

MARCO NORMATIVO Y CARACTERIZACIÓN DE LAS ENTIDADES DE CAPITAL RIESGO

Antonio Serrano Acitores

Socio de Antonio Serrano Alberca Abogados.

Profesor Dr. de Derecho Mercantil de la Universidad Rey Juan Carlos.

Académico correspondiente de la Real Academia de Jurisprudencia y Legislación.

Este trabajo ha sido seleccionado para su publicación por: doña Josefina BOQUERA MATARREDONA, don Manuel BROSETA DUPRÉ, don Juan GRIMA FERRADA, don Jorge MARTÍ MORENO y don José Ramón DE VERDA Y BEAMONTE.

EXTRACTO

El capital riesgo como actividad financiera consiste en proporcionar recursos a medio y largo plazo, pero sin vocación de permanencia ilimitada, a empresas que tienen dificultad para acceder a otras fuentes de financiación, como el mercado de valores o el crédito bancario.

Entre las funciones de esta industria se encuentran, entre otras, la de impulsar el aumento de la productividad en el sistema económico y coadyuvar a garantizar la sostenibilidad de la economía. Así, las entidades de capital riesgo y las operaciones que estas llevan a cabo fomentan una economía competitiva, innovadora y dinámica.

Como consecuencia de las numerosas ventajas que proporciona esta actividad financiera, creemos de sumo interés analizar el régimen jurídico y funcionamiento de los operadores que la llevan a cabo, es decir, las entidades de capital riesgo. Por ello, el presente trabajo tiene por objeto el estudio del marco normativo y la caracterización general de las mismas, incidiendo particularmente en el funcionamiento habitual de las entidades de capital riesgo que más se utilizan en el mundo del *private equity*, a saber, los fondos de capital riesgo.

Palabras claves: capital riesgo, *venture capital*, *leveraged buyouts* y comisiones de los fondos.

Fecha de entrada: 03-05-2013 / Fecha de aceptación: 09-07-2013

REGULATORY FRAMEWORK AND CHARACTERIZATION OF PRIVATE EQUITY ENTITIES

Antonio Serrano Acitores

ABSTRACT

Private equity as a financial activity consists in providing resources in the medium to long term, but without the intention of lasting for an unlimited period of time, to companies with difficult access to other financial sources, such as the securities market or bank credit.

Among the functions of this industry we could find, among others, boosting the increase of productivity within the economic system and helping in the sustainability of the economy. Therefore, private equity entities and the transactions carried out by said entities foster a competitive, innovative and dynamic economy.

As a consequence of the numerous advantages provided by this financial activity, we believe that the analysis of the legal regime and the functioning of the operators developing such activity, that is, the private equity entities, are of the utmost interest. Thus, the purpose of this paper is studying the legal framework and general characterization of the abovementioned entities, specially focusing on the usual functioning of the most typical entities, i.e. the private equity funds.

Keywords: private equity, venture capital, leveraged buyouts and fund fees.

Sumario

1. Introducción
2. Concepto y caracteres
3. Aclaración conceptual y tipos de operaciones
4. Marco normativo de las entidades de capital riesgo en España
5. Caracterización general de las ECR
 - 5.1. Los fondos de capital riesgo
 - 5.2. Las sociedades de capital riesgo
 - 5.3. Sociedades gestoras de capital riesgo
 - 5.4. El régimen de inversiones de las ECR
6. En particular, distintos aspectos sobre la estructura y funcionamiento de los FCR
 - 6.1. Introducción
 - 6.2. Estructura y duración del fondo
 - 6.3. Distribución de ingresos y gobierno del fondo

Bibliografía

1. INTRODUCCIÓN

En el debate del Estado de la Nación del año 2013, el presidente del Gobierno resaltó que uno de los objetivos prioritarios para acabar con la crisis económico-financiera de nuestro país es el de reducir los costes de la intermediación financiera y apoyar la liquidez de las empresas. Para ello, se pretende movilizar recursos por casi 45.000 millones de euros y así mejorar la situación financiera de las empresas, especialmente las de pequeño y mediano tamaño a través de distintas iniciativas.

En este sentido, la financiación no bancaria de las pequeñas y medianas empresas está, en España, en niveles muy inferiores al de otros países desarrollados y para remediar esta situación el Gobierno español tiene la intención de desarrollar distintas medidas entre las que destaca la potenciación del capital riesgo¹.

Y es que gracias a las entidades de capital riesgo y a las operaciones que llevan a cabo se fomenta una economía competitiva, innovadora y dinámica. En efecto, la propia Ley 25/2005, de 24 de noviembre, reguladora de las entidades de capital riesgo y sus sociedades gestoras (en adelante, LCR) nos da en su exposición de motivos algunas claves de la importancia que tiene para la economía el capital riesgo, a saber:

1. El capital riesgo impulsa el aumento de la productividad en el sistema económico y coadyuva a garantizar la sostenibilidad de la economía.
2. Las entidades de capital riesgo son de vital importancia para la provisión de financiación a empresas involucradas con las actividades de I+D+i.

Adicionalmente, el capital riesgo constituye una fuente de financiación alternativa cuando se tiene una idea de negocio que quiere ponerse en marcha o cuando ya existiendo el negocio, se quiere ampliar su estructura o se desea crear una nueva línea de negocio. Y esta alternativa ofrece muchas ventajas, tanto al empresario como a la economía en general. Así, según la European Private Equity and Venture Capital Association (EVCA), el capital riesgo tiene como su principal

¹ En este sentido, el Real Decreto-Ley 4/2013, de 22 de febrero, de medidas de apoyo al emprendedor y de estímulo del crecimiento y de la creación de empleo acaba de modificar el Reglamento de planes y fondos de pensiones para recoger la posibilidad de que los fondos de pensiones puedan invertir en valores admitidos a negociación en el mercado alternativo bursátil, así como en entidades de capital riesgo, estableciendo un límite máximo específico del 3% del activo del fondo para la inversión en cada entidad.

objetivo ayudar a las empresas pequeñas y medianas a alcanzar sus ambiciones de crecimiento y expansión a través de tres líneas: financiación, consejos estratégicos e información en etapas críticas del negocio².

Además, tampoco se debe olvidar su ineludible éxito como activo financiero imprescindible en las carteras de cada vez más inversores. En efecto, el éxito del capital riesgo, que le ha permitido batir de forma consistente a lo largo de los últimos 25 años a los mercados de renta variable y otros activos alternativos con una rentabilidad anual media cercana al 15 %, está en su peculiar forma de gestión. Una estrategia basada en una gestión muy «activa» de las compañías en cartera, realizada por un equipo directivo experimentado y debidamente incentivado, para obtener rentabilidades superiores al 20 % anual en un plazo de inversión medio de cuatro años, ha sido y seguirá siendo la hoja de ruta del éxito del capital privado³.

Como consecuencia de las numerosas ventajas que proporciona esta actividad financiera, creemos de sumo interés analizar el régimen jurídico y el funcionamiento de los operadores que la llevan a cabo, es decir, las entidades de capital riesgo. Por ello, el presente trabajo tiene por objeto el estudio del marco normativo y la caracterización general de las mismas, incidiendo particularmente en el funcionamiento habitual de las entidades de capital riesgo que más se utilizan en el mundo del *private equity*, a saber, los fondos de capital riesgo.

2. CONCEPTO Y CARACTERES

El capital riesgo es aquella actividad financiera consistente en proporcionar recursos a medio y largo plazo, pero sin vocación de permanencia ilimitada, a empresas que tienen dificultad para acceder a otras fuentes de financiación, como el mercado de valores o el crédito bancario⁴.

De este modo, y atendiendo a lo dispuesto en los artículos 2 y 3 de la LCR nos encontramos ante una actividad financiera que se concreta, con carácter general, en: (i) inversiones temporales en empresas de pequeña o mediana dimensión con el fin de potenciarlas y proceder posteriormente a su desinversión, a medio o largo plazo, con el objeto de materializar la plusvalía que, en

² En este sentido, sirva para destacar las bondades que ofrece la financiación a través del capital riesgo el sexto informe «Impacto Económico y Social del Capital Riesgo en España, 2011» elaborado por ASCRI, que señala que las empresas participadas (*investee firms*), es decir, las empresas que han recibido financiación del capital riesgo, han mostrado para el periodo de análisis, comparativamente con las empresas que no están respaldadas por capital riesgo: (i) un mayor crecimiento en ventas, (ii) un mayor crecimiento en resultado bruto, (iii) un incremento en activos totales e inmateriales, (iv) una importante creación de empleo y (v) mayores tasas de inversión.

³ SARRÍA, I.: «Se abre la caja negra del private equity», *El Confidencial*, 26 de noviembre de 2011.

⁴ CORTÉS, L. J.: «Inversión Colectiva, Titulización de activos financieros. Capital Riesgo», en la obra colectiva *Curso de Derecho Mercantil II*, coordinada por URÍA, R. y MENÉNDEZ, A., Thompson Civitas, Cizur Menor (Navarra), 2007, pág. 474.

su caso, hubiera podido generarse; y (ii) la concesión de préstamos participativos y otras formas de financiación y la prestación de servicios de asesoramiento relacionados con la actividad propia de las entidades de capital riesgo⁵.

En definitiva, el capital riesgo se configura como una fuente de financiación ventajosa respecto a la financiación bancaria, puesto que las entidades de capital riesgo están dispuestas a participar financieramente en la empresa, mejorando su imagen y permitiendo la obtención de financiación adicional mediante endeudamiento⁶.

Y es que, más allá de las definiciones legales del capital riesgo, este también puede ser entendido como una modalidad de inversión que se caracteriza por la existencia de un inversor profesional, quien además de invertir recursos económicos aporta conocimiento y contactos e invierte en compañías de elevado potencial de crecimiento a través de la compra de participaciones societarias (normalmente minoritarias) con la expectativa de obtener a corto o medio plazo plusvalías que en gran parte resultarán de la venta de dicha participación o de los dividendos percibidos.

Así, el capital riesgo tiene especial relevancia en dos momentos de la historia de una empresa: en el inicio, es decir, en el momento de poner en práctica la idea de negocio, y en la etapa de madurez, para reestructurar o expandir la idea inicial de negocio.

3. ACLARACIÓN CONCEPTUAL Y TIPOS DE OPERACIONES

Como suele ocurrir en el mundo de las finanzas, la terminología que se emplea para definir las actividades de esta industria no siempre es homogénea. Si esto ocurre con los términos originales en inglés, la cuestión se complica cuando se trata de encontrar un término equivalente en español⁷.

En efecto, capital riesgo es una traducción desafortunada del término anglosajón *venture capital*. Y decimos desafortunada porque solo recoge el aspecto negativo del «riesgo» y no refleja su vertiente positiva de compartir la «ventura» del negocio y sus virtudes financieras (con unas tasas de rentabilidad más elevadas en comparación con otro tipo de inversiones) y socio-

⁵ TORTUERO, J.: «Las entidades de capital riesgo, sus operaciones típicas y la prohibición de asistencia financiera», *Revista Española de Capital Riesgo*, número 2, 2007, págs. 3 y ss.; y CROISSIER BATISTA, L. C.: «La promoción de nuevas empresas en el marco de la reconversión industrial», en VV. AA., *La financiación capital riesgo (venture capital) y el desarrollo de nuevas empresas*, Instituto de Empresa, Madrid, 1984.

