, J., «La capitalización de PYMES mediante capital riesgo: Problemas existentes y propuestas para su consolidación en España», *Ec. Ind.*, núm. 294, 1993: 93 y sigs. En opinión de CASILDA BÉJAR, R., «Instituciones no bancarias y financiación de las PYME», *BEICE*, 1992: 3271 y 3272, las razones fundamentales por la que el capital riesgo va destinado a las PYME son las siguientes: en primer lugar, las grandes empresas obtienen la financiación que les es necesaria: de la Bolsa, de las empresas de las que son filiales, o bien ellas mismas. Son lo suficientemente fuertes como para autofinanciarse casi al 100 por 100; en segundo lugar, desde el punto de vista de la sociedad inversora, no es interesante participar en proyectos de grandes empresas, pues la facultad de crecer rápidamente multiplicando varias veces sus dimensiones en pocos años pertenece a la PYME. La gran empresa siempre puede crecer, pero lo hará lentamente, lo cual se aparta de una de las principales directivas de capital riesgo: la inversión a corto plazo; y, en tercer lugar, el capital aportado por la sociedad inversora tiene una vocación de temporalidad, es decir que, transcurrido un período de tiempo no demasiado largo, la sociedad inversora desaparecerá del accionariado de la sociedad receptora, habiendo obtenido un beneficio en forma de plusvalía.

(37) Definición formulada en la Exposición de motivos de la Ley 1/1999 y mantenida en la Exposición de motivos (III párrafo tercero *in fine*) de la Ley 25/2005. De forma lacónica, se ha definido también el capital riesgo como «empresariado financiero», en concreto, ZORITA LEES, M., «El nuevo capital de riesgo», *Dir. y Prog.*, núms. 11-12, 1988: 41; sin embargo, el *venture capitalist* es una entidad que suele estar más cercana al empresario emprendedor que al puro financiero (*ibidem*: 42). Para una visión global acerca de las distintas definiciones que se han dado del capital riesgo, vid. ALCALÁ OLID, F., *El capital riesgo en España: Análisis del procedimiento de actuación*, Madrid, 1995: 87 y siguientes.

(38) En efecto, según la filosofía empresarial americana, el *venture capital* consiste en la existencia de dinero especulativo para apoyar la creación de empresas en áreas generalmente de nueva tecnología, por personas jóvenes, con imaginación, conocimientos técnicos y sentido de riesgo personal, que necesitan apoyo económico para iniciar su actividad. Vid. HERNANDO DE LARRAMENDI, I., «Capital-riesgo y seguro», *ESIC-Market*, núm. 47, 1985: 127. Sin embargo, en nuestro contexto, y siguiendo a BOTÍAS, M. J., «El capital riesgo quiere llegar al fondo», *And. Ec.*, núm. 4, 1990: 63, el capital riesgo no está sólo restringido a inversiones nuevas en empresas de alta tecnología, sino que también es capital riesgo cualquier inversión en capital hecha con vocación industrial y con la finalidad de generar y de realizar plusvalías apoyadas en el valor añadido desarrollado en la empresa participada. En este sentido, también sería capital riesgo invertir en una empresa desarrollada —como de hecho se hace en la actualidad— con el fin de incrementar el valor vía mejora de la gestión.

(39) ROGERS, E. M.; LARSEN, J. K., *La fiebre del Silicon Valley*, Barcelona, 1986: 56.

(40) ROGERS, E. B., «New Ventures for corporate growth», *Harvard Bus. Rev.*, julio-agosto, 1980: 134 y sigs., y OOGHE, H.; MANIGART, S.; FASSIN, Y., «Growth patterns of the european venture capital industry», *Jour. Bus. Vent.*, vol. 6, 1991: 381 y siguientes.

(41) Vid. MARTÍ PELLÓN, J., *El capital inversión en España, 1997 (Capital riesgo y capital desarrollo)*, Madrid, 1998: 22 y 23.

(42) En este sentido, URÍA MERUÉDANO, R., «La problemática de los contratos de capital-riesgo en España», *cit.*: 84.

(43) GLADSTONE, D., *Venture capital investing*, New Jersey, 1988: 109 y sigs. En efecto, para llevar a cabo la inversión son previamente analizados todos los factores diferenciales relativos tanto al lanzamiento de nuevos productos o servicios como a la utilización de procesos industriales avanzados, etc., que determinen el crecimiento de la empresa. Otro factor clave para el futuro de ésta, que también requiere un sopesado análisis por parte del capitalista de riesgo, es la calidad de su equipo directivo y su capacidad para conseguir los objetivos y llevar a cabo las estrategias empresariales definidas en el plan de negocios. Asimismo, y desde el primer momento de la toma de participación, debe existir acuerdo con el empresario en lo referente a los objetivos empresariales, cuáles son y cómo lograrlos, y un mutuo entendimiento acerca de cuál es el papel que desempeña el capitalista de riesgo como socio temporal, cuyo objetivo no es permanecer en la compañía, sino potenciar su desarrollo para lograr una revalorización significativa y rápida. Vid., así, Instituto de Crédito Oficial, *Capital riesgo. Concepto y evolución...*, *cit.*: 7 y 8, así como GARCÍA ECHEVARRÍA, S., «Capital riesgo en la empresa española. Exigencias para un programa financiero», *ICERE*, núm. 611, 1984: 95 y siguientes, y ROCK, A., «Estrategia y táctica analizadas por un inversionista de capital riesgo», *Harvard-Deusto Bus. Rev.*, núm. 709, 1988: 96 y siguientes.

(44) COOKE, D. J., *Venture Capital: Law and Practice*, Londres, 1996: 215 y siguientes.

(45) Una distribución típica de diez inversiones de una empresa de capital riesgo bien gestionada incluiría dos fracasos, dos empresas que sobreviven pero que no generan demasiados ingresos, dos inversiones razonablemente buenas, dos o tres ganadoras (cuyos capitalistas ganan de 7 a 15 veces el capital riesgo inicialmente invertido en la empresa) y, con suerte, una «súper ganadora», de la que se obtiene 100 o más veces la inversión inicial. En este sentido ROGERS, E. M.; LARSEN, J. K., *La fiebre del Silicon Valley*, *cit.*: 67, así como FERNÁNDEZ SÁNCHEZ, E., «Aspectos socioeconómicos del Silicon Valley», *ABACO*, núm. 2, 1987: 35.

(46) Instituto de Crédito Oficial, *Capital riesgo. Concepto y evolución*, *cit.*: 8.

(47) En este sentido, CARRASCOSA MORALES, A., «Aspectos económicos y regulación de las entidades de capital riesgo en España», *ICERE*, núm. 716, 1993: 81.

(48) MINGUEZ PRIETO, R., «Novedades normativas en materia de entidades de capital riesgo», *AF*, núm. 6, 1998: 5.

(49) LARA GONZÁLEZ, R., «Aspectos societarios de la actividad de capital-riesgo», *cit.*: 101.

(50) Pensemos, por ejemplo, que una serie de inversores, y entre ellos una sociedad de capital riesgo, deciden invertir en el sector edílico, y para ello acuerdan un plan estratégico común que es más fácil de canalizar a través de un único vehículo. Por dicha razón, constituyen una sociedad que actuará como cabecera de sus inversiones, comprando o constituyendo otras sociedades que serán las que definitivamente lleven a cabo la actividad. Si la definición de financiera es demasiado estricta, la inversión en la cabecera por parte de la entidad de capital riesgo no disfrutaría del régimen fiscal privilegiado previsto por la normativa de capital riesgo, lo que carece por completo de sentido. Así, DE LA PUENTE MARTÍN, J. A., «La nueva regulación del capital riesgo en España», *cit.*: 17.



(51) MENÉNDEZ, A., *Ensayo sobre la evolución actual de la sociedad anónima*, Madrid, 1974: 11 y siguientes.

(52) Cfr. CHRISTEN, D., *Anlagen in Venture Capital-Fonds*, Bern, 1991: 105 y siguientes.

(53) IGLESIAS PRADA, J. L., «Aproximación al estudio de las sociedades de capital-riesgo», cit.: 65 y 66.

(54) Vid. RODRÍGUEZ ARTIGAS, F., «Artículos 2 y 3», en *Comentarios a la Ley 25/2005, de 24 de noviembre, reguladora de las entidades de capital-riesgo y sus sociedades gestoras* (IGLESIAS PRADA; DÍAZ RUIZ, dirs.), Pamplona, 2006: 36 y siguientes.

(55) CENTELLES ECHEVARRÍA, E., «La intervención de las sociedades de capital-riesgo en la empresa», *ESIC-Market*, núm. 47, 1985: 177.

(56) En este último sentido, LÓPEZ-PINTO RUIZ, V., «Las sociedades de capital riesgo como apoyo a la creación de empresas», *Dir. y Prog.*, números 5-6, 1987: 8, y ENRÍQUEZ, C., «Los servicios de información y asesoramiento», *Dir. y Prog.*, núm. 93, 1987: 30.

(57) SANDRI, S., «Il venture capital: analisi dell'esperienza statunitense e prospettive per l'Italia», *Banca impr. Società*, abril, 1988: 85.

(58) Vid. RODRÍGUEZ ARTIGAS, F., «Artículos 2 y 3», en *Comentarios a la Ley 25/2005, de 24 de noviembre, reguladora de las entidades de capital-riesgo y sus sociedades gestoras* (IGLESIAS PRADA; DÍAZ RUIZ, dirs.), Pamplona, 2006: 36 y siguientes.

(59) Así como por la normativa que la desarrolle. Vid. HERRERA MARTÍNEZ, A., «Artículo 17», en *Comentarios a la Ley 25/2005, de 24 de noviembre, reguladora de las entidades de capital-riesgo y sus sociedades gestoras* (IGLESIAS PRADA; DÍAZ RUIZ, dirs.), Pamplona, 2006: 183 y siguientes.

(60) Con respecto a la necesidad de la autorización administrativa se alzaron voces críticas, al considerarla difícil de entender y de justificar. Así, AGUILAR FERNÁNDEZ-HONTORIA, J., «La entrada en escena del "Capital-Riesgo": el Real Decreto-Ley 1/1986, de 14 de marzo: un primer paso a rectificar y superar», cit.: 29.

(61) Vid. RUIZ BACHS, S., «Artículo 7», en *Comentarios a la Ley 25/2005, de 24 de noviembre, reguladora de las entidades de capital-riesgo y sus sociedades gestoras* (IGLESIAS PRADA; DÍAZ RUIZ, dirs.), Pamplona, 2006: 135 y siguientes.

(62) La puntualización temporal realizada responde a la existencia en la propia Ley 25/2005 de una norma remisoría y delegante de acuerdo con la cual «el Ministro de Economía y Hacienda, y con su habilitación expresa la CNMV, determinará para cada tipo de entidad, atendiendo a sus especialidades, los requisitos y modelos normalizados de solicitud de autorización, así como los de los documentos que deberán acompañar la solicitud de autorización, de acuerdo con los criterios del presente artículo» (art. 9 párrafo cuatro).

(63) Vid. RUIZ BACHS, S., «Artículo 9» y «Artículo 10», en *Comentarios a la Ley 25/2005, de 24 de noviembre, reguladora de las entidades de capital riesgo y sus sociedades gestoras* (IGLESIAS PRADA; DÍAZ RUIZ, dirs.), Pamplona, 2006: 142 y sigs., y 146 y sigs., respectivamente.

(64) Vid. RUIZ BACHS, S., «Artículo 8», en *Comentarios a la Ley 25/2005, de 24 de noviembre, reguladora de las entidades de capital-riesgo y sus sociedades gestoras* (IGLESIAS PRADA; DÍAZ RUIZ, dirs.), Pamplona, 2006: 139 y siguientes.

(65) Además de los registros citados, la Ley 25/2005, en su artículo 11 párrafo uno, impone a la CNMV el mantenimiento de otros tres registros públicos: el registro de entidades de capital riesgo de régimen simplificado, el registro de participaciones significativas y el registro de folletos y memorias anuales. Vid. RUIZ BACHS, S., «Artículo 11», en *Comentarios a la Ley 25/2005, de 24 de noviembre, reguladora de las entidades de capital-riesgo y sus sociedades gestoras* (IGLESIAS PRADA; DÍAZ RUIZ, dirs.), Pamplona, 2006: 152 y 153.

(66) Estas últimas notificaciones serán realizadas en la forma y con el contenido que la propia CNMV determine. Vid. RUIZ BACHS, S., «Artículo 12», en *Comentarios a la Ley 25/2005, de 24 de noviembre, reguladora de las entidades de capital-riesgo y sus sociedades gestoras* (IGLESIAS PRADA; DÍAZ RUIZ, dirs.), Pamplona: 154 y siguientes.

(67) Vid. IGLESIAS PRADA, J. L.; MONTEAGUDO MONEDERO, M., «Artículos 28 a 30», en *Comentarios a la Ley 25/2005, de 24 de noviembre, reguladora de las entidades de capital-riesgo y sus sociedades gestoras* (IGLESIAS PRADA; DÍAZ RUIZ, dirs.), Pamplona, 2006: 269 y 270.

(68) Vid. GARCÍA SANZ, J., «Artículo 13», en *Comentarios a la Ley 25/2005, de 24 de noviembre, reguladora de las entidades de capital-riesgo y sus sociedades gestoras* (IGLESIAS PRADA; DÍAZ RUIZ, dirs.), Pamplona, 2006: 158 y siguientes.

(69) Vid. HOEDL EIGEL, C., «Artículo 14», en *Comentarios a la Ley 25/2005, de 24 de noviembre, reguladora de las entidades de capital-riesgo y sus sociedades gestoras* (IGLESIAS PRADA; DÍAZ RUIZ, dirs.), Pamplona, 2006: 174 y siguientes.

(70) Vid. HOEDL EIGEL, C., «Artículo 15», en *Comentarios a la Ley 25/2005, de 24 de noviembre, reguladora de las entidades de capital-riesgo y sus sociedades gestoras* (IGLESIAS PRADA; DÍAZ RUIZ, dirs.), Pamplona, 2006: 178 y siguientes.

(71) Vid. REDONET SÁNCHEZ DEL CAMPO, J., «Artículo 18», en *Comentarios a la Ley 25/2005, de 24 de noviembre, reguladora de las entidades de capital-riesgo y sus sociedades gestoras* (IGLESIAS PRADA; DÍAZ RUIZ, dirs.), Pamplona, 2006: 189 y siguientes.

(72) Vid. REDONET SÁNCHEZ DEL CAMPO, J., «Artículo 25», en *Comentarios a la Ley 25/2005, de 24 de noviembre, reguladora de las entidades de capital-riesgo y sus sociedades gestoras* (IGLESIAS PRADA; DÍAZ RUIZ, dirs.), Pamplona, 2006: 189 y siguientes.

(73) Vid. HERRERA MARTÍNEZ, A., «Artículo 19», en *Comentarios a la Ley 25/2005, de 24 de noviembre, reguladora de las entidades de capital-riesgo y sus sociedades gestoras* (IGLESIAS PRADA; DÍAZ RUIZ, dirs.), Pamplona, 2006: 193 y siguientes.

(74) Vid. HERRERA MARTÍNEZ, A., «Artículo 20», en *Comentarios a la Ley 25/2005, de 24 de noviembre, reguladora de las entidades de capital-riesgo y sus sociedades gestoras* (IGLESIAS PRADA; DÍAZ RUIZ, dirs.), Pamplona, 2006: 200 y siguientes.

(75) Vid. SAN PEDRO MARTÍNEZ, G., «Artículo 21», en *Comentarios a la Ley 25/2005, de 24 de noviembre, reguladora de las entidades de capital-riesgo y sus sociedades gestoras* (IGLESIAS PRADA; DÍAZ RUIZ, dirs.), Pamplona, 2006: 203 y siguientes.

(76) En la redacción anterior este órgano era interno.

(77) A este respecto, ya se tuvo ocasión de señalar que el legislador español ha querido facultar a las entidades de capital riesgo para que puedan invertir en empresas de su grupo. No obstante, esta habilitación no se realiza de forma absoluta, sino que encuentra un límite cuantitativo —el 25 por 100— y una serie de «requisitos de transparencia». A nuestro entender, esta posibilidad se manifiesta, en principio, neutra en cuanto a la repercusión financiera del capital riesgo, si bien el límite cuantitativo responde a que mayoritariamente los capitalistas de riesgo deben dirigir sus inversiones a empresas externas a su grupo. Esto es, se abre una puerta a la autofinanciación de proyectos de empresas del grupo sin desnaturalizar la finalidad esencial de la propia actividad de capital riesgo. Más críticos, pensamos, hay que ser con la teleología de los autodenominados «requisitos de transparencia» establecidos para dar cobertura a las inversiones en empresas pertenecientes al grupo de la entidad capitalista de riesgo. La pretendida transparencia queda reducida a que en los folletos y en la información pública periódica de la entidad se informe con detalle de las inversiones realizadas en entidades del grupo, dado que los otros dos requisitos contemplados en las letras a) y b) del artículo de referencia son meramente requisitos formales de procedimiento. La motivación legal de la transparencia se nos presenta más bien como una



excusa no pedida que como una verdadera justificación de la medida, que no es otra que la toma de una opción legislativa legítima, esto es, permitir, sin más, que las sociedades y fondos de capital riesgo puedan realizar inversiones en empresas pertenecientes a su mismo grupo. Cfr. LARA GONZÁLEZ, R., «El capital-riesgo en la Ley 44/2002, de 22 de noviembre», cit.: 44.

(78) Vid. SAN PEDRO MARTÍNEZ, G., «Artículo 22», en *Comentarios a la Ley 25/2005, de 24 de noviembre, reguladora de las entidades de capital-riesgo y sus sociedades gestoras* (IGLESIAS PRADA; DÍAZ RUIZ, dirs.), Pamplona, 2006: 209 y siguientes.

(79) Vid. SAN PEDRO MARTÍNEZ, G., «Artículo 24», en *Comentarios a la Ley 25/2005, de 24 de noviembre, reguladora de las entidades de capital-riesgo y sus sociedades gestoras* (IGLESIAS PRADA; DÍAZ RUIZ, dirs.), Pamplona, 2006: 219 y siguientes.

(80) VENDRELL VILANOVA, A., «Un nuevo impulso para la actividad de capital riesgo», *AF*, núm. 4, 1999: 7. Vid., acerca del procedimiento de actuación en la selección de proyectos en los que invertir con capital riesgo, ALCALÁ OLID, F., *El capital riesgo en España: Análisis del procedimiento de actuación*, cit.: 343 y sigs., así como MARTÍNEZ RODRÍGUEZ, M. E., «Sociedades de capital riesgo: una alternativa a las fórmulas tradicionales de financiación», *AJEE*, núm. 24, 1992: 333 y siguientes.

(81) Vid. REDONET SÁNCHEZ DEL CAMPO, J., «Artículo 23», en *Comentarios a la Ley 25/2005, de 24 de noviembre, reguladora de las entidades de capital-riesgo y sus sociedades gestoras* (IGLESIAS PRADA; DÍAZ RUIZ, dirs.), Pamplona, 2006: 215 y siguientes.

(82) Vid. AMESTI MENDIZÁBAL, C., «Artículos 26 y 27», en *Comentarios a la Ley 25/2005, de 24 de noviembre, reguladora de las entidades de capital-riesgo y sus sociedades gestoras* (IGLESIAS PRADA; DÍAZ RUIZ, dirs.), Pamplona, 2006: 230 y siguientes.

(83) Vid. FRIGNANI, A., «Aspetti giuridici del venture capital», *Banca impr. Società*, agosto, 1987: 174 y 175.

(84) IGLESIAS PRADA, J. L., «Aproximación al estudio de las sociedades de capital-riesgo», cit.: 64.

(85) Vid. GÓMEZ-SANCHA TRUEBA, I., «Artículo 47», en *Comentarios a la Ley 25/2005, de 24 de noviembre, reguladora de las entidades de capital-riesgo y sus sociedades gestoras* (IGLESIAS PRADA; DÍAZ RUIZ, dirs.), Pamplona, 2006: 358 y siguientes.

(86) IGLESIAS PRADA, J. L., «Aproximación al estudio de las sociedades de capital-riesgo», cit.: 47.

(87) Es cierto que, desde una perspectiva económica, la expresión «capital riesgo» posee un valor semántico que se hace relevante en la contraposición con el denominado «capital ajeno», procedente del endeudamiento con terceros. Pero, desde una perspectiva jurídica, no es dudoso que todas las sociedades mercantiles son de capital riesgo, en cuanto que el destino de las aportaciones patrimoniales de sus socios es precisamente una actividad empresarial que, por esencia, implica riesgo; ni es dudoso, tampoco, que las sociedades capitalistas lo son con mayor razón, porque el capital representa en ellas la medida del riesgo asumido por los propios socios. En este sentido, si en la razón de ser de su especialidad se hallaba —como parece hallarse— la articulación de un instrumento financiero apto para promover inversiones con un nivel de riesgo superior al que normalmente asumen los inversores institucionales o los particulares, hubiera sido preferible elegir una denominación menos equívoca, en lugar de ceder al atractivo de la expresión anglosajona *venture capital*. Cfr. IGLESIAS PRADA, J. L., «Aproximación al estudio de las sociedades de capital-riesgo», cit.: 47 y 48. Porque, en definitiva, y como se ha señalado acertadamente en nuestra doctrina, las sociedades de capital riesgo son unas entidades que, al margen del embalaje que las legítima como producto de importación, antes se acostumbraba a conocer más sencillamente como sociedad a secas. Sic. SÁNCHEZ ANDRÉS, A., «Aumento y reducción del capital», en *La reforma del Dere-*

*cho español de sociedades de capital* (ALONSO UREBA; CHICO ORTÍZ; LUCAS FERNÁNDEZ, coords.), Madrid, 1987: 373. En efecto, la creación de «nuevas figuras» responde a la marcada preferencia detectable en nuestro ordenamiento jurídico por crear y etiquetar categorías y tipos societarios diferentes para cada tipo de actividad social. En este sentido, AGUILAR FERNÁNDEZ-HONTORIA, J., «La entrada en escena del “capital-riesgo”: el Real Decreto-Ley 1/1986, de 14 de marzo: un primer paso a rectificar y superar», cit.: 22 y 23, señala que se trata de un enfoque bastante formalista que debería sustituirse por el enfoque alternativo de concentrar toda la atención, no en la creación de tipos y denominaciones societarias distintas, sino en la regulación sustantiva, rigurosa, profunda de las diversas actividades económicas.

(88) AGUILAR FERNÁNDEZ-HONTORIA, J., «La entrada en escena del “Capital-Riesgo”: el Real Decreto-Ley 1/1986, de 14 de marzo: un primer paso a rectificar y superar», cit.: 23 y 24.

(89) Vid. FRIGNANI, A., *Factoring, Leasing, Franchising, Venture capital, Leveraged buy-out, Hardship clause, Countertrade, Cash and Carry, Merchandising*, Turín, 1991: 356, 360 y sigs. En cambio, para ROJO, A., «La sociedad anónima como problema», *RDM*, núms. 187-188, 1988: 31, «las sociedades de capital riesgo sirven para ilustrar la renuncia legislativa a ese otro bloque societario, el derecho de sociedades de personas, que en algunos países europeos vive una larga agonía. La idea de temporalidad de la inversión, esencia de la especialidad de capital riesgo, se halla presente en las fórmulas asociativas y participativas que dieron impulso en el espacio europeo bajomedieval a la actividad marítima de explotación comercial. La reforma de la vetusta asociación en cuentas en participación o de las sociedades comanditarias ocasionaría menos disfunciones que el camino de la especialidad de la anónima». De hecho, el requisito para las sociedades de capital riesgo de que se trate de sociedades anónimas, constituyó en la Ley 1/1999 una novedad, dado que el artículo 12 del Real Decreto-Ley 1/1986 en su redacción dada por el Real Decreto-Ley 7/1996, en su artículo 17, únicamente establecía que «se consideran Sociedades de Capital Riesgo aquéllas cuyo objeto principal sea la promoción...», sin especificación alguna acerca de la naturaleza que debían tener dichas sociedades, y por tanto siendo posible, en principio, que revistieran cualquiera de las formas recogidas en el artículo 122 del Código de Comercio. Por consiguiente, el referido artículo 17 del Real Decreto-Ley 7/1996 suprimió el término de «anónimas», permitiendo fundamentalmente la posibilidad de que las sociedades de capital riesgo revistieran la forma limitada. En este último sentido, DE LA PUENTE MARTÍN, J. A., «La nueva regulación del capital riesgo en España», cit.: 16.

(90) Cfr. BATTINI, P., *Capital-risque: les règles du jeu*, París, 1985: 95 y 96. En Estados Unidos la forma que adoptan generalmente las empresas de capital riesgo es la de *partnership* y, en concreto, la de *limited partnership*. La ventaja principal que presenta esta forma societaria frente a la de *corporate* es, esencialmente, fiscal. En este último sentido, TUUK, S. M., «Formation and operation of venture capital companies», *Mich. Bar Jour.*, vol. 69, 1990: 41 y 42; SYKES, H. B., «Corporate venture capital: Strategies for Success», *Jour. Bus. Vent.*, número 5, 1990: 37 y sigs., y DENT, G. W. Jr., «Venture capital and the future of corporate finance», *Wash. Univ. Law Quart.*, vol. 70, 1992: 1029 y siguientes.

(91) Para ser exactos, también el Código de Comercio fue consciente de la necesidad de reglas especiales para algunas sociedades anónimas que desarrollaban determinada actividad u objeto social. En efecto, el Código de Comercio dictó algunas normas para las compañías de crédito (arts. 175 y 176), los bancos (arts. 177 a 183 y 199 a 217), las compañías de ferrocarriles y demás obras públicas (arts. 184 a 192), o las compañías de almacenes generales de depósito (arts. 193 a 198).

(92) Solución ya propuesta por IGLESIAS PRADA, J. L., «Aproximación al estudio de las sociedades de capital-riesgo», cit.: 47, y por BAUZÁ MORÉ, F. J., «Sociedades de capital-riesgo y fondos de capital-riesgo», cit.: 645.



(93) Así, si bien haciendo referencia a las instituciones de inversión colectiva, RODRÍGUEZ ARTIGAS, F., «Instituciones de inversión colectiva. (Sociedades y fondos de inversión)», *RDBB*, 1989: 541. Como se ha indicado, el capital social suscrito en caso de sociedades anónimas debía ser, 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 debían 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 Ley 1/1999). Por otra parte, el capital debía estar 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 (art. 23.2 y 3 Ley 1/1999). Con este precepto se continuaba en la línea del artículo 13 del Real Decreto-Ley 1/1986, si bien, como novedad, se admitía que los desembolsos pudieran realizarse en bienes que integren el inmovilizado hasta un máximo del 10 por 100. *Sic.* LARA GONZÁLEZ, R., «Aspectos societarios de la actividad de capital riesgo», cit.: 104.

(94) Conviene señalar que la Ley, con el establecimiento de este capital social y patrimonio mínimos, está tratando de reforzar la solvencia de estas instituciones con una medida de regulación prudencial. No obstante, aun cuando se trata simplemente de una cuestión de política económica, no faltan razones para estimar aconsejable la exigencia de una cifra de capital mínimo superior que, indirectamente, a través de la estructura impuesta para sus activos, asegurase una mayor capacidad de inversión de las sociedades de capital riesgo diversificada en una pluralidad de proyectos (en este último sentido, IGLESIAS PRADA, J. L., «Aproximación al estudio de las sociedades de capital-riesgo», cit.: 54, y BAUZÁ MORÉ, F. J., «Sociedades de capital-riesgo y fondos de capital-riesgo», en *Derecho del Mercado Financiero*, I-1º (ALONSO UREBA; MARTÍNEZ-SIMANCAS), Madrid, 1994: 649. En la misma línea, MARTÍ PELLÓN, J., «Una propuesta alternativa de regulación de las entidades de capital riesgo en España», *BEICE*, núm. 2092, 1987: 2492, propuso la elevación del capital social o patrimonio inicial mínimo a 500 millones, con el fin de garantizar una adecuada diversificación entre distintos proyectos), máxime cuando, al parecer, tales entidades se vinculan en el pensamiento del legislador a iniciativas empresariales de dimensiones considerables (EMBIID IRUJO, J. M., «Aproximación al significado jurídico de las sociedades y fondos de capital-riesgo», cit.: 370).

(95) Esta reforma no persiguió, dijera lo que se dijese, mejorar las condiciones de financiación de las pequeñas y medianas empresas. La finalidad de la nueva regulación radicó, de acuerdo con la Exposición de motivos de la Ley 44/2002, «en agilizar la operativa de estas entidades al permitir realizar aportaciones en especie a su capital con posterioridad a su constitución». *Vid.* LARA GONZÁLEZ, R., «El capital-riesgo en la Ley 44/2002, de 22 de noviembre», cit.: 46.

(96) *Vid.* IGLESIAS PRADA, J. L.; MONTEAGUDO MONEDERO, M., «Artículos 28 a 30», en *Comentarios a la Ley 25/2005, de 24 de noviembre, reguladora de las entidades de capital-riesgo y sus sociedades gestoras* (IGLESIAS PRADA; DÍAZ RUIZ, dirs.), Pamplona, 2006: 261 y siguientes.

(97) GARRIGUES, J., «Artículo 12», en *Comentario a la Ley de Sociedades Anónimas* (Garrigues; Uría), I, 3ª ed., Madrid, 1976: 259.

(98) PÉREZ DE LA CRUZ BLANCO, A., «La fundación cualificada (ventajas de fundadores o promotores y aportaciones in natura)», en *La reforma del Derecho español de sociedades de capital* (ALONSO UREBA; CHICO ORTÍZ; LUCAS FERNÁNDEZ, coords.), Madrid, 1987: 154 y 157, preconizaba la supresión de las ventajas.

(99) LARA GONZÁLEZ, R., «Aspectos societarios de la actividad de capital-riesgo», cit.: 105.

(100) *Vid.*, en el Derecho alemán, HOPT, K. J., «Risikokapital, Nebenbörsen und Anlegerschutz», *WM*, 1985: 793 y siguientes.

(101) *Cfr.* GRISEBACH, R., *Innovationsfinanzierung durch Venture Capital: Eine juristische und ökonomische Analyse*, München, 1989: 181 y siguientes.

(102) URÍA MERUÉNDANO, R., «La problemática de los contratos de capital-riesgo en España», cit.: 84.

(103) *Vid.* DÍAZ RUIZ, E., «Artículo 31», en *Comentarios a la Ley 25/2005, de 24 de noviembre, reguladora de las entidades de capital-riesgo y sus sociedades gestoras* (IGLESIAS PRADA; DÍAZ RUIZ, dirs.), Pamplona, 2006: 271 y siguientes.

(104) Tal y como ha puesto de manifiesto la Dirección General de Tributos en su Resolución núm. 2384/2003, de 19 de diciembre, los fondos de capital riesgo no entran dentro de la calificación de entidades de crédito o de establecimientos financieros de crédito inscritos en los registros especiales del Banco de España, aunque formen parte del grupo más amplio de intermediarios financieros.

(105) De hecho, entre las «recomendaciones» que realizó INVERCO, dentro del documento sobre los «Efectos de la introducción del euro sobre los mercados de valores y las instituciones que en ellos operan», auspiciado en julio de 1997 por la CNMV, se contenía la siguiente: «regulación de la fusión de fondos, como vía imprescindible para racionalizar el número de instituciones, ante un nuevo entorno de moneda única. *Vid.* TAPIA HERMIDA, A. J., *Sociedades y fondos de inversión y fondos de titulización*, Madrid, 1998: 175.

(106) Para un análisis detallado de los fondos de capital riesgo, *vid.* TAPIA HERMIDA, A. J., «Artículos 32 a 39», en *Comentarios a la Ley 25/2005, de 24 de noviembre, reguladora de las entidades de capital-riesgo y sus sociedades gestoras* (IGLESIAS PRADA; DÍAZ RUIZ, dirs.), Pamplona, 2006: 277 y siguientes.

(107) El mencionado artículo 19 disponía que «podrán ser sociedades gestoras y depositarios de un fondo de capital riesgo, cualesquiera entidades que cumplan los requisitos establecidos en el capítulo III de la Ley 46/1984, de 26 de diciembre, reguladora de las instituciones de inversión colectiva».

(108) Novedad no sólo porque la normativa anterior carecía de una regulación de esas características, sino también porque, por primera vez, se admitía que los fondos de capital riesgo pudiesen ser gestionados por las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva, dando paso así a la universalización de la gestión financiera en sujetos de estatuto único.

(109) Por ello se revela lógico que en todo lo relativo a la gestión de fondos de capital riesgo y de activos de sociedades de capital riesgo, las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva se encuentren sujetas a la Ley 25/2005 y a sus disposiciones de desarrollo, y que las referencias realizadas en dicha norma a las sociedades gestoras de entidades de capital riesgo se entiendan también hechas a las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva.

(110) El artículo 44 de la Ley 25/2005 regula la revocación de la autorización a la sociedad gestora de entidades de capital riesgo, revocación entendida como la retirada definitiva por la propia Administración de un acto suyo anterior mediante otro de signo contrario. *Cfr.*, con respecto a dicho precepto, MÉNDEZ ÁLVAREZ-CEDRÓN, J. M.<sup>a</sup>, «Artículo 44», en *Comentarios a la Ley 25/2005, de 24 de noviembre, reguladora de las entidades de capital-riesgo y sus sociedades gestoras* (IGLESIAS PRADA; DÍAZ RUIZ, dirs.), Pamplona, 2006: 44 y 45.

(111) *Vid.* DÍAZ RUIZ, E., «Artículo 46», en *Comentarios a la Ley 25/2005, de 24 de noviembre, reguladora de las entidades de capital-riesgo y sus sociedades gestoras* (IGLESIAS PRADA; DÍAZ RUIZ, dirs.), Pamplona, 2006: 352 y siguientes.







# El régimen tributario de las entidades de capital riesgo

Fernando de la Hucha Celador

## I. INTRODUCCIÓN

La disposición final primera de la Ley 25/2005, de 24 de noviembre, reguladora de las entidades de capital riesgo y de sus sociedades gestoras (en adelante ECR) da nueva redacción al art. 55 del Texto Refundido de la Ley del Impuesto sobre Sociedades (IS), con efectos para los períodos impositivos que se inicien a partir de la entrada en vigor de la Ley, hecho que, conforme la disposición adicional séptima, se produjo el 25 de diciembre de 2005. En puridad, modifica parcialmente uno de los denominados regímenes especiales del IS —en concreto, el contenido en el capítulo IV de su título VII—, y decimos parcialmente porque en el citado capítulo, junto a las antiguas sociedades y fondos de capital riesgo (ahora ECR, y ya veremos la trascendencia que esta variación tiene desde la ampliación del ámbito subjetivo de las entidades susceptibles de acogerse a este régimen), se regula igualmente el régimen especial de las sociedades de desarrollo industrial regional, que permanece inalterado, aunque afectado indirectamente por la modificación efectuada por la Ley de 2005, como veremos.

Ninguna referencia explícita existe en la Exposición de motivos de la Ley 25/2005 a las necesidades del cambio en la normativa tributaria (1), aunque dicha Exposición muestra —y alguno puede ser de interés para nuestro objetivo— claramente tres pilares fundamentales de la reforma: la agilización del régimen administrativo, la flexibilización de las reglas de inversión y la introducción de figuras de la operativa aceptadas en la práctica de la industria del capital riesgo en los países avanzados. Creemos que los dos últimos objetivos tienen importancia capital para explicar algunas particularidades del régimen formalmente especial de las ECR, puesto que, materialmente y como veremos, habremos de recurrir en aspectos clave, como la determinación de la base imponible, el tipo de gravamen,

etcétera, al régimen general, aun con matices porque se trata de entidades contablemente sujetas a las reglas e instrucciones de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), lo cual no siempre ha sido advertido por la escasa doctrina tributaria que ha tratado la cuestión (2).

Junto a ello, y continuando con la Exposición de motivos, hay que señalar la relevancia otorgada a la reforma en relación con la financiación de empresas involucradas en las actividades de I+D+i y de proyectos empresariales innovadores, en tanto en cuanto incrementan la productividad y la creación de empleo, siguiendo las pautas marcadas por la Unión Europea, especialmente en su declaración de Lisboa. Sin entrar en cuestiones que nos alejarían del objeto de nuestro trabajo, creemos inconveniente mezclar cuestiones diferentes. Que la inversión (pública y privada) en I+D está lejos de la que realizan los países de nuestro entorno es algo evidente, como asimismo es evidente que ello influye negativamente en la productividad y la competitividad de nuestras empresas. Pero ligar ECR, I+D y proyectos innovadores es dudoso porque parece abocar a las primeras a éstos últimos, cuando esta interrelación no es del todo correcta, como lo demuestra la entrada de sociedades de capital riesgo en empresas maduras y con mercados consolidados. Por otro lado, hay que tener en cuenta la psicología de los pequeños inversores privados, reacios tradicionalmente a entrar en entidades de capital riesgo que, a su vez, inviertan en proyectos innovadores, puesto que perciben una sensación de elevado e inasumible riesgo en la inversión, prefiriendo la apuesta por inversiones más seguras, aunque con una rentabilidad menor. Quizá, desde el punto de vista semántico, hubiera resultado preferible sustituir la pésima traducción del inglés y hablar de entidades de capital inversión temporal, puesto que ello delimita mejor el objeto de las entidades de capital riesgo.



Evidentemente, nuestra colaboración no puede ceñirse al mero examen del nuevo régimen tributario especial de las ECR en el IS, sino que habremos de estudiar —y no es una redundancia— el tributo en cuestión y su influencia en la fiscalidad de estas entidades (especialmente, teniendo en cuenta la ampliación de sus actividades permitidas bajo la nueva Ley de 2005), así como la compatibilidad con otros regímenes especiales del IS; inexcusable creemos tratar igualmente el régimen tributario en el Impuesto sobre la Renta de No Residentes (IRNR) de las personas físicas o jurídicas que sean socios o partícipes en una ECR (diferenciando, a su vez, según que actúen o no a través de establecimiento permanente) y el régimen tributario de las personas físicas residentes que, sujetos pasivos del IRPF, sean socios o partícipes en una ECR. Todo ello sin olvidar la tributación indirecta de la ECR, fundamentalmente en el IVA y en el Impuesto sobre Operaciones Societarias. De forma expresa, la Ley de 2005 no afecta a estos impuestos indirectos, pero las actividades complementarias (art. 3) plantean problemas no sólo en el IS sino también en el IVA, de forma que no es tan simple como parece ceñirnos solamente a la nueva redacción del art. 55 del Texto Refundido de la Ley del Impuesto sobre Sociedades (TRLIS).

Por último, conviene destacar que, así como la regulación mercantil de las ECR es competencia exclusiva del Estado, y por tanto las reglas administrativas, contables y de supervisión son únicas, no sucede lo mismo con la normativa tributaria en el IS, puesto que la existencia de territorios forales determina la existencia de regímenes especiales alternativos al estatal que conviene estudiar para ofrecer una visión íntegra de la cuestión. En este sentido, hay que tener en cuenta, por ejemplo, las sociedades de promoción de empresas reguladas en la Ley Foral del IS navarro y, en el caso del País Vasco, las especialidades que, en parecidos términos, presenta la normativa de los territorios históricos en punto a estas sociedades que aún perviven en los territorios forales, al menos en lo que se refiere al establecimiento de un régimen diferenciado del aplicable a las entidades de capital riesgo.

## II. ANTECEDENTES Y EVOLUCIÓN LEGISLATIVA

Aunque pueda parecer ocioso o impropio, creemos necesario referirnos, siquiera brevemente, a la evolución de la tributación de las ECR actuales, puesto que sólo el conocimiento de los antecedentes y de la evolución permite comprender el alcance, contenido y significado de la reforma introducida en 2005 (3). Paradójico puede resultar que no haya asenso entre la doctrina y el legislador sobre el origen del régimen de las sociedades y fondos de capital riesgo. Mientras que, con matices, la primera sitúa el origen en el Real Decreto-Ley 1/1986,

de 14 de marzo, aun reconociendo que, «en cierto modo, la actividad de capital riesgo había venido siendo desarrollada desde 1979 por las llamadas sociedades de promoción de empresas, reguladas en el art. 26.8 de la antigua Ley 61/1978 del IS, y cuyo objeto y estatuto fiscal guardaban una importante semejanza con ella» (4), el legislador (en la Exposición de motivos de la Ley de 2005) sitúa los antecedentes del capital riesgo en el Decreto-Ley 18/1976, de 8 de octubre, promotor de las sociedades de desarrollo industrial (5), a las que considera «precedentes de la sociedades de capital riesgo». No obstante, el régimen jurídico actual del capital riesgo tiene sus orígenes más cercanos en el ya citado Decreto-Ley 1/1986 (6) —objeto de posteriores modificaciones cuya enumeración no es ociosa para nuestros propósitos (7)— que fue objeto de derogación (y modificación trascendental en lo que ahora interesa) por obra de la Ley 1/1999, de 5 de enero, derogada, a su vez, por la vigente Ley 25/2005, salvo sus disposiciones adicionales tercera y cuarta.

La Ley de 1999 —que no pudo ser ajena al debate suscitado en el ámbito comunitario, iniciado en el Consejo Extraordinario de Luxemburgo de 1997, y a las solicitudes de la Comisión de Asuntos Económicos para que la Comisión Europea instara a los estados miembros a eliminar los obstáculos legales y reglamentarios que atenazaban la estructura del capital riesgo, al tiempo que demandaba de aquélla medidas de armonización fiscal (que no llegaron siquiera a fase de propuesta)— presenta novedades interesantes y, puesto que la ley actual se declara heredera de aquélla, conviene sistematizar:

a) Se amplía la exención del art. 20 de la Ley del Impuesto sobre el Valor Añadido (LIVA) en relación con la gestión y depósito de las sociedades y fondos de capital riesgo gestionadas por sociedades gestoras autorizadas.

b) Se promueve que las sociedades gestoras de las instituciones de inversión colectiva puedan actuar como sociedades gestoras de sociedades y fondos de capital riesgo, con lo que también se amplía a éstas la exención en el Impuesto sobre el Valor Añadido.

c) Por último, se modifica el art. 69.1 de la LIS, manteniéndose la reducción (8) en la base imponible (o exención del 99 por 100, como la denomina el legislador), pero ampliándose el plazo de transmisión de acciones en empresas participadas de diez a doce años, al tiempo que se admite la posibilidad de ampliar este plazo hasta diecisiete años, previo cumplimiento de una serie de requisitos que deberían, reglamentariamente, determinar los presupuestos, condiciones y requisitos para dicha ampliación. Al tiempo, se reducía de tres a dos años el plazo mínimo para efectuar la desinversión (9).



