

Las Entidades de Capital-Riesgo y su operativa

ALFONSO MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS

*Catedrático de Derecho Mercantil. Director de la Cátedra de Derecho de los Mercados Financieros.
Universidad CEU San Pablo. Socio de Martínez-Echevarría, Pérez y Ferrero Abogados.*

SUMARIO: 1. EL CAPITAL-RIESGO: SU OPERATIVA, SU REGULACIÓN Y SU «OPERATIVIDAD». 2. EL CARÁCTER ALTERNATIVO Y COMPLEMENTARIO DEL CAPITAL-RIESGO COMO FUENTE DE FINANCIACIÓN EMPRESARIAL. 3. LA APTITUD DE LA OPERATIVA DEL CAPITAL-RIESGO PARA ADECUAR LA INVERSIÓN A LOS INTERESES DEL INVERSOR Y LAS NECESIDADES DE LA EMPRESA PARTICIPADA. 4. SOBRE EL ENFOQUE Y LA ESTRUCTURA DE ESTE LIBRO.

1. EL CAPITAL-RIESGO: SU OPERATIVA, SU REGULACIÓN Y SU «OPERATIVIDAD»

La inversión por medio de entidades de capital-riesgo es una actividad financiera, que comprende todas las fases del recorrido de la aportación patrimonial de un inversor, desde el momento inicial en que se realiza la aportación, hasta el momento final en el que se le retorna el resultado de la inversión, pasando por la recepción de la aportación por un gestor, la configuración de una estructura contractual adecuada al tipo de inversión que se realice, la inversión del patrimonio en una empresa, la colaboración en la gestión eficiente de la empresa participada –para asegurar la rentabilidad de la inversión– y la desinversión para la obtención de las plusvalías buscadas por el inversor.

Si comparamos la operativa y el régimen de la inversión del capital-riesgo con la operativa bursátil realizada por un inversor individual e incluso con la realizada por medio de instituciones de inversión colectiva o inversores institucionales, comprobamos que aquella, frente a estas otras dos, incluye un número mayor de etapas de la inversión. Cualquiera de estos regímenes se ocupa de un ámbito del sistema financiero en el que se pueden cumplir

de forma satisfactoria los objetivos del inversor, pero se puede destacar como una ventaja competitiva del mercado del capital-riesgo, que en él el inversor y la sociedad gestora de la entidad de capital-riesgo pueden seguir cada paso del recorrido del patrimonio invertido e intervenir activamente en la gestión y en la suerte de esa inversión.

Como sucede en todos los sectores del sistema financiero, en el mercado del capital-riesgo también se encuentra abierto el debate sobre la conveniencia o no de un mayor grado de regulación de los sujetos intervinientes en el mercado y su actividad. Hasta el momento, la tendencia apunta hacia el incremento de la regulación no sólo en el ordenamiento español, sino también en el comunitario. El régimen establecido por el Real Decreto-ley 1/1986, de 14 de marzo, de medidas urgentes administrativas, financieras, fiscales y laborales, preveía muy pocas normas específicas para las entidades de capital-riesgo y sus sociedades gestoras –descansando, a ese respecto, en la aplicación supletoria del régimen de las instituciones de inversión colectiva–. Desde entonces hasta la promulgación de la Ley 25/2005, de 24 de noviembre, reguladora de las entidades de capital-riesgo y sus sociedades gestoras, la regulación de esta actividad ha incrementado¹. En esa misma dirección se encuentran las disposiciones contenidas en la Directiva 2011/61/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 8 de junio de 2011, relativa a los gestores de fondos de inversión alternativos y por la que se modifican las Directivas 2003/41/CE y 2009/65/CE y los Reglamentos (CE) núm. 1060/2009 y (UE) núm. 1095/2010 –en lo sucesivo, Directiva 2011/61/UE GFIA–, dentro de cuyo amplio ámbito de régimen quedan comprendidos, entre otras instituciones, los fondos de capital-riesgo, las sociedades de capital-riesgo autogestionadas y las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo. Esta Directiva parte de la base de la incidencia beneficiosa en los mercados de la operativa de los gestores de fondos de inversión alternativa, pero se ha visto en la necesidad de salir al paso de la difusión de riesgos a través del sistema financiero, que ha tenido lugar por medio de la actividad de algunos de esos gestores². El resultado, hasta cierto punto, inevitable es el mayor grado de exigencia en los requisitos de constitución y autorización requeridos a los gestores de fondos de inversión alternativa, así como el aumento de la supervisión a la que les somete la Directiva 2011/61/UE GFIA. Éste es el escenario que quedará configurado con el desarrollo y la transposición del contenido de esta Directiva³.