⁶ RAMÓN PINTADO, T. y GARCÍA PÉREZ DE LEMA, D.: «La participación financiera del capital riesgo español según la procedencia pública o privada de sus recursos», *Revista de Economía Industrial*, número 362, Madrid, 2006, págs. 155-164.

⁷ LÓPEZ LUBIÁN, F. J.: «Algunas claves sobre capital privado ("private equity")», *Revista Española de Capital Riesgo*, número 1, 2007, pág. 87.

económicas (al tratarse de una actividad que, en puridad, debería impulsar el desarrollo económico y la creación de empleo)⁸.

Asimismo, se ha de tener en cuenta que, en sentido estricto, el término *venture capital* se refiere solamente a las operaciones de financiación de nuevos proyectos empresariales. Sin embargo, el capital riesgo en sentido amplio comprende, no solo a estas operaciones, sino también a las compraventas apalancadas de empresas en sus distintas modalidades.

En este sentido, y a efectos del presente trabajo, vamos a seguir el siguiente esquema terminológico por creerlo el más acertado. Así, en puridad, debe distinguirse entre operaciones de capital riesgo en sentido estricto (*venture capital*), relativas a la inversión en las etapas iniciales de una actividad empresarial y proyectos de expansión, y operaciones de inversión en sociedades con un mayor grado de madurez (*buyouts*). Así las cosas, el término anglosajón que mejor reflejaría la realidad económica subyacente a las actividades del capital riesgo sería el de *private equity*, término que englobaría tanto a las operaciones de *venture capital* como a los *buyouts*⁹.

Sin embargo, conviene advertir que el término *private equity* como acepción identificadora de la industria del capital riesgo en su conjunto solo se emplea en Europa, utilizándose en Estados Unidos como sinónimo de las operaciones de *buyout*¹⁰.

Pues bien, sobre las anteriores bases terminológicas, podemos distinguir las siguientes operaciones típicas de la industria del *private equity*¹¹:

1. Las operaciones de *venture capital*: se configuran como operaciones de financiación de nuevos proyectos empresariales en sectores con amplias perspectivas de creci-

⁸ En este mismo sentido se manifiestan LÓPEZ LUBIÁN, F. J., *op. cit.*, pág. 4 y TRÍAS SAGNIER, M.: «La importancia del capital riesgo para el desarrollo económico. Momento actual de la industria», en la obra colectiva *Régimen jurídico y tributario del capital riesgo en España: entidades y operaciones*, coordinada por TRÍAS SAGNIER, M., Marcial Pons, Madrid, 2006, págs. 17 y 18.

⁹ TORTUERO, J., *op. cit.*, pág. 4.

¹⁰ Como bien explica TORTUERO, esta discusión terminológica se vio reflejada en los debates parlamentarios que tuvieron lugar a la hora de preparar la ya derogada Ley 1/1999, de 5 de enero, reguladora de las entidades de capital riesgo y sus sociedades gestoras, al proponerse la utilización del término «capital inversión» [MADRID PARRA, A.: «Régimen societario del capital riesgo (Ley 1/1999)», en *Derecho de sociedades. Libro homenaje a Fernando Sánchez Calero*, volumen 4, McGraw-Hill, Madrid, 2002] y ha sido estudiado por variados sectores de la doctrina.

En efecto, mientras que una parte de la doctrina aboga por el uso del término «capital desarrollo» (*development capital*) (BAUZÁ MORÉ, F. J., «Sociedades de Capital Riesgo y Fondos de Capital Riesgo», en la obra colectiva *Derecho del mercado financiero*, dirigida por ALONSO UREBA, A. y MARTÍNEZ-SIMANCAS, J., Civitas, Madrid, 1994), otra parte de la doctrina considera más adecuado utilizar el término «capital inversión» o «capital privado» evitando así la palabra «riesgo» que tanta aversión les provoca (ARRANZ PUMAR, G.: «Salida a Bolsa de una sociedad de capital riesgo», en *Derecho de los Negocios*, Madrid, 1997).

¹¹ TORTUERO, J., *op. cit.*, pág. 9.

miento, y con necesidades de capital que se materializan en las siguientes rondas de financiación¹²:

- a) *Seed capital* (capital semilla): se concede financiación para la investigación, asesoramiento y desarrollo inicial del negocio.
 - b) *Start-up* (lanzamiento): se trata de financiación para desarrollar el producto y para potenciar el *marketing* inicial del mismo antes de su efectiva comercialización.
 - c) Otras fases iniciales del negocio: en ellas se concede la financiación después de que se ha concluido el desarrollo del producto para comenzar su elaboración y venta. Por ello, las empresas a las que se concede esta financiación aún no habrán generado beneficios.
 - d) Capital expansión: se financia a través de fondos propios en empresas operativas para ayudarlas en su expansión buscando incrementar su capacidad de producción, el desarrollo del producto o mercado y/o el aumento del fondo de maniobra.
 - e) *Bridge financing* (financiación puente): esta financiación se pone a disposición de sociedades que se encuentran en fase de llevar a cabo una oferta pública de suscripción o de venta.
 - f) Rescate/reorientación: se concede financiación a empresas o negocios que se encuentran en graves dificultades a fin de rehabilitarlos.
 - g) Capital de sustitución: que incluye refinanciación de deuda bancaria.
2. Adquisiciones apalancadas (*leveraged buyouts*): estas operaciones, también conocidas como LBO, *highly-leveraged transactions* o *bootstrap transactions*, consisten en que un comprador adquiera una sociedad objetivo (también conocida como sociedad *target*) o una participación mayoritaria en la misma, a través de la financiación de una parte significativa de su precio de compra mediante el uso de deuda, y que pretende amortizar con cargo a los recursos patrimoniales y flujos de caja esperados por la propia sociedad objetivo.

En efecto, una transacción típica de adquisición apalancada implica la adquisición de una sociedad *target* por parte de uno o más compradores (generalmente, operadores de *private equity* que actúan como patrocinadores financieros de la operación) a un vendedor mediante una mezcla de financiación con fondos propios aportados por los patrocinadores financieros y financiación con deuda concedida por varias entidades financieras.

¹² «El Venture Capital en España. Primer Semestre 2011», *Webcapitalriesgo*, pág. 10.

4. MARCO NORMATIVO DE LAS ENTIDADES DE CAPITAL RIESGO EN ESPAÑA

Las principales normas que resultan de aplicación a las entidades de capital riesgo en España son las siguientes:

1. La LCR.
2. La Circular 7/2008, de 26 de noviembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), sobre normas contables, cuentas anuales y estados de información reservada de las Empresas de Servicios de Inversión, Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva y Sociedades Gestoras de Entidades de Capital Riesgo.
3. La Circular 11/2008, de 30 de diciembre, de la CNMV, sobre normas contables, cuentas anuales y estados de información reservada de las entidades de capital riesgo.
4. La Circular 3/2010, de 14 de octubre, de la CNMV, sobre procedimientos administrativos de autorización de las entidades de capital riesgo y de sus sociedades gestoras, de autorización de las modificaciones de sus reglamentos y estatutos y de comunicación de los cambios de consejeros y directivos (en adelante, Circular 3/2010).

Conforme a este marco normativo, las entidades de capital riesgo (en adelante, ECR) se definen en el artículo 2 de la LCR 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 inmobiliaria¹³ 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 Económico (OCDE).

Las ECR 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 OCDE, siempre que tales empresas sean excluidas de la cotización dentro de los doce meses siguientes a la toma de la participación¹⁴.

¹³ No obstante, en relación con la expresa excepción de las entidades inmobiliarias, dicho artículo 2 establece que «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 inmuebles, siempre que al menos los inmuebles que representen el 85% 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», lo que implica una posibilidad de canalización de las inversiones hacia sociedades con un cierto sustrato inmobiliario, siempre que su actividad no sea la de promoción inmobiliaria.

¹⁴ Se trataría de operaciones de P2P o *public to private*.

Asimismo, las ECR podrán invertir en otras ECR autorizadas conforme a la LCR y en entidades extranjeras similares con un límite del 20% de su activo.

Además, las ECR, para el desarrollo de su objeto social principal, podrán facilitar préstamos participativos, así como otras formas de financiación, aunque en este último caso únicamente para sociedades participadas que formen parte del coeficiente obligatorio de inversión.

Adicionalmente, podrán realizar actividades de asesoramiento dirigidas a las empresas que constituyan el objeto principal de inversión de las ECR según el artículo 2 de la LCR, estén o no participadas por las ECR. 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 (art. 3 de la LCR).

En cualquier caso, analizaremos en mayor detalle el régimen de inversiones de las ECR más adelante.

5. CARACTERIZACIÓN GENERAL DE LAS ECR

De acuerdo con el artículo 4.1 de la LCR, las ECR pueden adoptar las siguientes formas jurídicas: la sociedad de capital riesgo y el fondo de capital riesgo.

Asimismo, las ECR pueden ser de dos clases: ECR de régimen común y ECR de régimen simplificado.

Conforme al artículo 4.2 de la LCR, serán consideradas ECR de régimen simplificado aquellas que reúnan las siguientes características:

1. La oferta de acciones o participaciones debe realizarse con carácter estrictamente privado, esto es, sin actividad publicitaria.
2. 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, ni cuando sean administradores, directivos o empleados de la sociedad de capital riesgo o de la sociedad gestora de la entidad de capital riesgo.
3. Deben contar con un número de accionistas o partícipes igual o inferior a veinte. No se tendrán en cuenta 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.

Se considerarán ECR de régimen común las que no reúnan las características anteriores.

5.1. LOS FONDOS DE CAPITAL RIESGO

Los fondos de capital riesgo (en adelante, FCR) 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 (art. 32.1 de la LCR).

Los FCR se caracterizan fundamentalmente por las siguientes notas:

1. Partícipe (art. 32.2 de la LCR): la condición de partícipe se adquiere mediante la realización de la aportación al fondo común. Dicha aportación solo puede realizarse en efectivo.
2. Patrimonio y participaciones (art. 33 de la LCR): el patrimonio de los FCR se constituirá con las aportaciones de los partícipes y sus rendimientos. El patrimonio mínimo inicial será de 1.650.000 euros. 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.
3. Responsabilidad (art. 33.3 de la LCR): los partícipes no responderán por las deudas del FCR sino hasta el límite de lo aportado. El patrimonio del fondo no responderá por las deudas de los partícipes ni de las sociedades gestoras.
4. FCR de régimen simplificado (art. 33.4 de la LCR): se permitirá la emisión de participaciones con características distintas a las participaciones generales del FCR que solo podrán ser suscritas por los promotores o fundadores.
5. Gestión (art. 36 de la LCR): se debe designar una sociedad gestora constituida con arreglo a la LCR o a la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva.
6. Auditoría de cuentas (art. 26 de la LCR): deberán someterse a auditoría sus estados financieros.

Por lo que se refiere al régimen de autorización y registro, a tenor de lo dispuesto por el artículo 7 de la LCR, para dar comienzo a su actividad los FCR deberán:

1. Haber obtenido la autorización previa del proyecto de constitución por la CNMV.
2. Constituirse mediante escritura pública e inscribirse en el Registro Mercantil o, en su defecto, mediante documento privado¹⁵.
3. Estar inscritas en el correspondiente registro administrativo de la CNMV.

¹⁵ Puede constituirse mediante documento privado toda vez que el artículo 7 b) de la LCR señala que los requisitos de escritura pública e inscripción en el Registro son potestativos para los FCR.