Con posterioridad a la Ley 1/1999, el art. 69.1 de la LIS fue objeto de tres reformas concretas, que contribuyen a perfilar el calado de la nueva Ley de 2005. Estas tres reformas fueron las siguientes:

a) La introducida por la Ley 6/2000, de 13 de diciembre, que redujo a un año el límite mínimo de tenencia de acciones o participaciones para poder acogerse a la exención parcial en el Impuesto sobre Sociedades.

b) La introducida por la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero, que introdujo para los sujetos pasivos del IS la posibilidad de acogerse a la deducción del 100 por 100 sobre las plusvalías derivadas de la transmisión de acciones y/o participaciones en sociedades y fondos de capital riesgo, de acuerdo con el art. 28.5 de la LIS, pero suprimiendo los límites temporales o porcentuales a la participación en el capital o en el patrimonio separado, respectivamente.

c) La introducida por la Ley 46/2002, de 18 de diciembre, de reforma parcial del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas (IRPF) y de modificación de las leyes del IS y del IRNR. A su través se permitió, bajo ciertas condiciones (en especial, la transmisión de la participación en un plazo no superior a dos años), conservar el régimen de exención parcial en el caso de que la entidad participada acceda a cotizar en mercados de valores, norma que, como veremos, se conserva (ampliando el plazo de dos a tres años) con la vigente Ley de 2005 (10).

### III. LA NUEVA TRIBUTACION DE LAS ENTIDADES DE CAPITAL RIESGO

#### 1. La aplicación del régimen general: base imponible, tipo de gravamen y deducciones en cuota

Conforme hemos señalado en la introducción, la aplicación de un régimen *especial* a la ECR puede inducir al error de pensar que dicho régimen afecta *in totum* a la estructura del IS, cuando ello no es cierto en modo alguno, puesto que su única especialidad se centra en la exención parcial del art. 55 y en los requisitos para poder acogerse a ella, así como la deducción por doble imposición interna de dividendos y la exención por doble imposición internacional (11).

No obstante, el régimen general se ve alterado, al menos desde la Ley 1/1999, y dicha alteración pervive en la Ley de 2005, a la hora de determinar la base imponible, alteración que deriva de la sujeción a reglas específicas de carácter contable emanadas de la CNMV, previo informe del ICAC. De tal manera que hay que matizar

la aplicación del art. 10 del TRLIS a la hora de determinar la base imponible de las ECR, puesto que, estando sujetas al régimen de estimación directa, dicha magnitud no se determina exactamente por aplicación de la Ley de Sociedades Anónimas (LSA), del Código de Comercio o del Plan General de Contabilidad, que son normas supletorias, ya que las ECR cuentan con un régimen contable propio y específico, contenido —por el momento— en la Circular 5/2000, de 19 de septiembre, de la CNMV, sobre normas contables y modelos de estados financieros reservados y públicos de las entidades de capital riesgo y de sus sociedades gestoras (12). En este sentido, el art. 26 de la Ley 25/2005 sigue atribuyendo a la CNMV potestades en orden a los deberes contables de las ECR, y de forma más clara, la disposición final sexta habilita al citado órgano supervisor de los mercados financieros para «establecer y modificar en relación con las entidades de capital riesgo y sus sociedades gestoras, las normas contables y modelos a los que deberán ajustar sus cuentas anuales» (13). Y conviene tener presente la trascendencia de la citada Circular 5/2000 en lo que atañe al cálculo de las rentas obtenidas en la transmisión de acciones y participaciones en entidades no cotizadas, que son precisamente la parte más importante de las plusvalías a las que afecta el régimen especial de exención parcial (14).

Evidentemente, se encuentran sometidas las ECR al régimen general del IS en lo que se refiere a gastos deducibles, sin perjuicio de la especialidad existente en lo que respecta a las provisiones por depreciación de la cartera de valores, que deriva de la normativa contable específica a la que están sujetas.

No obstante, como se ha señalado (15), «desde un punto de vista fiscal sólo tendrán trascendencia a los efectos de calcular la plusvalía las variaciones negativas del precio de adquisición de las participaciones. La razón de ello es que las revalorizaciones de las participaciones se han de reflejar exclusivamente en cuentas de orden, mientras que, por el contrario, las pérdidas de valor sí que deben provisionarse». La dotación de la provisión debe, sin embargo, según la normativa contable de la CNMV, realizarse de forma diferenciada en función de la clase de inversión realizada, dentro de la dicotomía entre inversiones en capital inicio e inversiones en capital desarrollo (16). En el caso de las primeras, y como regla general, no serán objeto de correcciones valorativas y deberán valorarse por su coste de adquisición, salvo (CNMV *dixit*) que se produzca el conocimiento de hechos o circunstancias con posterioridad a la fecha de la inversión que reduzcan el valor de la misma. Por su parte, en el caso de las inversiones en capital desarrollo, con carácter general se utilizará el criterio del valor neto ajustado, teniendo en cuenta, en su caso, los hechos o circunstancias de carácter contingente que puedan alterar o transformar el valor de las



inversiones de la ECR desde el mismo momento en que se originen o se tenga conocimiento de ello, estableciendo la Circular una enumeración, prolija y que no vamos a reproducir, de dichos hechos o circunstancias.

En cuanto al tipo de gravamen, las ECR se sujetan, desde 2007, al tipo de gravamen del 32,5 por 100; ello no es óbice para que su tipo medio efectivo sea inferior como consecuencia de la aplicación de la exención parcial que veremos al tratar del régimen especial. Sin embargo, y teniendo en cuenta el distinto destino inversor que puede tener el coeficiente de libre disposición a que se refiere el art. 21 de la Ley 25/2005 y, sobre todo, la distinta rentabilidad del mismo, resulta altamente probable la diferenciación de tipos efectivos de gravamen entre distintas ECR, calculados sobre cuotas íntegras. Evidentemente, si se calcula sobre cuotas líquidas, la divergencia puede ser mayor si tenemos en cuenta que, en principio, y con las especialidades que veremos a continuación, no existen restricciones a la aplicación de las deducciones e incentivos fiscales a la inversión previstos en la normativa aún vigente del Impuesto sobre Sociedades.

En principio, las especialidades (art. 55.2 del TRLIS en la redacción dada por la Ley 25/2005) consisten en que las ECR pueden aplicar la deducción prevista en el artículo 30.2 (deducciones por doble imposición interna de dividendos o participaciones en beneficios) o aplicar la exención prevista en el art. 21.1 del TRLIS (exención para evitar la doble imposición internacional), en función del origen de las rentas, cualquiera que sea, en ambos casos, el porcentaje de participación y el tiempo de tenencia de las acciones o participaciones.

Fuera de esta especialidad, creemos que no existe restricción alguna a la aplicación de los incentivos fiscales del IS siempre que sean concordantes con su objeto social y, en particular, no existe objeción a la aplicación de la deducción del 20 por 100 por reinversión de beneficios extraordinarios, prevista en el art. 42 del TRLIS, aun cuando se trate de plusvalías procedentes de la transmisión de acciones o participaciones que hayan gozado de la exención parcial del 99 por 100 que veremos posteriormente. No obstante, en caso de aplicación de esta deducción, entendemos que se han de cumplir los requisitos del régimen general en lo que se refiere al porcentaje de participación y al período de permanencia de la inversión (*ex ante*) y de la reinversión (*ex post*). El único problema, de orden más económico que jurídico, es si, por insuficiencia de cuota, pueden o no aplicar en su integridad los incentivos fiscales, aun cuando estimamos que, en caso negativo, también les serían de aplicación los plazos de diez o de quince años (según la clase de deducción) previstos en el art. 44.1 del Texto Refundido de la Ley del Impuesto sobre Sociedades.

Y, por último, no parece dudoso que, pese al régimen especial, las ECR tienen derecho a la compensación de bases imponibles negativas en los mismos términos y plazos que el resto de sujetos pasivos del IS. Así pues, estamos en presencia de contribuyentes sometidos, con especialidades de carácter fundamentalmente contable y con incidencia en la fijación de la base imponible, al régimen general del IS, al que se agrega un régimen especial.

## **2. El régimen especial en el Impuesto sobre Sociedades de las entidades de capital riesgo en la Ley 25/2005**

### *A) Ámbito subjetivo del régimen especial*

El régimen especial de las ECR ha experimentado, tras la promulgación de la Ley 25/2005, alguna variación significativa no tanto en lo que atañe al régimen *in se* (aunque las hay), sino por los efectos colaterales que en el ámbito del IS ha podido tener la liberación de una parte del corsé que pesaba sobre las inversiones obligatorias de las citadas entidades, y que pueden provocar efectos no deseados sobre la tributación de los coeficientes de libre disposición, tal y como adelantábamos páginas atrás.

Conviene, empero, partir del diferente ámbito subjetivo de aplicación del art. 55 del TRLIS y del art. 1 de la Ley 25/2005, distinguiendo entre ECR y sociedades gestoras de las citadas entidades; estas últimas quedan sometidas mercantil y administrativamente a la Ley 25/2005, pero no a los apartados 1 y 2 del art. 55 del TRLIS, sin perjuicio de que les pudiera resultar de aplicación lo señalado en apartados posteriores del citado precepto en orden al régimen especial previsto para los dividendos y participaciones en beneficios percibidos por los sujetos pasivos del IS y distribuidos por una ECR. No obstante, y a fin de deslindar ambos planos, hablaremos en este epígrafe de la tributación de éstas últimas *stricto sensu* y dedicaremos otro epígrafe diferenciado a la tributación de los accionistas y/o partícipes en una entidad de capital riesgo.

Los apartados 1 y 2 del art. 55 del TRLIS son únicamente aplicables a las ECR, habiendo de entender por tales las sociedades y los fondos de capital riesgo (con independencia de que estén sujetos al régimen mercantil común o al simplificado), de acuerdo con la diferenciación jurídica que establece el art. 4 de la Ley 25/2005.

Hecha esta aclaración preliminar, hay que tener en cuenta que si bien los fondos de capital riesgo son sujetos de Derecho, pero carecen de personalidad jurídica y constituyen mercantilmente un patrimonio separado,



no por ello tributan en régimen de atribución de rentas, dado que el art. 7.1.d) del TRLIS les considera, expresamente, sujetos pasivos del IS, cumpliéndose así las previsiones del art. 35.4 de la Ley General Tributaria (LGT) en relación con los entes colectivos carentes de personalidad y su consideración como obligados tributarios por las leyes propias de cada tributo.

### B) *Ámbito objetivo del régimen especial*

Las novedades introducidas en el art. 55 del TRLIS por la Ley 25/2005 pueden parecer continuistas en la tributación por el IS de las ECR, pero sin embargo, y salvadas algunas previsiones que contenía el proyecto de Ley (17) y que no se plasmaron en la redacción definitiva, suponen variaciones significativas, en especial por lo que hace referencia, en primer lugar, al tratamiento de las operaciones vinculadas (con la adición de tres nuevos apartados) y, en segundo lugar, a las condiciones novedosas que se establecen respecto de la transmisión de valores de entidades participadas y el porcentaje que deben representar los inmuebles respecto del activo de estas últimas, y la necesidad de afectación de los mismos a una actividad económica, posiblemente con la finalidad no declarada explícitamente de evitar que las ECR desinviertan (acogiéndose a la exención parcial) en empresas cuyo activo esté constituido en más de un 50 por 100 por inmuebles, siempre que dichos bienes (que han de representar un porcentaje no inferior al 85 por 100 del total del valor contable de los inmuebles de la entidad participada) no estén afectos a una actividad económica definida por relación a lo dispuesto en el IRPF. En puridad, se trata de una redundancia en la redacción, puesto que la exclusión de la exención parcial pretendida por el legislador podría haberse resuelto de forma menos farragosa por referencia a una de las especificidades de las inversiones propias de las ECR contempladas en el párrafo segundo del art. 2, uno, de la propia Ley 25/2005. No obstante, y puesto que se trata de depurar la técnica jurídica —que no es precisamente lo que hace el legislador tanto en materia mercantil (18) como tributaria—, conviene hacer un tratamiento separado de las distintas novedades apreciables a la luz de la nueva legislación.

Aparentemente, ni la exención parcial del 99 por 100 de las rentas obtenidas por la transmisión de acciones o participaciones en el capital o en fondos propios de las entidades participadas por las ECR, ni el plazo temporal para acogerse al citado beneficio fiscal (a partir del segundo año de tenencia y hasta el décimoquinto) sufren modificaciones respecto de la legislación anterior. De igual manera, tampoco supone novedad aparente el hecho de que el plazo máximo de desinversión pueda ampliarse, excepcionalmente, hasta el vigésimo

año cumpliendo los requisitos, condiciones y supuestos que se determinen vía reglamentaria (19). Pero la apariencia puede resultar engañosa porque, por remisión a la nueva normativa mercantil, se ha producido una evidente extensión del ámbito objetivo de la exención parcial, y ello debido a un hecho relevante. Mientras que la primitiva redacción del art. 55 del TRLIS se remitía al art. 2.1 de la Ley 1/1999, la nueva redacción dada al citado precepto por la disposición final primera de la Ley 25/2005 se remite, *in totum* y sin exclusiones, al art. 2 de la citada Ley, que, como hemos señalado, ha ampliado el objeto principal de las ECR, de tal manera que el ámbito objetivo de la exención parcial abarca, ahora, a las siguientes rentas (*rectius*, plusvalías, puesto que entendemos que, dado el objetivo del beneficio fiscal en cuestión, la exención parcial no es de aplicación cuando la desinversión en la entidad participada genera minusvalías para la ECR, puesto que ello supondría una penalización evidente para las sociedades y fondos de capital riesgo, en especial a la hora de compensar bases imponibles negativas y/o de reducir de forma injustificada bases imponibles positivas):

a) Con carácter general, las plusvalías derivadas de la transmisión de acciones o participaciones en el capital de empresas no financieras y naturaleza no inmobiliaria que, en el momento de la toma de participación, no coticen en mercados organizados (sean españoles, de la Unión Europea o de países pertenecientes a la OCDE).

b) Como primera excepción, las derivadas de la transmisión de acciones o participaciones en valores emitidos por empresas cuyo activo esté constituido en más de un 50 por 100 por inmuebles, siempre que dichos bienes supongan, como mínimo, el 85 por 100 del valor contable total de la entidad participada y estén afectos, durante el período de tenencia de los valores o de permanencia de la inversión, al desarrollo de una actividad económica, distinta de la financiera, en los términos que para considerar dicha actividad como económica se establecen en el IRPF. Aquí el legislador vuelve a demostrar su escasa técnica jurídica porque la remisión al IRPF (a los efectos de calificar la actividad como económica) se efectúa sólo en el art. 2 de la Ley 25/2005; sin embargo, el penúltimo párrafo de la disposición final primera de la misma Ley introduce la alternativa de actividad económica o *inmobiliaria*, lo que tiene escaso sentido respecto de las ECR, puesto que la diferencia entre actividad económica o inmobiliaria sólo tiene sentido respecto de los sujetos pasivos del IRPF, y no del IS, teniendo en cuenta que, como hemos señalado, los fondos de capital riesgo son sujetos pasivos de este último tributo, y no entidades en régimen de atribución de rentas.

c) Como segunda excepción, se subsumirían en el ámbito objetivo del régimen especial, las plusvalías derivadas de la transmisión de participaciones en el capital



de empresas no financieras —nada dice el art. 2, dos, de las empresas inmobiliarias (20)— que coticen en la Bolsa española y/o en mercados similares de países miembros de la Unión Europea o de la OCDE, siempre y cuando dichas empresas sean excluidas de cotización en los primeros mercados dentro de los doce meses siguientes a la toma de la participación. De la comparación entre la disposición final primera y el art. 2 de la Ley 25/2005 no se desprende que la exclusión de cotización deba ser promovida o auspiciada por la ECR, sino que, simplemente, se verifiquen los requisitos objetivos (exclusión de cotización) y temporales (plazo de doce meses desde la adquisición de la participación), sin que a los solos efectos tributarios se exija un porcentaje mínimo de participación en el capital social o en los fondos propios de la entidad cotizada.

d) Como tercera excepción, podrían acogerse también a la exención parcial del 99 por 100 las plusvalías derivadas de la transmisión de acciones o participaciones en otras entidades de capital riesgo, posibilidad abierta por la nueva Ley de 2005 (21), y ello pese a que su art. 3, tres, d) considere a las sociedades de capital riesgo (no así a los fondos) como entidades financieras (22), lo que, en principio contradiría el objeto principal de las ECR definido en el art. 2, uno. De ahí nuestra consideración como excepción a la regla general.

e) Por último, aunque ello no suponga novedad respecto de la legislación precedente (23), estarían igualmente exentas las plusvalías derivadas de la transmisión de acciones o participaciones en entidades participadas que, con posterioridad a la adquisición por parte de la ECR, hubieran accedido a la cotización en mercados bursátiles, siempre y cuando se proceda a la transmisión de la participación en un plazo no superior a tres años, contados no desde la fecha de adquisición, sino desde la fecha de admisión a cotización bursátil de la empresa participada.

Como ya adelantamos, aunque no suponga novedad respecto de la legislación precedente sobre las ECR, los dividendos y participaciones en entidades que promuevan o fomenten —¿por qué no se habla de entidades participadas para evitar problemas interpretativos? (24)— gozarán de la deducción por doble imposición interna del art. 30.2 del TRLIS o de la exención prevista en el art. 21.1 del mismo TR (exención para evitar la doble imposición internacional sobre dividendos de entidades no residentes en territorio español), según el origen de las rentas. En ambos casos, no se exige un porcentaje de participación o un período de tenencia mínimos de las acciones o participaciones, con lo que la deducción por doble imposición interna se eleva al 100 por 100; en el caso de la exención por doble imposición internacional, la no integración en la base de los dividendos determina que si éstos han sido gravados o

sometidos a retención en el país de origen, se pierde el derecho a deducir estos conceptos, todo ello sin perjuicio de entender aplicable, en primer lugar y si lo hubiera, el correspondiente convenio de doble imposición internacional, en detrimento de la normativa interna.

Una cuestión aparentemente menor, pero que debe ser aclarada, consiste en determinar si las entidades españolas participadas que distribuyen dividendos a una ECR están o no obligadas a practicar retención sobre éstos cuando, como hemos visto, la deducción por doble imposición interna alcanza el 100 por 100. En teoría, la respuesta debe ser negativa, porque el art. 59. p) del Reglamento del IS exime de la obligación de practicar retención sobre los dividendos o participaciones en beneficios a que se refiere el art. 30.2 del TRLIS (25) y, como hemos visto, el art. 55.2 del TRLIS se remite a éste al tratar del régimen especial de las entidades de capital riesgo (26).

Por último, hay que tener presente que los dividendos y las plusvalías derivadas de la transmisión en empresas participadas no constituyen las únicas rentas de las ECR; pero, respecto de estas otras rentas, que ahora veremos, el legislador estatal (no así los forales, como comprobaremos) guarda absoluto silencio sobre la aplicabilidad de la exención parcial del 99 por 100, de modo que hay que entender que ésta es inaplicable y que, por tanto, se someten al régimen general del IS, integrándose sin reducción ni beneficio fiscal alguno en la base imponible del citado tributo. Si hemos optado por tratarlas en este epígrafe, y no al examinar el régimen general, es por razones sistemáticas, puesto que sólo una vez comprendido el régimen especial y su ámbito objetivo es posible delimitar las exclusiones del mismo.

En efecto, el art. 3, uno, de la Ley 25/2005 —siguiendo el art. 2.2 de la Ley 1/1999 (27)— señala que, para el desarrollo de su objeto social principal, las ECR podrán facilitar préstamos participativos y otras formas de financiación, aunque en este último caso sólo para *sociedades* (28) participadas que formen parte del coeficiente obligatorio de inversión. No vamos a entrar en el régimen mercantil de los préstamos participativos, aunque sí conviene reseñar, para comprender su régimen tributario, que se trata de préstamos en los que el prestamista (en nuestro caso, la ECR) percibe un interés variable, normalmente ligado a la evolución de los beneficios o resultados contables de la entidad prestataria; ello no es óbice para que pueda haber préstamos participativos mixtos en los que habría un interés fijo y otro variable, aunque la forma de determinación del tipo de interés es irrelevante a nuestros efectos. Desde el prisma del prestatario, éste sólo puede amortizar de forma anticipada el préstamo participativo si dicha cancelación se compensa con una ampliación idéntica en cuantía de sus fondos propios.



En cuanto a otras formas de financiación, podemos citar, entre otras, la suscripción de obligaciones simples y/o de obligaciones convertibles en acciones, por citar los supuestos más comunes. Pues bien, ni los intereses de los préstamos participativos, ni los rendimientos procedentes de otras fórmulas alternativas de financiación, ni los ingresos derivados de la prestación de servicios de asesoramiento caen dentro del régimen especial del art. 55 del TRLIS, y en consecuencia se integran, sin beneficio fiscal alguno, en la base imponible del IS de las entidades de capital riesgo.

Aunque se haya criticado esta exclusión —puesto que determina un régimen especial de las ECR parcial en su ámbito objetivo, al excluir algunas de sus rentas—, la razón de la meritada exclusión es obvia, puesto que se trata de evitar la duplicidad de un beneficio fiscal. En efecto, para la entidad participada, los intereses de los préstamos participativos, las prestaciones abonadas por otros sistemas alternativos de financiación (por ejemplo, el interés de las obligaciones, convertibles o no suscritas por la ECR), así como los servicios de asesoramiento, determinan un gasto deducible fiscalmente sin limitación alguna —salvo la que pudiera derivar de la consideración como operación vinculada, aunque sobre la vinculación como causa de exclusión (con excepciones) del régimen especial hablaremos posteriormente—, de forma que parece lógico que se integre en la base imponible de la ECR; dicho en otros términos, el beneficio fiscal —en sentido impropio, puesto que se trata de reconocer la deducibilidad de un gasto efectivo— se traslada de la ECR a la empresa participada, siendo, por tanto, ilógico pretender cohonestar el carácter deducible como gasto para el pagador y la exención parcial del 99 por 100 para el perceptor.

### C) *Causas de exclusión del régimen especial de las entidades de capital riesgo*

La pérdida del régimen tributario especial de las ECR puede, a partir de la Ley 25/2005, producirse por un doble orden de concausas, doble orden que no existía en la legislación precedente, donde sólo operaba la causa mercantil, y no la estrictamente fiscal; ésta ha sido introducida mediante la adición de los apartados 6 a 9 del art. 55 del TRLIS, inexistentes bajo la normativa anterior.

En cuanto a la causa mercantil, la Ley 25/2005 es continuista respecto de la precedente de 1999. Las ECR y las sociedades gestoras quedan sujetas a un régimen de supervisión, inspección e infracciones y sanciones que se atribuye a la CNMV, y en cuyo examen pormenorizado no vamos a entrar puesto que se trata en otro trabajo de este número monográfico. El art. 52 de la Ley tipifica tres clases de infracciones: muy gra-

ves, graves y leves, teniendo interés para nuestros propósitos sólo las primeras, puesto que su comisión implica no sólo la imposición de multas (art. 53) pecuniarias o la revocación de la autorización para operar como ECR, sino también la extinción del régimen especial del art. 55 TRLIS o, mejor dicho, la suspensión hasta tanto se produzca la subsanación de las conductas constitutivas de la infracción calificada por la CNMV como muy grave. Y esta precisión —suspensión y no extinción *pro futuro* salvo en un supuesto muy concreto (29)— es importante, como también lo es el hecho de que la ECR infractora deberá ingresar en el Tesoro público el importe no prescrito de todos los beneficios fiscales de que hubiere disfrutado desde el inicio de la comisión de la infracción hasta que se hubiera producido, en su caso, la subsanación, con los intereses de demora correspondientes.

El precepto no constituye, precisamente, un dechado de técnica jurídica; por un lado, porque creemos que los beneficios fiscales a que afecta no son todos los previstos en el TRLIS, sino exclusivamente los que derivan del régimen especial de su art. 55. No tiene sentido, por ejemplo, que pierda el derecho a la deducción por creación de empleo o por reinversión de beneficios extraordinarios si, pese a la comisión de una infracción muy grave bajo la perspectiva de la legislación mercantil, cumplía los derechos de las entidades sometidas al régimen general para disfrutar de tales incentivos. De tal manera que, operando con precisión hermenéutica, la pérdida de los beneficios fiscales afectaría, por un lado, a la exención del 99 por 100 de las plusvalías manifestadas con ocasión de una transmisión de valores de entidades participadas y, por otro (y en este caso parcial o totalmente, según los casos) a la deducción por doble imposición interna del 100 por 100 o la exención por doble imposición internacional.

Y decimos total o parcialmente porque creemos que tendría derecho a disfrutar, no obstante la comisión de la infracción, de dichos beneficios específicos con una salvedad, consistente en exigirle que durante los períodos impositivos en que disfrutó de ellos tuviera el grado de participación y el período de tenencia exigible a las sociedades de régimen general. En el caso de la deducción por doble imposición interna, si el porcentaje, por ejemplo, no alcanzase el 5 por 100 en el capital de la entidad participada (30), el beneficio fiscal no se suprimiría, sino que pasaría del 100 al 50 por 100; en el caso de la exención por dividendos de entidades no residentes, su mantenimiento se supeditaría al cumplimiento del requisito porcentual en el capital o en los fondos propios de la entidad no residente (también el 5 por 100) y a que la participación se hubiera mantenido durante el plazo de un año anterior al de la distribución de beneficios, amén de cumplir el resto de requisitos del art. 21.1 del TRLIS.



También se ha criticado (31) la redacción del precepto en lo que se refiere a la dimensión temporal de la sanción tributaria accesoria a la administrativa. Amén de los problemas que supone determinar cuándo se produjo el inicio de la comisión de la infracción, creemos que la interposición de recurso contra la resolución de la CNMV puede paralizar la ejecución de la sanción accesoria (la pérdida del régimen fiscal especial) por aplicación de lo dispuesto en la LGT, si bien en este punto pueden suscitarse dudas al respecto (32). Junto a ello, se va a producir un roce evidente, o falta de coordinación competencial, entre la CNMV y los órganos liquidadores de la Agencia Española de Administración Tributaria (AEAT), puesto que es a ésta y no a aquélla a quien corresponde dictar las liquidaciones rectificadoras de la aplicación del régimen especial en los períodos impositivos no prescritos.

Por último, antes de entrar en las novedades de naturaleza estrictamente tributaria introducidas por la reforma de 2005 en el art. 55 del TRLIS, y con independencia de que sea objeto de reiteración al tratar de la tributación de los socios de las ECR, hay que tener en cuenta que la sanción sólo afecta a éstas y no a los socios, dada la redacción literal del art. 53 de la Ley 25/2005. Dicho en otros términos, los beneficios fiscales que se reconocen a los socios en los apartados 3 y 4 del citado precepto del TRLIS y a los que se hubieran acogido los partícipes en una ECR no se verán afectados por la comisión por parte de ésta de una infracción muy grave y la imposición de la correspondiente sanción (administrativa con repercusión tributaria) por parte de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Hecho este paréntesis, decíamos que la Ley 25/2005 ha introducido en el art. 55 del TRLIS una nueva causa de exclusión —de naturaleza tributaria y no mercantil— del régimen especial de las ECR que podemos calificar, además, de parcial, puesto que no afecta a la totalidad del régimen citado, sino exclusivamente a la exención parcial del 99 por 100 prevista para la transmisión de acciones o participaciones por parte de dichas entidades; dicho en otros términos, la causa de exclusión no afectaría a la deducción por doble imposición interna de dividendos ni tampoco a la exención por doble imposición internacional.

Efectuada esta previa delimitación objetiva, la exclusión de la exención se produce en tres supuestos:

a) Cuando la persona o entidad adquirente de los valores transmitidos esté vinculada con la ECR o con sus socios o partícipes, entendiéndose por vinculación la participación, directa o indirecta, en al menos el 25 por 100 del capital social o de los fondos propios, de tal manera que, a los efectos de exclusión del beneficio fiscal contemplado en el art. 55.1 del TRLIS, el concepto

de vinculación es más restringido que el previsto, con carácter general, en el art. 16 del citado texto refundido. No obstante, se exceptiona la exclusión del régimen especial, en el sentido objetivo que le hemos dado anteriormente: en primer lugar, cuando el adquirente de las acciones o participaciones sea la propia entidad participada; en segundo lugar, cuando las acciones o participaciones se transmitan a otra entidad de capital riesgo, aunque exista vinculación entre ambas ECR (33), y por último, cuando el adquirente sea alguno de los socios o administradores de la entidad participada y no esté, ni haya estado, vinculado (en los términos ahora previstos en el art. 16 del TRLIS) con la ECR transmitente por una causa distinta de la derivada de su propia vinculación con la entidad participada. En definitiva, esta última excepción a la exclusión de la aplicación del régimen especial propicia operaciones de *management by out (MBO)* por parte de los socios o administradores de la entidad participada.

b) Cuando la persona física o entidad adquirente resida en un país o territorio calificado reglamentariamente como paraíso fiscal. No obstante, no se aplica la excepción de la exclusión parcial del régimen especial cuando concurren cualesquiera de las tres causas que hemos visto en el párrafo anterior.

c) Por último, tampoco será de aplicación la exención parcial del 99 por 100 sobre las plusvalías derivadas de la transmisión de acciones o participaciones por parte de una ECR cuando los valores objeto de enajenación hubieran sido adquiridos por ésta, de forma directa o indirecta, a una persona o entidad vinculada con la misma (o con sus socios o partícipes) siempre que con anterioridad a la adquisición (no a la transmisión o enajenación) existiera vinculación entre los socios o partícipes de la ECR y la entidad participada. También en este supuesto la vinculación no se define por relación al artículo 16 del TRLIS, sino que, conforme el art. 55.9 de la citada norma, ha de entenderse por tal, exclusivamente, la participación —directa o indirecta— en, al menos, el 25 por 100 del capital social o de los fondos propios.

#### **IV. EL RÉGIMEN TRIBUTARIO DE LOS SOCIOS O PARTÍCIPIES EN UNA ENTIDAD DE CAPITAL RIESGO**

---

##### **Especial referencia a las modificaciones en el régimen tributario de las personas físicas establecido por la nueva Ley 35/2006, de 28 de noviembre**

---

Lógicamente, el examen de la tributación de la ECR no puede limitarse al IS de éstas, sino que habrá que estudiar igualmente el régimen de sus socios o partícipes, aunque conviene advertir de antemano que la Ley



25/2005 no ha introducido ninguna variación sustancial en dicho régimen, lo cual es, *in se*, criticable, por el diferente —y no justificado de forma suficiente— tratamiento fiscal que establece, por un lado, entre sujetos pasivos del IRPF o del IS (acrecentado tras la reciente reforma del primero de los impuestos citados), y por otro, aunque con diferencias mínimas, entre no residentes según que la obtención de sus rentas en España se produzca con o sin la mediación de un establecimiento permanente.

Conviene tener en cuenta que tan importante como el régimen *especial* de la ECR es el tratamiento fiscal de los socios o partícipes de éstas, puesto que, como ya hemos señalado y resalta la Exposición de motivos de la Ley 25/2005, es importante la atracción de capital privado para la financiación de la ECR, teniendo en cuenta la aversión tradicional (al menos en nuestro país) del inversor particular o no institucional a la participación en las citadas entidades. En otras palabras, flaco favor se haría a las ECR si el legislador sólo se preocupara de éstas y no de beneficiar fiscalmente también a sus socios o partícipes, puesto que sin incentivos para éstos, y dado el riesgo de la inversión, la existencia de inversiones alternativas, así como otros factores económicos cuya enumeración sería prolija, la creación o subsistencia de las ECR resultaría difícil, y con ello se dificultaría la existencia de mecanismos alternativos a la financiación bursátil y/o crediticia para las empresas susceptibles de ser participadas por aquéllas.

Las rentas obtenidas por los socios o partícipes en ECR pueden, lógicamente, subdividirse en dos grandes categorías: dividendos o participaciones en beneficios y plusvalías derivadas de la transmisión de las correspondientes acciones o participaciones.

En lo que se refiere a los dividendos, o participaciones en beneficios, el régimen tributario es diferente según se trate de un sujeto pasivo del IRPF, del IS o del IRNR, lo cual demuestra la inexistencia de un tratamiento unitario que bien podría justificarse respecto de los no residentes, pero que tiene un dudoso encaje respecto de los residentes, cualquiera que sea la forma (persona física o jurídica) a través de la cual invierten en una entidad de capital riesgo.

De forma esquemática, el tratamiento fiscal de los dividendos o participaciones en beneficios distribuidos por una ECR es el siguiente, conforme el art. 55.3 del Texto Refundido de la Ley del Impuesto sobre Sociedades:

a) Si el perceptor es un sujeto pasivo del IS o un contribuyente del IRNR que actúe en España a través de establecimiento permanente tiene el derecho a la deducción por doble imposición interna prevista en el artículo 30.2 del TRLIS (es decir, el 100 por 100) cual-

quiera que sea el porcentaje de participación (no se requiere el mínimo del 5 por 100), y cualquiera que sea el período de tenencia (no se exige el mínimo de un año de antelación).

b) Si el perceptor es un sujeto pasivo del IRNR que actúe en España sin la mediación de un establecimiento permanente, los dividendos o participaciones no se entienden obtenidos en territorio español, de forma que no se integran en la base imponible de este impuesto que, para dichos sujetos pasivos, actúa como un tributo instantáneo y no periódico. No obstante, se entienden obtenidos en España cuando el no residente que actúa sin establecimiento permanente sea, a su vez, residente en un país o territorio calificado reglamentariamente como paraíso fiscal, de acuerdo con el artículo 55.5 del Texto Refundido de la Ley del Impuesto sobre Sociedades.

c) Si el perceptor es un sujeto pasivo del IRPF, y ante el silencio del art. 55, habrá de seguirse el régimen general previsto para los rendimientos del capital mobiliario, es decir, habrán —durante los períodos impositivos que finalicen el 31 de diciembre de 2006— de multiplicar los rendimientos íntegros por el 140 por 100 (ya que no cabe olvidar que las ECR tributan al tipo general del 35 por 100 en el IS) y practicar la deducción sobre la cuota líquida correspondiente a la doble imposición de dividendos (el 40 por 100), conforme se desprende del silencio del TRIRPF y de la doctrina administrativa recaída en este punto (34).

d) No obstante, a partir de 2007, la Ley 35/2006 introduce variaciones significativas en la tributación de los dividendos abonados por las ECR a personas físicas residentes. En primer lugar, el art. 7.y) de la citada Ley establece una exención (con un máximo de 1.500 euros para los dividendos y participaciones en beneficios) que afecta, puesto que no hay exclusión alguna, a los repartidos por entidades de capital riesgo (35). En segundo lugar, el art. 25 de la citada Ley elimina el mecanismo de corrección de la doble imposición por dividendos y, por tanto, no habrá que multiplicar el dividendo percibido por ningún coeficiente ni, lógicamente, aplicar, puesto que ha desaparecido, la deducción por doble imposición interna de dividendos. Por su parte, estos dividendos y participaciones en beneficios se integran en la denominada base imponible del ahorro (arts. 46 y 47 de la nueva Ley del IRPF), y tributan al tipo del 18 por 100 (sumando el tipo estatal del 11,1 por 100 y el tipo autonómico del 6,9 por 100, de acuerdo con los arts. 66.1 y 76, respectivamente).

Por su parte, las rentas *positivas* (o ganancias patrimoniales) puestas de manifiesto (36) como consecuencia de la transmisión o del reembolso de acciones o participaciones en el capital o en los fondos propios de la



ECR tienen también un triple tratamiento, conforme el artículo 55.4 del TRLIS y preceptos concomitantes del Texto Refundido del IRNR y de la Ley del IRPF, si bien en este último impuesto hay que distinguir entre el régimen vigente hasta 2005 y el aplicable a partir del 1 de enero de 2006 y períodos impositivos posteriores (37):

a) Si el transmitente es un sujeto pasivo del IS o un contribuyente del IRNR que actúe en España a través de establecimiento permanente, tiene el derecho a la deducción por doble imposición de plusvalías de fuente interna prevista en el art. 30.5 del TRLIS, cualquiera que sea el porcentaje de participación —al igual que para los dividendos, no se requiere el mínimo del 5 por 100—, y cualquiera que sea el período de tenencia, pues tampoco se exige el mínimo de un año de antelación (38). La deducción sólo afecta a la parte del incremento patrimonial generado por el socio que corresponda a beneficios de la ECR que no hayan sido objeto de distribución efectiva, de forma que, como se ha señalado (39), no estará exenta la parte del incremento que corresponda a plusvalías latentes de la ECR (inversiones no materializadas o latentes) ni el fondo de comercio generado por la propia entidad de capital riesgo (40).

b) Si el transmitente es un sujeto pasivo del IRNR que actúe en España sin la mediación de un establecimiento permanente, las rentas positivas o plusvalías derivadas de la transmisión de acciones o participaciones en el capital o en los fondos propios de las ECR no se entienden obtenidas en territorio español, de forma que no se integran en la base imponible de este impuesto. No obstante, y al igual que sucedía respecto de los dividendos, se entienden obtenidas en España cuando el no residente, que actúa sin establecimiento permanente sea, a su vez, residente en un país o territorio calificado reglamentariamente como paraíso fiscal, de acuerdo con el art. 55.5 del Texto Refundido de la Ley del Impuesto sobre Sociedades.

c) Por último, si el transmitente es un sujeto pasivo del IRPF, se aplica el régimen general de este impuesto y, por tanto, mientras subsista el régimen actual (*vid. infra*, no obstante, la situación para el año 2006 y períodos impositivos posteriores, y aquí la diferencia la establece formalmente el legislador, aunque materialmente es idéntica), y para los períodos no prescritos, se considerarán ganancias o pérdidas (y aquí sí tiene sentido la expresión) patrimoniales integrables en la parte general o en la parte especial de la base imponible según el período de permanencia de las acciones o participaciones en el patrimonio del sujeto pasivo, aplicándose para determinar la plusvalía o minusvalía las reglas generales del tributo, según se trate de la transmisión de valores o participaciones de ECR que coticen o no en Bolsa. O, dicho en otros términos, no existen especialidades tributarias reseñables en las plusvalías o minusvalías

derivadas de la transmisión por personas físicas residentes de acciones o participaciones en ECR, puesto que siguen el mismo tratamiento que las derivadas de la transmisión de cualesquiera clase de valores, no siendo en ningún caso de aplicación las reglas especiales previstas para la transmisión de acciones o participaciones en el capital o en los fondos de las instituciones de inversión colectiva, y no estando, en consecuencia, la plusvalía, en su caso obtenida, sometida a retención alguna.

La nueva —y pésima en su redacción, que en ocasiones raya lo ininteligible y, sobre todo, lo reiterativo (41)— Ley 35/2006, de 28 de noviembre, del IRPF (donde se reforma también de manera menos intensa el IS, el IRNR, el Impuesto sobre el Patrimonio y la normativa sobre planes y fondos de pensiones) varía de forma sustancial el régimen de las ganancias y pérdidas patrimoniales. En primer lugar, dichas rentas se integran en la denominada base imponible del ahorro (cualquiera que sea el período de generación) y, junto con los dividendos, tributan en territorio común al tipo proporcional y fijo del 18 por 100 (42), algo que resulta escandaloso si comparamos la tributación de las rentas del trabajo y/o de actividades económicas, en especial las determinadas mediante el método de estimación objetiva.

Pero, con efectos desde el 1 de enero de 2006, la disposición final primera modifica la disposición transitoria novena del todavía vigente IRPF regulado en el Real Decreto Legislativo 3/2004, de 5 de marzo, y a partir del 1 de enero de 2007 habrá que estar, para determinadas ganancias patrimoniales derivadas de la transmisión de acciones o participaciones en ECR, a lo previsto en la disposición transitoria novena de la Ley 35/2006. Conviene tener en cuenta, en primer lugar, que la norma sólo afecta a ganancias derivadas de acciones o participaciones en ECR no afectas a actividades económicas (caso contrario, se aplica el régimen general), entendiéndose por tales aquellos elementos patrimoniales en los que la desafectación se haya producido con al menos tres años de antelación a la fecha de transmisión. Por otro lado, la norma sólo afecta a elementos patrimoniales adquiridos antes del 31 de diciembre de 1994; de ahí que hablásemos de determinadas ganancias y no de todas.

Hechas estas dos precisiones —básicas, porque la norma no afecta a cualesquiera plusvalías derivadas de la transmisión de acciones o participaciones de ECR—, hay que distinguir según que la transmisión se haya realizado antes o después del 19 de enero de 2006.

En principio, para las transmisiones realizadas hasta el 19 de enero de 2006, la ganancia patrimonial se determina conforme al régimen general, pero el resultado que se obtenga se reduce del siguiente modo:



a) Se toma como período de permanencia en el patrimonio del contribuyente el número de años que medie entre la fecha de adquisición y el 31 de diciembre de 1996, redondeado por exceso.

b) Si las acciones o participaciones de las ECR estuvieran admitidas a cotización en mercados oficiales, la ganancia se reduce en un 25 por 100 por cada año de permanencia que exceda de dos.

c) Si, por el contrario, no estuvieran admitidas a cotización en mercados organizados, la ganancia se reducirá en un 14,28 por 100 por cada año de permanencia que exceda de dos.

d) Por último, no está sujeta la ganancia patrimonial derivada de la transmisión de acciones o participaciones en ECR que, a 31 de diciembre de 1996, tuviera un período de permanencia en el patrimonio del contribuyente superior a cinco años (si cotizan en mercados organizados) o a ocho años (si no cotizan).