1. Si bien, el *régimen simplificado*, introducido por la Ley 25/2005, ofrece un marco normativo más ágil para aquellas entidades que reúnan los requisitos exigidos por él –*vid.* arts. 14 y 15 Ley 25/2005–.
2. Considerando 2 de la Directiva 2011/61/UE GFIA.
3. Previsto para julio de 2013 –*cf.* art. 66 Directiva 2011/61/UE GFIA–.

El reverso del incremento de la regulación es la influencia que ésta pueda generar en la eficiencia de la operativa del capital-riesgo, en su *operatividad*. La primera impresión de la Asociación Española de Entidades de Capital-Riesgo (ASCRI) sobre los efectos positivos que puedan desprenderse de las medidas contempladas en la Directiva 2011/61/UE GFIA es de cierto escepticismo⁴.

2. EL CARÁCTER ALTERNATIVO Y COMPLEMENTARIO DEL CAPITAL-RIESGO COMO FUENTE DE FINANCIACIÓN EMPRESARIAL

La industria del capital-riesgo ha consolidado su posición dentro del sistema financiero. No es un sustituto de las fuentes de financiación empresariales preexistentes a su aparición: las entidades de crédito y los mercados de valores. Es una alternativa. La cartera de participaciones de los operadores españoles de capital-riesgo asciende a 2.930 empresas, cuyo valor a precio de coste es 20.488 millones de euros⁵. En Europa estas cifras ascienden a más de 20.000 empresas participadas por entidades de capital-riesgo⁶, lo que supone una inversión de 233.000 millones de euros⁷.

Más allá de la consolidación –y navegando contracorriente de la crisis económica–, el mercado del capital-riesgo tiene frente a sí el reto de una mayor captación de fondos y la consiguiente financiación de un mayor número de empresas⁸.

El conocido régimen tributario favorable del que se beneficia la inversión realizada por medio de entidades de capital-riesgo es uno de los incentivos para atraer fondos con los que desde sus orígenes ha contado este mer-

4. Vid. ASCRI, *Informe 2012 Capital Riesgo & Private Equity en España*, Madrid, 2012, pg. 10.

5. Cfr. ASCRI, *Informe 2012 Capital Riesgo & Private Equity en España*, cit., pg. 11.

6. Cfr. los datos facilitados por European Private Equity & Venture Capital Association (EVCA) en www.evca.eu (<http://evca.eu/business-builders> –consultado en fecha 30 mayo 2012–).

7. Cfr. los datos facilitados por European Private Equity & Venture Capital Association (EVCA) en www.evca.eu (<http://evca.eu/facts> y <http://evca.eu/business-builders> –consultado en fecha 30 mayo 2012–).

8. El capital-riesgo canaliza inversión hacia empresas de todos los tamaños, pero es conocida su aptitud para la financiación de empresas pequeñas y medianas. La European Private Equity & Venture Capital Association (EVCA) pone sobre la mesa un dato, sugiriendo las posibilidades de crecimiento existentes: actualmente son más de 20.000 las pequeñas y medianas empresas europeas financiadas por medio del capital riesgo, pero el número total de empresas europeas de este perfil supera los 20 millones, cfr. www.evca.eu (<http://evca.eu/what-are-private-equity-venture-capital> –consultado en fecha 30 mayo 2012–).

cado⁹. La introducción de los fondos de fondos de capital-riesgo por la Ley 25/2005 fue una medida más para facilitar la captación de patrimonio¹⁰. El marco regulatorio creado por la Directiva 2011/61/UE GFIA, al que hemos hecho referencia más arriba, busca inspirar confianza en los inversores y atraerlos hacia este sector, potenciando un mayor crecimiento y generalización de los fondos como vehículo de inversión.

3. LA APTITUD DE LA OPERATIVA DEL CAPITAL-RIESGO PARA ADECUAR LA INVERSIÓN A LOS INTERESES DEL INVERSOR Y LAS NECESIDADES DE LA EMPRESA PARTICIPADA

La inversión institucional ofrece al inversor que participa en ella la cualificación y los servicios profesionales de los gestores de sociedades de instituciones de inversión colectiva y la posibilidad de disfrutar de las ventajas que se derivan de la *política de inversión* del fondo o la sociedad de inversión colectiva a través del cual se invierte. Esto hace que el inversor no experto vea removidas parte de sus reticencias al riesgo que puede entrañar la inversión en los mercados financieros. En consecuencia, la inversión colectiva desarrolla, entre otras, una labor positiva de atracción de patrimonio a los mercados de instrumentos financieros.