Según el artículo 9 de la LCR y la norma 3 de la Circular 3/2010, la documentación necesaria para obtener la autorización previa de la CNMV es la siguiente:

1. La solicitud de autorización. Esta deberá incorporar:
 - a) Una memoria explicativa del proyecto.
 - b) Un folleto informativo.
 - c) Un proyecto de reglamento.
 - d) Un certificado sobre fondos aportados.
 - e) En general, cuantos datos, informes o antecedentes se consideren oportunos para verificar el cumplimiento de las condiciones y requisitos establecidos en la LCR.
2. La memoria explicativa del proyecto. Deberá contener necesariamente:
 - 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 la LCR.
 - b) Relación de los mismos con otras entidades financieras y posibles vínculos entre ellos.
 - c) Fines y objetivos de la futura entidad.
 - d) En su caso, grupo al que pertenezca.
 - e) Política de inversiones y de distribución de resultados.
 - f) Proyecto financiero de la entidad.
 - g) Ámbito personal y geográfico en el que operará.
3. El folleto informativo. De acuerdo con la norma 3.2 de la Circular 3/2010, contendrá aquellos aspectos principales del FCR, de carácter jurídico y financiero, que permitan al inversor formular un juicio fundado sobre la inversión que se le propone.

Así, el folleto informativo contendrá, como mínimo, la siguiente información:

 - a) Datos identificativos del FCR y régimen de administración, dirección y gestión de la entidad.
 - b) Política de inversión.
 - c) Características generales: patrimonio, con indicación del valor inicial de las participaciones, duración del FCR, definición del perfil de los potenciales inversores, número de partícipes en la constitución, número de partícipes con participación significativa y objetivo de patrimonio que se pretende al-

canzar, criterios sobre distribución de resultados, denominación del auditor, régimen de disolución y liquidación, carácter abierto o cerrado¹⁶ de la entidad y, en su caso, posibilidad de suscripciones o reembolsos con indicación de la periodicidad del cálculo de valor liquidativo.

- d) Comisiones aplicadas.
 - e) Obligaciones de información al partícipe y fiscalidad.
4. El reglamento de gestión. Constituye el conjunto de normas que, ajustadas a la legislación vigente en cada momento, regirán el FCR. El reglamento de gestión contendrá, como mínimo, la siguiente información:
- a) Datos generales: denominación, objeto y plazo de duración.
 - b) La sociedad gestora, su sistema de remuneración, régimen de sustitución de la sociedad gestora y, en su caso, la existencia de un comité de inversiones.
 - c) Características básicas de las participaciones y clases, en su caso, con indicación del número de cada tipo, régimen de emisión y reembolso de las participaciones, incluyendo, en su caso, el número de reembolsos que se garantice, periodicidad de los mismos y régimen de preavisos si los hubiere.
 - d) Periodicidad con la que habrá de calcularse el valor de las participaciones a efectos de suscripciones y reembolsos y plazo de duración de la prohibición de suscripciones y reembolsos, si las hubiese.
 - e) Política de inversiones, criterios sobre determinación y distribución de resultados y forma o criterio de designación de los auditores.
 - f) Requisitos y formas para llevar a cabo 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.
 - g) Causas de disolución del FCR y normas para su liquidación, indicando la forma de distribuir en tal caso el patrimonio, así como los requisitos de publicidad que previamente habrán de cumplirse.

De acuerdo con el artículo 8 de la LCR, la resolución de la autorización de la CNMV, que en todo caso habrá de ser motivada, deberá notificarse dentro del plazo 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 (silencio negativo).

¹⁶ Los FCR de carácter cerrado son aquellos cuya oferta de participaciones se realiza con carácter estrictamente privado, y en los que no están previstas ulteriores transmisiones de participaciones a favor de terceros que no tengan la condición de partícipes promotores y que no tengan previsto solicitar su admisión a cotización en una bolsa de valores.

Los FCR de régimen simplificado deberán sujetarse a los requisitos exigidos a las ECR de régimen común, con las siguientes especialidades (art. 14 de la LCR):

1. En el proyecto constitutivo deberán hacer mención de la intención de sujetarse a las normas de las ECR de régimen simplificado.
2. El plazo para resolver la solicitud de autorización será de un mes.
3. En caso de que no sea notificada la resolución dentro de dicho plazo, podrá entenderse estimada (silencio positivo).
4. No precisarán de la elaboración del folleto informativo.

Para obtener su inscripción en el Registro de FCR de la CNMV, los FCR presentarán ante la misma la escritura de constitución debidamente inscrita en el Registro Mercantil o los documentos privados que la sustituyan (art. 11.2 de la LCR).

La CNMV dispondrá de un plazo de quince días para proceder a la inscripción desde la presentación de los documentos señalados. La inscripción solo podrá ser denegada si la documentación presentada se apartara de la inicialmente autorizada o fuera incompleta (art. 11.3 de la LCR).

En el caso de los FCR no constituidos mediante escritura pública, la CNMV podrá acordar en un único acto la autorización del fondo y su inscripción en el Registro de FCR. En este supuesto, la inscripción se entenderá condicionada a la aportación a la CNMV de la documentación necesaria en un plazo de quince días (art. 11.4 de la LCR).

El plazo máximo para solicitar la inscripción del FCR en el Registro de FCR de la CNMV es de doce meses desde la fecha de la autorización previa (art. 11.5 de la LCR).

5.2. LAS SOCIEDADES DE CAPITAL RIESGO

Las sociedades de capital riesgo (en adelante, SCR) son sociedades anónimas cuyo objeto social principal es el definido en el artículo 2 de la LCR para las ECR en general y que ya vimos al analizar estas últimas (art. 28.1 de la LCR).

Las SCR se caracterizan fundamentalmente por las siguientes notas:

1. Régimen jurídico (art. 28.2 de la LCR): las SCR se regirán por lo establecido en la LCR, y en lo no previsto por ella, por lo previsto para las sociedades anónimas en el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital (en adelante, la LSC).
2. Capital social y acciones (arts. 28.3 y 28.4 de la LCR): el capital social suscrito mínimo será de 1.200.000 euros, debiéndose desembolsar en el momento de su

constitución, al menos, el 50% 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 ECR o en bienes que integren su inmovilizado, no pudiendo superar estos últimos el 20% de su capital social.

Los desembolsos adicionales al capital social mínimo o las posteriores ampliaciones de este podrán realizarse, además, en inmovilizado o activos financieros aptos para la inversión conforme a los artículos 18 y 21 de la LCR.

El capital social estará representado por acciones, representadas a su vez mediante títulos, en cuyo caso serán nominativas, o mediante anotaciones en cuenta.

3. SCR de régimen simplificado (art. 28.4 de la LCR): se permitirá la emisión de acciones de una clase distinta a la general de la sociedad que solo podrán ser suscritas por los promotores o fundadores.
4. Gestión (art. 31 de la LCR): las SCR podrán gestionar sus activos bien directamente (SCR autogestionadas), bien a través de una sociedad gestora 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 (en adelante, LMV)¹⁷.
5. Auditoría (art. 26 de la LCR): los estados financieros deberán someterse a auditoría.

Por lo que se refiere al régimen de autorización y registro, de conformidad con lo dispuesto por el artículo 7 de la LCR, para dar comienzo a su actividad, las SCR deberán:

1. Haber obtenido la autorización previa del proyecto de constitución por la CNMV.
2. Constituirse mediante escritura pública e inscribirse en el Registro Mercantil.
3. Estar inscritas en el registro de SCR de la CNMV.

Por su parte, el artículo 9 de la LCR indica que la documentación necesaria para obtener la autorización previa de la CNMV es la siguiente:

1. La solicitud de autorización. Deberá incorporar:
 - a) Una memoria del proyecto.
 - b) Un folleto informativo.

¹⁷ Las SCR podrán recoger esta posibilidad en sus estatutos previo acuerdo de la junta general o por su delegación el consejo de administración. 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 SCR de ninguna de las obligaciones y responsabilidades que la normativa vigente les impone.

- c) Los estatutos sociales.
 - d) Cuestionario de honorabilidad e historial profesional de quienes desempeñen cargos de administración y dirección de la entidad.
 - e) En general, cuantos datos, informes o antecedentes se consideren oportunos para verificar el cumplimiento de las condiciones y requisitos establecidos en la LCR.
2. Memoria explicativa del proyecto que, de acuerdo con el artículo 9.2 de la LCR, deberá contener necesariamente:
- 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 la LCR.
 - b) Relación de los mismos con otras entidades financieras y posibles vínculos entre ellos, fines y objetivos de la futura entidad.
 - c) En su caso, grupo al que pertenezca.
 - d) Política de inversiones y de distribución de resultados.
 - e) Proyecto financiero de la entidad.
 - f) Ámbito personal y geográfico en el que operará.

En el supuesto de que la SCR tenga previsto designar una sociedad gestora, elaborará esta memoria conforme al modelo de memoria explicativa de SCR con gestora.

3. El folleto informativo se ajustará a lo previsto en el artículo 28 de la LMV y en las disposiciones que lo desarrollan, con las peculiaridades que para dichas entidades puedan establecerse.

De acuerdo con la norma 3.2 de la Circular 3/2010 el folleto contendrá aquellos aspectos principales de la SCR, de carácter jurídico y financiero, que permitan al inversor formular un juicio fundado sobre la inversión que se le propone.

De este modo, el folleto informativo contendrá, como mínimo, la siguiente información:

- a) Datos identificativos de la SCR y régimen de administración, dirección y gestión de la entidad.
- b) Política de inversión.
- c) Características generales: se deberá detallar el capital, con indicación del porcentaje desembolsado y valor nominal de las acciones, duración de la SCR, definición del perfil de los potenciales inversores, número de accionistas en la constitución, número de accionistas con participación significativa y objetivo

de capital social que se pretende alcanzar, criterios sobre distribución de resultados, denominación del auditor, régimen de disolución y liquidación, carácter abierto o cerrado¹⁸ de la entidad y, en su caso, posibilidad de suscripciones o reembolsos con indicación de la periodicidad del cálculo de valor liquidativo.

- d) Comisiones aplicadas.
 - e) Obligaciones de información al partícipe o accionista y fiscalidad.
4. Cuestionario de honorabilidad e historial profesional¹⁹. En caso de consejeros personas jurídicas, estos documentos serán cumplimentados por la persona física que los represente. Si los hubiere, también remitirán un cuestionario de honorabilidad aquellas personas que ejerzan funciones de alta dirección. Los formularios de estos cuestionarios están disponibles en la página web de la CNMV.

Las SCR cuya gestión, administración y representación no esté encomendada a una sociedad gestora deberán además cumplir los siguientes requisitos recogidos en el artículo 10.2 de la LCR:

1. Debe 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. Su consejo de administración debe estar formado por, al menos, tres miembros y sus consejeros, así como sus directores generales y asimilados, han de tener una reconocida honorabilidad comercial, empresarial o profesional.
3. La mayoría de los miembros de su consejo de administración, y todos los directores generales y asimilados, deben contar 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.

¹⁸ Las SCR de carácter cerrado son aquellas cuya oferta de acciones se realiza con carácter estrictamente privado, y en las que no están previstas ulteriores transmisiones de acciones a favor de terceros que no tengan la condición de accionistas promotores, y que no tengan previsto solicitar su admisión a cotización en una bolsa de valores.

¹⁹ La LCR, en su artículo 10.2 b), entiende que concurre 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». Asimismo, añade que «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 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».

4. Debe contar con un reglamento interno de conducta.

Según el artículo 8 de la LCR, la resolución de la autorización de la CNMV, que en todo caso habrá de ser motivada, deberá notificarse dentro del plazo 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 (silencio negativo).