Las transmisiones efectuadas con posterioridad al 20 de enero de 2006 tienen también un régimen especial de reducción, pero hay que distinguir según que coticen o no en mercados organizados. Si no cotizan, la parte de ganancia patrimonial generada con anterioridad al 20 de enero se reduce según el mecanismo que hemos visto anteriormente. Esa parte viene determinada por la parte de la ganancia que, proporcionalmente, corresponda al número de días transcurrido entre la fecha de adquisición y el 19 de enero de 2006, respecto del número total de días en que las acciones o participaciones hayan permanecido en el patrimonio del contribuyente. La parte de ganancia patrimonial generada antes del 20 de enero no está sujeta en los mismos términos y con las mismas condiciones temporales que hemos visto anteriormente para las transmisiones realizadas antes del 19 de enero de 2006.

Si se trata de acciones o participaciones en el capital o en el patrimonio de ECR que coticen en mercados organizados, el legislador establece un régimen cabalístico y de difícil comprensión, y menos aún explicación. En principio, la ganancia o pérdida patrimonial se determina conforme el régimen general; si el resultado de esta aplicación generase una ganancia, se efectuará la reducción que proceda de las siguientes condiciones:

a) Si el valor de transmisión es igual o superior al que corresponda según las reglas del Impuesto sobre el Patrimonio de 2005 (cotización media del último trimestre), la parte de ganancia generada antes del 20 de enero se reducirá de acuerdo con las reglas que hemos visto para las ECR que no cotizan en mercados organizados. Dicha ganancia patrimonial será la resultante de tomar como valor de transmisión el que corresponda a

las acciones o participaciones a efectos del Impuesto sobre el Patrimonio de 2005.

b) Si el valor de transmisión fuera inferior al que corresponde al valor a efectos del Impuesto sobre el Patrimonio del año 2005, la ganancia patrimonial se reducirá según las reglas previstas para las transmisiones realizadas hasta el 19 de enero de 2006.

De ello se deduce un diferente tratamiento (cuya justificación no entendemos) que penaliza la transmisión de acciones o participaciones de ECR que coticen en Bolsa y cuya transmisión se efectúe después del 20 de enero de 2006 cuando el valor de transmisión sea igual o superior al que corresponda según las normas del Impuesto sobre el Patrimonio del año 2005, puesto que no tienen derecho a la, en muchas ocasiones, no sujeción de la ganancia patrimonial ni a la reducción del 25 por 100 por cada año de permanencia que exceda de dos.

Pero para el año 2007 el legislador nos obsequia con una norma, en concreto, la disposición transitoria novena de la Ley 35/2006, para determinar las reducciones de las ganancias patrimoniales derivadas de la transmisión de acciones o participaciones de ECR cuyo contenido es exactamente igual que el de la disposición final primera que acabamos de ver y, por tanto, no vamos a repetir. Las preguntas que asaltan al lector son elementales: ¿Para qué copia dos normas iguales? ¿Por qué para retrotraer los efectos de la nueva regulación a 1 de enero de 2006 utiliza una disposición final cuando lo más lógico hubiera sido una transitoria? Misterios de una técnica legislativa deplorable que no se aclaran de forma suficiente en la Exposición de motivos (43), amén de complicar sobremanera la determinación de las reducciones sobre ganancias patrimoniales derivadas de elementos adquiridos antes del 31 de diciembre de 1994. A efectos prácticos, al contribuyente que se encuentre en una situación tal le es indiferente vender en 2006 o en 2007, con lo que no entendemos las absurdas disposiciones del legislador.

## **V. LA TRIBUTACION DE LAS ENTIDADES DE CAPITAL RIESGO Y SU COMPATIBILIDAD CON OTROS RÉGIMENES ESPECIALES DEL IMPUESTO SOBRE SOCIEDADES**

Como es sabido, el TRLIS recoge una pluralidad de regímenes especiales, voluntarios unos, obligatorios otros, y la compatibilidad, en el supuesto de existencia de zonas secantes, no aparece despejada de forma suficiente por el legislador, de forma que habremos de recurrir a la interpretación. Lógicamente, la compatibilidad debe serlo desde un plano jurídico, y en este punto habremos de partir del objeto principal de las ECR, al que ya hemos aludido, y desde él deducir la compatibilidad o no.



Hecha esta matización, no resultarán en ningún caso aplicables a las ECR ni, por tanto, compatibles con su régimen especial, los siguientes:

a) El de transparencia fiscal internacional (art. 107 del TRLIS) en cuanto a las inversiones en sociedades no residentes que integren su coeficiente obligatorio, puesto que estas inversiones son típicas de la actividad empresarial que han de realizar las entidades de capital riesgo.

b) El régimen especial de las sociedades patrimoniales (art. 61 del TRLIS), en cuanto más de la mitad de su activo se encuentra afecto a actividades económicas, y además no se computarán los valores poseídos para dar cumplimiento a obligaciones legales o reglamentarias, que, en el caso de las ECR, vienen delimitados por la Ley 25/2005. Por otro lado, las sociedades patrimoniales desaparecen de nuestro sistema de acuerdo con la disposición transitoria décima y la disposición derogatoria segunda de la Ley 35/2006, por lo que carece de sentido dedicarles atención.

c) Tampoco serán aplicables ni compatibles los regímenes de agrupaciones de interés económico y uniones temporales de empresas, ni el régimen de instituciones de inversión colectiva ni el de entidades parcialmente exentas ni, por último, el régimen de determinados contratos de arrendamiento financiero, puesto que las entidades a las que afectan tienen un régimen jurídico-mercantil diferente al de las ECR. En otros regímenes especiales ni siquiera merece la pena entrar (entidades deportivas, navieras, etc.), dada su manifiesta inaplicabilidad a las entidades de capital riesgo.

Por el contrario, algunos otros regímenes especiales sí pueden ser de aplicación concurrencial, y así citaremos los siguientes:

a) El régimen especial de las empresas de reducida dimensión (arts. 108 y ss. del TRLIS), que afecta a empresas —cualquiera que sea su forma e instrumentación jurídica— cuya cifra de negocios no supere los ocho millones de euros. Si bien en la práctica resultará muy difícil que una ECR tenga una cifra de negocios inferior a dicha cantidad, no es menos cierto que el capital social mínimo para las sociedades de capital riesgo es de 1.200.000 euros (art. 28 de la Ley 25/2005), mientras que el patrimonio inicial de los fondos será de 1.650.000 euros (art. 33 de la Ley 25/2005). Pero, dejando de lado estas cifras, hay que tener presente que, aun con capitales o patrimonios superiores e inversiones sin madurar, es muy posible que en los primeros años de actividad no se alcance la cifra de negocio de ocho millones de euros, no habiendo, a nuestro juicio, incompatibilidad jurídica derivada del TRLIS entre la aplicación de su art. 55 y el régimen especial de las empresas de reducida dimensión en aspectos tales como

libertad de amortización, descomposición de la base imponible a la hora de determinar el tipo de gravamen, etcétera. Por otro lado, hay que tener en cuenta que la disposición final segunda, 12, de la Ley 35/2006 modifica el art. 114 del TRLIS de tal manera que las pequeñas y medianas empresas tributan, a partir del 1 de enero de 2007, al 25 por 100 por la parte de base imponible comprendida entre 0 y 120.202,41 euros, y al tipo del 30 por 100 por la parte de base imponible restante.

b) Desde luego resulta, de forma indubitada, aplicable a las ECR el régimen especial de fusiones, escisiones, aportaciones de activos y canje de valores (arts. 83 y ss. del TRLIS), siempre y cuando la operación busque un objetivo económico válido en los términos constantemente aplicados por la Dirección General de Tributos, la cual, por cierto, confirmó la aplicación del régimen especial comentado a las ECR en su consulta de 29 de enero de 2003. Por su parte, el art. 30 de la Ley 25/2005 exige la aprobación previa de la CNMV para las operaciones de transformación, fusión, escisión y demás operaciones societarias que realice una sociedad de capital riesgo y que conduzcan a la creación de otra sociedad que merezca dicha calificación. Idéntico requisito administrativo (autorización previa de la CNMV) exige el art. 38 para la fusión de fondos, los cuales pueden fusionarse mediante absorción o mediante la creación de un nuevo fondo de capital riesgo. Sentada la validez mercantil de las operaciones descritas, no cabe oponer la aplicación del régimen especial de fusiones, escisiones, etc., salvo que no exista un motivo económico válido y que la operación se plantee con el propósito exclusivo de disfrutar de los beneficios fiscales de la operación de concentración empresarial. Por otro lado, mientras que el art. 30 de la Ley de 2005 guarda silencio respecto del contenido de la documentación requerida a las sociedades de capital riesgo para llevar a cabo las operaciones citadas, remitiéndose a lo dispuesto para la autorización de proyectos de constitución, el art. 38.4.e) de la citada Ley, al regular la documentación del proyecto de fusión de los fondos de capital riesgo, sí exige información sobre los efectos fiscales de la fusión. La vigente Ley no recoge, sin embargo, un precepto similar al art. 29 de la precedente Ley 1/1999, que atribuía la potestad para autorizar la fusión (en el caso de fondos) al ministro de Hacienda, a propuesta de la CNMV, evitándose así situaciones que creemos pueden darse de *lege data*, como es que la fusión, escisión, etc., sea aprobada por la CNMV pero los beneficios fiscales o la aplicación del régimen especial sean denegados o cuestionados por la AEAT, con lo que nos encontraríamos con una situación parecida a la generada por las SICAV y a una *guerra* de competencias entre órganos dependientes del Ministerio de Economía y Hacienda. Reiteramos que, con la vigente Ley de 2005, aunque de forma excepcional, pero no puramente teórica, podría darse la circunstancia reseñada, es decir que se autorizase la operación de concentración por la CNMV,



pero se denegasen los beneficios fiscales ligados al régimen especial por parte de la Agencia Estatal de Administración Tributaria.

c) En el caso del régimen especial de consolidación fiscal, la propia Dirección General de Tributos (consulta de 4 de octubre de 2002) admitió la posibilidad de que una sociedad de capital riesgo forme parte de un grupo de sociedades a efectos de la aplicación del régimen especial; para ello se basa en que las citadas sociedades no se encuentran exentas en el IS, puesto que se trata de sociedades anónimas que tributan al tipo general del IS, disfrutando sólo de exención parcial respecto de un tipo específico de rentas, y no existiendo inconveniente tributario alguno para que puedan integrarse en un grupo de sociedades y acogerse al régimen de consolidación (44).

d) Por último, se ha planteado la posibilidad de que las ECR puedan acogerse al régimen especial de tenencia de valores extranjeros, basándose en la mera exégesis del actual art. 116.1 *in fine* del TRLIS, que sólo excluye de la posibilidad de acogerse a este régimen a las entidades sometidas a los regímenes especiales de las agrupaciones de interés económico, españolas y europeas, y de uniones temporales de empresas o de sociedades patrimoniales. A este respecto, cabe también destacar que no existe doctrina administrativa sobre la materia, que podría haber coadyuvado a resolver la cuestión. No obstante, somos muy escépticos no sólo en términos económicos, sino también en términos jurídicos; respecto de éstos, que son los que interesan al jurista, porque ello supondría fraccionar el régimen de dividendos y plusvalías de origen extranjero, cuando el artículo 55 del TRLIS no efectúa ninguna diferenciación y cuando la Ley 25/2005 permite (art. 18) invertir en mercados extranjeros incluso dentro del coeficiente obligatorio de inversión. Por otro lado, el art. 55 citado está redactado en términos imperativos —no potestativos— al menos para las plusvalías, de forma que sería harto dudoso que la ECR pudiera escapar de este régimen y, por tanto, nuestra conclusión sería que existen razones fundadas para que el Ministerio de Hacienda niegue la solicitud de acogimiento a este régimen especial, que es opcional para los sujetos pasivos del IS. En definitiva, creemos que el puro argumento de que no sean entidades excluidas de la opción no determina, *per se*, la posibilidad de acogerse al régimen especial en cuestión desde una interpretación sistemática de la normativa del Impuesto sobre Sociedades.

## VI. LA IMPOSICIÓN INDIRECTA DE LAS ENTIDADES DE CAPITAL RIESGO

Aunque se trate de una cuestión sobre la que no trata la nueva Ley 25/2005, creemos, para ofrecer una visión

completa, preciso ofrecer al lector siquiera sea una sinopsis de la influencia de la imposición indirecta en la fiscalidad de las ECR, puesto que también en este sector gozan de beneficios fiscales.

En lo que se refiere al Impuesto sobre Operaciones Societarias, el art. 45.I.C.11<sup>a</sup> del Texto Refundido del ITP y AJD establece la exención de las operaciones de constitución y aumento de capital de las ECR en los términos previstos en su normativa reguladora. Tal y como aparece redactada la exención (introducida en el citado texto refundido por la Ley 1/1999), cabe defender que ésta se extiende al Impuesto sobre Actos Jurídicos Documentados tanto en su modalidad de cuota gradual como fija, puesto que el legislador no efectúa ninguna diferenciación al respecto (45).

Por su parte, y continuando con los dos impuestos citados, entendemos que las operaciones de concentración empresarial (fusiones, escisiones, etc.) están también exentas del Impuesto sobre Operaciones Societarias, aunque no así del Impuesto sobre Actos Jurídicos Documentados (46), en virtud del art. 45.B).10 del TRITP y AJD, siempre que a aquellas les sea de aplicación el régimen especial de fusiones, escisiones, aportaciones de activos y canje de valores previsto en la Ley 29/1991, de 16 de diciembre.

En lo que respecta al IVA, es menester hacer algunas precisiones teniendo en cuenta la pluralidad de operaciones que pueden realizar las ECR y sus sociedades gestoras. En lo que se refiere a las aportaciones de capital, concesión de préstamos participativos u otras fórmulas de financiación, hay que entender que dichas operaciones están exentas por mor de lo dispuesto en el artículo 20.18 de la Ley 37/1992. Sin embargo, estarían sujetas y no exentas las aportaciones no dinerarias de capital, lo cual, aunque excepcional, no está expresamente vedado por el legislador mercantil.

Igualmente (y la introducción de la nueva exención se produjo por obra de la Ley 1/1999) es destacable el artículo 20.18<sup>o</sup>. n), que declara exentos la gestión y depósito de las ECR gestionadas por sociedades gestoras autorizadas y registradas. Dado el mecanismo de la exención en el IVA, la que ahora comentamos implica que los costes económicos del citado impuesto se trasladan desde las ECR a sus entidades gestoras, lo que, posiblemente, a efectos económicos, repercute en la comisión de gestión.

Por último, las actividades de asesoramiento a favor de las empresas que constituyan el objeto principal de la inversión de las ECR constituyen, a nuestro juicio, prestaciones de servicios sujetas y no exentas en el IVA (47), habiendo de recordar que el sujeto pasivo variará según se trate de una sociedad o de un fondo, puesto que



mientras que las primeras pueden asesorar directamente, en el caso de los fondos de capital riesgo dicho asesoramiento ha de ser realizado, necesariamente, por su sociedad gestora, como veíamos al tratar de las actividades complementarias reguladas en el art. 3 de la Ley 25/2005.

## VII. LOS RÉGIMENES TRIBUTARIOS FORALES Y LAS ALTERNATIVAS FISCALES A LAS ENTIDADES DE CAPITAL RIESGO

Como señalábamos en la introducción, la pervivencia de regímenes especiales en los territorios forales (Navarra y los tres territorios históricos del País Vasco) relativos a las sociedades de promoción de empresas puede constituir una alternativa al régimen de tributación de las ECR; ello no significa que estas últimas no existan en los citados territorios (teniendo además un régimen especial en el IS), pero la comparativa fiscal introduce novedades relevantes respecto de la tributación de régimen común.

Así, en el caso de Navarra, la regulación de las ECR se contiene en el art. 110 de la Ley Foral 24/1996, de 30 de diciembre, precepto que no sólo no ha recogido las modificaciones introducidas por la Ley 25/2005, sino que ni siquiera recogió la exención parcial del 99 por 100 para las rentas derivadas de la transmisión de acciones y participaciones aprobada en la Ley 1/1999.

Las diferencias fundamentales en el régimen especial navarro son las siguientes:

a) Por un lado, el legislador foral no ha transplantado a su ordenamiento y en su integridad la nueva redacción dada al art. 55 de la TRLIS; en concreto, no se aplican las reglas sobre vinculación que pueden determinar la exclusión de la exención para las plusvalías —art. 110 de la Ley Foral del Impuesto sobre Sociedades (LFIS).

b) Por otro lado, las rentas que obtengan las ECR a las que sea de aplicación el régimen foral navarro, en virtud del punto de conexión previsto en el Convenio, están exentas totalmente (48), frente a la exención parcial del 99 por 100 estatal, lo cual determina que su tributación efectiva sea del 0 por 100, frente al 0,325 por 100 deducible de la normativa de régimen común. Evidentemente, ello determina que carezca de sentido determinar los beneficios aplicables a la reinversión de las plusvalías, puesto que al estar exentas no cabe, a nuestro juicio, que gocen de un doble beneficio fiscal. Ello no impide, sin embargo, que si las plusvalías no estuvieran exentas (por materializarse antes de finalizar el primer año o después del décimoquinto, dejando de lado las posibles excepciones de ampliación hasta el vigésimo año), puedan acogerse a la deducción del 20

por 100 sobre la cuota íntegra por reinversión en la transmisión de valores, conforme dispone el art. 70 bis de la Ley Foral del Impuesto sobre Sociedades.

c) En cuanto a la tributación de los dividendos, la normativa foral navarra es similar a la estatal, por lo que carece de sentido hacer consideraciones adicionales. No obstante, a partir de 2007 y tras la modificación de la Ley Foral del IRPF, los dividendos se integran en la base imponible del ahorro y tributan al tipo del 15 por 100.

Por su parte, las sociedades de promoción de empresas navarras (SPEN) tienen un régimen tributario especial contenido en el art. 167 de la LFIS, que ofrece una alternativa fiscalmente interesante (otra cosa son los condicionantes económicos) frente a las ECR. Las características básicas de las SPEN son las siguientes:

a) Su objeto social exclusivo ha de consistir en la promoción o el fomento de empresas mediante la participación temporal en su capital y la realización de las siguientes operaciones (también con carácter exclusivo):

1) Suscripción de acciones o participaciones en sociedades sometidas a la normativa foral navarra, dedicadas a actividades empresariales y que no coticen en Bolsa. En ningún caso pueden participar en instituciones de inversión colectiva ni en sociedades patrimoniales ni en entidades sujetas al régimen especial de arrendamiento de viviendas.

2) Adquisición de las acciones o participaciones a que se refiere el epígrafe anterior por compra de aquéllas. Las SPEN deberán tener invertido más del 75 por 100 de su activo en la suscripción o adquisición de acciones o participaciones sometidas a la normativa fiscal navarra.

3) Suscripción de títulos de renta fija emitidos por las sociedades en que participen o concesión de créditos, participativos o no, a dichas sociedades por plazo superior a cinco años. El concepto de crédito participativo y las condiciones para el prestatario son similares a las existentes en régimen común.

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

b) Su capital propio mínimo ha de ser de 3.005.060,52 euros, y el desembolsado ha de ser de 1.202.024,21 euros.



c) Pese a la redacción defectuosa del art. 167.2 de la LFIS, cabe que una SPEN sea una sociedad patrimonial, pero si se acoge al régimen que ahora estudiamos no puede tributar en el régimen especial de las sociedades patrimoniales, aunque éstas también desaparecen para 2007 en el régimen tributario navarro.

d) La aplicación del régimen especial, a diferencia de las ECR, no es automático, sino que se supedita a la solicitud de la SPEN y a la concesión expresa por parte del Departamento de Economía y Hacienda del Gobierno de Navarra.

Una vez vistas las características y condiciones mercantiles para la solicitud de la aplicación del régimen especial de las SPEN, examinaremos de forma somera las condiciones tributarias del mismo:

a) Las rentas obtenidas por la transmisión de acciones o participaciones en las entidades que hemos examinado anteriormente están exentas, es decir, siguen el mismo tratamiento que las ECR sometidas al régimen tributario foral navarro.

b) Los dividendos y participaciones en beneficios de las sociedades que promuevan o fomenten disfrutarán de la deducción por doble imposición interna del 100 por 100, cualquiera que sea el porcentaje de participación y el tiempo de tenencia, no existiendo en este punto diferencia con el régimen estatal de las entidades de capital riesgo.

c) No se integrarán en la base imponible las rentas obtenidas en la transmisión onerosa de elementos patrimoniales del inmovilizado material de las SPEN si el importe de dicha transmisión (no de la plusvalía) se reinvierte en la suscripción o adquisición de valores representativos de la participación en el capital o en fondos propios de toda clase de entidades que otorguen una participación no inferior al 5 por 100 sobre el capital social. Dicha reinversión deberá realizarse en el plazo comprendido entre el año anterior a la fecha de transmisión y los tres años posteriores.

d) Están exentas las rentas obtenidas por la concesión de préstamos participativos (exención inaplicable a las ECR estatales o navarras) en cuanto dichas rentas sean objeto de remuneración como consecuencia de los beneficios de la entidad receptora del préstamo, sin que tenga tal consideración la remuneración derivada de interés fijo, es decir, que si el préstamo participativo combina éste y uno variable ligado a los beneficios de la entidad participada, sólo este último gozará de exención, supeditada al cumplimiento de dos requisitos alternativos: por un lado, que se dote una reserva específica cuyo destino (transcurridos cinco años) será la eliminación de resultados contables negativos o la

ampliación de capital social; por otro, que se destinen a la concesión de nuevos préstamos participativos en el plazo de los dos años siguientes a la obtención de las rentas exentas.

e) Para la entidad prestataria, los intereses abonados por los préstamos participativos tienen, además, la consideración de gasto fiscalmente deducible en su integridad (es decir, tanto por la parte de interés fijo, si lo hubiera, como por la parte de interés variable).

f) Por último, dos referencias a los socios —sujetos pasivos del IS y/o sujetos pasivos del IRNR recaudado por la Hacienda Foral (49) y que actúen mediante establecimiento permanente—; por una parte, aplicarán la deducción del 100 por 100 por doble imposición de dividendos percibidos de la SPEN cualquiera que sea el porcentaje de participación y el período de tenencia; por otra, estos socios podrán deducir de la cuota líquida del IS o del IRNR el 20 por 100 del importe de las aportaciones dinerarias a los fondos propios de las SPEN, siempre que dicha aportación se encuentre íntegramente desembolsada y se mantenga en el activo de la sociedad durante un plazo de cinco años.

g) Para el año 2007 —y tras la modificación de la Ley Foral del IRPF (50)— la reforma es similar, *mutatis mutandis*, para las personas físicas residentes a la establecida en el Estado, con alguna diferencia significativa como es que la base liquidable especial del ahorro tributa al tipo fijo del 15 por 100, y no del 18 por 100 como sucede en territorio común.

Como cabe advertir, en el caso de Navarra el régimen fiscal de las ECR es más favorable que su homónimo estatal, y el de las SPEN es más favorable que el de las ECR navarras, siendo imposible en este último caso la comparación con el régimen estatal, dada la inexistencia de dicho régimen especial en el mismo.

En el caso de los territorios históricos del País Vasco, también existen diferencias respecto del régimen común, entendiéndose por tal el contemplado en el artículo 55 del TRLIS tras la nueva redacción dada por la Ley 25/2005. Dada la peculiaridad de los territorios históricos —cada uno con su propia Norma Foral del IS—, tomaremos la de Guipúzcoa (NF 7/1996, de 4 de julio, debidamente actualizada). En lo que se refiere a las ECR, las características diferenciadoras más relevantes son las siguientes:

a) Al igual que sucede en Navarra, el art. 59 de la Norma Foral del Impuesto sobre Sociedades (NFIS) establece la exención total de las rentas derivadas de la transmisión de acciones o participaciones en sociedades o entidades en cuyo capital participen. Los plazos de la desinversión son similares a los estatales y a los navarros.



b) No se ha incorporado la modificación del art. 55 del TRLIS en lo que se refiere a operaciones vinculadas y la posible exclusión de la exención (es decir, que la situación en este punto es similar a la de Navarra).

c) El hecho diferencial no sólo respecto de la normativa estatal, sino también de la navarra, radica en que los socios —sujetos pasivos del IS y/o del IRNR siempre que obtengan sus rentas mediante establecimiento permanente— tienen derecho a una deducción sobre la cuota líquida del 20 por 100 de las aportaciones dinerarias realizadas a las ECR, con las mismas condiciones temporales y sustantivas que las previstas en el caso de Navarra para aportaciones dinerarias a las Sociedades de promoción de empresas navarras.

d) La tributación de los dividendos percibidos por las ECR de las empresas participadas y de los dividendos percibidos por los socios de las ECR es similar a la estatal.

Por su parte, los territorios históricos mantienen, al igual que Navarra, el régimen especial de las sociedades de promoción de empresas (SPE), régimen que, como hemos reiterado, no existe en territorio de régimen común. Estas sociedades presentan algunas diferencias respecto de las navarras, al menos en lo que se refiere al destino de alguna de sus inversiones, así como respecto a otros aspectos mercantiles. Diferencias que cabe sistematizar del siguiente modo:

a) Se considerarán sociedades de promoción de empresas no sólo las previstas en la normativa foral navarra, sino también los establecimientos financieros de crédito cuyo objeto social primordial consista en el apoyo a la creación y financiación de pequeñas y medianas empresas, y en la concesión de préstamos participativos a otras empresas que, con la finalidad de desarrollar una función de colaboración con la política de promoción y desarrollo empresarial llevada a cabo por las instituciones públicas de la Comunidad Autónoma Vasca, tengan suscrito con éstas un convenio de colaboración financiera.

b) A diferencia de Navarra, no se exige (art. 60 de la NFIS de Guipúzcoa) que las entidades participadas por la SPE sean empresas que hayan de tributar en el País Vasco, de acuerdo con los criterios deducibles del Concierto Económico.

c) En el caso de los préstamos participativos, se exige que éstos se destinen a la adquisición de buques de nueva construcción afectos a la navegación o pesca con fines comerciales. En este supuesto no se requerirá la participación de la sociedad de promoción de empresas en el capital de la entidad prestataria. En este caso, el criterio de determinación de la evolución de la activi-

dad de la empresa prestataria para la aplicación del interés variable se referirá al buque cuya construcción ha sido financiada (51).

d) El capital propio previsto es igual al establecido en la normativa foral navarra, con la única diferencia de que el efectivamente desembolsado ha de coincidir con aquél.

e) El resto de elementos sustantivos del régimen tributario (exención total de las plusvalías, incluidas las derivadas de préstamos participativos, siempre que se cumplan las condiciones temporales y objetivas de la reinversión, régimen fiscal de los socios tanto en lo que se refiere a plusvalías como a dividendos) es similar al que hemos visto para la Comunidad Foral de Navarra, por lo que resulta innecesaria su reiteración.

f) Por último, para los contribuyentes del IRPF —para 2007— las diputaciones forales mantienen el esquema del Estado y, a diferencia de Navarra, los dividendos y participaciones en beneficios provenientes de entidades de capital riesgo tributan al tipo del 18 por 100, de tal manera que todo lo dicho para el Estado es válido para los territorios históricos que integran el País Vasco.

En resumen, y de forma muy sintética, existen diferencias entre el régimen tributario de la ECR en el País Vasco y en Navarra respecto del régimen fiscal del resto del Estado y, además, el mantenimiento del régimen especial de las sociedades de promoción de empresas constituye una alternativa, con ventajas fiscales pero con exigencias mercantiles diferenciadas, en relación con el régimen de las ECR. Evidentemente, tanto en el caso del País Vasco como en el de Navarra, se exige que se cumpla el punto de conexión previsto en el Concierto o en el Convenio Económico, respectivamente (52).

En definitiva, y no hacemos de ello ninguna evaluación económica o de fomento de la deslocalización interior de ECR, los regímenes forales ofrecen mayores alternativas para el capital inversión y una mayor diversificación de los objetos sociales —palpable en la pervivencia de las sociedades de promoción de empresas— que la normativa prevista en territorio de régimen común. Incluso, dentro de los territorios forales, la legislación del País Vasco puede resultar más beneficiosa que la navarra (53), puesto que no exige, expresamente, que las entidades participadas sean, a su vez, sujetos pasivos del IS que se rijan por la normativa foral, y ello sin que nadie haya impugnado, hasta donde alcanzan nuestros conocimientos, dicha regulación. No obstante, en puros términos económicos, la presión fiscal efectiva de las ECR sometidas a régimen común o a alguno de los regímenes forales puede resultar distorsionada por el hecho de que para estas últimas no cabe la apli-



cación de beneficios fiscales en forma de incentivos a la inversión, puesto que las rentas puestas de mani-fiesto con ocasión de las plusvalías derivadas de la transmisión de acciones en empresas participadas está completamente exenta. Aun con esta matización, seguimos pensando que el régimen fiscal de las ECR es más favorable en los territorios forales que en el resto del Estado, circunstancia que se acrecienta a la vista, como hemos señalado, de las alternativas — sociedades de promoción de empresas— de las que carecen los inversores y las entidades sometidas al régimen común.

## NOTAS

(1) Exposición de motivos que comienza con una perla semántica (que puede aplicarse a todas las leyes) al afirmar que «El principal objetivo de la política económica desarrollada por el Gobierno es aumentar el bienestar de los ciudadanos» (*sic*).

(2) Pese a la relativa antigüedad, en términos de doctrina sigue siendo indispensable —para ver la evolución del régimen tributario en España y el contexto dentro de la Unión Europea— el artículo de ESEVERRI, E. y MARTÍN PASCUAL, C., «El régimen fiscal de las sociedades y fondos de capital-riesgo», en *Perspectivas del Sistema Financiero*, FIES, Madrid, 1999, n.º 67: 55-67. El trabajo se ciñe al examen de la Ley 1/1999, de 5 de enero, derogada por la vigente Ley de 2005, y, lógicamente, no recoge las modificaciones introducidas en el entonces art. 69 de la LIS por las Leyes 6/2000, de 13 de diciembre, 44/2002, de 22 de noviembre, y 46/2002, de 18 de diciembre, entre otras.

Evidentemente, existen otros artículos doctrinales que, no obstante abordar problemas prácticos importantes, constituyen puras exégesis de textos legales, lo cual no supone que los ignoremos, puesto que ofrecen una visión interesante del régimen de las ECR. Igualmente, no podemos desdeñar la doctrina administrativa de la Dirección General de Tributos a través de las consultas emanadas.

(3) De forma más extensa, puede consultarse ESEVERRI, E. y MARTÍN PASCUAL, C., *op. cit.*: 57-59. Puramente descriptivo es el trabajo de RUANO, A., «El régimen tributario especial de las entidades de capital- riesgo (ECRs)», en *Quincena Fiscal Aranzadi*, Editorial Aranzadi, Pamplona, 2004, n.º. 14.

(4) ESEVERRI, E. y MARTÍN PASCUAL, C., *op. cit.*: 57. La Ley 43/1995, del IS, en su disposición transitoria séptima, les otorgó un régimen transitorio de cinco años para adaptar sus estatutos al de las sociedades de capital riesgo «o se transformen en éstas» (*sic*) a fin de disfrutar del régimen especial previsto para éstas. De donde cabría colegir que pueden existir sociedades (es imposible la existencia de fondos) de promoción de empresas que, sin ser sociedades de capital riesgo, puedan seguir acogidas al régimen especial previsto para éstas por el sólo hecho de haber adaptado sus estatutos en el período comprendido entre 1996-2000. Ni la normativa navarra ni la vasca obligaron a la adaptación o a la transformación, lo que explica la pervivencia de un régimen diferenciado del estatal, puesto que en los territorios forales coexisten las sociedades y fondos de capital riesgo y las sociedades de promoción de empresas.

(5) Sociedades de desarrollo industrial regional que, como hemos visto, perviven en el art. 56 del TRLIS, y cuya tributación se ha visto, de forma indirecta, modificada por la reforma operada por la Ley 25/2005, puesto que el apartado 1 del citado precepto establece que disfrutarán de exención parcial por la transmisión de acciones y participaciones en el capital de las empresas en que participen en los mismos términos que las ECR reguladas en el art. 55.

(6) El citado Decreto-Ley introdujo una exención parcial de las rentas obtenidas por las sociedades y fondos de capital riesgo en la transmisión de acciones en las empresas participadas, de acuerdo con coeficientes que variaban en función del número de años de tenencia, condicionada a la reinversión de la plusvalía, al tiempo que se sometían al régimen general de deducción por doble imposición de dividendos.

(7) Así, la Ley 28/1992, de 24 de noviembre (que convalidó el Decreto-Ley 5/1992) redujo a tres los tramos de la deducción que pasó a constituir una exención parcial sobre la base imponible, estableciendo el límite mínimo de dos años de tenencia de las acciones para poder acogerse al beneficio fiscal en cuestión. Al tiempo, eliminaba el requisito de reinversión de las plusvalías para poder acogerse al régimen especial.

Por su parte, la Ley del Impuesto sobre Sociedades (LIS) de 1995 incorporó a su contenido el conjunto de regímenes especiales que, hasta ese momento, habían estado regulados fuera de la normativa del IS y estableció, en su art. 69 el régimen especial de las ECR (bajo el ámbito subjetivo que entonces tenían y que ha sido ampliado por la vigente Ley de 2005), al tiempo que permitió la deducción del 100 por 100 de los dividendos no sólo por parte de las entidades sujetas al régimen especial, sino también por parte de las personas jurídicas que percibiesen dividendos o cualquier otra participación en beneficios por parte de una sociedad y/o un fondo de capital riesgo, cualquiera que fuera el porcentaje de participación y el tiempo de tenencia.

La reforma introducida por el Decreto-Ley 7/1996, de 7 de junio, fue sustantiva en cuanto disipaba dudas y, sobre todo, mejoraba el tratamiento fiscal de las sociedades y fondos de capital riesgo. Como señalan ESEVERRI, E. y MARTÍN PASCUAL, C. (*op. cit.*: 59), «junto a su función principal de participar en el capital de las empresas, se reconocía la posibilidad de prestarles asesoramiento y concederles préstamos participativos, se mejoraban sus coeficientes de inversión y se avanzaba en el régimen fiscal que hasta ese momento se había considerado insuficiente, fundamentalmente por la escala temporal en la que se basaba la bonificación de las plusvalías obtenidas en las desinversiones, considerada bastante artificiosa. Ahora, se ampliaba la exención del 99 por 100, con carácter general, entre el tercer y el décimo año, suprimiendo el resto de coeficientes que [hasta entonces] variaban, descendiendo a medida que se ampliaba al período de tenencia de las acciones o participaciones».

(8) No se entienda esta expresión en su estricto sentido jurídico-tributario, puesto que, como sabemos, el IS carece de base liquidable, es decir, que técnicamente no existen reducciones sobre la imponible.

(9) La reforma fue criticada por ASCRI (Asociación Española de Capital Riesgo). Las críticas pueden verse en ESEVERRI, E. y MARTÍN PASCUAL, C., *op. cit.*: 61, y básicamente demandaban la supresión de límites temporales a las desinversiones y la sustitución de la exención parcial del 99 por 100 por una tributación similar a la de las sociedades y fondos de inversión, es decir, que se produjera la integración de las plusvalías derivadas de las desinversiones en empresas participadas en la base imponible, pero se aplicara un tipo de gravamen del 1 por 100. En términos de resultado fiscal final, la meritada propuesta puede no ser equivalente en todos los casos.

(10) Evidentemente, entre las reformas no incluimos la introducida por el TRLIS —aprobado por Real Decreto Legislativo 4/2004, de 5 de marzo—, puesto que se limitó a reordenar internamente la LIS de forma que el hasta entonces art. 69 pasó a ser el actual artículo 55.

(11) En relación con la nueva Ley, es de interés el libro de TRIAS SEGNIER, M. (coord.), *Régimen jurídico y tributario del capital riesgo en España. Entidades y operaciones*, Ed. Marcial Pons-Cuatrecasas, Madrid, 2006.



(12) Y ello aunque la contestación a la consulta de 21 de febrero de 2001 de la Dirección General de Tributos considera plenamente aplicable el art. 10 de la entonces LIS —lo que en principio no es incorrecto—, pero no realiza ninguna referencia a la Circular de la CNMV, sino que se remite al Plan General de Contabilidad.

(13) Cuentas anuales que, entre otros extremos, deberán tener en cuenta el prolongado período de maduración de las inversiones, así como el cumplimiento de los coeficientes de inversión que se establecen en la Ley.

(14) La reiterada Circular de la CNMV señala que «para determinar el resultado de la venta de valores, el precio de coste a aplicar será el coste medio de adquisición de las existencias de valores de la misma clase, mismos derechos y plazo de vencimiento, deducidas las provisiones y cuentas compensadoras que puedan existir e incluyendo las periodificaciones de intereses en su caso» (norma 9ª.3). Por su parte, la norma 8ª.1 establece el precio de adquisición, que será «el conjunto de los desembolsos dinerarios realizados o comprometidos, excluyendo los intereses que se hayan devengado y no hayan vencido en el momento de la compra, que se registrarán de forma independiente».

(15) RUANO, A. *op.cit.*: 8.

(16) De conformidad con la norma 6 de la Circular 5/2000, las inversiones o participaciones en capital inicio son «aquellas participaciones en compañías no cotizadas con menos de tres años de existencia o que, teniendo más de tres años de existencia, no han obtenido resultados positivos durante un período de dos años consecutivos en los últimos cinco años y dichos resultados hayan sido verificados por un experto independiente»; por el contrario, son inversiones en capital desarrollo las que no cumplan los anteriores requisitos.

(17) Véase en este punto el trabajo de SANTOS HERNÁNDEZ, J., «Consideraciones fiscales en torno al proyecto de Ley reguladora de las entidades de capital-riesgo y sus entidades gestoras», en *Jurisprudencia Tributaria Aranzadi*, Ed. Thomson-Aranzadi, Pamplona, 2005, n.º 7-8.

(18) Sin pretender ser unos expertos en Derecho Mercantil, cabe plantearse qué significado tiene la consideración de inversiones propias del objeto social de las entidades de capital riesgo de la inversión prevista en el citado párrafo segundo del art. 2, uno, de la Ley 25/2005, referido al concepto de las ECR, cuando su ubicación sistemática más correcta hubiera estado situada en el art. 3, dedicado a las actividades complementarias. No se trata de un reproche inobjetable, puesto que en el concepto de las ECR se contienen los objetos sociales de dichas entidades y, en principio, el párrafo segundo del precepto citado constituye una excepción al primer párrafo, que declara como objeto principal de las mismas «la toma de participaciones temporales en el capital de empresas no financieras y de naturaleza no inmobiliaria» que en el momento de la adquisición no coticen en el primer mercado de la Bolsa de valores. Sin embargo, esta segunda condición también se enerva (considerando, con condiciones de desinversión temporal, que «pueden extender» su objeto [social] principal a empresas cotizadas en mercados de valores), al tiempo que pueden invertir en otras ECR. La incursión en el objeto principal (*sic*, según la Ley) y en las actividades complementarias —desarrollo de su objeto social, según el art. 3— será precisa para desmenuzar el régimen especial.

(19) Aun cuando sería conveniente que la habilitación reglamentaria se ejerciese por su titular (el Gobierno), circunstancia que no se produjo bajo la vigencia de la Ley 1/1999, como reconoce expresamente la Exposición de motivos de la Ley 25/2005 y corrobora la mera lectura del vigente Reglamento del IS, aprobado por Real Decreto 1777/2004, de 30 de julio.

(20) Ni tampoco se deduce su inclusión en el concepto de entidades financieras a la vista de la enumeración que, de éstas, hace el artículo 3, tres, de la Ley 25/2005.

(21) Pero sometida a determinados requisitos establecidos por la Ley 25/2005 que, por haber sido desarrollados en otro artículo de este monográfico, renunciamos a tratar.

(22) Se trata de una muestra más de la *refinada* técnica de nuestro legislador; para triste consuelo de los tributaristas, vemos que el refinamiento es contagioso y se ha trasladado al legislador mercantil, de forma que pronto la epidemia se transformará en pandemia.

(23) La única novedad, que no afecta al régimen fiscal, consiste en sustituir la referencia a la Directiva 93/22/CEE, del Consejo, de 10 de mayo, por la referencia actualizada a la vigente Directiva 2004/39/CEE, de 21 de abril, del Parlamento y del Consejo.

(24) Problemas resueltos tras la consulta de la Dirección General de Tributos de 21 de febrero de 2001 (lógicamente referida a la ley precedente, aunque el tenor es aplicable a la vigente), en cuya virtud la frase en cuestión debe entenderse por referencia al art. 2.1 de la Ley 1/1999 (art. 2 de la Ley 25/2005).

(25) Las consultas de la Dirección General de Tributos de 2 de julio y de 8 de septiembre de 1997 señalaban la improcedencia de practicar retención, aunque algún autor como RUANO, A., *op.cit.*, señale que «dicha retención se viene aplicando habitualmente habida cuenta de las fuertes sanciones que acarrea para el sujeto pagador cualquier defecto de retención». No obstante, y a efectos de la exención de la obligación de retener, el precepto reglamentario vigente dispone que la entidad perceptora (en nuestro caso la ECR) deberá comunicar a la entidad obligada a retener que concurren los requisitos establecidos en el citado artículo.

Sin embargo, no se aplica la excepción a la obligación de retener respecto de los intereses pagados por una entidad participada a un fondo de capital riesgo como consecuencia de un préstamo concedido por éste (consulta de la Dirección General de Tributos de 19 de diciembre de 2003).

(26) La disposición final segunda de la Ley 35/2006, de 28 de noviembre, no contiene ninguna mención a esta cuestión, por lo que mantenemos lo sostenido en el texto principal.

(27) Aunque éste se limitaba a las sociedades de capital riesgo y no extendía la posibilidad comentada en el texto a los fondos, así como tampoco las actividades de asesoramiento, que son potencial fuente de rentas y que, tras la Ley de 2005 también pueden ser realizadas por los fondos, puesto que el art. 3, uno, se refiere a las entidades de capital riesgo, sin diferenciación alguna.

(28) Aquí se plantea, de forma aparente, un problema mercantil que el propio legislador resuelve. Como dijimos, el art. 2, dos, de la Ley 25/2005 permite a las ECR invertir en otras entidades de capital riesgo (denominación comprensiva de sociedades y fondos según el art. 4). Por su parte, el art. 19 permite a las ECR invertir hasta el 20 por 100 de su activo computable dentro del coeficiente obligatorio en otras ECR autorizadas por la normativa española y/o en entidades extranjeras similares, con el cumplimiento de ciertos límites. Pues bien, dada la redacción literal del art. 3, uno, las ECR podrán facilitar préstamos participativos tanto a sociedades como a fondos de capital riesgo, pero otras formas de financiación sólo pueden ser facilitadas a las sociedades —*stricto sensu*—, y no a los fondos. Lo cual no significa que los fondos de capital riesgo no puedan conceder préstamos participativos; simplemente significa que, en el caso de éstos, dichas actividades (junto con las de asesoramiento y otras fórmulas de financiación) se realizarán por las sociedades gestoras del fondo, y no por el fondo como tal. En cambio, para las sociedades de capital riesgo se permite, alternativamente, que dichas actividades sean realizadas directamente por la sociedad o, en su caso, por las sociedades gestoras.

(29) El supuesto concreto sería cuando, conforme al art. 53, uno, c) de la Ley 25/2005 la sanción por la comisión de una infracción muy grave fuera la revocación de la autorización, puesto que ello determinaría *ope legis* la imposibilidad de continuar ejerciendo la actividad de capital riesgo.



(30) O se incumpliese el plazo del año de tenencia del citado porcentaje en el capital y/o en los fondos propios de la entidad residente participada.

(31) Aunque la crítica de RUANO, A., *op. cit.*: 14 va referida al artículo 39.2 de la Ley 1/1999, es perfectamente trasladable, porque no ha habido variación significativa, al actual art. 53 de la Ley 25/2005.

(32) Dudas derivadas del hecho de que la sanción tributaria es accesoria de la administrativa, y para enervar la primera es preciso anular la segunda a través del procedimiento y de los recursos generales, y no de los específicos de la Ley General Tributaria.

(33) No obstante, en este supuesto, y de conformidad con el artículo 55.8 del TRLIS, la ECR adquirente y vinculada se subrogará en el valor y en la fecha de adquisición de la transmitente, a los sólo efectos del cálculo de los plazos previstos para que la desinversión ulterior pueda acogerse a los beneficios fiscales previstos en el art. 55.1 (exención del 99 por 100 de las plusvalías obtenidas como consecuencia de la ulterior transmisión de acciones o participaciones adquiridas a otra ECR con la que exista vinculación).

(34) Entre otras, las consultas de la Dirección General de Tributos de 2 de febrero de 1999 y de 21 de febrero de 2001. RUANO, A., *op. cit.*: 16, entiende que «en cuanto a las personas físicas la razón de exclusión puede estar, por un lado, en la inexistencia en el régimen del IRPF de una deducción por doble imposición total a la que cualificar —como el art. 69.3 hace respecto del art. 28 de la LIS— y, por otra, en que, normalmente, los inversores personas físicas en ECR serán pocos habida cuenta del tipo de inversión de que se trata —largo plazo, grado de incertidumbre...— y del importe de inversión mínima que estas entidades suelen exigir». La discordancia en la numeración de los preceptos de la LIRPF y de la LIS se debe al hecho de que su trabajo está redactado antes de la publicación de los correspondientes textos refundidos, pero ello no varía un ápice su argumentación, que es más pragmática que jurídica.

(35) Llama la atención, sin embargo, el art. 101.4 de la nueva Ley, que establece un tipo de retención del 18 por 100 para los rendimientos del capital mobiliario «sin que se tenga en consideración a estos efectos, la exención prevista en la letra y) del art. 7 de esta Ley». De tal manera que, si no entendemos mal, el legislador está diciendo que se someten a retención rentas exentas (hasta 1.500 euros como hemos dicho en el texto principal).

(36) Destacamos el adjetivo porque, al hablar de las rentas derivadas de la transmisión de acciones o participaciones por parte de las ECR, el legislador, como veíamos, se limita a hablar de rentas sin calificarlas, suscitándose la duda, resuelta mediante el recurso hermenéutico, de si la reducción del 99 por 100 afectaba a las rentas negativas, circunstancia que negamos en su momento y que ahora mantenemos, pese a quien quiera ver una diferencia jurídico-tributaria entre la calificación expresa en un apartado del art. 55 y el silencio en otro.

(37) Aun con matices, que veremos, según que la transmisión se haya llevado a cabo, para las personas físicas residentes y contribuyentes del IRPF, antes o después del 19 de enero de 2006.

(38) De igual manera, la reinversión de beneficios extraordinarios por parte de un sujeto pasivo del IS en acciones de una sociedad de capital riesgo da derecho a la deducción prevista en el art. 42 del TRLIS, siempre que sea igual o superior al 5 por 100 del capital de ésta, conforme ha señalado la consulta vinculante de la Dirección General de Tributos de 13 de enero de 2006.

(39) RUANO, A., *op. cit.*: 15.

(40) No obstante, y seguimos al autor citado en la nota anterior, y teniendo en cuenta la vida limitada (aunque discrepemos de dicha calificación voluntarista) de las ECR, lo normal es que el fondo de comercio, si se crea alguno, sea generado por la sociedad gestora de éstas, y no por la propia ECR que actúa como fondo.

(41) Véanse, *ad exemplum*, los arts. 96.7 y 97.4 de la citada Ley, literalmente similares, aunque algún purista o exégeta piense que en el primer caso se refiere a la obligación (*rectius*: deber) de declarar mientras que en el segundo se está refiriendo a la autoliquidación. O, por citar otro precepto exótico, puede consultarse la disposición final octava sobre entrada en vigor de la Ley (1 de enero de 2007) y la fecha de entrada en vigor de las habilitaciones a la Ley de Presupuestos Generales del Estado (30 de noviembre de 2006) contenidas en la misma.

(42) Excepto, conforme el art. 39 de la Ley 35/2006, que se trate de ganancias patrimoniales no justificadas, que se integran en la base liquidable general del período impositivo en que se descubran, salvo que el contribuyente pruebe que ha sido titular de los bienes (en nuestro caso acciones o participaciones en ECR) desde una fecha anterior a la del período de prescripción.

La división de la base según el modelo español sólo se aplica en otros cuatro de los treinta países de la OCDE (Holanda, Suecia, Noruega y Finlandia). Aunque se trate de un artículo periodístico, véase ZUBIRI ORIA, I., «Adiós al IRPF» publicado en *El País* (edición País Vasco) el 4 de diciembre de 2006.

(43) Donde únicamente se dice que, mediante estas disposiciones, «se pretende respetar las expectativas anteriormente mencionadas de quienes adquirieron determinados compromisos de inversión en el ámbito de la legislación anterior».

(44) Lógicamente, los fondos de capital riesgo, al carecer de personalidad jurídica, no pueden tributar en el régimen especial de consolidación fiscal ni formar parte de ningún grupo en el sentido que esta expresión tiene en el Texto Refundido de la Ley del Impuesto sobre Sociedades.

(45) En contra de esta tesis puede oponerse que la Ley 1/1999 declaraba la exención de los actos y documentos legalmente necesarios para que las sociedades constituidas con arreglo a la legislación anterior pudieran dar cumplimiento a lo previsto en dicha norma (disposición transitoria primera); recordemos que disponían de un plazo temporal para la transformación. Que el TRITP y AJD, en su disposición adicional segunda —donde se contiene el precepto señalado en el texto principal—, no aluda a los documentos no creemos que sea objeción de peso para invalidar nuestra posición.

La consulta vinculante de la Dirección General de Tributos de 9 de mayo de 2006 ha declarado que la normativa del ITP y AJD (y en concreto el artículo citado) no prevé ningún beneficio fiscal específico para las operaciones de reducción de capital de una sociedad de capital riesgo ni para las aportaciones que realicen los socios con la finalidad de reponer pérdidas sociales de dichas entidades.

(46) Aquí la exclusión es clara, porque el art. 45.B).10 del TRITP y AJD habla expresamente de las operaciones societarias a que se refiere el art. 21 del citado texto, demostrando que no quiere extender la exención al Impuesto sobre Actos Jurídicos Documentados.

(47) En este sentido se ha pronunciado la Dirección General de Tributos en consulta de 21 de octubre de 2003, aclarando que tributarán al tipo general del 16 por 100. No obstante, declara sujetos pero exentos los servicios de asesoramiento ligados a la concesión de préstamos o créditos a la entidad participada.

(48) La Nota Técnica n.º 15 de la Asesoría Fiscal AFinet Global «Las sociedades de capital riesgo navarras y las sociedades de promoción de empresas navarras» (ejemplar fotocopiado de 12 hojas), Madrid, 28 de octubre de 2005, incurre en el error importante de afirmar que la regulación del art. 110 de la LF del IS es similar a la del artículo 55 de la LIS, vicio *ab origine* que lastra todo el informe, incluido el relativo a las sociedades de promoción de empresas, respecto de las que se afirma que gozan de exención parcial del 99 por 100 cuando la exención es, sin embargo, total.



(49) Pese a ser un tributo convenido, no existe Ley Foral del IRNR, de forma que se aplica la normativa del Estado. De ahí que hablemos de tributo recaudado y no de tributo regulado por la Hacienda Foral.

(50) De acuerdo con la reforma introducida en el IRPF navarro por la Ley Foral 18/2006, de 27 de diciembre (BON de 31 de diciembre).

(51) Lógicamente, se trata de una especificidad de la normativa guipuzcoana, pero no vamos a entrar en su confrontación con la normativa alavesa y vizcaína.

(52) Tributarán de conformidad con la normativa foral de Navarra y/o de los territorios históricos del País Vasco las ECR y las socieda-

des de promoción de empresas en tres supuestos: a) las que teniendo su domicilio fiscal en cualquiera de los territorios forales tengan un volumen de operaciones inferior a seis millones de euros; b) las que, teniendo su domicilio fiscal en territorio común, realicen íntegramente sus operaciones en cualesquiera de los territorios forales, y c) las que, teniendo una cifra de negocios superior a seis millones de euros, cualquiera que sea el lugar de su domicilio fiscal, realicen en territorio de régimen común menos del 75 por 100 de sus operaciones.

(53) Con la salvedad antedicha de que los dividendos y participaciones en beneficios distribuidos por las entidades de capital riesgo tributan para las personas físicas al 18 por 100 en el País Vasco y al 15 por 100 en Navarra.





# Legislación

LEY 25/2005, de 24 de noviembre, reguladora de las entidades de capital-riesgo y sus sociedades gestoras

LEY 1/1999, de 5 de enero, reguladora de las entidades de capital-riesgo y de sus sociedades gestoras

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

CIRCULAR 5/2000, de 19 de septiembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre normas contables y modelos de estados financieros reservados y públicos de las entidades de capital-riesgo y de sus sociedades gestoras







# LEY 25/2005, de 24 de noviembre, reguladora de las entidades de capital-riesgo y sus sociedades gestoras

## EXPOSICIÓN DE MOTIVOS

### I

El principal objetivo de la política económica desarrollada por el Gobierno es aumentar el bienestar de los ciudadanos. Para alcanzar este objetivo, es preciso impulsar un modelo de crecimiento equilibrado y sostenido, basado en el aumento de la productividad y del empleo, que permita atender las necesidades colectivas y promover una mayor cohesión social, al tiempo que facilite la respuesta a los retos derivados de la cada vez mayor integración económica en los mercados europeos y mundiales.

El modelo de crecimiento económico seguido en los últimos años, aunque ha contribuido a aproximar los niveles de renta *per cápita* de España a los de los países más avanzados de la Unión Europea, ha presentado carencias que es indispensable afrontar y corregir. Por un lado se ha apoyado en factores, como el favorable tipo de cambio con que se entró en la moneda única o la significativa reducción de los tipos de interés, cuyos efectos positivos tienden a moderarse. Por otro lado, este modelo presenta una debilidad estructural que, además, se ha intensificado en los últimos años: la escasa contribución de la productividad al crecimiento. Esta debilidad ha dado lugar a que el nivel medio de productividad de la economía española se haya alejado, en los últimos años, del de los países más avanzados de nuestro entorno, en lugar de converger.

El alejamiento con respecto a los niveles de productividad de los países más avanzados representa un serio riesgo para la evolución de la economía española tanto a largo plazo como de forma más inmediata. A largo plazo, la productividad es el principal determinante del crecimiento económico y su aumento es esencial para garantizar la sostenibilidad futura del Estado del bienestar, especialmente en el marco de envejecimiento de la población al que se enfrenta nuestra sociedad. De forma más inmediata, en el contexto de creciente apertura e integración de la economía española en los mercados europeos e internacionales, el aumento de la productividad es indispensable para absorber los incrementos en los costes de producción y evitar así pérdidas de competitividad que supondrían un freno al crecimiento.

En consecuencia, es necesario adoptar reformas que impulsen el aumento de la productividad en el sistema económico, entre las que destacan las relativas a la regulación del capital-riesgo, recogidas en esta Ley. Se trata, por esta vía,

de contribuir a situar a la economía española en condiciones de comenzar a corregir las carencias de su pauta de crecimiento, como vía para garantizar su sostenibilidad.

### II

Esta Ley propone dotar a las entidades de capital-riesgo de un marco jurídico más flexible y moderno que impulse el desarrollo de estas entidades tan relevantes en la provisión de financiación a empresas involucradas con las actividades de I+D+i. Esta actuación normativa se enmarca dentro del conjunto de reformas diseñado por el Gobierno para impulsar un crecimiento económico basado en el avance de la productividad con creación de empleo. En este conjunto de reformas se estructuran y coordinan una variedad de actuaciones, en diferentes ámbitos y con distintos plazos de ejecución, orientadas, en definitiva, a dinamizar la economía española y a conseguir un crecimiento económico sostenible en el largo plazo.

Los mercados desempeñan un papel fundamental en la financiación de las actividades de I+D+i y de los proyectos empresariales innovadores, tal y como reconoce, de forma contundente, el «Plan de Acción para el Capital-Riesgo (1998-2003)». Este Plan resalta los efectos positivos en la economía de esta vía de financiación alternativa a la bursátil y la crediticia, de difícil acceso para buena parte de los proyectos innovadores. Así, su acción beneficiosa se proyecta en el impulso que supone para el aumento de la productividad, la creación de empleo y el desarrollo de una cultura empresarial vibrante y emprendedora. Además, el inversor del capital-riesgo suele incorporar un valor añadido a la empresa financiada, aportando credibilidad frente a terceros y ofreciendo su experiencia ante dificultades, su asesoramiento y sus contactos. La contrapartida del riesgo asumido y el largo período de maduración necesario suele producirse, en caso de éxito, en forma de plusvalías. Por ello, el «Plan de Acción para el Capital-Riesgo (1998-2003)» considera que unos mercados de capital-riesgo desarrollados y eficientes constituyen una contribución clave para una economía competitiva, innovadora y dinámica, en la línea de los objetivos de la estrategia de Lisboa.

Actualmente nuestro país presenta una carencia grave en términos de inversión en I+D+i si se compara con los países de nuestro entorno, siendo este uno de los factores que contribuyen a explicar la brecha que nuestra economía presenta en términos de crecimiento de la productividad. Esto le sitúa



en una posición de desventaja competitiva en el marco de una economía cada vez más integrada mundialmente, con los peligros que ello comporta. Por tanto, es un imperativo urgente e inaplazable actuar en este ámbito mediante la promoción de elementos dinamizadores de la productividad de la economía como es el capital-riesgo.

La inversión en capital-riesgo en España se encuentra aún lejos de los volúmenes alcanzados en las economías más avanzadas y se detectan algunos elementos normativos del sector que suponen limitaciones y disfunciones que obstaculizan el desarrollo del mismo. Por ello es preciso flexibilizar y modernizar el régimen jurídico de las entidades de capital-riesgo, de manera que se imprima el impulso imprescindible a la competitividad y oportunidades de inversión del sector para situarlo en un nivel equiparable al de los países de nuestro entorno.

### III

Los antecedentes legislativos del capital-riesgo en España datan de 1976, año en que se aprueba el Decreto-Ley 18/1976, de 8 de octubre, de ordenación económica y medidas económicas, que fue el promotor de las sociedades de desarrollo industrial, como precedentes de las sociedades de capital-riesgo. El régimen jurídico del capital-riesgo actual tiene sus orígenes en los artículos 12 a 16 del Real Decreto-Ley 1/1986, de 14 de marzo, sobre medidas urgentes administrativas, financieras, fiscales y laborales, cuyas disposiciones fueron posteriormente modificadas en diversas ocasiones. Este régimen fue profundamente modificado por la Ley 1/1999, de 5 de enero, reguladora de las Entidades de capital-riesgo y sus sociedades gestoras. En su exposición de motivos se alude al capital-riesgo como aquella «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».

Esta Ley instituyó las dos modalidades de entidades, las sociedades y los fondos (administrados por sociedades gestoras), y los sujetó a un régimen de autorización, supervisión, inspección y sanción homologable al resto de sujetos que actúan en los mercados financieros, atribuyéndose a la Comisión Nacional del Mercado de Valores la potestad de supervisión de aquéllas. La Ley obligaba a estas entidades a invertir el 60 por 100 de su activo (el denominado coeficiente obligatorio) en las empresas que constituyen su objetivo, es decir, proyectos innovadores y con gran capacidad de crecimiento, necesitados de financiación para su desarrollo, según las distintas modalidades de inversión existentes (por ejemplo, en función del momento de la vida de la empresa: las llamadas inversiones semilla, arranque, desarrollo, expansión, o por sustitución en empresas necesitadas de renovación, como pueden ser empresas familiares de segunda o tercera generación, etc.). Dada la diversidad de las posibles modalidades de los tipos de inversión que las entidades de capital-riesgo pueden llevar a cabo, las empresas objeto de estas inversiones estarían caracterizadas por ser empresas «no financieras no cotizadas».

En la Ley 1/1999, de 5 de enero, reguladora de las Entidades de capital-riesgo y de sus sociedades gestoras, se dispuso que el resto del activo no integrado en el coeficiente obligatorio de inversión integrara el coeficiente de libre disposición, de modo que se permite su inversión en un listado tasado de activos. Asimismo se establecían los siguientes límites a las inversiones (límites de grupo y diversificación): una entidad de capital-riesgo no podía invertir en una misma empresa más del 25 por 100 de su activo, ni más del 35 por 100 en empresas pertenecientes al mismo grupo y, por otro lado, podía invertir hasta el 25 por 100 de su activo en empresas pertenecientes a su grupo, con determinadas condiciones. No obstante, se amparó la posibilidad de que hubiera incumplimientos temporales de las inversiones, dentro de unos límites y condiciones.

Si bien la regulación de 1999 se reveló como un avance notable en el régimen jurídico del capital-riesgo en nuestro país, no consiguió en su totalidad dotar a la industria de los instrumentos financieros necesarios que situaran al capital-riesgo a un nivel competitivo equiparable a los países de nuestro entorno. Es en la propia regulación financiera de las Entidades de capital-riesgo donde se han advertido ciertas rigideces y limitaciones que lastran el desarrollo definitivo del capital-riesgo en España.

### IV

Por todo ello, la reforma que se aborda en el régimen del capital-riesgo con esta nueva Ley se centra en algunos aspectos que se consideran esenciales, respetando el esquema básico recogido en la Ley 1/1999, de 5 de enero, antes expuesto. Junto a ello se opta por una mejora de la sistemática del articulado mediante su reordenación, que aporte mayor claridad y seguridad jurídica a la norma. Asimismo se ha optado por una regulación amplia, que integre aquellos elementos que sean imprescindibles para que no sea necesario el desarrollo reglamentario de esta norma, aún pendiente, ya que la Ley 1/1999, de 5 de enero, será derogada sin haber llegado a conocer su desarrollo reglamentario. De esta forma se persigue que el nuevo régimen de capital-riesgo sea plenamente operativo en lo esencial desde la entrada en vigor de estas modificaciones, y no haya por tanto que acudir a ulteriores desarrollos normativos.

La reforma se inspira en los siguientes pilares: agilización del régimen administrativo de las entidades de capital-riesgo, flexibilización de las reglas de inversión e introducción de figuras de la operativa aceptada en la práctica de la industria del capital-riesgo de los países más avanzados.

Por un lado, las reformas que se introducen tienen por objeto flexibilizar el régimen administrativo de estas entidades. Con este fin se introducen medidas como la distinción entre las entidades de régimen común y régimen simplificado en función de la apertura de las entidades que implica un trato administrativo diferenciado. En esta misma línea se flexibiliza el régimen de los plazos y se mejora el régimen del silencio administrativo para los procedimientos de autorización de constitución y los de modificación de sus estatutos



y reglamentos de gestión de estas entidades. También se acomete una importante racionalización de las competencias en la materia, atribuyendo a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, como supervisor del capital-riesgo, el grueso de las competencias de autorización que se contienen en la norma.

Junto a ello, la reforma busca también aportar flexibilidad a la actividad mediante la introducción de figuras financieras que son comunes en la práctica de los países de nuestro entorno y que estaban limitadas por la anterior regulación, lo cual se traducía en ataduras innecesarias. De este modo se amplía el ámbito de asesoramiento de las entidades y de sus sociedades gestoras, si bien se circunscribe a empresas que sean objetivo de la inversión de las entidades. Por otro lado, se permite la posibilidad de que las entidades de capital-riesgo tomen participaciones de empresas no financieras que coticen en el primer mercado con la finalidad de excluirlas de la cotización, de modo que se les impone la obligación de que las excluyan de la cotización en un plazo determinado. Asimismo, se ofrece la posibilidad de que estas entidades inviertan en otras entidades de capital-riesgo dentro de unos límites. Junto a lo anterior, y con el mismo objetivo de reducir el riesgo, se introducen figuras de diversificación de la inversión como son los fondos y sociedades que fundamentalmente inviertan en entidades de capital-riesgo.

Esta figura está ideada para atraer al capital-riesgo al inversor minorista. Con estos elementos, sin duda, se aportan al sector nuevas e importantes herramientas que facilitarán su actividad de inversión productiva.

## V

Las reformas adoptadas mediante esta Ley, que, como se ha señalado, se integran en un conjunto más amplio, tienen por objeto proporcionar un impulso directo al aumento de la productividad económica, a través de la renovación del marco jurídico en el que desarrollan su actividad las entidades de capital-riesgo. Al tiempo, estas reformas pretenden impulsar la confianza y proporcionar una clara señal a los mercados y agentes económicos del decidido compromiso de la política económica española con el aumento de la productividad que, junto con la estabilidad presupuestaria y el fomento de la transparencia, se configura como uno de los ejes a través de los cuales se contribuye al objetivo de mejora del bienestar de los ciudadanos.

### TÍTULO PRELIMINAR

#### Ámbito de aplicación

##### *Artículo 1. Ámbito*

La presente Ley será de aplicación a las entidades de capital-riesgo, en su forma de sociedades y fondos de capital-riesgo, y a las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo constituidas de acuerdo con lo previsto en el siguiente Título, así como a las sociedades gestoras de ins-

tituciones de inversión colectiva que gestionen entidades de capital-riesgo.

##### *Artículo 2. Concepto*

Uno. Las entidades de capital-riesgo son entidades financieras cuyo objeto principal consiste en la toma de participaciones temporales en el capital de empresas no financieras y de naturaleza no inmobiliaria que, en el momento de la toma de participación, no coticen en el primer mercado de Bolsas de valores o en cualquier otro mercado regulado equivalente de la Unión Europea o del resto de países miembros de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE).

Asimismo, se considerarán inversiones propias del objeto de la actividad de capital-riesgo la inversión en valores emitidos por empresas cuyo activo esté constituido en más de un 50 por 100 por inmuebles, siempre que al menos los inmuebles que representen el 85 por 100 del valor contable total de los inmuebles de la entidad participada estén afectos, ininterrumpidamente durante el tiempo de tenencia de los valores, al desarrollo de una actividad económica en los términos previstos en el Real Decreto Legislativo 3/2004, de 5 de marzo, por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas.

Dos. No obstante lo anterior, las entidades de capital-riesgo podrán igualmente extender su objeto principal a la toma de participaciones temporales en el capital de empresas no financieras que coticen en el primer mercado de Bolsas de valores o en cualquier otro mercado regulado equivalente de la Unión Europea o del resto de países miembros de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), siempre y cuando tales empresas sean excluidas de la cotización dentro de los doce meses siguientes a la toma de la participación. Asimismo, podrán también invertir a su vez en otras entidades de capital-riesgo conforme a lo previsto en esta Ley.

##### *Artículo 3. Actividades complementarias*

Uno. Para el desarrollo de su objeto social principal, las entidades de capital-riesgo podrán facilitar préstamos participativos, así como otras formas de financiación, en este último caso únicamente para sociedades participadas que formen parte del coeficiente obligatorio de inversión. Asimismo, podrán realizar actividades de asesoramiento dirigidas a las empresas que constituyan el objeto principal de inversión de las entidades de capital-riesgo según el artículo anterior, estén o no participadas por las entidades de capital-riesgo. En el caso de los fondos de capital-riesgo, las actividades anteriores serán realizadas por las sociedades gestoras. En el caso de las sociedades de capital-riesgo, podrán ser realizadas por ellas mismas o bien, en su caso, por sus sociedades gestoras.

Dos. A los efectos de esta Ley, también tendrán la consideración de empresas no financieras aquellas entidades cuya



actividad principal sea la tenencia de acciones o participaciones emitidas por empresas pertenecientes a sectores no financieros.

Tres. A los efectos de esta Ley, tendrán la consideración de entidades financieras aquellas que estén incluidas en alguna de las siguientes categorías:

- a) Entidades de crédito.
- b) Empresas de servicios de inversión.
- c) Entidades aseguradoras.
- d) Sociedades de inversión colectiva, financieras o no financieras.
- e) Sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva, de fondos de pensiones o de fondos de titulización.
- f) Sociedades de capital-riesgo y sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo.
- g) Entidades cuya actividad principal sea la tenencia de acciones o participaciones, emitidas por entidades financieras, tal y como se definen en este apartado.
- h) Las Sociedades de garantía recíproca.
- i) Las entidades extranjeras, cualquiera que sea su denominación o estatuto, que, de acuerdo con la normativa que les resulte aplicable, ejerzan las actividades típicas de las anteriores.

También tendrán la consideración de entidades financieras, a los efectos de esta Ley, los fondos de capital-riesgo, los fondos de inversión colectiva, los fondos de pensiones y los fondos de titulización.

Cuatro. Las sociedades de capital-riesgo y las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo, dentro del objeto social, y los fondos de capital-riesgo, dentro de su objeto principal, no podrán desarrollar actividades no amparadas en esta Ley.

#### *Artículo 4. Forma jurídica y clases*

Uno. Las entidades de capital-riesgo pueden adoptar la forma jurídica de sociedades de capital-riesgo o de fondos de capital-riesgo.

Dos. Asimismo, las entidades de capital-riesgo pueden ser de dos clases: régimen común o régimen simplificado.

Son entidades de régimen simplificado aquellas que reúnan estas características:

- a) La oferta de acciones o participaciones debe realizarse con carácter estrictamente privado, esto es, sin actividad

publicitaria, entendiéndose por tal lo dispuesto en el artículo 3 del Real Decreto 291/1992, de 27 de marzo, sobre emisiones y ofertas públicas de venta de valores.

- b) La oferta de acciones o participaciones debe realizarse con un compromiso mínimo de inversión de 500.000 euros exigible a cada inversor. No obstante, no se exigirá compromiso mínimo de inversión cuando los inversores sean institucionales, tales como fondos de pensiones, instituciones de inversión colectiva, entidades aseguradoras, entidades de crédito o las empresas de servicios de inversión, que realicen habitual y profesionalmente inversiones en valores negociables o instrumentos financieros, ni cuando sean administradores, directivos o empleados de la sociedad de capital-riesgo o de la sociedad gestora de la entidad de capital-riesgo.

- c) Deben contar con un número de accionistas o participantes igual o inferior a veinte. A los efectos del cómputo de este número, no se tendrán en cuenta, en su caso, a los inversores institucionales ni a aquellos que sean administradores, directivos o empleados de la sociedad de capital-riesgo o de la sociedad gestora de la entidad de capital-riesgo.

Tres. Son entidades de régimen común las que no reúnan alguna de las características señaladas en el apartado anterior.

#### *Artículo 5. Domicilio*

Las entidades de capital-riesgo reguladas en la presente Ley, así como sus sociedades gestoras, han de estar domiciliadas en territorio nacional y tener en éste su efectiva administración y dirección.

#### *Artículo 6. Reserva de denominación*

Uno. 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 existe en la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Dos. 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, así como la clase a la que pertenecen de acuerdo con lo establecido en el apartado Dos del artículo 4.

Tres. 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.



Cuatro. Ninguna persona o entidad podrá, sin haber obtenido la preceptiva autorización y sin hallarse inscrita en los registros de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, utilizar la denominación a que se refiere el apartado Uno anterior o cualquier otra expresión que induzca a confusión con ellas.

Cinco. Las personas o entidades que incumplan lo establecido en este artículo serán sancionadas según lo previsto en el Título IV de esta Ley. Si requeridas para que cesen inmediatamente en la utilización de las denominaciones continuarán utilizándolas, serán sancionadas con multas coercitivas por importe de hasta 300.000 euros, que podrán ser reiteradas con ocasión de posteriores requerimientos.

Será competente para la formulación de los requerimientos y para la imposición de las multas a que se refiere el párrafo anterior, la Comisión Nacional del Mercado de Valores, que también podrá hacer advertencias públicas respecto de la existencia de esta conducta. Los requerimientos se formularán previa audiencia de la persona o entidad interesada y las multas se impondrán con arreglo al procedimiento previsto en esta Ley.

Seis. Lo dispuesto en este artículo se entiende sin perjuicio de las demás responsabilidades, incluso de orden penal, que puedan ser exigibles.

## TÍTULO I. DISPOSICIONES COMUNES

### CAPÍTULO I

#### Condiciones de acceso y ejercicio de la actividad

##### Sección 1.ª Entidades de capital-riesgo de régimen común

###### *Artículo 7. Condiciones de acceso a la actividad*

Para dar comienzo a su actividad, las entidades de capital-riesgo deberán:

a) Haber obtenido la autorización previa del proyecto de constitución por la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

b) Constituirse mediante escritura pública e inscribirse en el Registro Mercantil. Para los fondos de capital-riesgo estos requisitos serán potestativos.

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

###### *Artículo 8. Autorización*

Uno. La resolución de la autorización de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, que en todo caso habrá de ser motivada, deberá notificarse dentro de los dos meses siguientes a la presentación de la solicitud o al día en que se complete la documentación exigible. Si en tal plazo no se ha

notificado una resolución expresa, la solicitud se entenderá desestimada.

Dos. La Comisión Nacional del Mercado de Valores sólo podrá denegar la autorización cuando no se cumplan los requisitos previstos en la normativa aplicable. En el caso de las sociedades de capital-riesgo, la autorización podrá denegarse también en los siguientes supuestos:

a) Falta de transparencia del grupo al que eventualmente pueda pertenecer la entidad.

b) Cuando se deduzca que pueden existir dificultades para inspeccionarla u obtener la información que la Comisión Nacional del Mercado de Valores estime necesaria para el adecuado desarrollo de sus funciones supervisoras.

Tres. Las resoluciones dictadas por la Comisión Nacional del Mercado de Valores en ejercicio de la potestad de autorización que le atribuye este artículo pondrán fin a la vía administrativa y podrán ser recurridas en vía contencioso-administrativa.

###### *Artículo 9. Requisitos de la solicitud de autorización*

Uno. La solicitud de autorización deberá incorporar una memoria del proyecto, un folleto informativo, la acreditación de la honorabilidad y experiencia, en los términos señalados en esta Ley, de quienes desempeñen cargos de administración y dirección de la entidad y, en general, cuantos datos, informes o antecedentes se consideren oportunos para verificar el cumplimiento de las condiciones y requisitos establecidos en esta Ley.

Dos. 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, aportantes iniciales previstos y sus respectivas participaciones, siempre que sean, directa o indirectamente significativas, tal y como se definen en el artículo 27 de esta Ley, relación de los mismos con otras entidades financieras y posibles vínculos entre ellos, fines y objetivos de la futura entidad, en su caso grupo al que pertenezca, política de inversiones y de distribución de resultados, proyecto financiero de la entidad, así como el ámbito personal y geográfico en el que operará.

Tres. El folleto informativo contendrá el proyecto de los estatutos o del reglamento, según proceda, así como aquellos aspectos principales de carácter financiero y jurídico de la entidad.

Cuatro. El Ministro de Economía y Hacienda, y con su habilitación expresa la Comisión Nacional del Mercado de Valores, determinará para cada tipo de entidad, atendiendo a sus especialidades, los requisitos y modelos normalizados de solicitud de autorización, así como los de los documentos que deberán acompañar la solicitud de autorización, de acuerdo con los criterios del presente artículo.



#### Artículo 10. Requisitos para obtener la autorización

Uno. Para obtener la autorización de su constitución, las entidades de capital-riesgo deberán cumplir los siguientes requisitos:

- a) Limitar su objeto al establecido en esta Ley.
- b) Disponer del capital social o del patrimonio mínimos en el plazo y cuantía establecidos en esta Ley para cada tipo de entidad.
- c) En el caso de los fondos de capital-riesgo, designar una sociedad gestora constituida con arreglo a esta Ley o a la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva.

Dos. Las sociedades de capital-riesgo cuya gestión, administración y representación no esté encomendada a una sociedad gestora deberán cumplir, además de los requisitos a) y b) establecidos en el apartado anterior, los siguientes:

- a) Contar con una buena organización administrativa y contable, así como con los medios humanos y técnicos, incluidos mecanismos de seguridad en el ámbito informático y procedimientos de control interno y de gestión, control de riesgos, procedimientos y órganos para la prevención del blanqueo de capitales y normas de conducta, 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 sus directores generales y asimilados tengan una reconocida honorabilidad comercial, empresarial o profesional. Concorre tal honorabilidad en quienes hayan venido observando una trayectoria empresarial o profesional de respeto a las leyes mercantiles y demás normas que regulan la actividad económica y la vida de los negocios, así como las buenas prácticas comerciales y financieras.

En especial, se entenderá que no concurre honorabilidad empresarial o profesional en quien haya sido, en España o en el extranjero, inhabilitado como consecuencia de un procedimiento concursal, se encuentre procesado, o, tratándose de los procedimientos a que se refieren los títulos II y III del libro IV de la Ley de Enjuiciamiento Criminal, se hubiera dictado auto de apertura del juicio oral, o tenga antecedentes penales, 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 recepción y otras conductas afines, de malversación de caudales públicos, contra la propiedad, o esté inhabilitado o suspendido, penal o administrativamente, para ejercer cargos públicos o de administración o dirección de entidades financieras.

- c) Que la mayoría de los miembros de su consejo de administración, así como todos los directores generales y asimilados, cuenten con conocimientos y experiencia adecuados en materias financieras o de gestión empresarial, así como las personas físicas que representen a las personas jurídicas que sean consejeros. Se presumirá que poseen conocimientos y

experiencia adecuados a estos efectos quienes hayan desempeñado durante un plazo no inferior a dos años funciones de alta administración, dirección, control o asesoramiento de entidades financieras o de las empresas comprendidas en el artículo 2 de la presente Ley, o funciones de alta administración y gestión en otras entidades públicas o privadas.

- d) Contar con un reglamento interno de conducta, en los términos previstos en esta Ley.

#### Artículo 11. Registro

Uno. La Comisión Nacional del Mercado de Valores mantendrá 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.
- f) Registro de entidades de capital-riesgo de régimen simplificado.

Dos. Para obtener 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 o transformación debidamente inscritas en el Registro Mercantil en el caso de las sociedades y los fondos que se constituyan mediante escritura pública o los documentos que las sustituyan en el caso de los fondos.

Tres. La Comisión Nacional del Mercado de Valores dispondrá de un plazo de 15 días para proceder a la inscripción desde la presentación de los documentos señalados en el apartado anterior. La inscripción sólo podrá ser denegada si la documentación presentada se apartara de la inicialmente autorizada o fuera incompleta.

Cuatro. En el caso de los fondos de capital-riesgo no constituidos mediante escritura pública, la Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá acordar en un único acto la autorización del fondo y su inscripción en el correspondiente registro administrativo. En este supuesto, la inscripción se entenderá condicionada a la aportación a la Comisión Nacional del Mercado de Valores de la documentación necesaria en el plazo previsto en el apartado anterior.

Cinco. No se practicarán inscripciones en los registros de la Comisión Nacional del Mercado de Valores en caso de que medien más de doce meses entre la fecha de la autorización previa y la de la solicitud de inscripción en el registro correspondiente por causa imputable al interesado. En tal caso la autorización se entenderá caducada.



### *Artículo 12. Modificación de proyectos constitutivos, estatutos y reglamentos*

Uno. Las modificaciones en el proyecto constitutivo, en los estatutos o en el reglamento de gestión de las entidades de capital-riesgo deberán ser autorizadas por la Comisión Nacional del Mercado de Valores. La resolución de la Comisión Nacional del Mercado de Valores deberá notificarse a los interesados en el plazo de un mes desde la presentación de la solicitud o desde el momento en que se hubiera completado la documentación. Transcurrido dicho plazo sin que se haya procedido a la notificación de la resolución, los interesados podrán entender estimada su solicitud, con los efectos previstos en el artículo 43 de la Ley 30/1992, de 26 de noviembre, del régimen jurídico de las Administraciones públicas y del procedimiento administrativo común.

Dos. 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.

Tres. No requerirán autorización previa, aunque deberán ser comunicadas posteriormente a la Comisión Nacional del Mercado de Valores para su constancia en el registro correspondiente, las modificaciones de los estatutos sociales y de los reglamentos que tengan por objeto:

a) Cambio de domicilio dentro del territorio nacional, así como el cambio de denominación.

b) Incorporación a los reglamentos de los fondos de capital-riesgo o a los estatutos de las sociedades de capital-riesgo de preceptos legales o reglamentarios de carácter imperativo o prohibitivo, o cumplimiento de resoluciones judiciales o administrativas.

c) Las ampliaciones de capital con cargo a reservas y dinerarias de las sociedades de capital-riesgo, así como las ampliaciones de patrimonio de los fondos de capital-riesgo, hasta alcanzar el patrimonio comprometido.

d) Aquellas otras modificaciones para las que la Comisión Nacional del Mercado de Valores, en contestación a consulta previa o, mediante resolución de carácter general, haya considerado innecesario, por su escasa relevancia, el trámite de autorización.

Cuatro. Las modificaciones que tengan lugar en el seno del consejo de administración de las sociedades de capital-riesgo y las sociedades gestoras deberán notificarse a la Comisión Nacional del Mercado de Valores. También se le notificarán los cambios de directores generales y asimilados, en la forma y con el contenido que la Comisión Nacional del Mercado de Valores determine.

### *Artículo 13. Revocación y suspensión*

Uno. La autorización concedida a las entidades de capital-riesgo sólo puede ser revocada por la Comisión Nacional del Mercado de Valores en los siguientes supuestos:

a) Por el incumplimiento de los requisitos establecidos para obtener la autorización.

b) Si no da comienzo a las actividades específicas de su objeto social dentro de los doce meses siguientes a la fecha de inscripción en el registro especial correspondiente por causa imputable al interesado.

c) Si renuncia de modo expreso a la autorización.

d) Cuando haya obtenido la autorización por medio de declaraciones falsas u omisiones o por otro medio contrario al ordenamiento jurídico.

e) Cuando existan razones fundadas y acreditadas respecto de que la influencia ejercida por las personas que posean una participación significativa en una sociedad de capital-riesgo pueda resultar en detrimento de la gestión correcta y prudente de la misma, que dañe gravemente su situación financiera.

f) Por haber sido la entidad declarada en concurso.

g) Cuando se dé alguna de las causas de disolución forzosa previstas en el artículo 260 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas.

h) Como sanción, en los casos contemplados en esta Ley.

i) Por el transcurso de un período superior a un año sin ejercer la actividad encomendada en su objeto social.

Dos. El procedimiento de revocación se iniciará de oficio o a instancia de parte, y deberá ser resuelto dentro de un plazo de seis meses desde su inicio. Si al finalizar dicho plazo no hubiera recaído resolución, se producirán los efectos previstos en el artículo 44 de la Ley 30/1992, de 26 de noviembre, de régimen jurídico de las Administraciones públicas y del procedimiento administrativo común. La revocación de la autorización implicará la exclusión del correspondiente registro administrativo.

Tres. Cuando una sociedad de capital-riesgo acuerde su disolución forzosa por alguna de las causas previstas en el artículo 260 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, se entenderá revocada la autorización. Dicho acuerdo habrá de ser notificado a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, la cual procederá a eliminar las inscripciones de dicha sociedad de los registros administrativos correspondientes. Se entenderá lo mismo cuando la entidad haya renunciado de modo expreso a la autorización, siguiéndose los mismos trámites.

Cuatro. La autorización concedida a una sociedad de capital-riesgo podrá ser suspendida, total o parcialmente, por la Comisión Nacional del Mercado de Valores en el curso de un procedimiento de revocación cuando se infrinjan de manera grave las disposiciones previstas en esta Ley o en caso de apertura de expediente sancionador por infracción grave o muy grave. La suspensión parcial afectará a



algunas de las actividades o al alcance con el que éstas se autorizaron.

## **Sección 2.ª Entidades de capital-riesgo de régimen simplificado**

### *Artículo 14. Régimen de autorización*

Para poder dar comienzo a su actividad, las entidades de capital-riesgo de régimen simplificado deberán sujetarse a los requisitos exigidos a las entidades de capital-riesgo de régimen común, con las siguientes especialidades:

- a) En el proyecto constitutivo deberán hacer mención de la intención de sujetarse a las normas de las entidades de régimen simplificado.
- b) El plazo para resolver la solicitud de autorización será de un mes desde que los promotores hayan aportado toda la documentación necesaria.
- c) En caso de que no sea notificada la resolución dentro de dicho plazo, podrá entenderse estimada con los efectos previstos en la Ley 30/1992, de 26 de noviembre, de régimen jurídico de las Administraciones públicas y del procedimiento administrativo común.
- d) No precisarán de la elaboración del folleto informativo.