Por lo que se refiere a las SCR de régimen simplificado deberán sujetarse a los requisitos exigidos a las ECR de régimen común, con las siguientes especialidades (art. 14 de la LCR):

1. En el proyecto constitutivo deberán hacer mención de la intención de sujetarse a las normas de las ECR de régimen simplificado.
2. El plazo para resolver la solicitud de autorización será de un mes.
3. En caso de que no sea notificada la resolución dentro de dicho plazo, podrá entenderse estimada (silencio positivo).
4. No precisarán de la elaboración del folleto informativo.

En cualquier caso, para obtener su inscripción en el Registro de SCR, las SCR presentarán ante el mismo las escrituras de constitución o transformación debidamente inscritas en el Registro Mercantil (art. 11.2 de la LCR).

La CNMV dispondrá de un plazo de quince días para proceder a la inscripción desde la presentación de los documentos señalados en el apartado anterior. La inscripción solo podrá ser denegada si la documentación presentada se apartara de la inicialmente autorizada o fuera incompleta (art. 11.3 de la LCR).

El plazo máximo para solicitar la inscripción de la SCR en el Registro de SCR de la CNMV es de doce meses desde la fecha de la autorización previa (art. 11.4 de la LCR).

5.3. SOCIEDADES GESTORAS DE CAPITAL RIESGO

El art. 40 de la LCR define a las sociedades gestoras de las entidades de capital riesgo (en adelante, SGECR) como aquellas sociedades anónimas cuyo objeto social principal es la administración y gestión de FCR y de activos de SCR²⁰. Como actividad complementaria podrán realizar tareas de asesoramiento a determinadas empresas no financieras definidas en el artículo 2 de dicha ley.

²⁰ Tal y como estamos viendo, mientras que los fondos de capital riesgo son patrimonios separados sin personalidad jurídica, cuya gestión y representación corresponde a una sociedad gestora, las sociedades de capital riesgo son sociedades anónimas, que pueden desarrollar las actividades que les son propias, por ellas mismas o a través de una sociedad gestora.

Asimismo, está previsto que las funciones de las SGEGR puedan también ser realizadas por (i) las instituciones de inversión colectiva, reguladas en la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva²¹ y (ii) las entidades habilitadas para prestar el servicio de inversión de gestión discrecional de carteras que recoge el artículo 63.1 d) de la LMV.

La obligación principal de las SGEGR es actuar en interés de los partícipes o accionistas en las inversiones y patrimonios que gestionen. Frente a ellos serán responsables de todos los perjuicios que les causaren por el incumplimiento de las obligaciones legalmente establecidas.

Del artículo 42 de la LCR, se puede deducir que las características de las SGEGR son las siguientes:

1. Forma societaria: deben estar constituidas como sociedades anónimas. Las acciones representativas de su capital social podrán estar representadas por medio de títulos nominativos o de anotaciones en cuenta.
2. Capital social inicial: como mínimo debe de ser de 300.000 euros, y debe estar íntegramente desembolsado. Asimismo, se requiere que dicho capital esté invertido en activos adecuados para el cumplimiento de su fin social.
3. Organización y medios: deben contar con una buena organización administrativa y contable, así como con los medios humanos y técnicos²² adecuados a las características y volumen de su actividad.
4. Requisitos de honorabilidad de sus administradores, directores generales y asimilados: sus consejeros, así como sus directores generales y asimilados deben tener una reconocida honorabilidad comercial, empresarial o profesional.
5. Cuentas anuales: deben someter a informe de auditoría sus estados financieros (art. 42.4 en relación con el art. 26.4 de la LCR).

Por otra parte, en el artículo 43 de la LCR se describen claramente las funciones que desempeñan las SGEGR, a saber:

1. Gestionar los activos de las sociedades o los fondos de capital riesgo²³.

²¹ Si bien para ello deberán presentar en la CNMV, junto a la solicitud de autorización de modificación de sus estatutos sociales, una memoria descriptiva que acredite el cumplimiento de los requisitos establecidos en apartado 2 del artículo 10 de la LCR (art. 41.3 de la LCR).

²² Se entienden incluidos los mecanismos de seguridad en el ámbito informático y los procedimientos de control interno y de gestión, control de riesgos, procedimientos y órganos para la prevención del blanqueo de capitales y normas de conducta.

²³ Asimismo, hay que tener en cuenta que, previa autorización de la CNMV, las SGEGR podrán subcontratar a una tercera entidad parte de la gestión que lleven a cabo, sin que su responsabilidad se vea afectada por ello (las SGEGR

2. Redactar el reglamento de gestión de los fondos.
3. Llevar la contabilidad de los fondos de capital riesgo y de los activos de las sociedades de capital riesgo, con separación de la suya propia.
4. Determinar el valor de las participaciones y acciones conforme al régimen establecido en el reglamento de gestión.
5. Emitir los certificados de participaciones.
6. Distribuir los resultados del ejercicio.
7. Establecer los criterios de inversión.
8. Designar a las personas que participarán en los órganos de gestión o administración de las sociedades participadas.
9. Determinar los medios y programas de asesoramiento técnico, económico y financiero.

Por lo que se refiere al procedimiento de autorización y registro, las SGECR, para poder iniciar sus actividades, deberán ser autorizadas por la CNMV y estar inscritas en el Registro de SGECR de la CNMV. Este procedimiento de autorización y registro de las SGECR se compone de los siguientes pasos:

1. Autorización del proyecto de constitución de SGECR (art. 42.2 de la LCR):
 - a) Solicitud de autorización a la CNMV: las SGECR, para convertirse en tales, deberán remitir a la CNMV la solicitud de autorización del proyecto de constitución.
 - b) Dicha solicitud deberá ir acompañada de la siguiente documentación:
 - Folleto informativo: si bien la sociedad gestora no está obligada a presentar folleto informativo (art. 42.2 de la LCR), en el caso de que se presente, este documento contendrá el proyecto de los estatutos, así como aquellos aspectos principales de carácter financiero y jurídico de la entidad (en este sentido puede ser recomendable presentar un certificado sobre fondos aportados).
 - Memoria explicativa sobre el proyecto de constitución: deberá contener cuanta información se precise para permitir una correcta evaluación de la entidad que se pretende crear.

serán solidariamente responsables ante los partícipes o accionistas de los perjuicios que se pudieran derivar de la actuación de la otra entidad).

La memoria deberá incluir necesariamente la siguiente información:

- Identificación de los promotores, aportantes iniciales previstos y sus respectivas participaciones significativas.
 - 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.
 - El ámbito personal y geográfico en el que operará.
- Cuestionarios de honorabilidad e historiales profesionales: los miembros del consejo de administración deberán cumplimentar el formulario disponible en la página web de la CNMV. En caso de consejeros personas jurídicas, estos documentos serán cumplimentados por las personas físicas que los representen. Si los hubiere, también se remitirá un cuestionario de honorabilidad de toda persona que ejerza funciones de alta dirección.
 - Otros documentos: deberán aportarse el borrador de reglamento interno de conducta, y el borrador del manual de blanqueo de capitales²⁴.
- c) Resolución de la autorización de la CNMV (art. 8 de la LCR): esta resolución deberá 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 ha notificado una resolución expresa, la solicitud se entenderá desestimada.

En este sentido, la CNMV solo podrá denegar la autorización cuando no se cumplan los requisitos previstos en la normativa aplicable.

3. Inscripción de la SGECR en el correspondiente Registro de la CNMV:

- a) Constitución e inscripción en el Registro Mercantil de la SGECR: este paso deberá llevarse a cabo conforme a lo previsto para la constitución e inscripción de sociedades anónimas tanto en la LSC como en el Real Decreto 1784/1996, de 19 de julio, por el que se aprueba el Reglamento del Registro Mercantil.

²⁴ El borrador del manual de blanqueo de capitales será remitido por la CNMV al Servicio Ejecutivo de la Comisión de Prevención de Blanqueo de Capital (SEPBLAC) para su revisión.

- b) Solicitud de inscripción en la CNMV: habrá que aportar la escritura ya inscrita en el Registro Mercantil, y los acuerdos del consejo de administración de la sociedad aprobando los borradores del reglamento interno de conducta y del manual de blanqueo de capitales.

La CNMV dispondrá de un plazo de quince días para proceder a la inscripción (art. 11.3 de la LCR).

Asimismo, hay que tener en cuenta que no se practicarán inscripciones 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. 11.5 de la LCR).

Finalmente, se ha de tener presente que el Ministerio de Economía y Competitividad podrá, a propuesta de la CNMV, revocar la autorización concedida a una SGEGR, en los supuestos establecidos en el artículo 44 de la LCR, que son los siguientes:

1. No hacer uso de la autorización dentro de los doce meses siguientes a la fecha de la notificación de la misma.
2. Renunciar expresamente a la autorización, independientemente de que se transforme en otra entidad o acuerde su disolución.
3. Incumplir de forma sobrevenida cualquiera de los requisitos para la obtención de la autorización.
4. Incumplir de forma grave, manifiesta y sistemática los requisitos establecidos para el ejercicio de su actividad.
5. 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.
6. Cuando se infrinjan de manera grave, manifiesta y sistemática las disposiciones previstas en la LCR o en el resto de normas que regulen el régimen jurídico de las sociedades gestoras de las entidades de capital riesgo.
7. Cuando se dé alguna de las causas de disolución forzosa previstas en los artículos 360 y siguientes de la LSC.
8. Si se hubiera obtenido la autorización en virtud de declaraciones falsas, omisiones o por otro medio irregular.
9. Si se acuerda la apertura de un procedimiento concursal.
10. Como sanción, según lo previsto en el Título IV de la LCR.
11. Cuando transcurran más de dos años sin realizar la actividad de gestión de entidades de capital riesgo.

5.4. EL RÉGIMEN DE INVERSIONES DE LAS ECR

Si bien ya hemos anticipado alguna cuestión al definir los distintos tipos de ECR, el régimen de inversiones específico de las ECR se encuentra recogido en los artículos 17 a 25 de la LCR²⁵.

En virtud del mismo, las ECR de régimen común deben observar los siguientes coeficientes de inversión y reglas de diversificación en relación con las inversiones que lleven a cabo:

1. Coeficiente obligatorio de inversión: las ECR deberán mantener al menos el 60 % de su activo computable en participaciones en el capital de empresas aptas, pudiendo no obstante dedicar hasta 30 puntos porcentuales de dicho activo a la concesión de préstamos participativos a tales empresas.
2. Coeficiente de libre disposición: el activo de las ECR no sujeto al coeficiente obligatorio podrá mantenerse tanto en participaciones en el capital de empresas no aptas como en valores de renta fija negociados, efectivo, préstamos participativos, financiación de cualquier tipo a empresas participadas aptas y, en el caso de las SCR, hasta el 20 % de su capital social en elementos que integren su inmovilizado.
3. Requisitos de diversificación: las ECR no podrán invertir más del 25 % de su activo computable en una misma empresa ni más del 35 % en empresas pertenecientes a un mismo grupo de sociedades.
4. Reglas temporales: el coeficiente obligatorio de inversión deberá cumplirse al finalizar cada ejercicio social.

Además, la nueva norma contempla dos intervalos de tiempo durante los que pueden incumplirse los porcentajes establecidos a efectos de coeficientes obligatorios de inversión y libre disposición, así como los requisitos de diversificación: durante los tres años siguientes a la inscripción de la ECR en el Registro de la CNMV o a la realización de un aumento de capital o una nueva aportación a los recursos de la ECR, y durante los 24 meses posteriores a la liquidación de alguna de las inversiones que integraban el coeficiente obligatorio.