### *Artículo 15. Modificación de proyectos constitutivos, estatutarios y reglamentarios y revocación y suspensión de la autorización*

Uno. En tanto no afecten a las tres condiciones básicas que definen a estas entidades como de régimen simplificado, para la modificación de los proyectos constitutivos, los estatutos y los reglamentos de estas entidades no será de aplicación lo dispuesto en los apartados Uno a Tres del artículo 12, y únicamente requerirán comunicación inmediata a la Comisión Nacional del Mercado de Valores para que ésta proceda de manera automática a su inscripción en el registro correspondiente, una vez comprobado que las modificaciones se ajustan a lo establecido en esta Ley.

Dos. La revocación y suspensión de las entidades de régimen simplificado se regirá por lo dispuesto en el artículo 13 de esta Ley.

## **Sección 3.ª Modificación de régimen**

### *Artículo 16. Modificación de régimen*

En caso de que una entidad de régimen común pretenda acogerse a las normas del régimen simplificado, o viceversa, deberá solicitar a la Comisión Nacional del Mercado de Valores autorización para dicho cambio conforme a los requisitos y el procedimiento de autorización de la constitución establecidos en la sección 1.ª de este capítulo I del Título I.

## CAPÍTULO II

### **Régimen de inversiones**

#### *Artículo 17. Régimen de actuación*

Las entidades de capital-riesgo deberán cumplir en todo momento los requisitos exigidos por esta Ley para su autorización y los porcentajes de inversión en determinados activos fijados por esta Ley y por la normativa que la desarrolle.

#### *Artículo 18. Coeficiente obligatorio de inversión*

Uno. Las entidades de capital-riesgo adecuarán su política de inversiones a los criterios expresamente establecidos en sus estatutos o reglamentos de gestión, respectivamente. Se entenderá por política de inversiones lo definido en el apartado Cuatro del artículo 34 de esta Ley.

Dos. En todo caso deberán mantener, como mínimo, el 60 por 100 de su activo computable, definido de acuerdo con lo dispuesto en el artículo 24 de esta Ley, en acciones u otros valores o instrumentos financieros que puedan dar derecho, directa o indirectamente, a la suscripción o adquisición de aquellas 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 computable a préstamos participativos a empresas que sean objeto de su actividad, estén participadas o no por la entidad de capital-riesgo, y hasta 20 puntos porcentuales del total de su activo computable en la adquisición de acciones o participaciones de entidades de capital-riesgo, de acuerdo con lo previsto en el artículo 19.

Tres. También se entenderán incluidas en el coeficiente obligatorio de inversión las acciones y participaciones en el capital de empresas no financieras que cotizan o se negocian en un segundo mercado de una Bolsa española o en mercados equivalentes de otros países. A tales efectos se considerarán aptos los mercados que cumplan simultáneamente las siguientes características:

a) Tratarse de un segmento especial o de un mercado de una Bolsa extranjera cuyos requisitos de admisión sean similares a los establecidos en la normativa española para los segundos mercados.

b) Tratarse de un mercado especializado en valores de pequeñas y medianas empresas.

c) No estar situado en un territorio considerado por la normativa española un paraíso fiscal o en un país o territorio cuyas autoridades se nieguen a intercambiar información con las autoridades españolas sobre las materias reguladas en la presente Ley. Los países o territorios que se encuentran en este último supuesto serán los contemplados en el artículo 2 del Real Decreto 1080/1991, de 5 de julio, por el que se determinan los países o territorios como paraísos fiscales.

Cuatro. En el caso de que una entidad de capital-riesgo tenga una participación en una entidad que sea admitida a



cotización en un mercado no incluido en el apartado anterior, dicha participación podrá computarse dentro del coeficiente obligatorio de inversión durante un plazo máximo de tres años, contados desde la fecha en que se hubiera producido la admisión a cotización de esta última. Transcurrido el plazo señalado, dicha participación deberá computarse dentro del coeficiente de libre disposición.

Cinco. El coeficiente obligatorio de inversión deberá cumplirse al finalizar cada ejercicio social.

#### *Artículo 19. Inversión en entidades de capital-riesgo*

Uno. Las entidades de capital-riesgo podrán invertir hasta el 20 por 100 de su activo computable dentro del coeficiente obligatorio de inversión en otras entidades de capital-riesgo autorizadas conforme a esta Ley y en entidades extranjeras similares que reúnan las características del apartado Dos de este artículo, siempre que cada una de las Entidades de capital-riesgo o entidad extranjera en que se invierte no tenga invertido a su vez más del 10 por 100 de su activo en otras entidades de capital-riesgo.

Dos. Para que la inversión en las entidades extranjeras a que se refiere el apartado anterior se compute dentro del coeficiente obligatorio establecido en el apartado Dos del artículo 18, será preciso que tales entidades estén domiciliadas en un Estado miembro de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) y que, cualquiera que sea su denominación o estatuto, ejerzan, de acuerdo con la normativa que les resulte aplicable, las actividades típicas de las entidades de capital-riesgo.

Tres. En cualquier caso, la entidad de capital-riesgo inversora deberá cumplir con los coeficientes de diversificación de la inversión del artículo 22.

#### *Artículo 20. Fondos y sociedades de entidades de capital-riesgo*

Uno. Los fondos y sociedades de entidades de capital-riesgo son aquellas entidades cuyo coeficiente de inversión obligatorio se deberá ajustar a lo dispuesto en el artículo 18 con la especialidad que se establece en el siguiente apartado en cuanto al porcentaje máximo de inversión en entidades de capital-riesgo.

Dos. Las entidades reguladas en este artículo deberán invertir al menos el 50 por 100 del coeficiente de inversión obligatorio de su activo computable en otras entidades de capital-riesgo autorizadas conforme a esta Ley y en entidades extranjeras que reúnan las características señaladas en el artículo 19, dos. No podrán invertir en cada entidad de capital-riesgo o entidad extranjera más del 40 por 100 de su activo, y deberán respetar las reglas de diversificación y limitación de inversiones del artículo 22. Asimismo, cada una de las entidades de capital-riesgo o entidad extranjera en que se invierta no podrá tener invertido, a su vez, más del 10 por 100 de su activo en otras entidades de capital-riesgo.

#### *Artículo 21. Coeficiente de libre disposición*

El resto del activo no sujeto al coeficiente obligatorio de inversión determinado en el artículo 18 podrá mantenerse en:

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

b) Participaciones en el capital de empresas distintas de las que son objeto de su actividad según el artículo 2 de esta Ley, incluidas participaciones en Instituciones de Inversión Colectiva (IIC) y entidades de capital-riesgo que no cumplan lo dispuesto en el artículo 19.

c) Efectivo. En aquellos casos en los que estatutaria o reglamentariamente se prevean reembolsos periódicos formará parte del coeficiente de liquidez, junto con los demás activos especialmente líquidos que precise el Ministro de Economía y Hacienda, o, con su delegación expresa, la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

d) Préstamos participativos.

e) Financiación de cualquier tipo a empresas participadas que formen parte de su objeto social principal.

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.

#### *Artículo 22. Limitaciones de grupo y diversificación de las inversiones*

Uno. Las entidades de capital-riesgo no podrán invertir más del 25 por 100 de su activo computable en el momento de la inversión 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.

En el caso de las entidades de capital-riesgo de régimen simplificado los límites anteriores se extenderán al 40 por 100 de su activo tanto para la inversión en una misma empresa como en empresas pertenecientes al mismo grupo.

Dos. Las entidades de capital-riesgo podrán invertir hasta el 25 por 100 de su activo en empresas pertenecientes a su grupo o al de su sociedad gestora, tal y como éste se define en el artículo 4 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, siempre que cumplan los siguientes requisitos:

a) Que los estatutos o reglamentos contemplen estas inversiones.

b) Que la entidad o, en su caso, su sociedad gestora disponga de un procedimiento formal, recogido en su reglamento interno de conducta, que permita evitar conflictos de interés y cerciorarse de que la operación se realiza en interés exclusivo de la entidad. La verificación del cumplimiento de estos requisitos corresponderá a una comisión independiente crea-



da en el seno de su consejo o a un órgano independiente al que la sociedad gestora encomiende esta función.

c) Que en los folletos y en la información pública periódica de la entidad se informe con detalle de las inversiones realizadas en entidades del grupo.

Tan sólo a los efectos previstos en este artículo se considerará que las empresas en las que participen directamente las entidades de capital-riesgo, que cumplan los requisitos establecidos en el artículo 2 de la presente Ley, no son empresas pertenecientes al grupo de la entidad de capital-riesgo de que se trate.

#### *Artículo 23. Incumplimientos temporales de las inversiones*

Uno. Los porcentajes previstos en el apartado Dos del artículo 18, apartado Uno del artículo 19, apartado Dos del artículo 20, letra f) del artículo 21 y apartados Uno y Dos del artículo 22 podrán ser incumplidos por las entidades de capital-riesgo durante los siguientes períodos:

a) Durante los primeros tres años, a partir de su inscripción en el correspondiente registro de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

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

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

Tres. Cuando se produzca una ampliación de capital en una sociedad de capital-riesgo, que no venga exigida por imperativo legal, o una nueva aportación de recursos a los fondos de capital-riesgo, se podrán incumplir los coeficientes indicados en el apartado Uno durante los tres años siguientes a la ampliación o a la nueva aportación.

Cuatro. La Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá, con carácter excepcional, eximir del cumplimiento de los porcentajes previstos en el apartado Dos del artículo 18, en el apartado Uno del artículo 19, y en el apartado Dos del artículo 20, o autorizar la ampliación de los plazos a que se refiere el apartado Uno de este artículo, a solicitud de las sociedades de capital-riesgo o de la sociedad gestora, en atención a la situación del mercado y a la dificultad de encontrar proyectos para cubrir, adecuadamente, el porcentaje mencionado.

#### *Artículo 24. Otros límites a las inversiones*

El Ministro de Economía y Hacienda y, con su habilitación expresa, la Comisión Nacional del Mercado de Valores podrán establecer limitaciones a la inversión en determinados tipos de activos o actividades, un coeficiente mínimo de liquidez a mantener, en su caso, por las entidades de régimen común,

determinar los conceptos contables que integran el activo computable, es decir, el activo de las entidades de capital-riesgo a efectos de calcular los porcentajes previstos en los artículos precedentes y establecer límites a la financiación ajena que puedan obtener las entidades de capital-riesgo.

#### *Artículo 25. Toma de participaciones en empresas no financieras cotizadas en mercados regulados*

Para que la adquisición por la entidad de capital-riesgo de participaciones de empresas no financieras que coticen en un mercado regulado distinto de los enunciados en el apartado Tres del artículo 18 sea contabilizada dentro del coeficiente obligatorio de inversión del apartado Dos del artículo 18, será preciso que la entidad de capital-riesgo o su sociedad gestora, en su caso, obtenga la exclusión de la cotización de la empresa participada dentro del plazo de un año desde la toma de participación. La Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá autorizar la ampliación de este plazo a solicitud de la sociedad de capital-riesgo o de la sociedad gestora.

### CAPÍTULO III

#### **Obligaciones de información y auditoría**

#### *Artículo 26. Obligaciones de información, de auditoría y contables*

Uno. Sin perjuicio de las obligaciones de información establecidas con carácter general, las entidades de régimen común deberán publicar para su difusión entre los partícipes una memoria anual y un folleto informativo, conforme a las siguientes especificaciones:

a) El folleto informativo habrá de editarse por la entidad con carácter previo a su inscripción en el registro administrativo.

b) La memoria anual estará integrada por las cuentas anuales, el informe de gestión y el informe de auditoría.

Estos documentos deberán ser remitidos a la Comisión Nacional del Mercado de Valores para el ejercicio de sus funciones de supervisión y registro, así como puestos a disposición de los partícipes en el domicilio social de la sociedad gestora del fondo de capital-riesgo.

Dos. Los administradores de las sociedades de capital-riesgo o, en el caso de los fondos de capital-riesgo, los de su sociedad gestora estarán obligados a formular o aprobar, dentro de los tres primeros meses de cada ejercicio, las cuentas anuales, la propuesta de distribución de resultados y el informe de gestión. Dentro de los cuatro primeros meses de cada ejercicio las sociedades de inversión o las sociedades gestoras, en el caso de los fondos de inversión, siempre que se trate de sociedades y fondos de régimen común, deberán remitir a la Comisión Nacional del Mercado de Valores los citados documentos contables junto con el informe de auditoría. El ejercicio social se ajustará siempre al año natural.



Los auditores de cuentas serán designados por las Juntas Generales de las sociedades de capital-riesgo o por los administradores de las sociedades gestoras de los fondos de capital-riesgo. La designación habrá de realizarse en el plazo de seis meses desde el momento de constitución de la entidad de capital-riesgo y, en todo caso, antes del 31 de diciembre del primer ejercicio económico que haya de ser examinado, y recaerá en alguna de las personas o entidades a que se refiere el artículo 6 de la Ley 19/1988, de 12 de julio, de Auditoría de Cuentas.

El informe de auditoría y cuentas anuales auditadas de las entidades de capital-riesgo tendrá carácter público.

Tres. Las sociedades de capital-riesgo, las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo, así como las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva que gestionen entidades de capital-riesgo, deberán facilitar a la Comisión Nacional del Mercado de Valores cuanta información 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 establezcan el Ministro de Economía y Hacienda y, con su habilitación expresa, la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Se considerarán hechos específicamente relevantes para las entidades de capital-riesgo los que afecten o puedan afectar significativamente a la consideración del valor de las acciones o participaciones y, en particular, toda circunstancia de carácter contingente que afecte o pueda influir significativamente en la evolución de los negocios de las entidades participadas, su rentabilidad y su situación financiera, siempre que la inversión en la entidad afectada represente al menos un 5 por 100 del activo de la entidad de capital-riesgo.

Cuatro. Las entidades de capital-riesgo deberán someter a informe de auditoría sus estados financieros conforme a lo establecido en la legislación sobre auditoría de cuentas.

Cinco. Los partícipes y socios de una entidad de capital-riesgo de régimen común tienen derecho a solicitar y obtener información completa, veraz, precisa y permanente sobre la entidad, el valor de las acciones o participaciones, así como la posición del accionista o partícipe en la entidad.

#### *Artículo 27. Régimen de las participaciones significativas*

Uno. Cuando un mismo socio o partícipe, por sí o por persona interpuesta, adquiera o transmita acciones o participaciones de una entidad de régimen común 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 en el plazo de diez días hábiles a partir de la adquisición o transmisión, el por-

centaje del capital o patrimonio que haya quedado en su poder tras la operación.

Dos. El Ministro de Economía y Hacienda y, con su habilitación expresa, la Comisión Nacional del Mercado de Valores podrán variar los porcentajes considerados participación significativa en aquellos supuestos que consideren necesario, atendiendo a los intereses de los inversores y a las especialidades de este tipo de inversión, así como fijar el contenido, la forma y periodicidad con que estas informaciones a que se refiere este título deben ser comunicadas a la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

## **TÍTULO II. SOCIEDADES Y FONDOS DE CAPITAL-RIESGO**

### **CAPÍTULO I**

#### **Las sociedades de capital-riesgo**

##### *Artículo 28. Definición y régimen jurídico*

Uno. Las sociedades de capital-riesgo son sociedades anónimas cuyo objeto social principal es el definido en el artículo 2. Podrán realizar las actividades enunciadas en los artículos 2 y 3 por ellas mismas o a través de una sociedad gestora de entidades de capital-riesgo.

Dos. 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.

Tres. El capital social suscrito mínimo será de 1.200.000 euros, debiéndose desembolsar en el momento de su constitución, al menos, el 50 por 100 y el resto, en una o varias veces, dentro del plazo de tres años desde la constitución de la sociedad. Los desembolsos del capital social mínimo deberán realizarse en efectivo, en activos aptos para la inversión de las entidades de capital-riesgo o en bienes que integren su inmovilizado, no pudiendo superar estos últimos el 20 por 100 de su capital social.

Los desembolsos adicionales al capital social mínimo o las posteriores ampliaciones de éste podrán realizarse, además, en inmovilizado o activos financieros aptos para la inversión conforme a los artículos 18 y 21 de esta Ley.

Cuatro. El capital social estará representado por acciones, representadas mediante títulos, en cuyo caso serán nominativas, o mediante anotaciones en cuenta.

En el caso de las sociedades de capital-riesgo de régimen simplificado se permitirá la emisión de acciones de una clase distinta a la general de la sociedad que sólo podrán ser suscritas por los promotores o fundadores.

Cinco. Quedan prohibidas las remuneraciones o ventajas de los fundadores o promotores previstas en el Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas.



**Los fondos de capital-riesgo**

Seis. En sus Estatutos sociales se recogerán, además de las especificaciones previstas en el Texto Refundido de 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 entidad de capital-riesgo o una sociedad gestora de instituciones de inversión colectiva.

*Artículo 29. Valoración del patrimonio y determinación del valor liquidativo de las acciones de las Sociedades de capital-riesgo*

Uno. El valor del patrimonio de la sociedad de capital-riesgo será el resultado de deducir de la suma de sus activos reales las cuentas acreedoras, determinándose el valor de éstas y aquéllos conforme a los criterios que determinen el Ministro de Economía y Hacienda y, con su habilitación expresa, la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Dos. El valor de cada acción será el resultado de dividir el patrimonio neto de la sociedad por el número de acciones en circulación.

*Artículo 30. Transformación, fusión, escisión y demás operaciones societarias*

La transformación, fusión, escisión y las demás operaciones societarias que realice una sociedad de capital-riesgo que conduzcan a la creación de una sociedad de capital-riesgo requerirán aprobación previa de la Comisión Nacional del Mercado de Valores conforme a lo dispuesto para la autorización de proyectos de constitución en el capítulo I del Título I de esta Ley, en función de si se trata de una entidad de régimen común o simplificado.

*Artículo 31. Delegación de la gestión*

Uno. Las sociedades de capital-riesgo podrán recoger en sus estatutos sociales la posibilidad de que la gestión de sus activos, previo acuerdo de la Junta General o por su delegación el consejo de administración, la realice una sociedad gestora de entidad de capital-riesgo o una sociedad gestora de instituciones de inversión colectiva o una entidad habilitada para prestar el servicio de inversión a que se refiere la letra d) del apartado 1 del artículo 63 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

El eventual acuerdo será elevado a escritura pública e inscrito en el Registro Mercantil y en el correspondiente registro administrativo. Este acuerdo no eximirá a los órganos de administración de la sociedad de ninguna de las obligaciones y responsabilidades que la normativa vigente les impone.

Dos. La designación de la sociedad gestora será efectiva a partir del momento de la inscripción en el registro administrativo del eventual acuerdo de la Junta General o, por su delegación, el Consejo de Administración.

*Artículo 32. Definición y régimen jurídico*

Uno. Los fondos de capital-riesgo son patrimonios separados sin personalidad jurídica, pertenecientes a una pluralidad de inversores, cuya gestión y representación corresponde a una sociedad gestora, que ejerce las facultades de dominio sin ser propietaria del fondo. Su objetivo principal es el definido en el artículo 2 y corresponde a la sociedad gestora la realización de las actividades enunciadas en los artículos 2 y 3 de esta Ley.

Dos. La condición de partícipe se adquiere mediante la realización de la aportación al fondo común.

*Artículo 33. Patrimonio*

Uno. El patrimonio mínimo inicial de los fondos de capital-riesgo será de 1.650.000 euros.

Dos. Las aportaciones para la constitución inicial y las posteriores del patrimonio se realizarán exclusivamente en efectivo.

Tres. El patrimonio de los fondos de capital-riesgo se constituirá con las aportaciones de los partícipes y sus rendimientos. Los partícipes no responderán por las deudas del fondo sino hasta el límite de lo aportado. El patrimonio del fondo no responderá por las deudas de los partícipes ni de las sociedades gestoras.

Cuatro. El patrimonio estará dividido en participaciones de iguales características que conferirán a su titular un derecho de propiedad sobre el mismo. Dichas participaciones serán nominativas, tendrán la consideración de valores negociables y podrán estar representadas mediante títulos o anotaciones en cuenta.

En el caso de los fondos de capital-riesgo de régimen simplificado se permitirá la emisión de participaciones con características distintas a las participaciones generales del fondo que sólo podrán ser suscritas por los promotores o fundadores.

*Artículo 34. Constitución del fondo y especificaciones del contenido de su reglamento*

Uno. El fondo se constituirá mediante la puesta en común del efectivo que integrará su patrimonio.

Dos. El contrato de constitución podrá formalizarse en escritura pública o en documento privado, habrá de ser inscrito en el registro administrativo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores y en él deberá constar expresamente:

- a) La denominación del fondo.



- b) El objeto, circunscrito exclusivamente a las actividades contempladas en los artículos 2 y 3 de esta Ley.
- c) El patrimonio del fondo en el momento de su constitución.
- d) El nombre y domicilio de la sociedad gestora.
- e) El reglamento de gestión del fondo.

Tres. El Ministro de Economía y Hacienda y, con su habilitación expresa, la Comisión Nacional del Mercado de Valores, establecerá el modelo normalizado de reglamento de gestión del fondo de capital-riesgo de régimen común, que deberá recoger como mínimo los siguientes extremos:

- a) El plazo de duración del fondo, en su caso.
- b) El régimen de emisión y reembolso de las participaciones, incluyendo, en su caso, el número de reembolsos que se garantizan, periodicidad de los mismos, y régimen de preavisos, si los hubiera.
- c) El plazo de duración de la prohibición de suscripción y reembolso, si las hubiese.
- d) La periodicidad con la que habrá de calcularse el valor de las participaciones a efectos de suscripción y reembolso.
- 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, del Reglamento de gestión y condiciones para ejercer, en su caso, el derecho de separación por parte del partícipe.
- h) Sustitución de la sociedad gestora.
- i) Normas para la disolución y liquidación del fondo.
- j) Tipos de remuneración de la sociedad gestora.
- k) La política de inversiones.

Cuatro. Se entenderá por política de inversiones, a los efectos del apartado anterior y del apartado Uno del artículo 18 de esta Ley, el conjunto de decisiones coordinadas orientadas al cumplimiento de su objeto sobre los siguientes aspectos:

- a) Sectores empresariales hacia los que se orientarán las inversiones.
- b) Áreas geográficas hacia las que se orientarán las inversiones.
- c) Tipos de sociedades en las que se pretende participar y criterios de su selección.
- d) Porcentajes generales de participación máximos y mínimos que se pretendan 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 mismo 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.

#### *Artículo 35. Régimen de suscripción y reembolso de las participaciones*

Uno. La sociedad gestora emitirá y reembolsará las participaciones en el fondo de acuerdo con las condiciones establecidas en su reglamento de gestión.

Dos. 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, y con su habilitación expresa, la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Tres. La sociedad gestora podrá gestionar por cuenta del emisor la suscripción y reembolso de participaciones en fondos de capital-riesgo, así como por cuenta ajena su transmisión.

#### *Artículo 36. Administración*

Uno. La dirección y administración de los fondos de capital-riesgo se registrará por lo dispuesto en el reglamento de gestión de cada fondo, debiendo recaer necesariamente en una sociedad gestora de entidad de capital-riesgo o en una sociedad gestora de instituciones de inversión colectiva con los requisitos que se fijan en este último supuesto, en esta Ley.

Dos. 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.

#### *Artículo 37. Valoración del patrimonio, valor liquidativo y distribución de resultados*

Uno. 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 y, con su habilitación expresa, la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Dos. El valor liquidativo de cada participación será el resultado de dividir el patrimonio neto del fondo por el número de participaciones en circulación.



Tres. 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.

#### *Artículo 38. Fusión*

Uno. Podrán fusionarse fondos de capital-riesgo ya sea mediante la absorción ya con la creación de un nuevo fondo.

Dos. La iniciación del procedimiento requerirá el previo acuerdo de la sociedad gestora de los fondos que vayan a fusionarse.

Tres. La fusión será previamente autorizada por la Comisión Nacional del Mercado de Valores conforme a los procedimientos establecidos en el capítulo I del Título I de esta Ley para la autorización de proyectos de constitución, en función de si se trata de fondos de régimen común o de régimen simplificado.

Cuatro. El proyecto de fusión entre dos o más fondos deberá tener el siguiente contenido mínimo:

a) Identificación de los fondos implicados y de sus sociedades gestoras. En el caso de fusión por creación de una nueva entidad, identificación del nuevo fondo.

b) Explicación del procedimiento para llevar a cabo la fusión con indicación de los aspectos jurídicos y económicos de la fusión.

c) Resumen de la composición de las carteras, destacando, en su caso, las diferencias sustanciales entre los distintos fondos que se fusionan, así como de la política de inversión que realizará el nuevo fondo o fondo absorbente en el futuro.

d) Información sobre los últimos estados financieros auditados, así como sobre la posible ecuación de canje resultante con la aplicación de los últimos estados financieros remitidos a la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

e) Información sobre los efectos fiscales de la fusión.

f) En el caso de fusión por absorción, explicación de todas las modificaciones a incluir en el reglamento de gestión y en los folletos completo y simplificado del fondo absorbente. En el caso de fusión por creación de un nuevo fondo, inclusión del proyecto de reglamento de gestión y una memoria explicativa del proyecto con el contenido exigido, con carácter general, para la constitución de nuevos fondos.

#### *Artículo 39. Disolución y liquidación*

Uno. El fondo quedará disuelto, abriéndose en consecuencia el período de liquidación, por el cumplimiento del término o plazo, por cese de su gestora sin que otra asuma la gestión, o por las causas que se establezcan en su reglamento de gestión del fondo. El acuerdo de disolución deberá ser

comunicado inmediatamente a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, quien procederá a su publicación, debiendo además ser comunicada de forma inmediata a los partícipes.

Dos. Disuelto el fondo se abre el período de liquidación, quedando suspendido los derechos de reembolso y de suscripción de participaciones. 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 la misma a determinados requisitos, con el fin de disminuir los posibles perjuicios que se ocasionen en las entidades participadas.

### **TÍTULO III. SOCIEDADES GESTORAS DE ENTIDADES DE CAPITAL-RIESGO**

#### *Artículo 40. Definición y régimen jurídico de las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo*

Uno. 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 no financieras definidas en el artículo 2 de esta Ley.

Dos. Las sociedades gestoras se registrarán por lo previsto 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, y por la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva.

#### *Artículo 41. Sociedades gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva*

Uno. 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 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva.

Los activos de una sociedad de capital-riesgo los podrán gestionar también las entidades habilitadas para prestar el servicio de inversión a que se refiere la letra d) del artículo 63.1 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

Dos. En todo lo relativo a la gestión de fondos de capital-riesgo y de activos de sociedades de capital-riesgo, las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva estarán sujetas a esta Ley y sus disposiciones de desarrollo.

Tres. Las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva que pretendan gestionar entidades de capital-riesgo deberán presentar en la Comisión Nacional del Mercado de Valores junto a la solicitud de autorización de modificación de sus estatutos sociales correspondiente, una memoria descriptiva que acredite el cumplimiento de los requisitos del apartado Dos del artículo 10 de esta Ley.



Cuatro. Las referencias a las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo contenidas en esta Ley se entenderán también hechas a las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva que gestionen fondos de capital-riesgo o activos de sociedades de capital-riesgo.

#### *Artículo 42. Requisitos*

Uno. Las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo deberán ser sociedades anónimas que reunirán los siguientes requisitos:

a) Un capital social mínimo inicial de 300.000 euros, íntegramente desembolsado.

b) Las acciones representativas de su capital social podrán representarse mediante títulos nominativos o mediante anotaciones en cuenta.

c) Deberá disponer de una organización y medios que cumplan con los requisitos de la letra a) del apartado Dos del artículo 10 de esta Ley.

d) Todos sus administradores y directores generales y asimilados deberán cumplir los requisitos de honorabilidad establecidos en la letra b) del apartado Dos del artículo 10 de esta Ley, y la mayoría de los miembros de su consejo de administración y directores generales o asimilados, los de la letra c) del apartado Dos del artículo 10 de esta Ley.

Dos. Las condiciones y requisitos para la autorización e inscripción de las Sociedades Gestoras de entidades de capital-riesgo serán los establecidos en la sección 1.<sup>a</sup> del capítulo I del Título I, con las especialidades recogidas en el presente Título, de esta Ley, y con la salvedad de que la sociedad gestora no está obligada a presentar folleto informativo.

Tres. Los procedimientos para autorizar la constitución de una sociedad gestora y la modificación de sus estatutos serán los previstos en los artículos 8 y 12, respectivamente, con la particularidad de que corresponde resolverlos al Ministro de Economía y Hacienda, a propuesta de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Cuatro. La sociedad gestora deberá someter a informe de auditoría sus cuentas anuales, de acuerdo con lo previsto en el apartado Cuatro del artículo 26 de esta Ley.

Cinco. El Ministro de Economía y Hacienda y, con su habilitación expresa, la Comisión Nacional del Mercado de Valores, podrá establecer, en su caso, el régimen de recursos propios y las normas de solvencia de las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo. Dicho régimen podrá tener en cuenta el volumen y riesgo del patrimonio gestionado. También podrá establecer la forma, periodicidad y contenido de las informaciones que deban remitir a la Comisión Nacional del Mercado de Valores en relación con dichas obligaciones.

Seis. El capital y, en su caso, los recursos propios que obligatoriamente deban mantener las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo a que se refiere el apartado anterior, deberán estar invertidos en cualquier activo adecuado al cumplimiento de su fin social.

#### *Artículo 43. Funciones*

Uno. 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 presente Ley.

Dos. Serán responsables frente a los partícipes o accionistas de todos los perjuicios que les causaren por el incumplimiento de las obligaciones establecidas en la presente Ley.

Tres. Las funciones de las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo serán 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 las sociedades 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 presente Ley.

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.

#### *Artículo 44. Revocación*

Uno. La autorización concedida a una sociedad gestora de entidades de capital-riesgo podrá ser revocada por el Ministro de Economía y Hacienda, a propuesta de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, en los siguientes supuestos:

a) Si no hace uso de la autorización dentro de los doce meses siguientes a la fecha de la notificación de la misma.

b) Si renuncia expresamente a la autorización, independientemente de que se transforme en otra entidad o acuerde su disolución.



c) Si incumple de forma sobrevenida cualquiera de los requisitos para la obtención de la autorización.

d) Si se incumplen de forma grave, manifiesta y sistemática los requisitos establecidos para el ejercicio de su actividad.

e) Cuando existan razones fundadas y acreditadas de que la influencia ejercida por las personas que posean una participación significativa en la sociedad gestora pueda resultar en detrimento de la gestión correcta y prudente de la misma y dañar gravemente su situación financiera.

f) Cuando se infrinjan de manera grave, manifiesta y sistemática las disposiciones previstas en esta Ley o en el resto de normas que regulen el régimen jurídico de las sociedades gestoras de las entidades de capital-riesgo.

g) Cuando se dé alguna de las causas de disolución forzosa previstas en el artículo 260 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas.

h) Si se hubiera obtenido la autorización en virtud de declaraciones falsas, omisiones o por otro medio irregular.

i) Si se acuerda la apertura de un procedimiento concursal.

j) Como sanción, según lo previsto en el Título IV de esta Ley.

k) Cuando transcurran más de dos años sin realizar la actividad de gestión de entidades de capital-riesgo.

Dos. Será de aplicación para el supuesto de revocación de la autorización de una sociedad gestora lo dispuesto en los apartados Dos, Tres y Cuatro del artículo 13 de esta Ley.

#### *Artículo 45. Sustitución de gestoras*

Uno. Las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo podrán 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.

Dos. En caso de declaración de concurso de la sociedad gestora, la administración concursal deberá solicitar el cambio conforme al procedimiento descrito en el apartado anterior. La Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá acordar dicha sustitución, bien, cuando no sea solicitada por la administración concursal, dando inmediata comunicación de ella al juez del concurso, o bien, en caso de cese de actividad por cualquier causa. De no producirse la aceptación de la nueva gestora en el plazo de un mes, los fondos de capital-riesgo gestionados quedarán disueltos.

Tres. 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.

Cuatro. En los supuestos previstos en los apartados anteriores, los partícipes, dentro de los 30 días naturales siguientes a la sustitución podrán liberar sus participaciones en un fondo de capital-riesgo sin cargos ni comisión alguna.

#### *Artículo 46. Delegación de la gestión*

Uno. Previa autorización de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo podrán subcontratar a una tercera entidad parte de la gestión de los activos de los fondos de capital-riesgo que gestionan y de las sociedades de capital-riesgo que administran, sin que la responsabilidad de sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo se vea afectada por ello; las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo serán solidariamente responsables ante los partícipes o accionistas de los perjuicios que se pudieran derivar de la actuación de la otra entidad.

Cuando se trate de los activos de sociedades de capital-riesgo, en caso de que la contratación hubiera sido impuesta por ésta, lo que deberá acreditarse mediante el correspondiente acuerdo de la Junta General de Accionistas o, por delegación expresa de ésta, del Consejo de Administración, las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo no serán responsables ante los accionistas de los perjuicios que pudieran derivarse de dicha contratación.

Dos. Las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo podrán subcontratar las funciones a que se refiere este artículo con otras sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo, con sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva reguladas en la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, entidades habilitadas para prestar el servicio de inversión previsto en el artículo 63.1.d) de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, o con entidades similares domiciliadas en otros Estados miembros de la Organización de Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), que no tengan la consideración de paraíso fiscal ni sea un país o territorio cuyas autoridades se nieguen a intercambiar información con las autoridades españolas sobre las materias reguladas en la presente Ley, siempre que se acredite que ofrecen unas garantías no inferiores a las exigidas a las anteriores y estén habilitadas para la gestión del tipo de Institución o de activos objeto de la delegación.

La Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá establecer los requisitos que hayan de cumplir estos contratos, que en todo caso deberán garantizar la continuidad en la administración de los activos de modo que aquéllos no queden resueltos por la mera sustitución de las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo, salvo que al acordar dicha sustitución se decida también la de la entidad que gestiona los activos de la entidad.



## **TÍTULO IV. NORMAS DE CONDUCTA, SUPERVISIÓN, INSPECCIÓN Y SANCIÓN**

### **CAPÍTULO I**

#### **Normas de conducta**

##### *Artículo 47. Normativa aplicable*

Las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo y las sociedades de capital-riesgo cuya gestión no esté encomendada a una sociedad gestora, así como quienes desempeñen cargos de administración y dirección en todas ellas, y, sus empleados, estarán sujetos a las siguientes normas de conducta:

a) Las contenidas en el Título VII de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, sin perjuicio de las adaptaciones que, en su caso, apruebe el Ministro de Economía y Hacienda, o con su habilitación expresa, la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

b) Las contenidas en sus reglamentos internos de conducta.

Las entidades a que se refiere el primer párrafo de este artículo deberán elaborar un reglamento interno de conducta de obligado cumplimiento, que regulará la actuación de sus órganos de administración, dirección, empleados. Los reglamentos internos de conducta deberán desarrollar en todo caso los principios citados en la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores. El incumplimiento de lo previsto en los reglamentos internos de conducta, en cuanto su contenido sea desarrollo de los principios y requisitos del artículo 79 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, podrá dar lugar a la imposición de las correspondientes sanciones administrativas.

### **CAPÍTULO II**

#### **Supervisión, inspección y sanción**

##### *Artículo 48. Sujetos*

Quedan sujetos al régimen de supervisión, inspección y sanción de la presente Ley:

- 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 establecida en el artículo 6 de esta Ley.
- 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) Las demás sociedades que, de acuerdo con esta Ley, gestionen activos de entidades de capital-riesgo.

##### *Artículo 49. Responsabilidad*

Uno. Las sociedades gestoras 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.

Dos. Las entidades previstas en el artículo 48 anterior, así como quienes ostenten cargos de administración o dirección de éstas o actúen de hecho como si los ostentaran, que infrinjan lo dispuesto en esta Ley incurrirán en responsabilidad administrativa sancionable con arreglo a lo dispuesto en este Título, con independencia de la eventual concurrencia de delitos o faltas de naturaleza penal. No obstante, cuando se esté tramitando un proceso penal por los mismos hechos o por otros cuya separación de los sancionables con arreglo a esta Ley sea racionalmente imposible, el procedimiento quedará suspendido respecto de los mismos hasta que recaiga pronunciamiento firme de la autoridad judicial. Reanudado el expediente, en su caso, la resolución que se dicte deberá respetar la apreciación de los hechos que contenga dicho pronunciamiento.

Ostentan cargos de administración o dirección en las entidades a que se refiere el párrafo anterior, a los efectos de lo dispuesto en este Título, sus administradores o miembros de sus órganos colegiados de administración, así como sus 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.

##### *Artículo 50. Competencias*

Uno. La Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá supervisar y recabar de las entidades señaladas en el artículo 49 anterior cuanta información estime necesaria sobre los extremos que interese relacionados con las materias objeto de esta Ley. 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.

Dos. Las entidades quedan obligadas a poner a disposición de la Comisión Nacional del Mercado de Valores cuantos libros, registros y documentos ésta considere precisos sea cual sea el formato en que se hallen.

Tres. 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.



Cuatro. La competencia para la incoación e instrucción de los expedientes sancionadores por las infracciones que se describen en el artículo 52 corresponderá a la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Cinco. 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.

Seis. La imposición de sanciones por infracciones graves y leves corresponderá a la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

#### *Artículo 51. Procedimiento*

Uno. En todo lo no dispuesto en esta Ley, el procedimiento sancionador aplicable a las sociedades de capital-riesgo, a las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo y a quienes ejerzan cargos de administración y dirección en las mismas, se regirá por lo dispuesto en los artículos 19 a 25 de la Ley 26/1988, de 29 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.

Dos. Igualmente será aplicable en el ejercicio de la potestad sancionadora sobre las sociedades de capital-riesgo y las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo lo dispuesto en los artículos 7, 14, 15 y 27 de la Ley 26/1988, de 29 de julio, de disciplina e intervención de las entidades de crédito.

#### *Artículo 52. Infracciones*

Uno. Constituyen infracciones muy graves de las personas físicas y jurídicas a las que se refieren los artículos 48 y 49 de esta Ley, los siguientes actos u omisiones:

a) Carecer las entidades de capital-riesgo o sus sociedades gestoras de la contabilidad legalmente exigida o llevarla con vicios o irregularidades esenciales que impidan conocer la situación patrimonial y financiera de la entidad.

b) Obtener la autorización como entidades de capital-riesgo por medio de declaraciones falsas o por otro medio irregular, o incumplir, de manera no meramente ocasional o aislada, las condiciones que dieron lugar a su autorización.

c) Incumplir los porcentajes de inversión obligatorios a que se refieren los artículos 18, 19, 20, 21.f) y 22 de la presente Ley y su normativa de desarrollo cuando de dicho incumplimiento puedan derivarse consecuencias adversas para los socios y partícipes de las entidades de capital-riesgo y la entidad permanezca en esta situación durante, al menos, veinticuatro meses.

d) La ocultación de información a la Comisión Nacional del Mercado de Valores o el entorpecimiento o resistencia a su actuación inspectora.

e) La utilización de las denominaciones o siglas reservadas por esta Ley a las entidades de capital-riesgo y sus sociedades gestoras por entidades o personas no inscritas en los correspondientes registros, sin perjuicio de las responsabilidades de otro orden en que hubieran podido incurrir.

f) El incumplimiento de las normas de conducta cuando del mismo se deriven perjuicios muy graves para los socios o partícipes de las entidades de capital-riesgo.

g) Presentar las entidades de capital-riesgo o sus sociedades gestoras deficiencias en la organización administrativa y contable o en los procedimientos de control interno, incluidos los relativos a gestión de riesgos, cuando tales deficiencias pongan en peligro la solvencia o la viabilidad de la entidad.

h) Las infracciones graves cuando durante los cinco años anteriores a su comisión hubiera sido impuesta al infractor sanción firme por el mismo tipo de infracción.

Dos. Constituyen infracciones graves de las personas físicas y jurídicas a que se refieren los artículos 48 y 49 de esta Ley los siguientes actos u omisiones:

a) El incumplimiento de las obligaciones de información a socios y partícipes prevista en el capítulo III del Título I de la presente Ley y sus disposiciones de desarrollo.

b) El incumplimiento del régimen de participaciones significativas previsto en el capítulo III del Título I de la presente Ley y sus disposiciones de desarrollo.

c) La fijación de remuneraciones o ventajas a los fundadores a que se refiere el apartado Cinco del artículo 28 de esta Ley.

d) La determinación del valor de las participaciones de un fondo de capital-riesgo incumpliendo el régimen establecido en la normativa aplicable o en el reglamento de gestión.

e) La llevanza de los libros de contabilidad con un retraso superior a cuatro meses, así como las irregularidades de orden contable cuando no fueran constitutivas de infracciones muy graves.

f) El incumplimiento de los porcentajes de inversión obligatorios establecidos en esta Ley, siempre que la entidad permanezca en esta situación durante, al menos, doce meses.

g) Incumplir en perjuicio grave para los partícipes de un fondo de capital-riesgo el régimen de suscripción y reembolso de participaciones.

h) La falta de remisión a la Comisión Nacional del Mercado de Valores de cuantos documentos o informaciones no contempladas en las letras anteriores, deban remitírsela, o que



aquella requiera en el ejercicio de sus funciones, siempre que dicho organismo hubiera recordado por escrito la obligación o reiterado el requerimiento.

i) Incumplir las normas de conducta cuando no constituyan infracciones muy graves.

j) Las infracciones leves cuando, durante los dos años anteriores a su comisión, el infractor haya sido objeto de sanción firme por el mismo tipo de infracción.

Tres. Constituyen infracciones leves de las entidades y personas a que se refieren los artículos 48 y 49 de la presente Ley, cualquier infracción de esta Ley o disposiciones de desarrollo, que no constituya infracción grave o muy grave conforme a lo dispuesto en los dos apartados anteriores.

#### *Artículo 53. Sanciones*

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

a) Multa por importe de 150.000 a 300.000 euros.

b) Multa por importe no inferior al tanto ni superior al doble de los beneficios fiscales obtenidos.

c) Revocación de la autorización como entidades de capital-riesgo o sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo.