Por otra parte, si bien los mercados de valores son en principio ajenos al ámbito de actuación del capital riesgo, la LCR ofrece, tanto a las ECR de régimen común como simplificado, varias excepciones que flexibilizan en gran medida el régimen de inversiones en valores cotizados en mercados nacionales y extranjeros:

1. *Public to private*: las ECR 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.

²⁵ ASCRI; CLIFFORD CHANCE y GARRIGUES: *El nuevo régimen jurídico del capital riesgo en España*, 5 de abril de 2006.

2. Admisiones a cotización de empresas participadas: las ECR que promuevan la admisión a cotización de sus empresas participadas en un primer mercado podrán continuar computando su inversión dentro del coeficiente obligatorio durante un plazo máximo de tres años.
3. Segundos mercados: en todo caso podrán computarse dentro del coeficiente obligatorio de inversión las acciones y participaciones en empresas que coticen en segundos mercados o mercados alternativos destinados a pequeñas y medianas empresas.

Asimismo, de acuerdo con la LCR, se considerarán aptas y computables dentro del coeficiente obligatorio aquellas inversiones realizadas, tanto por las ECR de régimen común como simplificado, en sociedades cuyo activo esté constituido en más de un 50 % por inmuebles, a condición de que un número de inmuebles que represente, al menos, el 85 % del valor contable de todos ellos, esté afecto, ininterrumpidamente durante el periodo de tenencia, al desarrollo de actividades económicas.

Finalmente, la inversión en otras ECR encuentra en la LCR dos vías alternativas, dependiendo esencialmente del grado de dedicación a ese tipo de operaciones:

1. Régimen general: toda ECR puede dedicar hasta 20 puntos porcentuales de su coeficiente obligatorio a la inversión en otras ECR, a condición de que estas no reinviertan a su vez más del 10 % de su activo en otras ECR (es decir, las entidades invertidas deben ser vehículos de inversión directa).
2. Fondos de fondos: las ECR que se acojan al régimen de fondos de fondos deberán invertir, al menos, el 50 % de su coeficiente obligatorio en ECR de inversión directa, si bien no podrán invertir en una misma ECR más del 40 % de su activo.

Ambas alternativas se encuentran disponibles para las ECR de régimen común y simplificado. En todo caso y con independencia del camino elegido, las ECR se erigen como vehículos genuinamente internacionales, al permitirse las inversiones tanto en ECR nacionales como en entidades extranjeras que, independientemente de su denominación o estatuto jurídico, desarrollen actividades propias de capital riesgo.

6. EN PARTICULAR, DISTINTOS ASPECTOS SOBRE LA ESTRUCTURA Y FUNCIONAMIENTO DE LOS FCR

6.1. INTRODUCCIÓN

Una vez situado el marco normativo y de caracterización general de las ECR, pretendemos abordar ahora, desde un punto de visto práctico, el funcionamiento habitual de la ECR que más se utiliza en el mundo del capital riesgo, a saber, los FCR, estudiando los aspectos clave de su funcionamiento, la estructura típica de estos fondos así como analizando algunos de los términos y condiciones habituales que se dan en la práctica común de los FCR.

Previamente, se ha de advertir que cualquier inversor que desee participar o invertir en un FCR ha de tener claras, entre otros aspectos, las siguientes cuestiones:

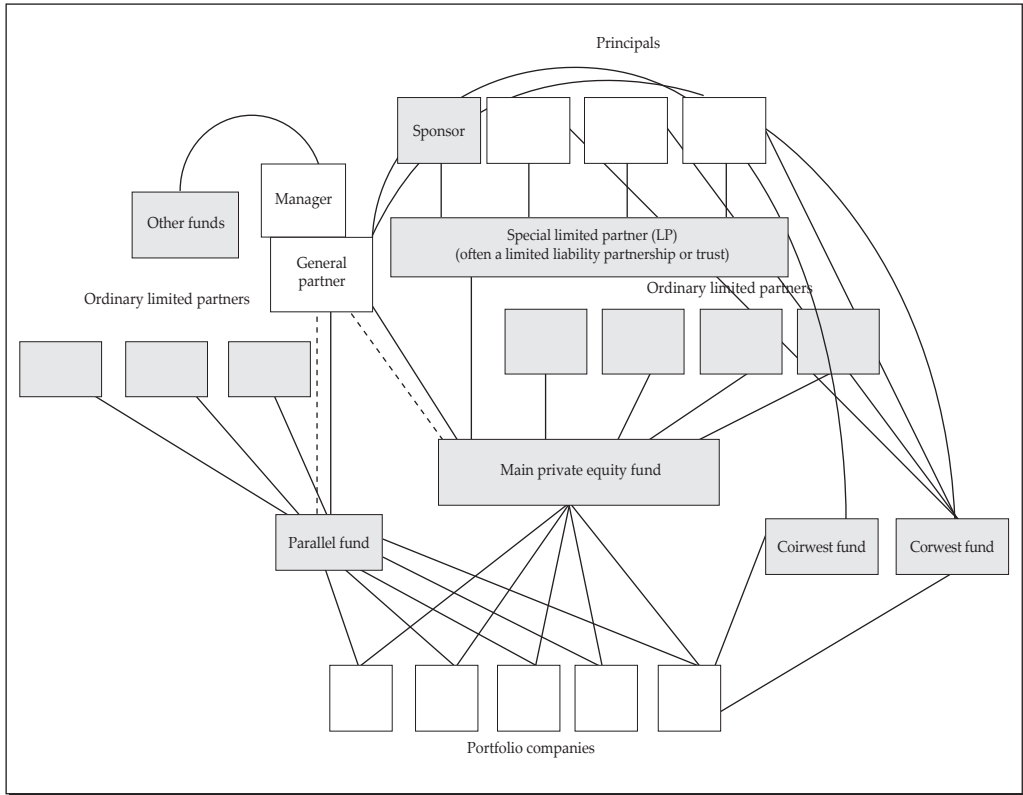
1. Se trata de inversiones poco líquidas.
2. Los activos en los que va a invertir el FCR son, en muchas ocasiones, difíciles de valorar.
3. No se sabe a priori cuándo se producirán exactamente los desembolsos que requieran las inversiones.
4. Los FCR dan lugar a estructuras caracterizadas por las siguientes notas:
 - a) Los inversores comprometen su inversión al inicio pero los desembolsos se hacen efectivos cuando realmente el FCR decide invertir en algún activo o proyecto.
 - b) Generalmente, se trata de vehículos cerrados de duración definida. En efecto, son cerrados porque, por un lado, no entran ni salen inversores durante la vida del fondo (salvo en contadas excepciones) y, por otro lado, no todos los inversores pueden acceder a un FCR debido a que es frecuente la obligación de invertir una cuantía mínima muy elevada.
 - c) Se establecen restricciones a la transmisión de la cualidad del participe en el FCR para que no existan riesgos en el cumplimiento de los compromisos de aportación.
 - d) La remuneración del gestor dependerá, como luego veremos, de las distribuciones de caja que se realicen a los inversores.

6.2. ESTRUCTURA Y DURACIÓN DEL FONDO

En España el capital riesgo suele estructurar sus operaciones a través de SCR y FCR (bien de régimen común, bien de régimen simplificado), gestionadas por una SGECR o un consejo de administración en el caso de las SCR y por una SGECR en el caso de los FCR.

Por lo que se refiere al ámbito internacional y, en particular, al mundo anglosajón, si bien es cierto que no es objeto de este trabajo analizar sus estructuras en profundidad, creemos de interés esbozar al menos algunas de las principales características de las mismas. Así, en el gráfico expuesto a continuación encontramos un modelo clásico e internacional de estructura de fondos de *private equity*²⁶.

²⁶ La estructura que se dibuja coincide con la definición de fondo de *private equity* dada por LÓPEZ LUBIÁN, F. J., *op. cit.*, pág. 89. Así, «un fondo es un compromiso de una serie de inversores institucionales (*limited partners* o LP) para entregar una cantidad de dinero al gestor del fondo (*general partner* o GP) durante un cierto periodo de tiempo (10 años,



Como se ve, la estructura es ciertamente compleja²⁷ (y se puede complicar aún más, muchas veces por motivos fiscales) e incluye algunos sujetos cuya significación y funciones conviene aclarar:

1. El *general partner*: es la persona (o la gestora) encargada del día a día de la gestión de los FCR. En definitiva, se trata de la firma de capital riesgo implicada en el proyecto y encargada de obtener las cantidades necesarias de fondos de pensiones, aseguradoras e inversores institucionales para «levantar» el fondo.
2. El *manager*: es frecuente que el *general partner* delegue tareas y responsabilidades de gestión a otra entidad, llamada *manager*, que estará íntimamente vinculada con el

por ejemplo), en el momento en el que este lo solicita (*capital call*) para efectuar una inversión. El dinero no se entrega a la constitución del fondo, sino cuando se realizan las inversiones y se devuelve a lo largo de la vida del fondo. Los inversores o LP no controlan el calendario de desembolsos-devoluciones, aunque esperan una cierta rentabilidad».

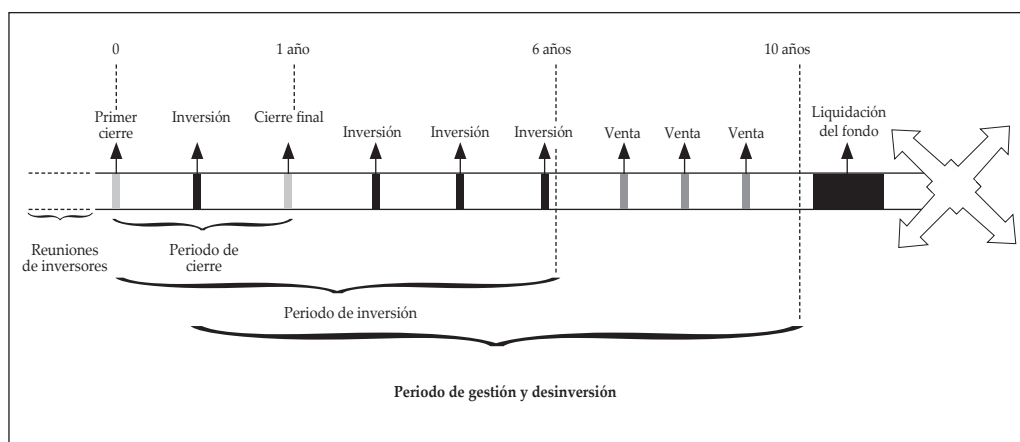
²⁷ Las estructuras siempre son complejas pues a la hora de implementarlas se ha de tender a alinear los intereses entre inversores, gestores del fondo y directivos de la empresa, cuestión esta que no siempre es fácil. En este sentido, *vid.* BLOOMFIELD, S.: *Venture capital funding. A practical guide to raising finance*, Kogan Page, London, 2008.

- mismo y que será la que generalmente cobre las comisiones por gestión (*management fees*) de las inversiones realizadas por el FCR.
3. Los *ordinary limited partners*: es la denominación con la que se conoce a cada inversor que invierte su dinero en FCR. Suelen ser fondos de pensiones, aseguradoras e inversores institucionales.
 4. El *special limited partner*: suele adoptar la figura de *trust* o de *limited liability partnership* (similar a una sociedad de responsabilidad limitada) y es el vehículo a través del cual el *sponsor* canaliza su inversión en el FCR.
 5. El *sponsor*: se trata del patrocinador financiero del proyecto o inversión además de ser uno de los grandes inversores en el mismo. Los *sponsors* realizan un seguimiento muy exhaustivo de sus participadas y, en general, tienen equipos gestores muy profesionales.