Las sanciones por infracciones muy graves serán publicadas en el Boletín Oficial del Estado una vez sean firmes en vía administrativa.

Dos. 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 se hubiere disfrutado desde el inicio de la comisión de la infracción hasta que se hubiera producido, en su caso, la subsanación, con los intereses de demora correspondientes.

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

a) Multa por importe no superior a 150.000 euros.

b) Multa por importe no superior a los beneficios fiscales obtenidos.

c) Amonestación pública, con publicación en el «Boletín Oficial del Estado».

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

a) Amonestación privada.

b) Multa de hasta 6.000 euros.

Cinco. 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 18.000 euros 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 entidades de capital-riesgo o en sus sociedades gestoras por un plazo no superior a cinco años.

Seis. 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.

#### *Artículo 54. Medidas de intervención y sustitución*

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 29 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.

#### *Disposición transitoria. Plazo de adaptación a la nueva normativa de las entidades existentes*

Las entidades de capital-riesgo autorizadas antes de la entrada en vigor de esta Ley se adaptarán a la nueva regulación en el plazo de un año, a partir de la entrada en vigor de esta Ley.

#### *Disposición derogatoria*

Queda derogada la Ley 1/1999, de 5 de enero, reguladora de las entidades de capital-riesgo y sus sociedades gestoras, a excepción de las disposiciones adicionales tercera y cuarta.

*Disposición final primera. Modificación del Texto Refundido de la Ley del Impuesto sobre Sociedades, aprobado por Real Decreto Legislativo 4/2004, de 5 de marzo*

*Disposición final segunda. Modificación de la Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal*

*Disposición final tercera. Modificación de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores*



*Disposición final cuarta. Modificación de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva*

*Disposición final quinta. Títulos competenciales*

La presente Ley se dicta de conformidad con lo dispuesto en los títulos competenciales previstos en el artículo 149.1, 6.<sup>a</sup> y 11.<sup>a</sup> de la Constitución.

*Disposición final sexta. Desarrollo reglamentario*

El Gobierno podrá aprobar las disposiciones que, en su caso, sean necesarias para la debida ejecución y cumplimiento de esta Ley.

Asimismo, se habilita al Gobierno para actualizar el importe de las sanciones imponibles previstas en la presente Ley.

Sin perjuicio de lo establecido en el Título III del Libro I del Código de Comercio, se faculta al Ministro de Economía y Hacienda y, con su habilitación expresa, a la Comisión

Nacional del Mercado de Valores para, previo informe del Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas, establecer y modificar en relación con las entidades de capital-riesgo y sus sociedades gestoras, las normas contables y modelos a los que deberán ajustar sus cuentas anuales, las cuales tendrán en cuenta el prolongado período de maduración de las inversiones que realizan las primeras, así como los referidos al cumplimiento de los coeficientes que se establezcan; a estos efectos, aquellas informaciones necesarias para verificar el cumplimiento de coeficientes o cualquier otra derivada de la supervisión financiera, se deberán incorporar a la memoria de las cuentas anuales en un apartado específico. También se establecerá la frecuencia y detalle con que los correspondientes datos deberán ser suministrados a la Comisión o hacerse públicos con carácter general por las propias entidades.

*Disposición final séptima. Entrada en vigor*

La presente Ley entrará en vigor en el plazo de un mes, a partir de su publicación en el «Boletín Oficial del Estado».



# LEY 1/1999, de 5 de enero, reguladora de las entidades de capital-riesgo y de sus sociedades gestoras

*Disposición adicional tercera. Régimen de determinadas cesiones de crédito*

1. Esta disposición se aplicará a las cesiones de créditos que se efectúen al amparo de un contrato de cesión que cumpla las siguientes condiciones:

1.<sup>a</sup> Que el cedente sea un empresario y los créditos cedidos procedan de su actividad empresarial.

2.<sup>a</sup> Que el cesionario sea una entidad de crédito.

3.<sup>a</sup> Que los créditos objeto de cesión al amparo del contrato no tengan por deudor a una Administración Pública.

4.<sup>a</sup> Que los créditos objeto de cesión al amparo del contrato existan ya en la fecha del contrato de cesión, o nazcan de la actividad empresarial que el cedente lleve a cabo en el plazo máximo de un año a contar desde dicha fecha, o que conste en el contrato de cesión la identidad de los futuros deudores.

5.<sup>a</sup> Que el cesionario pague al cedente, al contado o a plazo, el importe de los créditos cedidos con la deducción del coste del servicio prestado.

6.<sup>a</sup> Que en el caso de que no se pacte que el cesionario responda frente al cedente de la solvencia del deudor cedido, se acredite que dicho cesionario ha abonado al cedente, en todo o en parte, el importe del crédito cedido antes de su vencimiento.

2. Las cesiones de créditos empresariales a que se refiere la presente disposición tendrán eficacia frente a terceros desde la fecha de celebración del contrato de cesión a que se refiere el número anterior siempre que se justifique la certeza de la fecha por alguno de los medios establecidos en los artículos 1218 y 1227 del Código Civil o por cualquier otro medio admitido en derecho.

3. En caso de quiebra del cedente, no se declarará la nulidad a que se refiere el artículo 878, párrafo 2.º, del Código de Comercio, respecto a las cesiones reguladas en esta disposición, si se cumplen los requisitos establecidos en la misma y consta la certeza de la fecha de la cesión por cualquiera de los medios de prueba a que se refiere el apartado anterior.

4. Los pagos realizados por el deudor cedido al cesionario no estarán sujetos a la revocación prevista en el artículo

878, párrafo 2.º, del Código de Comercio en el caso de quiebra del deudor de los créditos cedidos.

Sin embargo, la sindicatura de la quiebra podrá ejercitar la acción de revocación frente al cedente y/o cesionario cuando pruebe que aquél, o en su caso este último, conocían el estado de insolvencia del deudor cedido en la fecha de pago por el cesionario al cedente. Dicha revocación no afectará al cesionario sino cuando se hubiere pactado así expresamente.

*Disposición adicional cuarta (1)*

«1. A los efectos previstos en la letra c) del apartado 4 del artículo 27 de la Ley 19/1994, de 6 de julio, las inversiones previstas en la letra a) del citado apartado se podrán realizar por sociedades que desarrollen en el archipiélago su actividad en las que el sujeto pasivo participe por medio de las entidades de capital-riesgo reguladas en esta Ley, exclusivamente cuando se cumplan los siguientes requisitos:

a) La sociedad participada por la entidad de capital-riesgo debe adquirir, dentro del plazo del que disponga el sujeto pasivo que dotó la reserva para inversiones en Canarias, activos que cumplan las condiciones contempladas en la letra a) del apartado 4 del artículo 27 de la Ley 19/1994, con excepción de los inmuebles usados. Dichas inversiones no darán lugar a ningún otro beneficio fiscal por tal concepto.

b) La inversión mencionada en la letra anterior debe mantenerse en funcionamiento, por la entidad adquirente, durante cinco años, a contar desde la fecha de adquisición de los activos fijos, o durante su vida si fuese inferior, sin que, en ningún caso, ceda su uso a terceras.

Hasta el transcurso de dicho plazo, la entidad de capital-riesgo debe mantener su participación en la entidad que haya realizado la inversión, sin que, a su vez, el sujeto pasivo que dotó la reserva para inversiones en Canarias transmita su participación en aquella.

c) Las entidades de capital-riesgo que se acojan a esta disposición deberán identificar las acciones o participaciones que supongan materialización de la reserva para inversiones, emitiendo cada ejercicio una certificación a sus socios en la

(1) Añadida por Ley 24/2001, de 27 de diciembre.



que se acredite el estado de cumplimiento de los requisitos mencionados en las letras anteriores. El incumplimiento de esta obligación será considerado infracción grave a los efectos del artículo 38 de esta Ley.

2. El incumplimiento de los requisitos mencionados en las letras a) y b) del apartado 1 tendrá, para el sujeto pasivo

que dotó la reserva para inversiones en Canarias, las consecuencias previstas en el apartado 8 del artículo 27 de la Ley 19/1994, y supondrá, para la entidad de capital riesgo, respecto de las participaciones afectadas, la pérdida del régimen especial previsto en el artículo 69 de la Ley 43/1995, del Impuesto sobre Sociedades, del artículo 27 de la Ley 19/1994.»



## **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**

---

Como consecuencia de la publicación de la Ley 1/1999, de 5 de enero, reguladora de las entidades de capital-riesgo y de sus sociedades gestoras, resulta necesario concretar el procedimiento de autorización de nuevas entidades, así como el régimen contable y las obligaciones de información exigibles a las referidas entidades.

El artículo 10.3 de la mencionada Ley faculta al Ministro de Economía y Hacienda para determinar, para cada tipo de entidad de capital-riesgo (ECR), y, atendiendo a sus especialidades, los requisitos y modelos normalizados de solicitud de autorización, así como los modelos normalizados de los documentos que deban acompañar a dicha solicitud.

Por otra parte, el artículo 21.2 de la reiterada Ley establece que las sociedades de capital-riesgo, las sociedades gestoras de entidades 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 información se les requiera, y en particular, sobre actividades, inversiones, recursos, patrimonio, estados financieros, accionistas o partícipes y situación económico-financiera, con la frecuencia, alcance y contenido que establezca el Ministro de Economía y Hacienda.

Asimismo, la disposición final segunda de la mencionada norma también faculta al Ministro de Economía y Hacienda para, previo informe del Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas, establecer y modificar en relación con las ECR y las Sociedades Gestoras de Entidades de Capital-Riesgo (SGECR) las normas contables y los modelos a los que deberán ajustar sus cuentas anuales, así como los relativos al cumplimiento de los coeficientes que se establezcan. La habilitación alcanza de igual modo para establecer la frecuencia y detalle con que los correspondientes datos deberán ser suministrados a la Comisión Nacional del Mercado de Valores o hacerse públicos con carácter general por las propias entidades.

Habida cuenta del carácter de las cuestiones señaladas en los párrafos precedentes y de la conveniencia de dotar de agilidad al modelo de supervisión de las ECR, esta Orden tiene

por objeto habilitar a la Comisión Nacional del Mercado de Valores para desarrollar las materias mencionadas, siguiéndose una técnica similar a la empleada en materia de régimen contable de otras entidades sujetas a supervisión.

En su virtud, dispongo:

Primero.– 1. Con el fin de agilizar la tramitación de los proyectos de constitución de entidades de capital-riesgo y de sus sociedades gestoras, la documentación necesaria para obtener la preceptiva autorización del Ministerio de Economía y Hacienda se dirigirá directamente a la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

La Comisión Nacional del Mercado de Valores analizará y revisará los documentos presentados y, habiendo verificado que el proyecto reúne los requisitos exigidos en la normativa vigente, remitirá al Ministerio de Economía y Hacienda el correspondiente informe y propuesta junto con una copia de la documentación presentada.

2. Se habilita a la Comisión Nacional del Mercado de Valores para que determine para cada tipo de entidad de capital-riesgo, atendiendo a sus especialidades:

a) Los requisitos y los modelos normalizados de solicitud de autorización.

b) Los modelos normalizados de los documentos que se deberán acompañar.

Segundo.– 1. Se habilita a la Comisión Nacional del Mercado de Valores para que pueda establecer y modificar en relación con las entidades de capital-riesgo y sus sociedades gestoras, previo informe del Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas, las normas contables y modelos a los que deberán ajustar sus cuentas anuales, teniendo presente lo preceptuado en el Código de Comercio y sus disposiciones de desarrollo, con el objeto de adaptar aquéllas en relación con el prolongado período de maduración de las inversiones que realizan, e incorporando en la memoria de las



cuentas anuales un apartado específico que recoja información relativa al cumplimiento de coeficientes y las informaciones derivadas de la supervisión financiera a que se hallan sometidas. Dicha habilitación se extiende a los modelos relativos al cumplimiento de los coeficientes que resulten de aplicación a estas entidades.

De igual modo, se faculta a la Comisión Nacional del Mercado de Valores para establecer y modificar la frecuencia y detalle con que los modelos antes citados deberán serle suministrados o hacerse públicos con carácter general por las propias entidades, sin perjuicio de lo dispuesto en el Código de Comercio y demás normas mercantiles, en cuanto al depósito y publicidad de las cuentas anuales.

Cuando en las disposiciones que se dicten conforme a lo contemplado en el párrafo anterior se establezcan intervenciones o autorizaciones administrativas específicas que no tengan carácter general, la Comisión Nacional del Mercado de Valores remitirá la propuesta de resolución correspondiente a la Dirección General del Tesoro y Política Financiera que resolverá previo informe del ICAC.

2. Asimismo se habilita a la Comisión Nacional del Mercado de Valores para determinar el contenido, frecuencia y alcance de la información y, en particular, sobre actividades, inversiones, recursos, patrimonio, estados financieros, accionistas o partícipes y situación económico-financiera, que las sociedades de capital-riesgo, las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo, así como las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva que gestionen fondos de capital-riesgo deberán facilitar a dicha Comisión.

Los estados de carácter reservado estarán sujetos a lo dispuesto en el artículo 90 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en cuanto a su uso y divulgación. No obstante, la Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá efectuar la publicación agregada de los datos reservados que, a efectos estadísticos, considere conveniente.

#### *Disposición final*

La presente Orden entrará en vigor al día siguiente de su publicación en el «Boletín Oficial del Estado».



# **CIRCULAR 5/2000, de 19 de septiembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre normas contables y modelos de estados financieros reservados y públicos de las entidades de capital-riesgo y de sus sociedades gestoras (1)**

---

La Ley 1/1999, de 5 de enero, reguladora de las Entidades de Capital-Riesgo y de sus sociedades gestoras (LECR), faculta, en su disposición final segunda, al Ministerio de Economía, y con su habilitación expresa, a la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) para, previo informe del Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas, establecer y modificar en relación con las entidades de capital-riesgo y sus sociedades gestoras, las normas contables y modelos a los que deberán ajustar sus cuentas anuales, así como los referidos al cumplimiento de los coeficientes que se establezcan. Faculta también esta disposición al Ministerio de Economía y con su habilitación expresa a la CNMV, para establecer la frecuencia y detalle con que los correspondientes datos deberán ser suministrados a la CNMV o hacerse públicos con carácter general por las propias entidades.

Por otra parte, el artículo 21.2 de la LECR establece que las sociedades de capital-riesgo, las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo y las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva que gestionen fondos de capital-riesgo deberán facilitar a la CNMV cuanta información se les requiera y, en particular, sobre actividades, inversiones, recursos, patrimonio, estados financieros, accionistas o partícipes y situación económico-financiera de las entidades, con la frecuencia, alcance y contenido que establezca el Ministro de Economía y con su habilitación expresa la CNMV.

Habilitada la CNMV por la Orden de 17 de junio de 1991, la presente Circular regula las normas contables y los modelos de los estados contables y estadísticos reservados y públicos de las entidades de capital-riesgo y de las sociedades gestoras de las entidades, desde la doble perspectiva de respetar en la definición de su contenido las características propias de estas entidades y de permitir una adecuada supervisión por parte de la CNMV.

En su virtud, el Consejo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores en su reunión de 19 de septiembre de 2000, previo informe del Comité Consultivo y del Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas, ha dispuesto lo siguiente:

---

(1) Con las modificaciones introducidas por Circular 1/2001, de 18 de abril, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores sobre modelos de folletos explicativos de las instituciones de inversión colectiva (BOE de 9 de mayo de 2001).

## SECCIÓN PRELIMINAR

### **Ámbito de aplicación**

#### *Norma 1.<sup>a</sup> Ámbito de aplicación*

Quedan sujetos al cumplimiento de esta Circular, las Sociedades Gestoras de Entidades de Capital-Riesgo (SGECR) y las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva respecto de las entidades de capital-riesgo que gestionen, en adelante ambas referidas como las «gestoras».

Igualmente quedan sujetas las Sociedades de Capital-Riesgo (SCR) y Fondos de Capital-Riesgo (FCR), en adelante ambos referidos como Entidades de Capital-Riesgo (ECR).

## SECCIÓN PRIMERA

### **Normas contables y estados financieros reservados y públicos de las entidades de capital-riesgo**

#### *Norma 2.<sup>a</sup> Normas de contabilidad y alcance de la información afectada*

Las ECR elaborarán sus estados contables y estadísticos de carácter reservado y sus cuentas anuales y demás estados contables de carácter público, de acuerdo con las normas de contabilidad contenidas en esta sección sin perjuicio de lo previsto en el Código de Comercio, Ley de Sociedades Anónimas y Plan General de Contabilidad. En lo no previsto por ella o en las normas generales mencionadas, se estará a lo indicado por los principios contables generalmente admitidos para entidades de similar naturaleza.

Asimismo, resultará de aplicación lo dispuesto en esta sección a la información que pueda ser exigida en cada momento para aclaración y detalle de lo mencionado en el párrafo anterior o para cualquier otra finalidad surgida en el desarrollo de las funciones encomendadas a la CNMV.

#### *Norma 3.<sup>a</sup> Delimitación del ejercicio económico*

Las ECR ajustarán el ejercicio económico al año natural.



#### *Norma 4.<sup>a</sup> Forma de presentación de la información*

1. Las ECR o sus gestoras en relación con las entidades gestionadas por ellas remitirán los estados contables y estadísticos requeridos por esta Circular en los plazos y demás condiciones establecidos en la norma 11.<sup>a</sup>. Los correspondientes al cierre de ejercicio se entenderán presentados a la CNMV con la provisionalidad que implica su preceptiva aprobación por las juntas generales de accionistas de las sociedades o los consejos de administración de las gestoras de los FCR. En el caso de que los estados no resulten aprobados en los mismos términos en que se remitieron a la CNMV, las sociedades o las gestoras correspondientes deberán remitir los estados rectificadas en los quince días siguientes a la celebración de la junta o consejo, explicando las variaciones introducidas.

2. Las entidades no podrán modificar los modelos de estados establecidos, ni suprimir ninguna de sus partidas que deberán figurar siempre aunque sus saldos sean nulos.

3. La presentación de los estados se realizará en soporte electrónico de acuerdo con los requerimientos técnicos que establezca la CNMV. La información deberá suscribirse por persona que posea facultades para ello de la sociedad gestora o SCR.

4. Las cantidades se expresarán en miles redondeados de euros, salvo cuando se indique expresamente otra cosa.

#### *Norma 5.<sup>a</sup> Principios contables*

Los estados contables y estadísticos deberán ser redactados con claridad y mostrar la imagen fiel del patrimonio, de la situación financiera y de los resultados de la entidad, de conformidad con los principios y requisitos del Plan General de Contabilidad y de esta Circular. A estos efectos, en relación con el principio de uniformidad, deberá tenerse en consideración la actividad principal de estas entidades, es decir, la inversión en empresas no financieras no cotizadas y, en consecuencia, una vez adoptado un criterio de valoración dentro de las alternativas que, en su caso, se permitan, éste deberá mantenerse en el tiempo y aplicarse a todos los elementos patrimoniales que tengan las mismas características, y no se modificará, salvo causa justificada y previa autorización de la CNMV.

#### *Norma 6.<sup>a</sup> Definiciones y clasificaciones generales*

1. Se entenderán por participaciones en capital inicio aquellas participaciones en compañías no cotizadas con menos de tres años de existencia o que, teniendo más de tres años de existencia, no han obtenido resultados positivos durante un período de dos años consecutivos en los últimos cinco, y dichos resultados hayan sido verificados por experto independiente.

2. Se entenderá por participaciones en capital desarrollo las que no cumplan los requisitos establecidos en el punto anterior.

#### *Norma 7.<sup>a</sup> Desarrollo auxiliar de datos contables*

Los registros contables deberán contener el detalle necesario sobre las características de los activos, pasivos, compromisos, ingresos y gastos para que pueda derivarse de ellos con claridad toda la información contenida en los diferentes estados a rendir, los cuales mantendrán la necesaria correlación tanto entre sí como con aquella base contable.

#### *Norma 8.<sup>a</sup> Criterios generales de valoración*

1. Cartera de inversiones financieras:

a) Tratamiento contable:

i) Las acciones, participaciones y valores de renta fija con rendimiento explícito se contabilizarán por su precio de adquisición. Se entiende por precio de adquisición el conjunto de los desembolsos dinerarios realizados o comprometidos, excluyendo los intereses que se hayan devengado y no hayan vencido en el momento de la compra, que se registrarán de forma independiente. Asimismo, no formarán parte del precio de adquisición los intereses por aplazamiento de pago, que se entenderá que se devengan aun cuando no figuren expresamente en el contrato y, en cuyo caso, se considerará como tipo de interés, a efectos de su periodificación, el de mercado.

ii) Los activos y valores emitidos a descuento o con cupón cero adquiridos por la entidad en firme o con pacto de retrocesión se registrarán en balance por el efectivo realmente pagado en la adquisición. La diferencia entre este valor y el precio de amortización o de recompra, respectivamente, se periodificará según lo establecido en la norma 9.<sup>a</sup> de esta Circular.

iii) Los valores adquiridos por aplicación de otros activos en ningún caso podrán exceder del valor contable de éstos más, en su caso, las cantidades que pudieran quedar pendientes de pago a terceros, por subrogación de obligaciones en la aplicación de activos.

iv) El importe de los derechos preferentes de suscripción se entenderá incluido en el precio de adquisición de los respectivos valores. En el caso de venta de derechos preferentes de suscripción o segregación de los mismos para ejercitarlos, el importe del coste de los derechos disminuirá el precio de adquisición de los respectivos valores. Dicho coste se determinará aplicando alguna fórmula valorativa de general aceptación y en armonía con el principio de prudencia; al mismo tiempo, se reducirá proporcionalmente el importe de las correcciones valorativas contabilizadas.

v) Para los valores en moneda distinta del euro, se seguirá el tratamiento contable que se indica en el número 4 de esta norma 8.<sup>a</sup>.

b) Correcciones valorativas:

Las ECR calcularán, al menos, semestralmente el valor razonable o valor estimado de realización de cada uno de los valores de su cartera de acuerdo a las siguientes reglas:



i) Valores cotizados, tanto de renta fija como variable:

El valor estimado de realización de dichos valores será el valor de mercado, considerando como tal el que resulte de aplicar el cambio oficial medio del último día del mes de la fecha del balance o, en su defecto, del inmediato anterior. La valoración se realizará en el mercado más representativo por volúmenes de negociación. En el caso de valores no admitidos aún a cotización oficial se estimarán a los cambios que resulten de cotizaciones oficiales de valores similares de la misma entidad procedentes de emisiones anteriores, teniendo en cuenta las diferencias que puedan existir en sus derechos económicos. Si la cotización estuviera suspendida, se tomará el último cambio fijado o un precio menor si constara de modo fehaciente.

No obstante lo anterior, y en el caso de inversiones en renta fija, si las cotizaciones oficiales mencionadas no reflejaran correcciones valorativas de acuerdo a la evolución de los tipos de interés de mercado, las entidades calcularán el valor estimado de realización de acuerdo a lo señalado en el apartado 1.b). iii) de esta norma 8.ª.

ii) Valores de renta variable no cotizados:

Inversiones en capital inicio: Como norma general, estas inversiones no serán objeto de correcciones valorativas y deberán valorarse por su coste de adquisición, salvo que haya ocurrido cualquier hecho o circunstancia de los mencionados en el último párrafo de este apartado ii), que reduzcan el valor estimado de realización de dicha inversión.

No obstante, se podrán efectuar correcciones valorativas al alza de los valores de renta variable no cotizada, emitidos por sociedades de Capital Inicio en el supuesto de que se produzcan transacciones de participaciones y éstas hayan sido realizadas por un tercero independiente que supongan un valor de la entidad emisora superior al valor de adquisición. En este caso, en un apartado específico de la Memoria de las cuentas anuales de la ECR correspondiente, se deberá informar suficientemente sobre la no aplicación de los criterios generales de valoración; los motivos que fundamentan la utilización de un sistema alternativo y su incidencia sobre el patrimonio, la situación financiera y los resultados de la empresa.

Inversiones en capital desarrollo: El valor estimado de realización de estas inversiones se determinará utilizando el criterio del patrimonio neto ajustado o valor teórico que corresponda a dichas inversiones en el patrimonio contable ajustado de la entidad (o del grupo consolidado), corregido en el importe de las plusvalías o minusvalías tácitas, netas de impuestos, existentes en el momento de la valoración, según lo previsto en la norma 8.ª de la Circular 4/1997, de 26 de noviembre, de la CNMV, sobre criterios de valoración y condiciones de inversión de las Instituciones de Inversión Colectiva en valores no cotizados.

No obstante, con la autorización previa de la CNMV, podrán utilizarse otros métodos de valoración generalmente admitidos en la práctica, siempre que resulten más representativos por la naturaleza o características de los valores y garanticen, de acuerdo con criterios de máxima prudencia, el mismo nivel

de confianza en el cálculo del valor estimado de realización de la inversión de que se trate. En este supuesto, dichos métodos de valoración deberán contar con la aprobación del órgano de administración de la gestora o de la SCR, quienes presentarán la correspondiente solicitud a la CNMV. Igualmente, en la Memoria de las cuentas anuales de la ECR correspondiente deberá informarse suficientemente, en un apartado específico, sobre la no aplicación de los criterios generales de valoración, la metodología de los criterios alternativos aplicados, los motivos que fundamentan su utilización y su incidencia sobre el patrimonio, la situación financiera y los resultados de la empresa.

En todo caso, para determinar el valor estimado de realización, deberá tenerse en cuenta los hechos o circunstancias de carácter contingente que puedan alterar o transformar el valor de las inversiones de la ECR, desde el mismo momento en que se originen o se tenga conocimiento de ellos y, en especial, los siguientes:

Las transacciones de participaciones en capital realizadas por un tercero independiente que supongan un valor de la entidad emisora sensiblemente inferior o superior al valor estimado de realización.

Los resultados significativamente inferiores o superiores a los inicialmente proyectados que conduzcan a una disminución o apreciación permanente del valor.

La aparición de problemas financieros o de negocio del emisor de los valores que planteen la necesidad de obtener financiación adicional o llevar a cabo reestructuraciones en sus actividades o en empresas del grupo.

La existencia de eventuales compromisos, derechos o pactos de recompra con precio predeterminado.

Otros hechos o circunstancias de suficiente entidad y clara constancia que surjan o se conozcan con posterioridad a la fecha en que se realizó la inversión y que determinen fehacientemente una valoración inferior o superior de las plusvalías tácitas a que se refiere el párrafo primero de esta Norma.

iii) Valores de renta fija no cotizados:

Para calcular el valor estimado de realización de las inversiones de la ECR en valores de renta fija no cotizados, y sin perjuicio de la consideración de lotes, opciones de conversión, de amortización anticipada y otros derechos o componentes opcionales que pudieran incorporar tales valores, deberán aplicarse los siguientes criterios:

En el caso de valores cuya vida residual sea superior a seis meses, se tomará como valor de referencia el precio que iguale el rendimiento interno de la inversión a los tipos de interés de mercado vigentes en cada momento de la Deuda Pública asimilable por sus características financieras a dichos valores, incrementado en una prima o margen que sea representativo del grado de riesgo de los valores en cuestión, de las condiciones concretas de la emisión y de la solvencia del emisor y, en su caso, del riesgo país.



Esta prima deberá determinarse en el momento que se adquieran los valores de renta fija no cotizados y se mantendrá constante mientras la ECR conserve su inversión, salvo que se produzcan cambios significativos en las circunstancias o los factores que hayan podido motivarla.

Los valores cuya vida residual sea inferior o igual a seis meses, se valorarán por su precio de adquisición incrementado en los intereses devengados correspondientes, que se calcularán aplicando un método lineal de periodificación o la tasa interna de rentabilidad de estos valores.

c) Determinación de plusvalías y minusvalías latentes:

Las plusvalías y minusvalías latentes que se reflejarán en la contabilidad se determinarán por comparación entre el precio de adquisición y el valor estimado de realización, calculados ambos de acuerdo a lo indicado en las reglas precedentes de esta Norma.

No obstante, en el primer año desde la adquisición de dichas participaciones, el valor se revisará de acuerdo a lo establecido en este punto si el valor estimado de realización resulta inferior al precio de adquisición. La revisión al alza del valor de los activos de renta variable no cotizados, en el primer año de su adquisición, sólo se podrá realizar con carácter excepcional y previa autorización de la CNMV.

Las plusvalías de cartera no materializadas así determinadas, se reflejarán en cuentas de orden «Plusvalías latentes de cartera». En lo que se refiere a las minusvalías latentes se dotarán provisiones con cargo a la correspondiente Cuenta de Pérdidas y Ganancias.

2. Operaciones en moneda distinta del euro:

El presente apartado regula los criterios de valoración en el caso de fluctuación de cotización de la moneda distinta del euro en que pueden estar cifradas las operaciones de las entidades. Por consiguiente, no se refiere a las fluctuaciones de la cotización o del valor estimado de realización de los activos en su propio mercado.

Sin perjuicio de que las entidades contabilicen internamente las operaciones en unidades monetarias de cada divisa, éstas se vertirán al Balance por su contravalor en euros. Los saldos activos y pasivos figurarán en el Balance al cambio oficial del mercado de divisas de la fecha correspondiente o, en su defecto, del último día hábil de mercado anterior a esa fecha, con excepción de los valores que integran la cartera que figurarán en Balance al coste histórico de la fecha de adquisición por su contravalor en euros de dicha fecha. Las diferencias que se vayan produciendo tanto al alza como a la baja respecto al cambio histórico se registrarán de acuerdo a las siguientes reglas:

a) Si proceden de débitos o créditos y las diferencias son negativas, se imputarán a resultados, mientras que las diferencias positivas no realizadas se recogerán en el pasivo del Balance como «ingresos a distribuir en varios ejercicios», tratándose de la misma forma que indica el Plan General de Contabilidad.

b) Si proceden de la tesorería, estas diferencias positivas o negativas se abonarán o cargarán, respectivamente, al resultado del ejercicio.

c) Si proceden de la cartera de inversiones financieras se considerarán como plusvalías o minusvalías latentes de cartera, y se tratarán según lo indicado en el apartado 1.b).i) de esta Norma 8.<sup>a</sup>.

*Norma 9.<sup>a</sup> Criterios generales para la determinación de los resultados*

Además de los principios contables básicos y los criterios de valoración indicados en las normas anteriores, se tendrá en cuenta lo siguiente:

1. Los dividendos se abonarán a la Cuenta de Pérdidas y Ganancias en la fecha en que nazca el derecho a percibirlos excepto en el supuesto de que el valor estimado de realización de los valores de renta variable no cotizados se determine utilizando el criterio del patrimonio neto ajustado, según se define en la norma 8.<sup>a</sup> de la Circular 4/1997, de 26 de diciembre, de la CNMV.

2. En aplicación del principio de devengo serán periodificables los intereses activos de las inversiones financieras y los intereses pasivos de las financiaciones, de acuerdo con su tasa interna de rentabilidad o aplicando un método lineal de periodificación.

La periodificación de los productos de la cartera de inversiones financieras se efectuará, cualquiera que sea su clase, mediante adeudo en la cuenta de activo «Intereses de la Cartera de Inversión» y abono simultáneo a la Cuenta de Resultados, y la periodificación de los costes de las financiaciones se efectuará, cualquiera que sea su clase, mediante abono en las correspondientes cuentas de pasivo (acreedores) y adeudo en la Cuenta de Resultados.

Se exceptúan del principio anterior los intereses de inversiones en las que se estime que su reembolso será problemático, que se llevarán a pérdidas y ganancias en el momento efectivo de su cobro.

3. Para determinar el resultado de la venta de valores, el precio de coste a aplicar será el coste medio de adquisición de las existencias de valores de la misma clase, mismos derechos y plazo de vencimiento, deducidas las provisiones y cuentas compensadoras que pudieran existir e incluyendo las periodificaciones de intereses efectuadas en su caso. Podrá aplicarse el criterio de identificación específica de partidas en aquellas entidades cuyos estatutos o reglamento de gestión así lo estipulen, sin perjuicio de lo indicado en la norma 5.<sup>a</sup>.

*Norma 10.<sup>a</sup> Contabilización de operaciones*

En todo lo no previsto en esta norma, las operaciones se contabilizarán de acuerdo con los principios y criterios generales establecidos en esta Circular y con arreglo al conteni-



do de las cuentas comprendidas en los estados de Balance y de Pérdidas y Ganancias que se incluyen como anexo.

#### 1. Compraventa de valores al contado:

Se contabilizarán en cuentas patrimoniales el día en que se ejecute la operación, debiendo figurar hasta entonces en cuentas de riesgo y compromiso en el caso de que ésta fuera firme.

Las compras se adeudarán en la correspondiente cuenta del activo por su precio de adquisición definido en la norma 8.<sup>a</sup>.

Las ventas se darán de baja del activo por su coste medio o su valor específico, según lo establecido en esa misma norma 8.<sup>a</sup>. El resultado de las operaciones de venta se reconocerá en la Cuenta de Pérdidas y Ganancias en la fecha de ejecución de las órdenes.

Solamente podrán calificarse como operaciones de venta de activos, y por tanto darse de baja del Balance, aquéllas en que los activos no tengan prohibida o condicionada su transmisión y se cedan íntegramente con todos sus riesgos y derechos, incluso de defensa legal, de tal forma que no exista posibilidad legal de repercusión o reclamación posterior por parte del adquirente.

#### 2. Compraventa de valores a plazo:

Las operaciones de compraventa a plazo se registrarán en el momento de su contratación y hasta el momento del cierre de la posición o el vencimiento del contrato, en la rúbrica correspondiente de las cuentas de riesgo y de compromiso, por el importe nominal comprometido.

En todo lo no previsto en este apartado, se estará a lo dispuesto en el apartado 4 de esta Norma sobre contabilización de operaciones de futuros financieros.

Las cantidades en efectivo que pudieran entregarse como garantía, se contabilizarán como depósito hasta la liquidación de las operaciones.

#### 3. Adquisición y cesión temporal de activos:

La adquisición temporal de activos se contabilizará en las cuentas del activo del Balance específicamente habilitadas para recoger estas inversiones, por el importe efectivo desembolsado cualquiera que sean los instrumentos subyacentes y sin perjuicio del detalle de los mismos y de los sujetos cedentes en estados complementarios.

La cesión temporal de activos se contabilizará en el pasivo del Balance por el importe efectivo recibido en el acto de la cesión.

#### 4. Contabilización de futuros financieros:

Las operaciones de futuros financieros se registrarán en el momento de su contratación y hasta el momento del cierre de la posición o el vencimiento del contrato, en la rúbrica

correspondiente de las cuentas de riesgo y compromiso, por el importe nominal comprometido.

Los fondos depositados en concepto de garantía tendrán la consideración contable de depósito cedido, registrándose en la rúbrica «Depósitos de garantía por operaciones de riesgo y compromiso» del activo del Balance. En dicha rúbrica se registrará cualquier otro movimiento efectivo de fondos habido en el depósito de garantía.

Las diferencias de cotización que se produzcan en relación con tales contratos se reflejarán semestralmente en la Cuenta de Resultados. Cuando no exista precio de cotización del contrato, deberá tenerse en cuenta a efectos de calcular las citadas diferencias, el valor teórico del mismo, calculado éste según un criterio de general aceptación.

Los pagos o diferencias negativas, cobros o diferencias positivas que resulten de las operaciones de cobertura, se registrarán en el epígrafe «Pérdidas en operaciones de riesgo y compromiso» del debe de la Cuenta de Resultados, o en el epígrafe «Beneficios en operaciones de riesgo y compromiso» del haber de dicha cuenta, según corresponda, utilizando como contrapartida la rúbrica «Márgenes a liquidar» del activo del Balance.

#### 5. Contabilización de «warrants» y opciones:

Estas operaciones se registrarán en el momento de su contratación y hasta el momento del cierre de la posición o el vencimiento del contrato, en la rúbrica correspondiente de las cuentas de riesgo y compromiso, por el importe nominal comprometido.

Los fondos depositados, en su caso, en concepto de garantía, tendrán la consideración contable de depósito cedido, registrándose en la rúbrica «Depósitos de garantía por operaciones de riesgo y compromiso» del activo del Balance. En dicha rúbrica se registrará cualquier otro movimiento efectivo de fondos habido en el depósito de garantía. Los intereses que pudieran generar estos depósitos se periodificarán según lo establecido en la Norma 9.<sup>a</sup> de esta Circular.

Los derechos resultantes de los «warrants» y opciones compradas se reflejarán en la cuenta «“Warrants” y opciones compradas» del activo del Balance que corresponda, al precio de adquisición según queda éste definido en la Norma 8.<sup>a</sup> de esta Circular.

Las obligaciones resultantes de las opciones emitidas se registrarán en la rúbrica «Opciones emitidas» del pasivo del Balance por el importe de las primas percibidas, una vez deducidos los gastos inherentes a la operación. Las diferencias que surjan como consecuencia de la comparación periódica del valor contable con precios de mercado se reconocerán semestralmente en la Cuenta de Resultados, en el epígrafe «Pérdidas en operaciones de riesgo y compromiso» del debe de la Cuenta de Resultados, o en el epígrafe «Beneficios en operaciones de riesgo y compromiso» del haber de dicha cuenta, según corresponda, utilizando como contra-



partida las cuentas «“Warrants” y opciones compradas» del activo del Balance correspondiente u «Opciones emitidas» del pasivo del Balance, según proceda.

Cuando no exista precio de cotización del contrato, deberá tenerse en cuenta a efectos de calcular las citadas diferencias, el valor teórico del mismo, calculado éste según un criterio de general aceptación.

En caso de operaciones sobre valores, si el derecho fuere ejercido, su valor contable se incorporará al coste del elemento subyacente adquirido o vendido. Se excluirán de esta regla las operaciones que se liquiden por diferencias. En caso de

adquisición, sin embargo, dicho coste no podrá superar los precios de mercado del día en que se ejerza el derecho, registrándose la diferencia como pérdidas en cartera.

*Norma 11.<sup>a</sup> Clases y plazos de rendición de los estados contables y estadísticos*

Las ECR deberán presentar en la CNMV la información de carácter reservado y público que a continuación se detalla referida al último día del período señalado, salvo cuando se indique expresamente lo contrario, y cuyos modelos figuran en el anexo 1 de esta Circular.

*Estados de los fondos y sociedades de capital-riesgo*

Entidad	Denominación	Periodicidad	Plazo de remisión
FCT y SCR	M01-Balance Reservado	Anual	90 días
FCT y SCR	M02-Cuenta de Pérdidas y Ganancias Reservada	Anual	90 días
FCT y SCR	M03-Inventario de la Cartera y Tesorería Reservada	Anual	90 días
FCR	F04-Estado reservado de información auxiliar	Anual	90 días
SCR	S04-Estado reservado de información auxiliar	Anual	90 días
FCR y SCR	M05-Aplicación del beneficio del ejercicio reservado	Anual	90 días
FCR y SCR	P01-Balance Público	Anual	90 días
FCR y SCR	P02-Cuenta de Pérdidas y Ganancias Pública	Anual	90 días
FCR y SCR	P03-Inventario de la Cartera Pública	Anual	90 días
FCR y SCR	P05-Aplicación del beneficio del ejercicio	Anual	90 días

*Norma 12.<sup>a</sup> Aclaraciones a algunas cuentas del activo del Balance*

El contenido de las cuentas del activo del Balance será el que lógicamente se deduce de su título, teniendo en cuenta las normas anteriores de la presente Circular y las aclaraciones que, para algunas partidas, se indican en los apartados siguientes:

1. Accionistas por desembolsos no exigidos.—Recogerá los desembolsos pendientes del capital

2. Provisión por depreciación de valores mobiliarios.—Esta cuenta reflejará la contrapartida de pérdidas y ganancias por las minusvalías de cartera no materializadas que se produzcan, ya sea por diferencias de precio de valor de realización de los valores, cotizados o no, o por diferencias de precio de la divisa en que estén cifrados los valores, calculadas de acuerdo a las reglas de esta Circular. Se presentará en el activo del Balance deduciendo el valor histórico de la cartera de inversiones financieras.

3. Intereses de la cartera de inversión.—Es la cuenta activa necesaria para acumular la periodificación de los productos de las inversiones hasta su vencimiento.

4. Acciones propias.—Reflejará el valor de costo de las acciones propias adquiridas y no amortizadas de acuerdo con las disposiciones legales sobre la materia.

5. Deudores por suscripción de participaciones.—Recogerá los desembolsos pendientes de patrimonio.

6. Deudores de dudoso cobro.—Recogerá los saldos a cobrar en los que concurren circunstancias que permitan razonablemente su calificación como tales.

7. Inversiones vencidas pendientes de cobro.—Recogerá el coste de inversiones y cupones e intereses vencidos desde su fecha de vencimiento hasta su cobro o pase a situación de dudosas, morosas o en litigio de acuerdo a las reglas de esta circular.

*Norma 13.<sup>a</sup> Aclaraciones a algunas cuentas del pasivo del Balance*

El contenido de las cuentas de pasivo del Balance será el que lógicamente se deduce de su título, teniendo en cuenta las normas anteriores de la presente Circular y las aclaraciones que, para algunas partidas, se indican en los apartados siguientes:

1. Capital suscrito.—Recogerá el capital social (escriturado) en las entidades societarias, esté o no desembolsado por completo.

2. Partícipes.—Reflejará el importe de las suscripciones y reembolsos de partícipes en los fondos de capital-riesgo, esté o no esté desembolsado por completo.



3. Reserva de revalorización.—En esta cuenta se contabilizarán las revalorizaciones de elementos patrimoniales procedentes de la aplicación de Leyes de Actualización.

4. Reserva para acciones propias.—Reserva indisponible equivalente al importe de las acciones propias computado en el activo. Deberá mantenerse en tanto las acciones no sean enajenadas o amortizadas.

5. Dividendo a cuenta entregado en el ejercicio.—Importes con carácter de «a cuenta» de beneficios, cuya distribución se acuerde por el órgano competente.