Por otra parte, y tal y como se ve en el gráfico anterior, en ocasiones, existe la posibilidad de que los inversores coinviertan de forma paralela al fondo (lo que se conoce como *co-investment policy*). Las motivaciones que pueden llevar a hacer uso de la coinversión cambian en función de los sujetos. Así, para el fondo la coinversión puede resultar de interés si el proyecto en el que pretende invertir es demasiado grande para que el FCR lo afronte en solitario. Por su parte, los inversores pueden estar interesados en estructurar la inversión de forma paralela al fondo, bien para pagar menos comisiones (*fees*) al FCR (o incluso no pagarlas), bien para poder elegir las inversiones (*cherry picking*) en las que desean invertir sin tener que depender de la política de inversiones del FCR.

Por lo que se refiere a la duración del fondo, ya hemos mencionado anteriormente que las inversiones de las ECR y, por tanto, también las de los FCR, tienen un carácter eminentemente temporal. De este modo, la vida del FCR no se puede prolongar *sine die*, sino que, por el contrario, tiene una fecha de caducidad.

En el gráfico siguiente se expone, a modo de ejemplo, la duración habitual de un FCR:



Como vemos, podemos distinguir las siguientes etapas en la vida de un FCR:

1. Reuniones preliminares con los inversores: es un periodo de aproximación y conocimiento recíproco entre el FCR (su proyecto y su política de inversión) y los inversores.
2. Periodo de cierre: los cierres (*closings*) constituyen un proceso por el que la gestora y los inversores del FCR se obligan respectivamente a constituir e invertir en el fondo. Suelen durar un año y se pueden distinguir dos tipos:
 - a) *Dry closings*: son aquellos en los que no hay un desembolso efectivo.
 - b) *Wet closings*: se trata de cierres en los que sí se produce el desembolso efectivo.

En cualquier caso, a la hora de llevar a cabo un cierre siempre se han de tener presentes cuestiones tan importantes como la compensación a realizar a favor de inversores anteriores, los ajustes a implementar entre los vehículos paralelos de inversión o las inversiones que se hayan llevado a cabo entre distintos cierres.

3. Periodo de inversión: incluye el periodo de cierre y va más allá en el tiempo, pues es el momento en el que se llevan cabo los compromisos de aportación de fondos y los efectivos desembolsos de los mismos (*commitments and drawdowns*) para invertir en los proyectos seleccionados. En definitiva, es el periodo en el que se pueden solicitar desembolsos para llevar a cabo las inversiones.

La justificación del periodo de inversión se encuentra en que los FCR son fondos cerrados de duración definida y, en consecuencia, se ha de fijar un calendario para llevar a cabo las inversiones. A esto se le une el hecho de que se ha de permitir un periodo posterior de maduración de las inversiones para que posteriormente, en fase de desinversión, se obtengan las rentabilidades esperadas.

De este modo, el periodo de inversión suele durar entre cuatro o cinco años desde el cierre final, o incluso antes si un porcentaje elevado del capital comprometido ya se ha invertido (normalmente, más del 70 o 75 %).

En cualquier caso, desde el punto de vista de los inversores conviene tener presente que:

- a) Estos se comprometen a aportar un importe máximo. Por tanto, una vez que han desembolsado ese máximo se restringe la posibilidad de solicitar nuevos desembolsos.
- b) Normalmente se acuerda un máximo de compromisos que puede aceptar el fondo (*hard cap*)²⁸.
- c) Los desembolsos serán realizados a solicitud del gestor (*capital calls*).

²⁸ Este sería otro de los motivos por los que se considera que el acceso a las inversiones de capital riesgo es muy restringido.

Asimismo, desde el punto de vista de los gestores, no se ha de olvidar que a fin de alinear intereses se espera que estos inviertan o coinviertan junto con el resto de inversores, bien en el propio fondo, bien operación por operación, o bien a través de un vehículo coinversor.

Por otra parte, se pueden dar situaciones de incumplimiento (*default*) en los casos en los que los gestores realizan una solicitud de desembolso y esta no se lleva a cabo.

En estos casos, y salvo que se hayan previsto posibles excepciones al desembolso (*excuses*), lo habitual es que se desplieguen algunas de las siguientes consecuencias:

- a) Pago de intereses si el cumplimiento es tardío.
 - b) Amortización de la participación en el fondo (*forfeiture*).
 - c) Venta a un tercero de la participación en el fondo del inversor en mora.
 - d) Pérdida de los derechos políticos y económicos correspondientes.
4. Periodo de gestión y de desinversión: abarca desde el momento en el que se realiza la primera inversión hasta el momento en el que se desinvierte en el último de los proyectos invertidos.

Al realizarse las distintas inversiones, el FCR comienza a gestionar las empresas que adquiere con el fin de sacarles el mayor jugo posible, maximizando ingresos y minimizando costes, con el fin de (i) repagar las deudas con las que se financiaron las adquisiciones y (ii) venderlas posteriormente materializando las plusvalías esperadas.

5. Liquidación del fondo y distribución de las ganancias: transcurridos aproximadamente diez años desde la constitución del fondo y una vez que se han gestionado los distintos proyectos y se ha desinvertido en los mismos, se procede a la liquidación del fondo y a distribuir las ganancias obtenidas entre los inversores y los gestores del FCR²⁹.

6.3. DISTRIBUCIÓN DE INGRESOS Y GOBIERNO DEL FONDO

Al margen de la estructura y duración de un fondo, en materia de organización y funcionamiento del mismo, se han de tener presentes, además, las siguientes cuestiones:

A. Comisiones (*fees*)³⁰

Los gestores del FCR van a cobrar una serie de comisiones variadas por gestionar el FCR y las sociedades en las que este último invierta o participe, siendo las más habituales las siguientes:

²⁹ Todo ello sin perjuicio de las eventuales ganancias ya obtenidas y distribuidas con anterioridad como consecuencia del giro ordinario de la cartera colectiva.

³⁰ Un estudio muy interesante sobre los *fees* de los FCR se encuentra en D'APICE, P.: *Manual de procesos tipo para fondos de capital privado*, Banco Interamericano de Desarrollo, junio de 2009.

1. Comisión de gestión (*management fee*): es la comisión fija anual pagada al *general partner*. Suele ser un porcentaje (entre el 1 y el 2%) del volumen del fondo gestionado.

En algunos casos se establece una reducción escalonada (*step-down/ramp-down*) del porcentaje al final del periodo de inversión.

La finalidad de esta comisión es la de solventar los gastos operativos del gestor como sueldos, gastos administrativos, oficina, viajes, información, etc.

2. Comisión de éxito (*carried interest/carry*): es una comisión que se basa en la participación en los beneficios. Así, se incentiva a los gestores para que el fondo genere mejores resultados dándoles una participación en las plusvalías resultantes. Es el principal incentivo para el gestor y constituye su verdadera fuente de ganancias. En la gran mayoría de los casos, se establece en el 20% de las ganancias, después de haber devuelto el capital a los inversores, incluyendo honorarios y gastos. Algunos gestores internacionales de muy buena reputación pueden cobrar hasta el 30%, pero son muy pocos casos y su éxito histórico debe ser excepcional. A la inversa, algunos gestores nuevos pueden aceptar comisiones menores, de hasta el 10%.

La estructura estándar del *carried interest* consiste en un esquema de «cascada», según el cual los ingresos del fondo se distribuyen en forma escalonada, como se describe a continuación:

- a) Devolución del capital: primero se devuelve el capital invertido a los inversores. El capital consiste en la totalidad de las aportaciones realizadas con destino a inversiones, honorarios o gastos.
- b) Rentabilidad mínima (*hurdle rate*): los ingresos siguientes se distribuyen a los inversores hasta que hayan obtenido un retorno equivalente al *hurdle rate*³¹.

³¹ A nivel internacional, el *hurdle* para los fondos en dólares varía entre un 6% y un 10% compuesto anual. Al ser calculado en forma compuesta anual (o TIR), se genera un incentivo para que el gestor no demore las salidas, ya que el paso del tiempo «sube el listón» para el cálculo del *carried interest*.

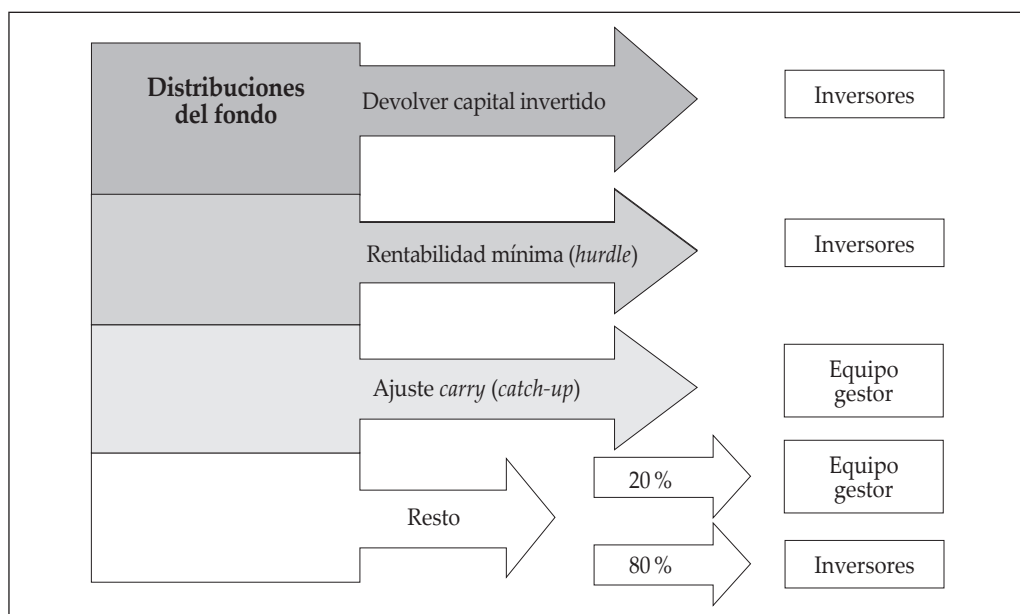
Es importante destacar que el *hurdle* no es un retorno mínimo garantizado para el inversor. Debido a la naturaleza de sus inversiones, ningún FCR puede garantizar una rentabilidad mínima. El *hurdle* es un incentivo para motivar al equipo gestor del fondo a alcanzar una rentabilidad mínima, y esta no necesariamente refleja el coste de oportunidad del capital. Nótese que, a pesar de las amplias variaciones del coste del dinero en los últimos veinte años, el *hurdle rate* típico se ha mantenido entorno al 8%.

Un *hurdle* muy elevado puede incentivar al gestor a buscar inversiones más arriesgadas. Eventualmente, puede desmotivar al equipo y desviar su atención a otras fuentes de ingresos. Esto es más importante aún, cuando el retorno esperado del fondo es bajo (por ejemplo, del 0% al 15%), y es allí cuando más se necesita un gestor motivado.