*Norma 14.<sup>a</sup> Aclaraciones a algunas cuentas de orden*

El contenido de las cuentas de orden del Balance será el que lógicamente se deduce de su título, teniendo en cuenta las normas anteriores de la presente Circular y las aclaraciones que, para algunas partidas, se indican en los apartados siguientes:

1. Compromisos de compras y ventas de valores a plazo.—Recoge el importe efectivo de las operaciones de valores a plazo contratadas por la propia entidad.

2. Plusvalías latentes de cartera (brutas).—Recogerá las plusvalías de cartera no materializadas que se produzcan, ya sea por diferencias de precio de realización de los valores, cotizados o no, o por diferencias de precio de la divisa en que estén cifrados los valores de la cartera exterior, calculadas de acuerdo a las reglas de esta circular.

3. Patrimonio comprometido.—Recogerá el importe de patrimonio emitido pendiente de suscribir.

SECCIÓN SEGUNDA

**Normas contables y estados financieros reservados y públicos de las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo**

*Norma 15.<sup>a</sup> Normas contables*

Las normas contables a cumplir por las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo serán las contenidas en el Plan General de Contabilidad, aprobado por Real Decreto 1643/1990, de 20 de diciembre.

En caso de resultar las normas del Plan General de Contabilidad insuficientes para la contabilización de algunas operaciones financieras específicas, se utilizarán las establecidas para las entidades de capital-riesgo en la sección primera de esta Circular.

*Norma 16.<sup>a</sup> Modelos de estados reservados y públicos*

Los modelos de Balance, Cuenta de Pérdidas y Ganancias y demás estados reservados y públicos que se deberán remitir a la Comisión Nacional del Mercado de Valores o, en su caso, hacerse públicos, son los que se detallan en el anexo 2, y habrán de enviarse con la siguiente periodicidad y plazo máximo de presentación:

*Estados de las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo*

Entidad	Denominación	Periodicidad	Plazo de remisión
SGECR	G01-Balancas Reservado	Anual	90 días
SGECR	G02-Cuenta de Pérdidas y Ganancias Reservada	Anual	90 días
SGECR	G03-Inventario de la Cartera y Tesorería Reservada	Anual	90 días
SGECR	G04-Estado reservado de información auxiliar	Anual	90 días
SGECR	G05-Aplicación del beneficio del ejercicio Reservado	Anual	90 días
SGECR	GP01-Balance Público	Anual	90 días
SGECR	GP02-Cuenta de Pérdidas y Ganancias Pública	Anual	90 días
SGECR	GP03-Inventario de la Cartera Pública	Anual	90 días
SGECR	GP05-Aplicación del beneficio del ejercicio público	Anual	90 días

*Norma 17.<sup>a</sup> Forma de presentación de los estados*

La presentación de los estados habrá de hacerse en soporte informático, de acuerdo con los requerimientos técnicos que establezca la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

(2) Véase Circular 7/98, de 16 de diciembre, de la CNMV, por la que se establecen modificaciones y adaptaciones derivadas de la introducción del euro en determinadas Circulares relativas a los mercados secundarios de valores y

*Normas transitorias (2)*

Primera.—

Derogada por circular 1/2001, 18 de abril, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (BOE, n.º 111 de 9 de mayo de 2001).

sociedades rectoras, sociedades y agencias de valores, IIC, comunicación de participaciones significativas e información pública periódica de entidades con valores admitidos a negociación en bolsa de valores.



Segunda.—Cuando las cuentas anuales de las ECR y sus gestoras se formulen o publiquen en euros, las cifras de los ejercicios precedentes se presentarán también en euros, aplicando el tipo de conversión sobre los importes en pesetas y efectuando, en su caso, el redondeo conforme a lo dispuesto en la normativa legal establecida al respecto.

En la Memoria anual, dentro del apartado bases de presentación de las cuentas anuales, se incluirá una explicación sobre la adaptación a la unidad de cuenta euro de los importes expresados en la unidad de cuenta peseta en el ejercicio

precedente, así como del proceso de introducción del euro en la entidad.

#### *Norma final*

Entrada en vigor. La presente Circular entrará en vigor el día siguiente de su publicación en el «Boletín Oficial del Estado». La primera información que deberá remitirse ajustada a estos modelos será la correspondiente al 31 de diciembre de 2000.



## ANEXO 1

## COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES

ESTADO M01		Mes Año	Sello y Firma
BALANCE RESERVADO		Fecha: _ _ _ _	
Tipo de institución :	.....		.....,a....de...de ..... Fdo.por poder
Denominación :	.....		
Nº Registro :	.....		
Tipo de Gestora :	.....		
Denominación :	.....		
Nº Registro :	.....		
ACTIVO		Clave	Importe
A)	ACCIONISTAS POR DESEMBOLSOS NO EXIGIDOS .....	0010	.....
B)	INMOVILIZADO .....	0020	.....
1.	Gastos de Establecimiento.....	0030	.....
2.	Inmovilizaciones Inmateriales.....	0040	.....
2.1	Aplicaciones informáticas.....	0050	.....
2.2	Otro inmovilizado inmaterial .....	0060	.....
2.3	Provisiones.....	0070	.....
2.4	Amortizaciones.....	0080	.....
3.	Inmovilizaciones Materiales.....	0090	.....
3.1	Inmuebles .....	0100	.....
3.2	Mobiliario, instalaciones y otros.....	0110	.....
3.3	Equipos para procesos de Información.....	0120	.....
3.4	Otro inmovilizado material .....	0130	.....
3.5	Provisiones.....	0140	.....
3.6	Amortizaciones.....	0150	.....
4.	Acciones propias .....	0160	.....
C)	GASTOS A DISTRIBUIR EN VARIOS EJERCICIOS .....	0170	.....
D)	ACTIVO CIRCULANTE .....	0180	.....
5.	Accionistas por desembolsos exigidos.....	0190	.....
6.	Deudores.....	0200	.....
6.1	Préstamos participativos.....	0210	.....
6.1.1	A empresas participadas.....	0220	.....
6.1.2	A empresas no participadas .....	0230	.....
6.2	Otra financiación a empresas participadas .....	0240	.....
6.3	Deudores por venta de valores.....	0250	.....
6.4	Inversiones vencidas pendientes de cobro.....	0260	.....
6.5	Administraciones Públicas.....	0270	.....
6.6	Deudores por suscripción de participaciones.....	0280	.....
6.7	Depósito en garantía por operaciones de riesgo y compromiso.....	0290	.....
6.8	Márgenes a liquidar.....	0300	.....
6.9	Otros deudores.....	0310	.....
6.10	Deudores de dudoso cobro.....	0320	.....
6.11	Provisión para insolvencias de tráfico.....	0330	.....
7.	Cartera de inversiones financieras.....	0340	.....
7.1	Valores no cotizados.....	0350	.....
7.1.1	Activos monetarios .....	0360	.....
7.1.1.1	Administraciones Públicas.....	0370	.....
7.1.1.2	Instituciones financieras .....	0380	.....
7.1.1.3	Empresas no financieras .....	0390	.....
7.1.2	Otros activos de Renta Fija no cotizada .....	0400	.....
7.1.2.1	Administraciones Públicas .....	0410	.....
7.1.2.2	Instituciones financieras .....	0420	.....
7.1.2.3	Empresas no financieras .....	0430	.....
7.1.3	Acciones no cotizadas.....	0440	.....
7.1.3.1	Empresas Financieras .....	0450	.....
7.1.3.2	Empresas no financieras .....	0460	.....
7.1.4	Participaciones y acciones en ECR no cotizadas.....	0470	.....
7.1.5	Warrants y Opciones no cotizadas compradas .....	0480	.....
7.1.6	Otros valores no cotizados.....	0490	.....
7.2	Valores cotizados.....	0500	.....
7.2.1.	Activos monetarios emitidos por: .....	0510	.....
7.2.1.1	El Estado: Pagarés y Letras del Tesoro .....	0520	.....
7.2.1.2	Otras Administraciones Públicas.....	0530	.....
7.2.1.3	Instituciones financieras .....	0540	.....
7.2.1.4	Empresas no financieras .....	0550	.....



ACTIVO		Clave	Importe
7.2.2.	Otros Activos de Renta Fija .....	0560	.....
7.2.2.1	Deuda del Estado .....	0570	.....
7.2.2.2	Deuda de otras Administraciones Públicas .....	0580	.....
7.2.2.3	Renta Fija emitida por Empresas Financieras.....	0590	.....
7.2.2.4	Renta Fija emitida por Empresas no Financieras.....	0600	.....
7.2.3.	Acciones .....	0610	.....
7.2.3.1	Empresas Financieras .....	0620	.....
7.2.3.3	Empresas no financieras .....	0630	.....
7.2.4.	Participaciones en Fondos de Inversión .....	0640	.....
7.2.5.	Adquisición temporal de activos .....	0650	.....
7.2.6.	Warrants y Opciones no cotizadas compradas .....	0660	.....
7.3	Intereses de la Cartera de Inversión .....	0670	.....
7.3.1	De Activos Monetarios .....	0680	.....
7.3.2	De Deuda del Estado y de otras Admones. Públicas .....	0690	.....
7.3.3	De otros activos de Renta Fija .....	0700	.....
7.3.4	De adquisición temporal de Activos .....	0710	.....
7.4	Provisión por depreciación de valores mobiliarios.....	0720	.....
7.5	Inversiones dudosas, morosas o en litigio.....	0730	.....
7.5.1	Inversiones dudosas, morosas o en litigio.....	0740	.....
7.5.2	Provisión para insolvencias.....	0750	.....
8	Tesorería.....	0760	.....
8.1	Cajas y Bancos.....	0770	.....
8.2	Otras cuentas de Tesorería .....	0780	.....
8.3	Intereses de Tesorería.....	0790	.....
8.4	Provisión por depreciación de depósitos a plazo.....	0800	.....
9	Ajustes por periodificación .....	0810	.....
9.1	Gastos anticipados.....	0820	.....
9.2	Otras periodificaciones .....	0830	.....
<b>TOTAL ACTIVO</b> .....		<b>0840</b>	.....

En miles de euros

PASIVO		Clave	Importe
A)	FONDOS PROPIOS .....	0850	.....
1.	Capital suscrito.....	0860	.....
2.	Participes .....	0870	.....
3.	Prima de emisión .....	0880	.....
4.	Reserva de revalorización.....	0890	.....
5.	Reservas.....	0900	.....
5.1	Reserva legal.....	0910	.....
5.2	Reserva para acciones propias.....	0920	.....
5.3	Reserva voluntaria.....	0930	.....
5.4	Otras reservas.....	0940	.....
6.	Resultados de ejercicios anteriores.....	0950	.....
6.1	Remanente.....	0960	.....
6.2	Beneficio del ejercicio anterior, pendiente de aplicación.....	0970	.....
6.3	Resultados negativos de ejercicios anteriores.....	0980	.....
7.	Pérdidas y ganancias (Beneficio o Pérdida).....	0990	.....
8.	Dividendo a cuenta entregado en el ejercicio.....	1000	.....
9.	Ajuste patrimonial .....	1010	.....
B)	INGRESOS A DISTRIBUIR EN VARIOS EJERCICIOS .....	1020	.....
10.	Subvenciones en capital.....	1030	.....
11.	Diferencias positivas en moneda extranjera.....	1040	.....
12.	Otros ingresos a distribuir en varios ejercicios.....	1050	.....
C)	PROVISIONES PARA RIESGOS Y GASTOS .....	1060	.....
13.	Provisiones para pensiones y obligaciones similares.....	1070	.....
14.	Provisiones para impuestos.....	1080	.....
15.	Otras provisiones.....	1090	.....
D)	ACREEDORES A LARGO PLAZO .....	1100	.....
16.	Emisiones de obligaciones.....	1110	.....
17.	Deudas con entidades de crédito .....	1120	.....
18.	De cesión temporal de activos.....	1130	.....
19.	Otros acreedores .....	1140	.....



PASIVO		Clave	Importe
E)	ACREEDORES A CORTO PLAZO .....	1150	.....
20.	Emisiones de obligaciones.....	1160	.....
21.	Intereses de Obligaciones .....	1170	.....
22.	Deudas con entidades de crédito.....	1180	.....
23.	Intereses de deudas con entidades de crédito .....	1190	.....
24.	De cesión temporal de activos.....	1200	.....
25.	Acreeedores por compra de valores.....	1210	.....
26.	Distribuciones a participes pendientes de pago y dividendos a pagar.....	1220	.....
27.	Opciones emitidas.....	1230	.....
28.	Comisiones a pagar .....	1240	.....
29.	Administraciones Públicas .....	1250	.....
30.	Otros acreedores .....	1260	.....
31.	Provisiones para operaciones de tráfico .....	1270	.....
32.	Ajustes por periodificación .....	1280	.....
32.1.	Ingresos anticipados .....	1290	.....
32.2.	Otras periodificaciones .....	1300	.....
TOTAL PASIVO.....		1310	.....

En miles de euros

CUENTAS DE RIESGO Y DE COMPROMISO		Clave	Importe
I.	Compromisos y derechos de compra.....	1320	.....
1.	Compra a plazo .....	1330	.....
2.	Compras al contado .....	1340	.....
3.	Futuros comprados.....	1350	.....
4.	Opciones y Warrants.....	1360	.....
5.	Otros compromisos de compra.....	1370	.....
II.	Compromisos y derechos de venta.....	1380	.....
1.	Venta a plazo .....	1390	.....
2.	Ventas al contado .....	1400	.....
3.	Futuros vendidos.....	1410	.....
4.	Opciones y Warrants.....	1420	.....
5.	Otros compromisos de venta.....	1430	.....
6.	Compromisos de venta de valores con crédito.....	1440	.....
TOTAL CUENTAS DE RIESGO Y COMPROMISO.....		1450	.....

En miles de euros

OTRAS CUENTAS DE ORDEN		Clave	Importe
1.	Plusvalías latentes de cartera (brutas).....	1460	.....
2.	Patrimonio comprometido.....	1470	.....
3.	Otras cuentas de orden.....	1480	.....
TOTAL OTRAS CUENTAS DE ORDEN.....		1490	.....

En miles de euros



COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES

ESTADO M02		Mes Año	Sello y Firma
CUENTA DE PERDIDAS Y GANANCIAS RESERVADA		Fecha: _ _ _ _	
Tipo de Institución :	.....		.....,a.....de.....de..... Fdo.por poder
Denominación :	.....		
Nº Registro :	.....		
Tipo de Gestora :	.....		
Denominación :	.....		
Nº Registro :	.....		
DEBE		Clave	Importe
A) GASTOS .....		0010 .....	
1. Gastos de Personal.....		0020 .....	
1.1 Sueldos y asimilados.....		0030 .....	
1.2 Cargas sociales .....		0040 .....	
2. Dotación para amortizaciones de inmovilizado.....		0050 .....	
2.1 Amortización de gastos de establecimiento.....		0060 .....	
2.2 Amortización del inmovilizado inmaterial.....		0070 .....	
2.3 Amortización del inmovilizado material.....		0080 .....	
3. Variación de las provisiones.....		0090 .....	
3.1 Dotación a la provisión para insolvencias.....		0100 .....	
3.1.1 De la cartera de inversión.....		0110 .....	
3.1.2 De tráfico .....		0120 .....	
3.2 Exceso y aplicación de provisiones para insolvencias.....		0130 .....	
3.2.1 De la cartera de inversión.....		0140 .....	
3.2.2 De tráfico .....		0150 .....	
3.3 Dotación a la provisión de operaciones de tráfico.....		0160 .....	
3.4 Exceso y aplicación de provisión de operaciones de tráfico.....		0170 .....	
4. Otros gastos de explotación.....		0180 .....	
4.1 Servicios exteriores.. ..		0190 .....	
4.1.1 Servicios de profesionales independientes: auditoría .....		0200 .....	
4.1.2 Otros servicios de profesionales independientes .....		0210 .....	
4.1.3 Servicios bancarios y similares.....		0220 .....	
4.1.4 Publicidad, propaganda y relaciones públicas.....		0230 .....	
4.1.5 Otros servicios.....		0240 .....	
4.2 Tributos.....		0250 .....	
4.3 Otros gastos de gestión corriente .....		0260 .....	
4.3.1 Remuneraciones a la sociedad gestora.....		0270 .....	
4.3.1.1 Comisión de gestión.....		0280 .....	
4.3.1.2 Comisión de éxito.....		0290 .....	
4.3.1.3 Comisión de inversión.....		0300 .....	
4.3.1.4 Otras comisiones.....		0310 .....	
4.3.2 Gastos de tasas por registros oficiales.....		0320 .....	
4.3.3 Gastos de admisión a cotización en bolsa.....		0330 .....	
4.3.4 Otros gastos.....		0340 .....	
I. BENEFICIOS DE EXPLOTACION .....		0350 .....	
5. Gastos financieros.....		0360 .....	
5.1 Por intereses.....		0370 .....	
5.1.1 De emisiones de obligaciones.....		0380 .....	
5.1.2 De deudas con entidades de crédito .....		0390 .....	
5.1.3 De cesión temporal de Activos .....		0400 .....	
5.2 Amortización de gastos de formalización de deudas .....		0410 .....	
5.3 Variación de las provisiones de inversiones financieras.....		0420 .....	
5.3.1 Dotación a la provisión por depreciación de valores mobiliarios .....		0430 .....	
5.3.2 Exceso y aplicación de la provisión por depreciación de valores mobiliarios .....		0440 .....	
5.4 Diferencias negativas de cambio.....		0450 .....	
6. Pérdidas en venta y amortización de activos financieros.....		0460 .....	
6.1 Por venta y amortización de activos no cotizados.....		0470 .....	
6.1.1 De activos monetarios .....		0480 .....	
6.1.2 De otros Activos de Renta Fija .....		0490 .....	
6.1.3 De acciones.....		0500 .....	



DEBE	Clave	Importe
6.1.3.1 De empresas financieras.....	0510	.....
6.1.3.2 De empresas no financieras.....	0520	.....
6.1.4 De participaciones.....	0530	.....
6.1.5 Por operaciones con acciones propias.....	0540	.....
6.1.6 De otros valores no cotizados.....	0550	.....
6.2 Por venta y amortización de activos cotizados.....	0560	.....
6.2.1 De títulos de renta fija.....	0570	.....
6.2.2 De títulos de renta variable.....	0580	.....
6.3 Otras.....	0590	.....
6.3.1 Pérdidas en operaciones de riesgo y compromiso.....	0600	.....
6.3.2 Quebrantos en operaciones de riesgo y compromiso.....	0610	.....
6.3.3 Comisiones por operaciones de riesgo y compromiso.....	0620	.....
6.3.4 Otros.....	0630	.....
II. RESULTADOS FINANCIEROS POSITIVOS .....	0640	.....
III. BENEFICIOS DE LAS ACTIVIDADES ORDINARIAS .....	0650	.....
7. Resultados extraordinarios.....	0660	.....
7.1 Variación de las provisiones de inmovilizado material e inmaterial.....	0670	.....
7.1.1 Dotación a la provisión del inmovilizado material e inmaterial.....	0680	.....
7.1.2 Exceso y aplicación de la provisión del inmovilizado material e inmaterial.....	0690	.....
7.2 Pérdidas procedentes del inmovilizado y gastos excepcionales.....	0700	.....
7.2.1 Pérdidas procedentes del inmovilizado.....	0710	.....
7.2.2 Gastos extraordinarios.....	0720	.....
7.2.3 Gastos y pérdidas de ejercicios anteriores.....	0730	.....
7.3. Otros.....	0740	.....
IV. RESULTADOS EXTRAORDINARIOS POSITIVOS .....	0750	.....
V. BENEFICIOS ANTES DE IMPUESTOS .....	0760	.....
8. Impuesto sobre sociedades.....	0770	.....
9. Otros impuestos.....	0780	.....
VI. RESULTADO DEL EJERCICIO (BENEFICIOS) .....	0790	.....

En miles de euros

HABER	Clave	Importe
B) INGRESOS .....	0800	.....
1. Exceso de provisiones para riesgos y gastos .....	0810	.....
I. PERDIDAS DE EXPLOTACION .....	0820	.....
2. Ingresos financieros.....	0830	.....
2.1 Dividendos.....	0840	.....
2.1.1 De acciones cotizadas.....	0850	.....
2.1.2 De acciones no cotizadas.....	0860	.....
2.1.3 De participaciones de Fondos cotizados.....	0870	.....
2.2 Intereses.....	0880	.....
2.2.1 De inversiones en renta fija.....	0890	.....
2.2.1.1 De activos monetarios .....	0900	.....
2.2.1.2 De Deuda del Estado y otras Administraciones Públicas .....	0910	.....
2.2.1.3 De otros Activos de Renta Fija .....	0920	.....
2.2.1.4 De adquisición temporal de Activos .....	0930	.....
2.2.2 De prestamos participativos.....	0940	.....
2.2.2.1 A empresas participadas.....	0950	.....
2.2.2.2 A empresas no participadas.....	0960	.....
2.2.3 De otros créditos otorgados a empresas participadas.....	0970	.....
2.2.4 Intereses de tesorería.....	0980	.....
2.2.5 Otros intereses.....	0990	.....
2.2.5.1. Ingresos por cesión de valores en préstamo.....	1000	.....
2.2.5.2. Otros intereses.....	1010	.....
2.3 Diferencias positivas de cambio.....	1020	.....
3. Beneficio en venta y amortización de activos financieros.....	1030	.....
3.1 Por venta y amortización de activos no cotizados.....	1040	.....
3.1.1 De activos monetarios .....	1050	.....
3.1.2 De otros Activos de Renta Fija .....	1060	.....
3.1.3 De acciones.....	1070	.....
3.1.3.1 De empresas financieras.....	1080	.....
3.1.3.2 De empresas no financieras.....	1090	.....



HABER	Clave	Importe
3.1.4 De participaciones.....	1100	.....
3.1.5 Por operaciones con acciones y obligaciones propias.....	1110	.....
3.1.6 De otros valores no cotizados.....	1120	.....
3.2 Por venta y amortización de activos cotizados.....	1130	.....
3.2.1 De títulos de renta fija.....	1140	.....
3.2.2 De títulos de renta variable.....	1150	.....
3.3 Otras.....	1160	.....
3.3.1 Beneficios en operaciones de riesgo y compromiso.....	1170	.....
3.3.2 Productos en operaciones de riesgo y compromiso.....	1180	.....
3.3.3 Otros.....	1190	.....
II. RESULTADOS FINANCIEROS NEGATIVOS .....	1200	.....
III. PERDIDAS DE LAS ACTIVIDADES ORDINARIAS .....	1210	.....
4. Resultados extraordinarios.....	1220	.....
4.1 Beneficios procedentes del inmovilizado e ingresos excepcionales.....	1230	.....
4.1.1 Beneficios en enajenación del inmovilizado.....	1240	.....
4.1.2 Ingresos extraordinarios.....	1250	.....
4.1.3 Ingresos y beneficios de ejercicios anteriores.....	1260	.....
IV. RESULTADOS EXTRAORDINARIOS NEGATIVOS .....	1270	.....
V. PERDIDAS ANTES DE IMPUESTOS .....	1280	.....
VI. RESULTADO DEL EJERCICIO (PERDIDAS) .....	1290	.....

En miles de euros

### COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES

<b>Estado M03</b>		Mas Año		Sello y Firma	
<b>INVENTARIO DE CARTERA Y TESORERIA RESERVADA</b>		Fecha:		....., a .....de.....de .....	
Tipo de Institución : .....		Valor Nominal (12)		Valor de Plusvalías latentes (15)	
Denominación : .....		Número de títulos (11)		Intereses (14)	
Nº Registro : .....		Divisa Descripción del valor (10)		Minusvalías compensado (17)	
Tipo de Gestora : .....		Resultados (7)		Importe (18)	
Denominación : .....		NIF (8)		Código de cobertura (19)	
Nº Registro : .....		Reservas del ejercicio (6)			
Clave de Código fase (3)		Capital empleado (4)			
Balance (1)		Reservados (5)			

TOTAL CARTERA Y TESORERIA

En miles de euros



COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES

<b>Estado F04</b>	Fecha: _____	Mes Año ____	Sello y firma
<b>ESTADO RESERVADO DE INFORMACION AUXILIAR</b>			
Tipo de ECR: .....			Fdo. por poder
Denominación: .....			
Nº Registro: .....			
Tipo de Gestora: .....			
Denominación: .....			
Nº Registro: .....			

I) PARTICIPES Y PARTICIPACIONES

Concepto	Situación inicio semestre		Entradas		Salidas		Situación fin semestre	
	Clave	Unidades	Clave	Unidades	Clave	Unidades	Clave	Unidades
Participes	0010	.....	0020	.....	0030	.....	0040	.....
Participaciones	0110	.....	0120	.....	0130	.....	0140	.....

Intervalo de inversión (en euros)	Nº de Participes por intervalo		Intervalo de inversión (en euros)	Volumen de Inversión (en euros)	
	Clave	Unidades		Clave	Importe
Más de 6.000.000,00	1010	.....	Más de 6.000.000,00	3010	.....
2.500.000,01-6.000.000,00	1015	.....	2.500.000,01-6.000.000,00	3015	.....
1.200.000,01-2.500.000,00	1020	.....	1.200.000,01-2.500.000,00	3020	.....
600.000,01-1.200.000,00	1030	.....	600.000,01-1.200.000,00	3030	.....
300.000,01-600.000,00	1040	.....	300.000,01-600.000,00	3040	.....
150.000,01-300.000,00	1050	.....	150.000,01-300.000,00	3050	.....
60.000,01-150.000,00	1060	.....	60.000,01-150.000,00	3060	.....
Hasta 60.000,00	1070	.....	Hasta 60.000,00	3070	.....
<b>TOTAL</b>	<b>1100</b>	<b>.....</b>		<b>3100</b>	<b>.....</b>

DISTRIBUCIÓN DEL PATRIMONIO SEGUN LA NATURALEZA DE LOS PARTICIPES

PARTICIPES	Nº de Accionistas		Volumen de Inversión (en euros)	
	Clave	Unidades	Clave	Importe
<b>PERSONAS FISICAS:</b>				
Residentes	1110	.....	3110	.....
No residentes	1120	.....	3120	.....
<b>PERSONAS JURIDICAS:</b>				
Bancos	1130	.....	3130	.....
Cajas de Ahorros	1140	.....	3140	.....
Fondos de Pensiones	1150	.....	3150	.....
Compañías de Seguros	1160	.....	3160	.....
Sociedades y Agencias de Valores	1170	.....	3170	.....
Instituciones de Inversión Colectiva	1180	.....	3180	.....
Otras empresas financieras	1190	.....	3190	.....
Empresas no financieras	1200	.....	3200	.....
Administraciones Públicas	1210	.....	3210	.....
Instituciones Académicas	1220	.....	3220	.....
Mercados de Valores	1230	.....	3230	.....
Otros	1240	.....	3240	.....
Plusvalías realizadas disponibles	1250	.....	3250	.....
<b>TOTAL</b>	<b>1300</b>	<b>.....</b>	<b>3300</b>	<b>.....</b>

II) OTROS DATOS ESTADÍSTICOS

Concepto	Clave	%	Clave	Importe
(a) Comisión de Gestión sobre Patrimonio	9010	.....		
(b) Comisión de inversión	9020	.....		
(c) Comisión de éxito	9030	.....		
(d) Otras comisiones	9040	.....		
(e) V. liquidativo aplicado a suscrip. y reembolsos			9080	.....
<b>SUMA DE CONTROL (a+b+c+d)</b>	<b>9090</b>	<b>.....</b>		



**COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES**

<b>Estado S04</b>	Mes    Año	
<b>ESTADO RESERVADO DE INFORMACION AUXILIAR</b>	Fecha:    --    --	Sello y firma
Tipo de Sociedad: .....		.....a ..... de..... de.....
Denominación: .....		
Nº Registro: .....		
Tipo de Gestora: .....		
Denominación: .....		
Nº Registro: .....		Fdo. por poder

**I) ACCIONISTAS Y ACCIONES**

Concepto	Situación inicio semestre		Entradas		Salidas		Situación fin semestre	
	Clave	Unidades	Clave	Unidades	Clave	Unidades	Clave	Unidades
Accionistas	0010	.....	0020	.....	0030	.....	0040	.....
Acciones	0110	.....	0120	.....	0130	.....	0140	.....

Intervalo de inversión (en euros)	Nº de accionistas por intervalo		Volumen de Inversión (en euros)	
	Clave	Unidades	Clave	Importe
Más de 6.000.000,00	1010	.....	Más de 6.000.000,00	3010
2.500.000,01-6.000.000,00	1015	.....	2.500.000,01-6.000.000,00	3015
1.200.000,01-2.500.000,00	1020	.....	1.200.000,01-2.500.000,00	3020
600.000,01-1.200.000,00	1030	.....	600.000,01-1.200.000,00	3030
300.000,01-600.000,00	1040	.....	300.000,01-600.000,00	3040
150.000,01-300.000,00	1050	.....	150.000,01-300.000,00	3050
60.000,01-150.000,00	1060	.....	60.000,01-150.000,00	3060
Hasta 60.000,00	1070	.....	Hasta 60.000,00	3070
<b>TOTAL</b>	<b>1100</b>	<b>.....</b>		<b>3100</b>

**DISTRIBUCIÓN DEL CAPITAL SEGÚN LA NATURALEZA DE LOS ACCIONISTAS**

ACCIONISTAS	Nº de Accionistas		Volumen de Inversión (en euros)	
	Clave	Unidades	Clave	Importe
<b>PERSONAS FÍSICAS:</b>				
Residentes	1110	.....	3110	.....
No residentes	1120	.....	3120	.....
<b>PERSONAS JURÍDICAS:</b>				
Bancos	1130	.....	3130	.....
Cajas de Ahorros	1140	.....	3140	.....
Fondos de Pensiones	1150	.....	3150	.....
Compañías de Seguros	1160	.....	3160	.....
Sociedades y Agencias de Valores	1170	.....	3170	.....
Instituciones de Inversión Colectiva	1180	.....	3180	.....
Otras empresas financieras	1190	.....	3190	.....
Empresas no financieras	1200	.....	3200	.....
Administraciones Públicas	1210	.....	3210	.....
Instituciones Académicas	1220	.....	3220	.....
Mercados de Valores	1230	.....	3230	.....
Otros	1240	.....	3240	.....
Plusvalías realizadas disponibles	1250	.....	3250	.....
<b>TOTAL</b>	<b>1300</b>	<b>.....</b>	<b>3300</b>	<b>.....</b>

**II) OTROS DATOS ESTADÍSTICOS**

Concepto	Clave	%
(a) Comisión de Gestión	5010	.....
(b) Comisión de inversión	5020	.....
(c) Comisión de éxito	5030	.....
(d) Otras comisiones	5040	.....
(e) Dividendos distribuidos en el semestre por acción (en euros)	5050	.....
(f) Valor teórico (en euros)	5060	.....
(g) Última Cotización (en euros)	5070	.....
(h) Cotización Máxima (en euros)	5080	.....
(i) Cotización Mínima (en euros)	5090	.....
<b>SUMA DE CONTROL (a+b+c+d+e+f+g+h+i)</b>	<b>5100</b>	<b>.....</b>



COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES

ESTADO M05	Página 1/1	Mes Año Fecha: _ _ _ _	Sello y Firma
<b>APLICACION DEL BENEFICIO DEL EJERCICIO RESERVADO</b>			
Tipo de Institución : ..... Denominación : ..... Nº Registro : _ _ _ _ Tipo de Gestora : ..... Denominación : ..... Nº Registro : _ _ _ _			.....a.....de.....de ... Fdo.por poder

SALDOS DISPONIBLES	Clave	Importe
Beneficio neto del Ejercicio.....	0010	.....
Remanente.....	0020	.....
<b>SUMA.....</b>	<b>0030</b>	.....

APLICACION		
Dividendos.....	0040	.....
Otras reservas.....	0050	.....
Reserva legal.....	0060	.....
Reserva para acciones propias.....	0070	.....
Reserva para acciones de la sociedad dominante.....	0080	.....
Otras reservas.....	0090	.....
Otros fines.....	0100	.....
Remanente.....	0110	.....
<b>SUMA.....</b>	<b>0120</b>	.....

En miles de euros



**BALANCE PÚBLICO DE FCR Y SCR**

ACTIVO	Importe
A) ACCIONISTAS POR DESEMBOLSOS NO EXIGIDOS .....	
B) INMOVILIZADO .....	
1. Gastos de Establecimiento.....	
2. Inmovilizaciones Inmateriales.....	
3. Inmovilizaciones Materiales.....	
4. Acciones propias .....	
C) GASTOS A DISTRIBUIR EN VARIOS EJERCICIOS .....	
D) ACTIVO CIRCULANTE .....	
5. Accionistas por desembolsos exigidos.....	
6. Deudores.....	
6.1. Prestamos participativos.....	
6.2. Deudores por suscripción de participaciones.....	
6.3. Otros deudores.....	
7. Cartera de inversiones financieras.....	
7.1. Valores no cotizados.....	
7.2. Valores cotizados.....	
7.3. Intereses de la Cartera de Inversión .....	
7.4. Provisión por depreciación de valores mobiliarios.....	
7.5. Inversiones dudosas, morosas o en litigio.....	
8. Tesorería.....	
9. Ajustes por periodificación .....	
<b>TOTAL ACTIVO.....</b>	

En miles de euros

PASIVO	Importe
A) FONDOS PROPIOS .....	
1. Capital suscrito.....	
2. Partícipes .....	
3. Prima de emisión .....	
4. Reserva de revalorización.....	
5. Reservas.....	
6. Resultados de ejercicios anteriores.....	
7. Pérdidas y ganancias (Beneficio o Pérdida).....	
8. Dividendo a cuenta entregado en el ejercicio.....	
9. Ajuste patrimonial .....	
B) INGRESOS A DISTRIBUIR EN VARIOS EJERCICIOS .....	
10. Subvenciones en capital.....	
11. Diferencias positivas en moneda extranjera.....	
12. Otros ingresos a distribuir en varios ejercicios.....	
C) PROVISIONES PARA RIESGOS Y GASTOS .....	
13. Provisiones para pensiones y obligaciones similares.....	
14. Provisiones para impuestos.....	
15. Otras provisiones.....	
D) ACREEDORES A LARGO PLAZO .....	
E) ACREEDORES A CORTO PLAZO .....	
<b>TOTAL PASIVO.....</b>	

En miles de euros

CUENTAS DE RIESGO Y DE COMPROMISO	Importe
I. Compromisos y derechos de compra.....	
II. Compromisos y derechos de venta.....	
<b>TOTAL CUENTAS DE RIESGO Y COMPROMISO.....</b>	

En miles de euros

OTRAS CUENTAS DE ORDEN	Importe
1. Plusvalías latentes de cartera (brutas).....	
2. Patrimonio comprometido.....	
3. Otras cuentas de orden.....	
<b>TOTAL OTRAS CUENTAS DE ORDEN.....</b>	

En miles de euros



**CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS PÚBLICA DE FCR Y SCR**

DEBE	Importe
A) GASTOS .....	
1. Gastos de Personal.....	
2. Dotación para amortizaciones de inmovilizado.....	
3. Variación de las provisiones.....	
3.1 Dotación a la provisión para insolvencias.....	
3.2 Exceso y aplicación de provisiones para insolvencias.....	
3.3 Dotación a la provisión de operaciones de tráfico.....	
3.4 Exceso y aplicación de provisión de operaciones de tráfico.....	
4. Otros gastos de explotación.....	
4.1 Servicios exteriores .....	
4.2 Tributos.....	
4.3 Otros gastos de gestión corriente .....	
I. BENEFICIOS DE EXPLOTACION .....	
5. Gastos financieros.....	
5.1 Por intereses.....	
5.2 Amortización de gastos de formalización de deudas .....	
5.3 Variación de las provisiones de inversiones financieras.....	
5.4 Diferencias negativas de cambio.....	
6. Pérdidas en venta y amortización de activos financieros.....	
6.1 Por venta y amortización de activos no cotizados.....	
6.2 Por venta y amortización de activos cotizados.....	
6.3 Otras.....	
II. RESULTADOS FINANCIEROS POSITIVOS .....	
III. BENEFICIOS DE LAS ACTIVIDADES ORDINARIAS .....	
7. Resultados extraordinarios.....	
7.1 Variación de las provisiones de inmovilizado material e inmaterial.....	
7.2 Pérdidas procedentes del inmovilizado y gastos excepcionales.....	
7.3. Otros.....	
IV. RESULTADOS EXTRAORDINARIOS POSITIVOS .....	
V. BENEFICIOS ANTES DE IMPUESTOS .....	
8. Impuesto sobre sociedades.....	
9. Otros impuestos.....	
VI. RESULTADO DEL EJERCICIO (BENEFICIOS) .....	

En miles de euros

HABER	Importe
B) INGRESOS .....	
1. Exceso de provisiones para riesgos y gastos .....	
I. PERDIDAS DE EXPLOTACION .....	
2. Ingresos financieros.....	
2.1 Dividendos.....	
2.2 Intereses.....	
2.3 Diferencias positivas de cambio.....	
3. Beneficio en venta y amortización de activos financieros.....	
3.1 Por venta y amortización de activos no cotizados.....	
3.2 Por venta y amortización de activos cotizados.....	
3.3 Otras.....	
II. RESULTADOS FINANCIEROS NEGATIVOS .....	
III. PERDIDAS DE LAS ACTIVIDADES ORDINARIAS .....	
4. Resultados extraordinarios.....	
4.1 Beneficios procedentes del inmovilizado e ingresos excepcionales.....	
IV. RESULTADOS EXTRAORDINARIOS NEGATIVOS .....	
V. PERDIDAS ANTES DE IMPUESTOS .....	
VI. RESULTADO DEL EJERCICIO (PERDIDAS) .....	

En miles de euros







## ANEXO 2

## COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES

ESTADO G01		Mes Año	Sello y Firma
BALANCE RESERVADO		Fecha: _ _ _ _	
Tipo de Gestora	:	.....	....., a.....de.....de .....
Denominación	:	.....	Fdo. por poder
Nº Registro	:	_ _ _ _	
<b>ACTIVO</b>		<b>Clave</b>	<b>Importe</b>
A) ACCIONISTAS POR DESEMBOLSOS NO EXIGIDOS .....		0010	.....
B) INMOVILIZADO .....		0020	.....
1. Gastos de Establecimiento.....		0030	.....
2. Inmovilizaciones Inmateriales.....		0040	.....
2.1 Aplicaciones informáticas.....		0050	.....
2.2 Otro inmovilizado inmaterial .....		0060	.....
2.3 Provisiones.....		0070	.....
2.4 Amortizaciones.....		0080	.....
3. Inmovilizaciones Materiales.....		0090	.....
3.1 Inmueble: .....		0100	.....
3.2 Mobiliario, instalaciones y otros.....		0110	.....
3.3 Equipos para procesos de Información.....		0120	.....
3.4 Otro inmovilizado material .....		0130	.....
3.5 Provisiones.....		0140	.....
3.6 Amortizaciones.....		0150	.....
4. Acciones propias .....		0160	.....
C) GASTOS A DISTRIBUIR EN VARIOS EJERCICIOS .....		0170	.....
D) ACTIVO CIRCULANTE .....		0180	.....
5. Accionistas por desembolsos exigidos.....		0190	.....
6. Deudores.....		0200	.....
6.1 Deudores por comisiones.....		0210	.....
6.2 Deudores por venta de valores.....		0220	.....
6.3 Inversiones vencidas pendientes de cobro.....		0230	.....
6.4 Administraciones Públicas.....		0240	.....
6.5 Otros deudores.....		0250	.....
6.6 Deudores de dudoso cobro.....		0260	.....
6.7 Provisión para insolvencias de tráfico.....		0270	.....
7. Cartera de inversiones financieras.....		0280	.....
7.1 Valores no cotizados.....		0290	.....
7.1.1 Activos monetarios .....		0300	.....
7.1.2 Otros activos de Renta Fija no cotizada .....		0310	.....
7.1.3 Acciones no cotizadas.....		0320	.....
7.1.4 Participaciones y acciones en ECR no cotizadas.....		0330	.....
7.1.5 Warrants y Opciones no cotizadascompradas .....		0340	.....
7.1.6 Otros valores no cotizados.....		0350	.....
7.2 Valores cotizados.....		0360	.....
7.2.1 Activos monetarios .....		0370	.....
7.2.2 Otros Activos de Renta Fija .....		0380	.....
7.2.3 Acciones .....		0390	.....
7.2.4 Participaciones en Fondos de Inversión .....		0400	.....
7.2.5 Adquisición temporal de activos .....		0410	.....
7.2.6 Warrants y Opciones nacionales compradas .....		0420	.....
7.3 Intereses de la Cartera de Inversión .....		0430	.....
7.4 Provisión por depreciación de valores mobiliarios.....		0440	.....
7.5 Inversiones dudosas, morosas o en litigio.....		0450	.....
7.5.1 Inversiones dudosas, morosas o en litigio.....		0460	.....
7.5.2 Provisión para insolvencias.....		0470	.....
8 Tesorería.....		0480	.....
8.1 Cajas y Bancos.....		0490	.....
8.2 Otras cuentas de Tesorería .....		0500	.....
8.3 Intereses de Tesorería.....		0510	.....
8.4 Provisión por depreciación de depósitos a plazo.....		0520	.....
9 Ajustes por periodificación .....		0530	.....
9.1 Gastos anticipados.....		0540	.....
9.2 Otras periodificaciones .....		0550	.....
<b>TOTAL ACTIVO.....</b>		<b>0560</b>	.....