Además, debe tenerse en cuenta que el *hurdle* solo tiene un efecto real en la distribución de los ingresos para resultados entre cero y el *hurdle* más la compensación del gestor. Para resultados superiores, la totalidad de los ingresos por encima del capital se distribuyen 80/20 debido al mecanismo de compensación. El *hurdle*, en este caso, solo habrá afectado el perfil temporal de las distribuciones. De manera que, si el fondo tiene éxito, el *hurdle* se vuelve irrelevante. A la inversa, si un fondo pierde dinero, el *hurdle* también será irrelevante ya que los inversores tienen preferencia para recuperar su capital, pero no tienen un retorno mínimo garantizado.

- c) Compensación o *catch up*: la totalidad o una parte de los ingresos siguientes se distribuye al gestor hasta completar el 20% del total de ganancias distribuidas (lo que representa el 25% de las distribuciones a los inversores en concepto de *hurdle rate*, descrito en el punto anterior)³².
- d) Distribución 80/20: cada euro adicional de ganancia se distribuye el 80% para los inversores y el 20% para el gestor.

Expresado gráficamente la estructura sería la siguiente:



³² El mecanismo de compensación o *catch up* permite al gestor equiparar su participación en las ganancias después de haberse distribuido el *hurdle* a los inversores. De esta manera, si el fondo obtiene un rendimiento mayor al *hurdle* más la porción de *carry* que corresponde al gestor, la totalidad de las ganancias por encima del capital aportado se habrá distribuido 80/20.

Este mecanismo es ampliamente aceptado, con las siguientes variantes:

- *Full catch up*: bajo esta modalidad, después de distribuir el *hurdle* a los inversores, la totalidad de los ingresos se distribuye al gestor hasta completar el porcentaje de *carry* (20%) sobre la totalidad de las ganancias distribuidas. Para un *carry* de 20%, el *full catch up* equivale al 25% del montante distribuido en concepto de *hurdle*.
- *Catch up gradual*: bajo esta modalidad, después de distribuir el *hurdle*, un porcentaje de los ingresos adicionales mayor al *carry* se distribuye al gestor, hasta que este haya recibido su porcentaje de *carry* sobre la totalidad de ganancias distribuidas. A partir de allí, todos los ingresos se distribuyen 80/20. El porcentaje típico de *catch up* bajo el esquema gradual varía entre 50% y 80%, siendo este último el más difundido. Este mecanismo tiene el efecto de prolongar el periodo para completar el *catch up*, de manera que el gestor solo recibirá el total del *carry* para resultados del fondo más elevados. Al final de la vida del fondo, el efecto es similar a un *hurdle* más elevado. La diferencia está en el perfil temporal de la distribución de ingresos.

Por otra parte, debemos distinguir las distintas modalidades de *carry* existentes o dicho en la jerga del capital riesgo los *carry models*. Así, yendo del más favorable al inversor al más favorable para el gestor, podemos distinguir los siguientes:

- a) *Whole fund carry*: este modelo de *carry* se caracteriza por las siguientes notas:
 - El *carry* solo se devenga una vez que los inversores obtengan un retorno igual al importe invertido más el importe pendiente de desembolso (si procede), más la rentabilidad mínima sobre dichos importes.
 - El gestor no puede cobrar *carry* de más, dándose así una protección absoluta para los inversores.
 - La percepción del *carry* se demora. Ello puede implicar, sin embargo, la desincentivación del equipo gestor.
- b) *Invested capital carry*: este modelo de *carry* se caracteriza por las siguientes notas:
 - El *carry* solo se devenga una vez que los inversores obtengan un retorno igual al importe invertido en el fondo, más el retorno preferente sobre dicho importe.
 - Asegura que los inversores reciban el retorno sobre su inversión antes que el *carry* sea generado.
 - Existen riesgos potenciales de pagar *carry* en exceso.
 - Las obligaciones de devolución (*clawback*) y retención (*escrow*) se hacen necesarias. Sobre ellas volveremos más adelante.
- c) *Realised investment carry*: este modelo de *carry* se caracteriza por las siguientes notas:
 - El *carry* solo se devenga una vez que los inversores obtengan un retorno igual al importe invertido en el activo del que resultan los importes que se distribuyen, más el importe invertido en activos desinvertidos previamente, más la rentabilidad mínima sobre dichos importes.
 - Al igual que en el supuesto anterior, se da el riesgo de pago de *carry* en exceso.
 - El *carry* se paga antes que bajo los modelos de *invested capital* y *whole fund carry*.
 - Surgen también las obligaciones de devolución (*clawback*) y retención (*escrow*).

d) *Deal by deal carry*: este modelo de *carry* se caracteriza por las siguientes notas:

- El *carry* nace una vez que la plusvalía generada por el activo en cuestión supera el importe originalmente invertido más el retorno mínimo sobre dicho importe.
- Solo considera la operación en cuestión y no la de activos previamente desinvertidos.
- Hay un mayor potencial de pagar un *carry* excesivo.
- Surgen también las obligaciones de devolución (*clawback*) y retención (*escrow*).

Como hemos visto, en tres de los modelos de *carry* (*invested capital*, *realised investment* o *deal by deal*) son habituales las obligaciones de devolución (*clawback*) y retención (*escrow*).

El objetivo de la cláusula de *clawback* es mantener la relación 80/20 en la distribución de las ganancias del fondo. Así, consiste en la obligación del gestor de devolver todo o parte del *carry* recibido (neto de impuestos) si los gestores han percibido más del porcentaje de beneficios del fondo que corresponda (típicamente un 20%) o los inversores no han percibido el dinero invertido y la rentabilidad mínima asociada (típicamente un 8%).

Íntimamente relacionado con la cláusula de *clawback* se encuentra la retención de cantidades o *escrow*. Así, normalmente se retiene un porcentaje (normalmente, alrededor de un 25%) de las distribuciones de *carry* que se hagan. Su objetivo último es proteger al inversor de la posibilidad de que los gestores no puedan devolver los fondos sujetos al *clawback* en el momento de la liquidación³³.

3. Comisiones que se «cargan» a las participadas (*transaction fees*): el gestor puede cobrar honorarios por transacción, monitoreo o servicios de asesoramiento. Esto es más común entre los fondos de adquisición o fondos con *management fees* por debajo de la media del mercado. También pueden darse cuando el gestor lidera una transacción sindicada con otros fondos o coinversores.

Dichos honorarios se «cargan» a las empresas en las que el fondo invierte o a los coinversores y suelen compartirse con el fondo, mediante un descuento al *management fee*. La parte compartida con el fondo va desde el 50% hasta el 100% de la comisión. Alternativamente, puede fijarse un límite monetario hasta el cual los honorarios de transacción corresponden en su totalidad al gestor, y a partir de allí se comparten o van en su totalidad al fondo.

³³ Aún con las cantidades retenidas en el *escrow*, existe el riesgo de que las mismas sean insuficientes a la hora de ejecutar la cláusula de *clawback*.

B. Transmisiones

Los FCR son fondos cerrados, es decir, no permiten la redención anticipada del capital a solicitud del inversor. Los compromisos de capital son incondicionales e irrevocables, salvo en casos de faltas graves por parte del gestor, inhabilitación o salida de las personas clave (*key men*), o alguna otra causa específica prevista en la constitución del fondo, que pudiera suspender los compromisos de los inversores hasta tanto se remedie la situación.

Cualquier inversor que deseara abandonar el fondo, debería recurrir a la venta de su participación³⁴. Ahora bien, esto no será siempre sencillo debido a que los FCR suelen ser vehículos cerrados con limitaciones a la transmisibilidad de las participaciones. En efecto, el inversor que quiera vender deberá contar con la aprobación del gestor, y así y todo, probablemente deba mantener su compromiso para futuras llamadas de capital o desembolsos.

De este modo, si un inversor quiere transferir su participación en el fondo, deberá primero ofrecerla a los demás inversores, y luego al gestor. Si no hay interés o el interés es solo por una parte, el inversor podrá ofrecer el saldo a terceros en los mismos términos y condiciones. Para ello, debe preverse un mecanismo transparente de notificación y oferta. En cualquier caso, suele requerirse la aprobación del gestor. Estas condiciones no se aplican para las transferencias de participaciones a sociedades filiales o a otras entidades o vinculadas con el inversor.

La transferencia de la participación en el fondo, no obstante, puede no liberar al inversor de su compromiso de capital. La transferencia del compromiso es más difícil y requiere la aprobación expresa del gestor, y en cualquier caso requerirá un proceso de *due diligence* del nuevo inversor.

Las limitaciones a la transmisibilidad tienen unos objetivos claros, a saber:

1. Evitar el riesgo de incumplimiento de compromisos y desembolsos.
2. Evitar los riesgos de incumplimientos a nivel regulatorio.
3. Proteger la confidencialidad.

C. Persona clave (*key man*)

La persona o personas clave (*key person* o *key man*) son aquellas consideradas fundamentales para el éxito del fondo. Generalmente, son los directores o socios del gestor, incluyendo aquellos que condujeron el proceso de obtención de fondos.

Una cláusula *key man* establece que si una o todas las personas clave del FCR renuncian, quedan incapacitadas para desempeñar sus obligaciones, o dejan de estar involucradas en el pro-

³⁴ En muchas ocasiones, esto no será posible pues los FCR suelen ser vehículos cerrados cuyas participaciones no son libremente transmisibles.

yecto, los inversores pueden suspender automáticamente las actividades de inversión, suspender los compromisos de inversión y destituir al gestor.

La cláusula puede prever que estas consecuencias sean automáticas o bien que se desplieguen tras una deliberación y votación entre los inversores.

Lo más prudente en estos casos es estipular también un mecanismo que permita resolver el problema; por ejemplo, otorgando al gestor un plazo prudente para presentar nuevos candidatos a suceder al antiguo hombre clave.

Ahora bien, en estos casos conviene distinguir si efectivamente el *investment case* depende de la habilidad y conocimientos de personas específicas y no del potencial de una gran organización ya establecida.

D. Cese del gestor

Este es un punto clave de los términos y condiciones de un nuevo fondo. Los inversores desean contar con la mayor flexibilidad posible para destituir al gestor si se ha perdido la confianza en él.

Por su parte, los gestores suelen realizar importantes inversiones en tiempo y dinero para montar un fondo, lo que constituye para ellos un proyecto de dedicación exclusiva de largo plazo (especialmente cuando se trata de un gestor profesional). Por ello, se resisten a aceptar la destitución sin estar motivada.

Antiguamente, los FCR no podían destituir al gestor sin una causa justificada. Así, la destitución tenía lugar únicamente en los supuestos de insolvencia, incapacidad, negligencia, fraude, dolo, vulneración de las leyes o la incapacidad o renuncia de uno o varios *key men*.

En estos casos, se necesitaba una mayoría del 50% de los compromisos de inversión para llevar a cabo la destitución y la consecuencia económica inmediata para los gestores era la pérdida de su comisión de gestión así como del *carried interest*.

Actualmente, además de mantenerse las destituciones del gestor por causa justificada hay una tendencia a promover la flexibilización de las condiciones para la destitución del gestor. En algunos fondos se emplea la cláusula de «divorcio sin culpa» (*no-fault divorce*), cláusula que para ser ejecutada requiere el voto de mayorías especiales de inversores. Es importante que un eventual cese sin causa cuente con el apoyo de una amplia mayoría de inversores (típicamente 67% o 75% de los compromisos de inversión), ya que estos pueden dar lugar a conflictos de interés cuando algún inversor tenga un interés particular en cambiar al gestor.

En cualquier caso, cuando se destituye al gestor sin causa, suele preverse un pago indemnizatorio del orden de uno a dos años de comisión de gestión, más la retención del *carry* de las operaciones cerradas hasta la fecha de su destitución.

E. Conflictos

A fin de evitar situaciones incómodas, es interesante detectar y tratar en los términos del fondo los potenciales conflictos que puedan surgir.

Así, es frecuente prever mecanismos como los siguientes:

1. Establecer restricciones a la posibilidad de levantar nuevos fondos con objetivos de inversión sustancialmente similares (*successor funds*). Normalmente, esta prohibición permanecerá vigente hasta que finalice el periodo de inversión.
2. Fijar claramente que los requisitos que deben cumplir las operaciones con partes vinculadas, siendo de vital importancia que las mismas se lleven a cabo en condiciones y a precios de mercado.
3. Regular la posibilidad de compensar los ingresos con las comisiones de gestión.
4. Detallar claramente las reglas de distribución de oportunidades de inversión.
5. Establecer la obligación de informar (incluso de someter algunas decisiones) al comité asesor.

F. Gobierno corporativo

Los principales órganos de gobierno y supervisión de un FCR son la asamblea de inversores (también conocida como junta de partícipes), el comité asesor y el comité de inversiones.

Por lo que se refiere a la asamblea de inversores, dado que en muchos países no existen regulaciones específicas para los FCR, las facultades de los inversores suelen estar limitadas a aquellas expresamente incluidas en el reglamento (o *LP Agreement*) y varían de fondo en fondo.

No obstante, por la naturaleza de patrimonio autónomo de los FCR y el carácter de socios de responsabilidad limitada (*limited partners*) de los inversores, las facultades de estos suelen ser muy limitadas.

En particular, con el fin de limitar su responsabilidad, los inversores no tienen ninguna injerencia en las decisiones de inversión o administración del fondo.

Por otra parte, las decisiones importantes, como cambios al reglamento, destitución del gestor (cuando está previsto), extensión de la vida del fondo o del periodo de inversiones, etc., típicamente requieren el voto de mayorías especiales de inversores (67%, 75% o más de los compromisos de inversión).

Los inversores de un FCR tendrán generalmente los siguientes derechos:

1. Participar en los resultados económicos generados del giro ordinario de las operaciones de la cartera colectiva.
2. Examinar los documentos relacionados con la cartera colectiva, a excepción de aquellos que se refieran exclusivamente a los demás inversores.
3. Negociar sus participaciones en el fondo, de conformidad con la naturaleza de los documentos representativos de dichas participaciones.
4. Ejercer los derechos políticos derivados de su participación, a través de la asamblea de inversores.

En general, los FCR internacionales no prevén un órgano de gobierno del tipo de una asamblea de inversores. En estos casos, existe una asamblea o reunión anual, convocada por el gestor, donde se informa a los inversores sobre el desempeño del fondo; pero dicha asamblea no tiene funciones ejecutivas ni facultades especiales. Adicionalmente, suele preverse que en dicha reunión no se brindará información sobre los proyectos bajo evaluación por cuestiones de confidencialidad.

En aquellas jurisdicciones en las que sí se prevé una asamblea de inversores como órgano de gobierno corporativo, las funciones que se le otorgan a la misma suelen ser las siguientes:

1. Elegir los miembros del comité de vigilancia.
2. Aprobar las cuentas anuales del fondo.
3. Designar, cuando lo considere conveniente, un auditor externo.
4. Cambio y destitución del gestor.
5. Liquidación del fondo y designación del liquidador.
6. Aprobar o improbar el proyecto de fusión del fondo.
7. Las demás asignadas por el reglamento del fondo.

Los FCR internacionales cuentan, además, con un órgano de consulta, denominado *advisory board* (comité asesor), cuyas principales características son: (i) es un órgano o comité del fondo; (ii) representa los intereses de los inversores; (iii) es de carácter consultivo, por lo que no tiene responsabilidad sobre las decisiones de inversión y administración del fondo; (iv) puede tener derecho a aprobar o consentir ciertas cuestiones en determinados casos (nuevos *key men*, prórroga de la vida del fondo, etc.); y (v) son consultados en casos de conflicto de interés.

Por su parte, el comité de inversiones (*investment committee*) es un órgano del gestor. Está a cargo de las decisiones de inversión y desinversión del fondo, y de todas aquellas decisiones que puedan tener un impacto significativo en el valor de las participaciones de los inversores.

Son funciones del comité de inversiones:

1. Evaluar y aprobar los proyectos de inversión presentados por el gestor, de acuerdo con el perfil de riesgo y la política de inversión del fondo.
2. Evaluar y aprobar la venta o liquidación de las inversiones del fondo.
3. Evaluar y aprobar la fusión y/o escisión de las empresas o proyectos en los que haya invertido el fondo (en la medida en que el fondo tenga autoridad suficiente para influir en dicha decisión a nivel de la empresa).
4. Verificar que no existan conflictos de interés en los negocios y actuaciones del fondo. En el supuesto en que el comité de inversiones llegara a identificar potenciales conflictos de interés, deberá ponerlos en conocimiento del comité asesor.
5. Evaluar y proponer, en general, todas las medidas que reclame el interés común de los inversores.
6. Determinar los criterios de valoración del portafolio de inversiones.
7. Cuando fuera parte de la estrategia del fondo, aprobar el endeudamiento y/o reestructuración del pasivo del fondo.

G. Cómo rentabilizar la inversión en el fondo³⁵

A cambio de la falta de liquidez de la inversión, así como del elevado riesgo asumido, los inversores en un fondo de *private equity* confían en obtener unas rentabilidades que pueden oscilar entre dos mil y seiscientos puntos básicos por encima de las condiciones de mercado de otras inversiones menos arriesgadas.

Para obtener las anteriores rentabilidades los gestores de los fondos suelen hacer uso de las siguientes técnicas:

1. Aumentan el apalancamiento financiero de las empresas en las que se ha invertido. El apalancamiento financiero es positivo cuando mediante el uso de deuda es posible incrementar la rentabilidad financiera de una inversión. Esta deuda genera un coste financiero (intereses), pero si la inversión genera un ingreso mayor que los intereses a pagar, el excedente pasa a aumentar el beneficio de la empresa.
2. Profesionalizan la gestión de las empresas en las que participan, buscando la mayor eficiencia posible, aumentando así la rentabilidad operativa de las mismas generando mayores ingresos y reduciendo al máximo los costes.
3. Mejoran la gestión de los activos fijos y circulantes de las sociedades que adquieren.

³⁵ Para más información al respecto véase LÓPEZ LUBIÁN, F. J., *op. cit.*, págs. 90 y 91.

Así, no es infrecuente que para generar rentabilidad a la inversión la casa de *private equity* decida vender los inmuebles de la sociedad adquirida, permaneciendo la sociedad en los mismos en calidad de arrendataria y con una opción de compra futura sobre los mismos (operación de *sale and lease back*³⁶). Es más, puede ocurrir que la empresa tenga menor valor en conjunto que la suma de sus partes, interesando, por tanto, dividir la misma en distintos lotes y venderlos por separado (bien mediante ventas de activos, bien mediante la escisión de la sociedad adquirida).

4. Finalmente, no debemos olvidar que el momento clave para obtener la rentabilidad será el de la salida o desinversión de las sociedades adquiridas. Recordemos que las entidades de capital riesgo no pueden permanecer más allá de un plazo determinado participando de una sociedad de ahí que sea tan importante una salida exitosa de la sociedad objetivo y la materialización de las plusvalías latentes generadas.

A estos efectos, las formas clásicas de desinversión son las siguientes:

- a) La salida a bolsa de la sociedad objetivo.
- b) La venta de la sociedad objetivo a un tercero.
- c) La liquidación de la sociedad objetivo.

Ahora bien, estas vías de desinversión no son siempre posibles. En este sentido, en los últimos años se han desarrollado mecanismos alternativos para los casos en los que no son viables las técnicas clásicas de desinversión. Estas vías alternativas son básicamente dos:

- a) La recapitalización de la empresa (*recap*) con la que se incorpora nueva deuda a la empresa que se emplea para retribuir a los inversores del fondo, mediante la distribución de dividendos o la reducción de capital con devolución de aportaciones.
- b) El *secondary buyout* que consiste en vender la sociedad objetivo a otra entidad de capital riesgo.

³⁶ Por ejemplo, las casas de capital riesgo PAI, Permira y CVC, propietarias de Cortefiel como consecuencia de un LBO, se desprendieron del patrimonio inmobiliario de la compañía a través de un *sale and lease back*, obteniendo importes relevantes en forma de plusvalías inmobiliarias con las que repagaron parte de la financiación de la compra de la sociedad.

Bibliografía

- ARRANZ PUMAR, G. [1997]: «Salida a Bolsa de una sociedad de capital riesgo», en *Derecho de los Negocios*, Madrid.
- ASCRI; CLIFFORD CHANCE y GARRIGUES [2006]: *El nuevo régimen jurídico del capital riesgo en España*, 5 de abril.
- BAUZÁ MORÉ, F. J. [1994]: «Sociedades de Capital Riesgo y Fondos de Capital Riesgo», en la obra colectiva *Derecho del mercado financiero*, dirigida por ALONSO UREBA, A. y MARTÍNEZ-SIMANCAS, J., Civitas, Madrid.
- CORTÉS, L. J. [2007]: «Inversión Colectiva, Titulización de activos financieros. Capital Riesgo», en la obra colectiva *Curso de Derecho Mercantil II*, coordinada por URÍA, R. y MENÉNDEZ, A., Thompson Civitas, Cizur Menor (Navarra).
- CROISSIER BATISTA, L. C. [1984]: «La promoción de nuevas empresas en el marco de la reconversión industrial», en VV. AA., *La financiación capital riesgo (venture capital) y el desarrollo de nuevas empresas*, Instituto de Empresa, Madrid.
- «El Venture Capital en España. primer Semestre 2011», *Webcapitalriesgo*.
- LÓPEZ LUBIÁN, F. J. [2007]: «Algunas claves sobre capital privado ("private equity")», *Revista Española de Capital Riesgo*, número 1.
- MADRID PARRA, A. [2002]: «Régimen societario del capital riesgo (Ley 1/1999)», en *Derecho de sociedades. Libro homenaje a Fernando Sánchez Calero*, volumen 4, McGraw-Hill, Madrid.
- RAMÓN PINTADO, T. y GARCÍA PÉREZ DE LEMA, D. [2006]: «La participación financiera del capital riesgo español según la procedencia pública o privada de sus recursos», *Revista de Economía Industrial*, número 362, Madrid.
- SAAVEDRA ORTIZ, J. J. y SERRANO ACITORES, A. [2011]: *Operaciones mercantiles y productos de inversión en los mercados financieros*, Bosch, Barcelona.
- SARRÍA, I. [2011]: «Se abre la caja negra del private equity», *El Confidencial*, 26 de noviembre.
- SERRANO ACITORES, A. [2013]: *Leveraged Buyouts: El Sistema Contractual de las Adquisiciones Apalancadas de Empresas por Operadores de Capital Riesgo*, Aranzadi, Monografía número 40 de la Revista de Derecho de Sociedades, Cizur Menor (Navarra).
- TORTUERO, J. [2007]: «Las entidades de capital riesgo, sus operaciones típicas y la prohibición de asistencia financiera», *Revista Española de Capital Riesgo*, número 2.
- TRÍAS SAGNIER, M. [2006]: «La importancia del capital riesgo para el desarrollo económico. Momento actual de la industria», en la obra colectiva *Régimen jurídico y tributario del capital riesgo en España: entidades y operaciones*, coordinada por TRÍAS SAGNIER, M., Marcial Pons, Madrid.