En miles de euros



PASIVO	Clave	Importe
A) FONDOS PROPIOS .....	0570 .....	
1. Capital suscrito.....	0580 .....	
2. Prima de emisión .....	0590 .....	
3. Reserva de revalorización.....	0600 .....	
4. Reservas.....	0610 .....	
4.1 Reserva legal.....	0620 .....	
4.2 Reserva para acciones propias.....	0630 .....	
4.3 Reserva voluntaria.....	0640 .....	
4.4 Otras reservas.....	0650 .....	
5. Resultados de ejercicios anteriores.....	0660 .....	
5.1 Remanente.....	0670 .....	
5.2 Beneficio del ejercicio anterior, pendiente de aplicación.....	0680 .....	
5.3 Resultados negativos de ejercicios anteriores.....	0690 .....	
6. Pérdidas y ganancias (Beneficio o Pérdida).....	0700 .....	
7. Dividendo a cuenta entregado en el ejercicio.....	0710 .....	
8. Ajuste patrimonial .....	0720 .....	
B) INGRESOS A DISTRIBUIR EN VARIOS EJERCICIOS .....	0730 .....	
9 Diferencias positivas en moneda extranjera.....	0740 .....	
10 Otros ingresos a distribuir en varios ejercicios.....	0750 .....	
C) PROVISIONES PARA RIESGOS Y GASTOS .....	0760 .....	
11. Provisiones para pensiones y obligaciones similares.....	0770 .....	
12. Provisiones para impuestos.....	0780 .....	
13. Otras provisiones.....	0790 .....	
D) ACREEDORES A LARGO PLAZO .....	0800 .....	
14. Emisiones de obligaciones.....	0810 .....	
15. Deudas con entidades de crédito .....	0820 .....	
16. De cesión temporal de activos.....	0830 .....	
17. Otros acreedores .....	0840 .....	
E) ACREEDORES A CORTO PLAZO .....	0850 .....	
18. Emisiones de obligaciones.....	0860 .....	
19. Intereses de Obligaciones .....	0870 .....	
20. Deudas con entidades de crédito.....	0880 .....	
21. Intereses de deudas con entidades de crédito .....	0890 .....	
22. De cesión temporal de activos.....	0900 .....	
23. Acreedores por compra de valores.....	0910 .....	
24. Dividendos a pagar.....	0920 .....	
25. Comisiones a pagar .....	0930 .....	
26. Administraciones Públicas .....	0940 .....	
27. Otros acreedores .....	0950 .....	
28. Provisiones para operaciones de tráfico .....	0960 .....	
29. Ajustes por periodificación .....	0970 .....	
29.1 Ingresos anticipados .....	0980 .....	
29.2 Otras periodificaciones .....	0990 .....	
TOTAL PASIVO.....	1000 .....	

En miles de euros

#### COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES

ESTADO G02	Mes Año	Sello y Firma
<b>CUENTA DE PERDIDAS Y GANANCIAS RESERVADA</b>	Fecha: _ _ _ _	
Tipo de Gestora : .....		
Denominación : .....		....., a ..... de ..... de.....
Nº Registro : .....		Fdo. por poder
: .....		

DEBE	Clave	Importe
A) GASTOS .....	0010 .....	
1. Gastos de Personal.....	0020 .....	
1.1 Sueldos y asimilados.....	0030 .....	
1.2 Cargas sociales y aportaciones y dotaciones para pensi.....	0040 .....	
2. Dotación para amortizaciones de inmovilizado.....	0050 .....	
2.1 Amortización de gastos de establecimiento.....	0060 .....	
2.2 Amortización del inmovilizado inmaterial.....	0070 .....	
2.3 Amortización del inmovilizado material.....	0080 .....	



DEBE	Clave	Importe
3. Variación de las provisiones.....	0090	.....
3.1 Dotación a la provisión para insolvencias.....	0100	.....
3.1.1 De la cartera de inversión.....	0110	.....
3.1.2 De tráfico.....	0120	.....
3.2 Exceso y aplicación de provisiones para insolvencias.....	0130	.....
3.2.1 De la cartera de inversión.....	0140	.....
3.2.2 De tráfico.....	0150	.....
3.3 Dotación a la provisión de operaciones de tráfico.....	0160	.....
3.4 Exceso y aplicación de provisión de operaciones de tráfico.....	0170	.....
4. Otros gastos de explotación.....	0180	.....
4.1 Servicios exteriores.....	0190	.....
4.1.1 Servicios de profesionales independientes: auditoría.....	0200	.....
4.1.2 Otros servicios de profesionales independientes.....	0210	.....
4.1.3 Servicios bancarios y similares.....	0220	.....
4.1.4 Publicidad, propaganda y relaciones públicas.....	0230	.....
4.1.5 Otros servicios.....	0240	.....
4.2 Tributos.....	0250	.....
4.3 Otros gastos de gestión corriente.....	0260	.....
4.3.1 Alquiler de oficinas.....	0270	.....
4.3.2 Alquiler de equipos informáticos.....	0280	.....
4.3.3 Gastos de tasas por registros oficiales.....	0290	.....
4.3.4 Gastos de admisión a cotización en bolsa.....	0300	.....
4.3.5 Otros gastos.....	0310	.....
I. BENEFICIOS DE EXPLOTACION.....	0320	.....
5. Gastos financieros.....	0330	.....
5.1 Por intereses.....	0340	.....
5.1.1 De emisiones de obligaciones.....	0350	.....
5.1.2 De deudas con entidades de crédito.....	0360	.....
5.1.3 De cesión temporal de Activos.....	0370	.....
5.1.4 Otros.....	0380	.....
5.2 Amortización de gastos de formalización de deudas.....	0390	.....
5.3 Variación de las provisiones de inversiones financieras.....	0400	.....
5.3.1 Dotación a la provisión por depreciación de valores mobiliarios.....	0410	.....
5.3.2 Exceso y aplicación de la provisión por depreciación de valores mobiliarios.....	0420	.....
5.4 Diferencias negativas de cambio.....	0430	.....
6. Pérdidas en venta y amortización de activos financieros.....	0440	.....
6.1 Por venta y amortización de activos cotizados.....	0450	.....
6.2 Otras.....	0460	.....
II. RESULTADOS FINANCIEROS POSITIVOS.....	0470	.....
III. BENEFICIOS DE LAS ACTIVIDADES ORDINARIAS.....	0480	.....
7. Resultados extraordinarios.....	0490	.....
7.1 Variación de las provisiones de inmovilizado material e inmaterial.....	0500	.....
7.1.1 Dotación a la provisión del inmovilizado material e inmaterial.....	0510	.....
7.1.2 Exceso y aplicación de la provisión del inmovilizado material e inmaterial.....	0520	.....
7.2 Pérdidas procedentes del inmovilizado y gastos excepcionales.....	0530	.....
7.2.1 Pérdidas procedentes del inmovilizado.....	0540	.....
7.2.2 Gastos extraordinarios.....	0550	.....
7.2.3 Gastos y pérdidas de ejercicios anteriores.....	0560	.....
7.3 Otros.....	0570	.....
IV. RESULTADOS EXTRAORDINARIOS POSITIVOS.....	0580	.....
V. BENEFICIOS ANTES DE IMPUESTOS.....	0590	.....
8. Impuesto sobre sociedades.....	0600	.....
9. Otros impuestos.....	0610	.....
VI. RESULTADO DEL EJERCICIO (BENEFICIOS).....	0620	.....

En miles de euros



HABER	Clave	Importe
B) INGRESOS .....	0630	.....
1. Prestaciones de servicios.....	0640	.....
1.1 Comisión de gestión de ECR.....	0650	.....
1.2 Comisión de inversión.....	0660	.....
1.3 Comisión de éxito.....	0670	.....
1.4 Otras comisiones.....	0680	.....
1.5 Servicios de asesoramiento.....	0690	.....
1.6 Otros servicios.....	0700	.....
2. Exceso de provisiones para riesgos y gastos .....	0710	.....
3. Otros ingresos de explotación.....	0720	.....
I. PERDIDAS DE EXPLOTACION .....	0730	.....
4 Ingresos financieros.....	0740	.....
4.1 Dividendos.....	0750	.....
4.2 Intereses.....	0760	.....
4.1.1 De inversiones en renta fija.....	0770	.....
4.1.2 Intereses de tesorería.....	0780	.....
4.1.3 Otros intereses.....	0790	.....
4.3 Diferencias positivas de cambio.....	0800	.....
5 Beneficio en venta y amortización de activos financieros.....	0810	.....
5.1 Por venta y amortización de activos cotizados.....	0820	.....
5.1.1 De activos monetarios .....	0830	.....
5.1.2 De Deuda del Estado y otras Administraciones Públicas .....	0840	.....
5.1.3 De otros Activos de Renta Fija .....	0850	.....
5.1.4 De acciones.....	0860	.....
5.1.4.1 De empresas financieras.....	0870	.....
5.1.4.2 De empresas no financieras.....	0880	.....
5.1.5 De participaciones.....	0890	.....
5.1.6 Por operaciones con acciones y obligaciones propias.....	0900	.....
5.2 Por venta y amortización de activos no cotizados.....	0910	.....
5.2.1 De títulos de renta fija.....	0920	.....
5.2.2 De títulos de renta variable.....	0930	.....
5.3 Otras.....	0940	.....
II. RESULTADOS FINANCIEROS NEGATIVOS .....	0950	.....
III. PERDIDAS DE LAS ACTIVIDADES ORDINARIAS .....	0960	.....
6. Resultados extraordinarios.....	0970	.....
6.1 Beneficios procedentes del inmovilizado e ingresos excepcionales.....	0980	.....
6.1.1 Beneficios en enajenación del inmovilizado.....	0990	.....
6.1.2 Ingresos extraordinarios.....	1000	.....
6.1.3 Ingresos y beneficios de ejercicios anteriores.....	1010	.....
IV. RESULTADOS EXTRAORDINARIOS NEGATIVOS .....	1020	.....
V. PERDIDAS ANTES DE IMPUESTOS .....	1030	.....
VI. RESULTADO DEL EJERCICIO (PERDIDAS) .....	1040	.....

En miles de euros







**COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES**

<b>Estado G04</b>	Mes	Año	
	Fecha: --	--	
<b>ESTADO RESERVADO DE INFORMACION AUXILIAR</b>			
Tipo de Gestora: .....			
Denominación: .....			
Nº Registro: - - - -			

**A) NUMERO DE EMPLEADOS**

Nº EMPLEADOS	Situación inicial		Altas		Bajas		Situación final	
	Clave	Unidades	Clave	Unidades	Clave	Unidades	Clave	Unidades
Directivos	0010	.....	1010	.....	2010	.....	3010	.....
Técnicos	0020	.....	1020	.....	2020	.....	3020	.....
Administrativos	0030	.....	1030	.....	2030	.....	3030	.....
Otros	0040	.....	1040	.....	2040	.....	3040	.....
<b>Total</b>	<b>0050</b>	<b>.....</b>	<b>1050</b>	<b>.....</b>	<b>2050</b>	<b>.....</b>	<b>3050</b>	<b>.....</b>

**B) ACCIONISTAS Y ACCIONES**

Concepto	Situación inicial		Altas		Bajas		Situación final	
	Clave	Unidades	Clave	Unidades	Clave	Unidades	Clave	Unidades
Accionistas	0060	.....	1060	.....	2060	.....	3060	.....
Acciones	0070	.....	1070	.....	2070	.....	3070	.....

**C) DISTRIBUCIÓN DEL CAPITAL SEGÚN LA NATURALEZA DE LOS ACCIONISTAS**

ACCIONISTAS	Nº de Accionistas		Volumen de Inversión (en euros)	
	Clave	Unidades	Clave	Importe
<b>PERSONAS FÍSICAS:</b>				
Residentes	0080	.....	1080	.....
No residentes	0090	.....	1090	.....
<b>PERSONAS JURÍDICAS:</b>				
Bancos	0100	.....	1100	.....
Cajas de Ahorros	0110	.....	1110	.....
Fondos de Pensiones	0120	.....	1120	.....
Compañías de Seguros	0130	.....	1130	.....
Sociedades y Agencias de Valores	0140	.....	1140	.....
Instituciones de Inversión Colectiva	0150	.....	1150	.....
Otras empresas financieras	0160	.....	1160	.....
Empresas no financieras	0170	.....	1170	.....
Administraciones Públicas	0180	.....	1180	.....
Instituciones Académicas	0190	.....	1190	.....
Mercados de Valores	0200	.....	1200	.....
Otros	0210	.....	1210	.....
Plusvalías realizadas disponibles	0220	.....	1220	.....
<b>TOTAL</b>		<b>1300</b> .....		<b>3300</b> .....



COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES

ESTADO G05	Mes Año Fecha: ____	Sello y Firma  .....,a....de....de ... Fdo. por poder
	APLICACION DEL BENEFICIO DEL EJERCICIO RESERVADO	
Tipo de Gestora	: .....	
Denominación	: .....	
Nº Registro	: ____	

SALDOS DISPONIBLES	Clave	Importe
Beneficio neto del Ejercicio.....	0010	.....
Remanente.....	0020	.....
SUMA.....	0030	.....

APLICACION		
Dividendos.....	0040	.....
Otras reservas.....	0050	.....
Reserva legal.....	0060	.....
Reserva para acciones propias.....	0070	.....
Reserva para acciones de la sociedad dominante.....	0080	.....
Otras reservas.....	0090	.....
Otros fines.....	0100	.....
Remanente.....	0110	.....
SUMA.....	0120	.....

En miles de euros

BALANCE PÚBLICO DE SGECR

ACTIVO	Importe
A) ACCIONISTAS POR DESEMBOLSOS NO EXIGIDOS .....	.....
B) INMOVILIZADO .....	.....
1. Gastos de Establecimiento.....	.....
2. Inmovilizaciones Inmateriales.....	.....
3. Inmovilizaciones Materiales.....	.....
4. Acciones propias .....	.....
C) GASTOS A DISTRIBUIR EN VARIOS EJERCICIOS .....	.....
D) ACTIVO CIRCULANTE .....	.....
5. Accionistas por desembolsos exigidos.....	.....
6. Deudores.....	.....
7. Cartera de inversiones financieras.....	.....
7.1 Valores no cotizados.....	.....
7.2 Valores cotizados .....	.....
7.3 Intereses de la Cartera de Inversión .....	.....
7.4 Provisión por depreciación de valores mobiliarios.....	.....
7.5 Inversiones dudosas, morosas o en litigio.....	.....
8 Tesorería.....	.....
9 Ajustes por periodificación .....	.....
<b>TOTAL ACTIVO.....</b>	<b>.....</b>

En miles de euros



PASIVO	Importe
A) FONDOS PROPIOS .....	
1. Capita suscrito.....	
2. Prima de emisión .....	
3. Reserva de revalorización.....	
4. Reservas.....	
5. Resultados de ejercicios anteriores.....	
6. Pérdidas y ganancias (Beneficio o Pérdida).....	
7. Dividendo a cuenta entregado en el ejercicio.....	
8. Ajuste patrimonial .....	
B) INGRESOS A DISTRIBUIR EN VARIOS EJERCICIOS .....	
9 Diferencias positivas en moneda extranjera.....	
10 Otros ingresos a distribuir en varios ejercicios.....	
C) PROVISIONES PARA RIESGOS Y GASTOS .....	
11. Provisiones para pensiones y obligaciones similares.....	
12. Provisiones para impuestos.....	
13. Otras provisiones.....	
D) ACREEDORES A LARGO PLAZO .....	
E) ACREEDORES A CORTO PLAZO .....	
<b>TOTAL PASIVO.....</b>	

En miles de euros

#### CUENTAS DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS PÚBLICA DE SGEGR

DEBE	Importe
A) GASTOS .....	
1. Gastos de Personal.....	
2. Dotación para amortizaciones de inmovilizado.....	
3. Variación de las provisiones.....	
4. Otros gastos de explotación.....	
4.1 Servicios exteriores .....	
4.2 Tributos.....	
4.3 Otros gastos de gestión corriente .....	
I. BENEFICIOS DE EXPLOTACION .....	
5. Gastos financieros.....	
6. Pérdidas en venta y amortización de activos financieros.....	
6.1 Por venta y amortización de activos cotizados.....	
6.2 Otras.....	
II. RESULTADOS FINANCIEROS POSITIVOS .....	
III. BENEFICIOS DE LAS ACTIVIDADES ORDINARIAS .....	
7. Resultados extraordinarios.....	
7.1 Variación de las provisiones de inmovilizado material e inmaterial.....	
7.2 Pérdidas procedentes del inmovilizado y gastos excepcionales.....	
7.3. Otros.....	
IV. RESULTADOS EXTRAORDINARIOS POSITIVOS .....	
V. BENEFICIOS ANTES DE IMPUESTOS .....	
8. Impuesto sobre sociedades.....	
9. Otros impuestos.....	
VI. RESULTADO DEL EJERCICIO (BENEFICIOS) .....	

En miles de euros



HABER	Importe
B) INGRESOS .....	.....
1. Prestaciones de servicios.....	.....
1.1 Comisión de gestión de ECR.....	.....
1.2 Comisión de inversión.....	.....
1.3 Comisión de éxito.....	.....
1.4 Otras comisiones.....	.....
1.5 Servicios de asesoramiento.....	.....
1.6 Otros servicios.....	.....
2. Exceso de provisiones para riesgos y gastos .....	.....
3. Otros ingresos de explotación.....	.....
I. PERDIDAS DE EXPLOTACION .....	.....
3. Ingresos financieros.....	.....
4. Beneficio en venta y amortización de activos financieros.....	.....
4.1 Por venta y amortización de activos cotizados.....	.....
4.2 Por venta y amortización de activos no cotizados.....	.....
4.3 Otras.....	.....
II. RESULTADOS FINANCIEROS NEGATIVOS .....	.....
III. PERDIDAS DE LAS ACTIVIDADES ORDINARIAS .....	.....
4. Resultados extraordinarios.....	.....
4.4. Beneficios procedentes del inmovilizado e ingresos excepcionales.....	.....
IV. RESULTADOS EXTRAORDINARIOS NEGATIVOS .....	.....
V. PERDIDAS ANTES DE IMPUESTOS .....	.....
VI. RESULTADO DEL EJERCICIO (PERDIDAS) .....	.....

En miles de euros

#### APLICACIÓN DEL BENEFICIO DE SGEGR

SALDOS DISPONIBLES	Importe
Beneficio neto del Ejercicio.....	.....
Remanente.....	.....
SUMA.....	.....
<hr/>	
APLICACION	
Dividendos.....	.....
Otras reservas.....	.....
Reserva legal.....	.....
Reserva para acciones propias.....	.....
Reserva para acciones de la sociedad dominante.....	.....
Otras reservas.....	.....
Otros fines.....	.....
Remanente.....	.....
SUMA.....	.....

En miles de euros



**ÁLVAREZ GARRIDO, Elisa.** Licenciada en Administración y Dirección de Empresas, Derecho y Economía por la Universidad Carlos III de Madrid. Diploma de Estudios Avanzados en Administración de Empresas y Métodos Cuantitativos por la Universidad Carlos III de Madrid. Candidata al Doctorado en Management por Wharton School, University of Pennsylvania. Colabora en tareas docentes en la asignatura de Administración de Empresas de la Licenciatura en Wharton School. Actualmente realiza investigación sobre la estrategia de internacionalización de las empresas de capital riesgo, y su impacto en el éxito de las empresas de cartera y su perfil tecnológico. Sus áreas de interés son las inversiones de capital riesgo, la internacionalización de empresas y las decisiones estratégicas de innovación e inversión en tecnología.

**HUCHA CELADOR, Fernando de la.** Licenciado en Derecho (1982) y doctor en Derecho (1985) por la Universidad Complutense de Madrid, comenzó su actividad docente en el Colegio Universitario de Toledo (1983-1986) y en el CEU-San Pablo (1983-1992), amén de haber sido profesor durante un año en ICADE. En octubre de 1986 obtiene la plaza de profesor titular interino de Derecho Financiero y Tributario en la UCM, para —tras la preceptiva oposición— alcanzar la condición de funcionario de carrera en febrero de 1988. En noviembre de 1990, y mediante concurso de méritos se traslada a la Universidad Autónoma de Madrid, donde permanece hasta noviembre de 1991 en que obtiene la cátedra de Derecho Financiero y Tributario de la Universidad Pública de Navarra, donde actualmente presta sus servicios.

Desde 1987 a 1992 fue investigador externo del Instituto de Estudios Fiscales, donde realizó trabajos de investigación sobre las líneas de reforma del sistema tributario español. En la actualidad es miembro de los consejos de redacción de la *Revista Española de Dere-*

*cho Financiero* y de la *Revista Jurídica de Navarra*; entre 1990 y 1992 fue miembro del Consejo de Redacción de la revista *Crónica Tributaria*. En 1987, junto con Antonio Cayón y Ramón Falcón, obtiene el Premio del Instituto de Estudios Fiscales. Colaborador asiduo de las distintas revistas de FUNCAS, se ha dedicado a la realización de trabajos sobre la reforma de las cajas de ahorros italianas (*Papeles de Economía Española* y *Cuadernos de Información Económica*) o sobre los aspectos fiscales de la libre circulación de capitales (en colaboración con Juan Ramallo y Juan Zornoza, *Suplementos sobre el Sistema Financiero*). En PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO publica un artículo fundamental, desde el prisma jurídico, sobre la nueva era de la deuda pública en España. Igualmente ha publicado libros sobre las haciendas forales y varios artículos en revistas especializadas sobre estos temas. Es autor de numerosos dictámenes para entidades tanto públicas como privadas. Participe en numerosos foros y conferencias, imparte desde su inicio el módulo sobre haciendas forales en el Máster en Tributación organizado en su momento por Arthur Andersen y continuado por Garrigues.

**LARA GONZÁLEZ, Rafael.** Es profesor titular de Derecho Mercantil de la Universidad Pública de Navarra. Fue becario de formación de personal investigador del Ministerio de Educación y Ciencia, así como premio extraordinario de Doctorado. La actividad investigadora se ha centrado preferentemente en los contratos mercantiles, en el derecho de sociedades y en el derecho de consumo. Autor de tres monografías, de diversas colaboraciones en distintas obras colectivas y de numerosos artículos en prestigiosas revistas como *Revista Jurídica de Navarra* y *Aranzadi Civil*. Ha realizado tareas de investigación en las universidades de Siena y Toulouse, así como en el Instituto Max Planck para el Derecho Privado con sede en Hamburgo y en Unidroit (Roma). Desde el año 2004 preside la Junta Arbitral de Consumo de la Comunidad Foral de Navarra.



## CAJAS DE AHORROS CONFEDERADAS

---

BANCAJA (Caja de Ahorros de Valencia, Castellón y Alicante). Castellón.  
BBK (Bilbao Bizkaia Kutxa). Bilbao.  
CAI (Caja de Ahorros de la Inmaculada de Aragón). Zaragoza.  
CAIXA CATALUNYA (Caixa d'Estalvis de Catalunya). Barcelona.  
CAIXA DE GIRONA (Caixa d'Estalvis de Girona). Gerona.  
CAIXA DE MANLLEU (Caixa d'Estalvis Comarcal de Manlleu). Manlleu (Barcelona).  
CAIXA GALICIA (Caja de Ahorros de Galicia). La Coruña.  
CAIXA LAIETANA (Caixa d'Estalvis Laietana). Mataró (Barcelona).  
CAIXA MANRESA (Caixa d'Estalvis de Manresa). Manresa (Barcelona).  
CAIXA ONTINYENT (Caja de Ahorros y M.P. de Ontinyent). Ontinyent (Valencia).  
CAIXA PENEDÈS (Caixa d'Estalvis del Penedès). Vilafranca del Penedès (Barcelona).  
CAIXA SABADELL (Caixa d'Estalvis de Sabadell). Sabadell (Barcelona).  
CAIXA TARRAGONA (Caixa d'Estalvis de Tarragona). Tarragona.  
CAIXA TERRASSA (Caixa d'Estalvis de Terrassa). Terrassa (Barcelona).  
CAIXANOVA (Caja de Ahorros de Vigo, Ourense e Pontevedra). Vigo (Pontevedra).  
CAJA CANARIAS (Caja General de Ahorros de Canarias). Santa Cruz de Tenerife.  
CAJA CANTABRIA (Caja de Ahorros de Santander y Cantabria). Santander.  
CAJA CÍRCULO DE BURGOS (Caja de Ahorros y M.P. del Círculo Católico de Obreros de Burgos). Burgos.  
CAJA DE ÁVILA (Caja de Ahorros de Ávila). Ávila.  
CAJA DE BADAJOZ (M.P. y Caja General de Ahorros de Badajoz). Badajoz.  
CAJA DE BURGOS (Caja de Ahorros Municipal de Burgos). Burgos.  
CAJA DE EXTREMADURA (Caja de Ahorros y M.P. de Extremadura). Cáceres.  
CAJA DE GUADALAJARA (Caja de Ahorro Provincial de Guadalajara). Guadalajara.  
CAJA DE JAÉN (Caja Provincial de Ahorros de Jaén). Jaén.  
CAJA DUERO (Caja de Ahorros de Salamanca y Soria). Salamanca.  
CAJA ESPAÑA (Caja España de Inversiones, C.A. y M.P.). León.  
CAJA GRANADA (Caja General de Ahorros de Granada). Granada.  
CAJA MADRID (Caja de Ahorros y M.P. de Madrid). Madrid.  
CAJA MURCIA (Caja de Ahorros de Murcia). Murcia.  
CAJA NAVARRA (Caja de Ahorros y M.P. de Navarra). Pamplona.  
CAJA RIOJA (Caja de Ahorros de La Rioja). Logroño.  
CAJA SAN FERNANDO (Caja de Ahorros de San Fernando de Sevilla y Jerez). Sevilla.  
CAJA SEGOVIA (Caja de Ahorros y M.P. de Segovia). Segovia.  
CAJA SUR (Caja de Ahorros y M.P. de Córdoba). Córdoba.  
CAJASTUR (Caja de Ahorros de Asturias). Oviedo.  
CAM (Caja de Ahorros del Mediterráneo). Alicante.  
CCM-CAJA CASTILLA LA MANCHA (Caja de Ahorros de Castilla La Mancha). Cuenca.  
COLONYA CAIXA POLLENÇA (Caja de Ahorros de Pollença). Pollença (Islas Baleares).  
EL MONTE (M.P. y Caja de Ahorros de Huelva y Sevilla). Sevilla.  
IBERCAJA (Caja de Ahorros y M.P. de Zaragoza, Aragón y Rioja). Zaragoza.  
KUTXA (Caja de Ahorros y M.P. de Gipuzkoa y San Sebastián). San Sebastián.  
LA CAIXA (Caixa d'Estalvis i Pensions de Barcelona). Barcelona.  
LA CAJA DE CANARIAS (Caja Insular de Ahorros de Canarias). Las Palmas de Gran Canaria.  
SA NOSTRA (Caja de Ahorros y M.P. de las Baleares). Mallorca.  
UNICAJA (M.P. y Caja de Ahorros de Ronda, Cádiz, Almería, Málaga y Antequera). Málaga.  
VITAL KUTXA (Caja de Ahorros de Vitoria y Álava). Vitoria.



## PUBLICACIONES DE LA FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS

Últimos números publicados:

### PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA

- N.º 109. La vivienda: Precios, mercado y financiación  
N.º 110. Sistemas financieros comparados

### PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO

- N.º 87. Instituciones de inversión colectiva  
N.º 88. Integración y consolidación financiera en Europa

### PANORAMA SOCIAL

- N.º 3. Infancia y juventud: Nuevas condiciones, nuevas oportunidades  
N.º 4. Envejecimiento y pensiones: La reforma permanente

### ECONOMÍA DE LAS COMUNIDADES AUTÓNOMAS

- N.º 21. La Raya Ibérica. Centro-Sur

### CUADERNOS DE INFORMACIÓN ECONÓMICA

- N.º 194. El irresistible ascenso del endeudamiento familiar  
N.º 195. Los perfiles del Presupuesto

### ESTUDIOS DE LA FUNDACIÓN

EN INTERNET: <http://www.funcas.es/>

### FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS

Caballero de Gracia, 28. 28013 Madrid. Teléf. 91 596 54 81  
suscrip@funcas.es

AÑO 2007

Deseo suscribirme a:

	Euros
<input type="checkbox"/> <i>Papeles de Economía Española</i> .....	55,00
Números sueltos .....	17,00
<input type="checkbox"/> <i>Perspectivas del Sistema Financiero</i> .....	48,00
Números sueltos .....	17,00
<input type="checkbox"/> <i>Cuadernos de Información Económica</i> .....	66,00
Números sueltos .....	13,00
<input type="checkbox"/> <i>Panorama Social</i> (dos números) .....	25,00
Números sueltos .....	15,00
<input type="checkbox"/> <i>Estudios de la Fundación</i> (un ejemplar).....	13,00

(más gastos de envío)

El pago lo efectuaré:

- Contra reembolso del primer envío       Giro postal Núm. ....       Cheque bancario

Nombre o razón social .....

Profesión, Actividad o Departamento .....

Domicilio ..... Teléfono .....

Ciudad ..... C.P. .... Provincia o país .....

Fecha .....

- Domiciliación bancaria

Muy Sres. míos: Ruego carguen hasta nuevo aviso los recibos que les presentará  
LA FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS a mi nombre  
en la siguiente Cuenta Corriente o Libreta de ahorros:

Firma o sello. 

Entidad	Oficina	DC	Núm. de Cuenta
<input type="text"/>	<input type="text"/>	<input type="text"/>	<input type="text"/>

Para mayor rapidez envíe su pedido por FAX: 91 596 57 96



### EL CAPITAL RIESGO EN ESPAÑA: EVOLUCIÓN Y RETOS

Elisa Álvarez Garrido

La finalidad de este artículo es describir la evolución del capital riesgo en España en los últimos años, y analizar los retos a que aún se enfrenta.

En el primer apartado, se describe el funcionamiento de la industria, para el lector menos versado, y se precisa la terminología del artículo, que utiliza capital riesgo como sinónimo de *private-equity*.

La evolución de los operadores de capital riesgo se analiza a continuación. La mayoría del volumen gestionado en la industria está en manos de operadores no amparados bajo la regulación específica de capital riesgo y es controlado por el sector privado.

Los datos de 2005 confirman que la industria se ha recuperado de la crisis causada por la explosión de la burbuja de valores de alta tecnología a principios de la década. Tanto en Europa como en España, este año ha supuesto cifras récord en todas las etapas del ciclo. La mayor parte de los fondos captados en España provienen de la banca, aunque los fondos de pensiones están ganando terreno. Esto se debe, fundamentalmente, al mayor protagonismo de los inversores extranjeros (Reino Unido y Estados Unidos, principalmente).

Respecto a la inversión, en los últimos años se observa un claro predominio del *buy-out*, a semejanza de Europa. Ello se ve acompañado de una pérdida de importancia de las inversiones en etapa de expansión. Típicamente, España invierte en sectores tradicionales, con una inversión mínima en sectores de alta tecnología, en comparación con el resto de Europa.

La venta a terceros es el mecanismo de desinversión más importante, a escala nacional y europea, seguido por la venta a otras entidades de capital riesgo. La desinversión vía Bolsa es la más rentable, y sin embargo, una de las menos utilizadas. El número de OPV es menor que hace unos años y bastante menor que en otros países europeos.

El impacto del capital riesgo en la creación de empleo ha sido positivo, tanto en España como en el resto de Europa, en los últimos años. El impacto en la actividad innovadora, sin embargo, es uno de los retos pendientes de la industria en nuestro país. Otro reto es la mejora de las oportunidades de desinversión, que produciría un incremento de la rentabilidad de las inversiones de capital riesgo.

### EL MARCO JURÍDICO-MERCANTIL DE LAS ENTIDADES DE CAPITAL RIESGO

Rafael Lara González

La Ley 25/2005, de 24 de noviembre, reguladora de las entidades de capital riesgo y sus sociedades gestoras, que deroga su precedente de 1999, vuelve a ser concebida como un instrumento de reforma tendente a impulsar el aumento de la productividad en el sistema económico español, para lo cual en dicha norma se propone dotar a las entidades de capital riesgo de un marco jurídico más flexible que contribuya a desarrollar las citadas entidades, y ello habida cuenta de que se han detectado algunos elementos normativos del sector que han supuesto limitaciones y disfunciones que han venido obstaculizando su desarrollo, rigideces centradas básicamente en la regulación financiera. La propia Ley 25/2005 enfoca la actividad de capital riesgo como un medio relevante en la provisión de financiación de

empresas involucradas con las actividades de I+D+i, como vía de financiación alternativa a la bursátil y a la crediticia. Ahora bien, no debe olvidarse que nos encontramos únicamente ante «un instrumento más» de financiación para hacer crecer nuestra economía a través del apoyo financiero a proyectos empresariales, sin que éste sea, lamentablemente, la solución definitiva a las dificultades de muchas empresas para acceder a las fuentes de financiación.

La Ley 25/2005 respeta el esquema básico de la Ley 1/1999, si bien, a diferencia de su predecesora, opta por una regulación más amplia, con el fin de integrar elementos que sean necesarios para conseguir la plena operatividad del régimen del capital riesgo, sin hacer excesivas remisiones por tanto a ulteriores desarrollos normativos. La reforma de 2005, en palabras del legislador, se inspiró en las siguientes finalidades: por un lado, en la «agilización del régimen administrativo de las entidades de capital riesgo», y por otro, en la «flexibilización de las reglas de inversión e introducción de figuras de la operativa aceptada en la práctica de la industria del capital riesgo de los países más avanzados». Así, en relación con la primera se introducen medidas tales como la distinción entre las entidades de régimen común y de régimen simplificado, en función de la apertura de las entidades que implica un trato administrativo diferenciado.

En esta misma línea, se flexibiliza el régimen de los plazos y se intenta mejorar el régimen del silencio administrativo aplicable a los procedimientos de autorización, de constitución y de modificación de estatutos y reglamentos de gestión de estas entidades. También se persigue acometer la racionalización de las competencias en la materia, atribuyendo a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, en calidad de supervisor del capital riesgo, el grueso de las competencias de autorización que se contienen en la norma. Junto a ello, la reforma busca también aportar flexibilidad a la propia actividad mediante la introducción de figuras financieras que son comunes en la práctica de los países de nuestro entorno y que se encontraban limitadas por la anterior regulación. De este modo, se amplía el ámbito de asesoramiento de las entidades y de sus sociedades gestoras, si bien se circunscribe a empresas que sean objetivo de la inversión de las mismas. Por otro lado, se permite la posibilidad de que las entidades de capital riesgo tomen participaciones de empresas no financieras que coticen en el primer mercado con la finalidad de excluirlas de la cotización, de modo que se les impone la obligación de que la excluyan de la cotización en un plazo determinado. Asimismo, se ofrece la posibilidad de que estas entidades inviertan en otras entidades de capital riesgo dentro de unos límites. También, y con el mismo objetivo de reducir el riesgo, se introducen figuras de diversificación de la inversión como son los fondos y sociedades que fundamentalmente inviertan en entidades de capital riesgo, figura ideada, por otra parte, para atraer al capital riesgo al inversor minorista.

En el presente trabajo se ofrece al lector un examen de la legislación actualmente vigente en la materia. Ahora bien, 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 y, en consecuencia, en este artículo se hace especial hincapié en los aspectos mercantiles del régimen jurídico sustantivo de las entidades de capital riesgo y de sus sociedades gestoras, todo ello en la línea de trabajos precedentes de esta misma naturaleza que vieron la luz pública con idéntico objetivo.

Así, tras realizar una aproximación introductoria al *iter* normativo de la actividad de capital riesgo en el ordenamiento jurídico español desde una perspectiva teleológica, se analizan los distintos aspectos generales, estructurales y funcionales de las entidades de capital riesgo y de sus sociedades gestoras (objeto principal, actividades complementarias para el desarrollo del mismo, domicilio, reserva de denominación, condiciones de acceso y ejercicio de la actividad, política de inversiones, coeficiente obligatorio y coeficiente de libre disposición, así como las limitaciones de grupo y de diversificación, entre otros). El



trabajo contiene también un análisis de las especialidades normativas tanto de las entidades de capital riesgo —sociedades (condición de anónima, capital social, prohibición de remuneraciones o ventajas de los fundadores o promotores, previsiones específicas en los estatutos sociales, criterios para la determinación del valor del patrimonio de la sociedad y del valor liquidativo de las acciones, y la delegación de la gestión) y fondos (constitución, administración, criterios para la determinación del valor del patrimonio del fondo y del valor liquidativo de las participaciones, fusión, disolución y liquidación)— como de las sociedades gestoras de entidades de capital riesgo (requisitos, funciones, sustitución de gestoras o delegación de la gestión).

## EL RÉGIMEN TRIBUTARIO DE LAS ENTIDADES DE CAPITAL RIESGO

**Fernando de la Hucha Celador**

El presente trabajo estudia las modificaciones introducidas por la Ley 25/2005, de 24 de noviembre, en el régimen especial de las entidades de capital riesgo contenido en el artículo 55 de la Ley del Impuesto sobre Sociedades. Básicamente, el régimen especial se caracteriza por una exención del 99 por 100 de las plusvalías obtenidas como consecuencia de las desinversiones realizadas en las empresas en cuyo capital participan con vocación de temporalidad, ya que, fuera de ello, su régimen es similar al del resto de sujetos pasivos del Impuesto sobre Sociedades, con la salvedad importante de que su base imponible se determina siguiendo las circulares emanadas de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, donde se contienen las normas contables y los modelos de estados financieros.

Las novedades introducidas por la nueva Ley pueden parecer continuistas, pero sí son relevantes dos modificaciones: en primer lugar, la referida al tratamiento de las operaciones vinculadas y, en segundo lugar, las condiciones novedosas que se establecen respecto de la transmisión de valores de entidades participadas y el porcentaje que deben representar los inmuebles respecto del acto en estas últimas.

Igualmente examinamos el régimen de dividendos que pueden percibir, derivados de su participación en otras sociedades, donde también se contienen especialidades respecto del régimen general, al no exigirse, para practicar la deducción por doble imposición interna y/o internacional de dividendos, un porcentaje mínimo de participación o un período mínimo de tenencia de los valores.

Se examinan las causas de exclusión del régimen especial de estas entidades y las consecuencias que ello conlleva, destacando la novedad de causas tributarias cuando en la legislación precedente sólo existían causas mercantiles, advirtiendo que ello puede provocar fricciones entre la CNMV y la Inspección de Hacienda, no resueltas por el legislador.

El estudio quedaría, sin embargo, incompleto si no examináramos el régimen tributario de los socios o partícipes en las entidades de capital riesgo diferenciando entre la tributación de los dividendos y de las plusvalías, y teniendo en cuenta que el socio o partícipe sea persona física o jurídica y, dentro de esta dualidad, que sea o no residente en territorio español. Por razones elementales, hemos incorporado las modificaciones introducidas en el IRPF como consecuencia de la nueva Ley 35/2006, de 28 de noviembre, examinando además el régimen transitorio para las plusvalías generadas por las transmisiones de acciones o participaciones realizadas con anterioridad al 19 de enero de 2006.

Igualmente interesante es el apartado dedicado a la compatibilidad del régimen especial de las entidades de capital riesgo con otros regímenes especiales del Impuesto sobre Sociedades, siendo perfectamente posible su acogimiento al régimen especial de empresas de reducida dimensión y al régimen especial de fusiones, escisiones, aportaciones de activos y canje de valores. También las sociedades (no así los fondos) pueden tributar en el régimen especial de consolidación fiscal.

No podía faltar una referencia a la imposición indirecta centrada, en primer lugar, en la exención en el Impuesto sobre Operaciones Societarias y, con matizaciones, en el Impuesto sobre Actos Jurídicos Documentados. En lo que atañe al IVA, se efectúan las oportunas aclaraciones, dada la pluralidad de operaciones que pueden realizar las entidades de capital riesgo. Así, las aportaciones de capital, la concesión de préstamos participativos u otras fórmulas de financiación de las participadas estarían exentas, pero no así las actividades de asesoramiento o de gestión de éstas, que constituyen prestaciones de servicios sujetas, y no exentas.

Por último, una breve referencia a los sistemas tributarios forales y las alternativas fiscales (y mercantiles) a las entidades de capital riesgo, diferenciando entre el caso de Navarra y el de los territorios históricos del País Vasco. En el caso de Navarra, las plusvalías están exentas al 100 por 100, pero además pervive el régimen especial de las sociedades de promoción de empresas, que constituye una alternativa fiscalmente más interesante que las propias entidades de capital riesgo. Igualmente, aunque no hay Ley aprobada, incorporamos el proyecto de reforma del IRPF, en el cual la base imponible del ahorro tributará al 15 por 100, frente al 18 por 100 del territorio común.

Por su parte, en el caso de los territorios históricos del País Vasco también se contempla la exención del 100 por 100 de las plusvalías obtenidas por las entidades de capital riesgo y se mantiene el régimen especial de sociedades de promoción de empresas, con algunas diferencias respecto del régimen navarro, aun cuando en el IRPF se mantiene para la base imponible del ahorro el mismo tipo de gravamen que el establecido por el Estado, es decir, el 18 por 100.















**E**l sistema financiero español vive hoy una situación de cambio. Su proceso de modernización y reforma ha dado origen a nuevas instituciones y a la alteración en su funcionamiento de muchas de las ya existentes.

Facilitar un conocimiento mejor del sistema financiero español en la actualidad constituye el propósito de PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO.

Con tal finalidad, PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO trata de facilitar a sus lectores una contemplación de nuestra actual realidad financiera, analizando las principales instituciones que la integran, así como su operativa y funcionamiento. Este estudio de las instituciones del sistema financiero español se complementará con la valoración de sus principales problemas, que trataremos de obtener de quienes conocen o dirigen diariamente sus actividades.

Aspiramos a que estas tareas se realicen en el marco de los principios que presiden la actuación de la Fundación de las Cajas de Ahorros.

- ➔ Plena libertad intelectual de nuestros colaboradores.
- ➔ La responsabilidad de las opiniones emitidas y el respaldo riguroso de las afirmaciones realizadas para avalar adecuadamente tanto los planteamientos como las soluciones a los problemas estudiados.
- ➔ El compromiso de las opiniones con los problemas planteados por el sistema financiero español.
- ➔ La búsqueda y la defensa de los intereses generales en los temas objeto de tratamiento.
- ➔ La colaboración y sugerencias críticas de los lectores para que nuestras PERSPECTIVAS logren el propósito que con ellas pretendemos.

*Pedidos e información:*

FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS  
Caballero de Gracia, 28  
28013 Madrid  
Teléfono: 91 596 54 81  
Fax: 91 596 57 96  
Correo electrónico: suscrip@funcas.es

P.V.P.: 17€ (IVA incluido)

ISSN8411329564



9 778411 329560