Este mismo esquema y esta lógica inspiran la actividad del capital-riesgo, en el cual también trabajan en coordinación el inversor y las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo, canalizando la inversión a través de vehículos como los fondos y las sociedades de capital-riesgo.

Pero, además, el capital-riesgo comprende dentro de su operativa un rico catálogo de estructuras contractuales, que permiten adecuar la inversión tanto a las necesidades del inversor como a las de la empresa participada. Esta diversidad de estructuras contractuales es uno de los rasgos característicos de la operativa del capital-riesgo –dando lugar al habitual y conocido repertorio de siglas con las que se abrevian sus nombres en inglés: *leveraged buy-out* (LBO), *managers buy-in* (MBI), *managers buy-out* (MBO), *buy-in/managers buy-out* (BIMBO), *institutional buy-out* (IBO), *secondary buy-out* (SBO), entre otras–, que permite atender necesidades de muy distintos tipos en función de la situación en que se encuentre la empresa participada y los objetivos pretendidos por ésta y por los inversores. La inversión por medio del capital-

9. Vid. art. 55 del Real Decreto Legislativo 4/2004, de 5 de marzo, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Impuesto sobre Sociedades.

10. En el ámbito europeo, los fondos de fondos suponen un 15,5% del total del patrimonio invertido en el mercado del capital-riesgo –cfr. [www.evca.eu](http://evca.eu) (<http://evca.eu/facts>, consultado en fecha 30 mayo 2012)–.

riesgo también permite ajustar la financiación a empresas de cualquier tamaño: pequeñas, medianas, grandes e, incluso, cotizadas, que, tras la inversión son retiradas del mercado, o no cotizadas, que, como forma de desinversión, son ofrecidas a suscripción en el mercado bursátil. La práctica del mercado del capital-riesgo gradúa las operaciones atendiendo también a la evolución o nivel de desarrollo del proyecto empresarial que se financia y así distingue entre capital semilla –*seed capital*–, arranque de una empresa –*start-up*–, otras fases iniciales –*other early stages, build-up o growth capital*¹¹–; operaciones de expansión –*expansion*–, de reestructuración de una empresa –*turn around*– y sustitución de antiguos accionistas por nuevos accionistas –*re-placement*¹²–.

4. SOBRE EL ENFOQUE Y LA ESTRUCTURA DE ESTE LIBRO

Este libro se enmarca dentro de un Proyecto de Investigación desarrollado por la CÁTEDRA DE DERECHO DE LOS MERCADOS FINANCIEROS DE LA UNIVERSIDAD CEU SAN PABLO¹³.

La obra procura alcanzar un equilibrio entre el enfoque académico y el práctico. Este doble enfoque encuentra su reflejo no sólo en el contenido de los distintos capítulos, sino también en el perfil profesional de sus autores. Entre ellos hay Profesores de Universidad, Notarios, Abogados de grandes despachos nacionales e internacionales y personas que ocupan o han ocupado cargos de alta dirección en entidades financieras públicas y privadas.

La promulgación de normas reguladoras de la actividad del capital-riesgo ha sido acompañada por la literatura jurídica española en las últimas décadas, dando lugar a grandes obras colectivas sobre la materia. El tiempo transcurrido desde la aparición de la última de ellas invitaba a la publicación de un trabajo en el que se examinasen los nuevos problemas surgidos en el mercado. Acogiendo esa invitación y, al mismo tiempo, con el propósito de analizar fundamentalmente la actividad negocial e inversora de este sector, más que sus normas ordenación, los autores de esta obra publican el resultado de su estudio sobre el *capital riesgo y su operativa*.

El libro está compuesto por tres partes. En la primera se centra la atención sobre los agentes principales de la actividad de inversión del capital-

11. Estas tres fases iniciales se corresponden con el sector denominado *venture capital* en el ámbito anglosajón.

12. Estas operaciones se corresponden con etapas más evolucionadas de la vida de una empresa y, a su vez, constituyen transacciones de mayor cuantía y, en el ámbito anglosajón son denominadas *private equity*.

13. Proyecto CEU-USP OTRI 2008 14-B «El capital-riesgo: su operativa».

riesgo: las sociedades de capital-riesgo, estudiadas en el capítulo segundo; los fondos de capital-riesgo, tratando a este respecto, en el capítulo tercero la reacción ante la mora del partícipe, y las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo, a las que se dedican el capítulo cuarto, relativo a su ámbito operativo y sus funciones.

La segunda parte se refiere a la actividad contractual y la operativa desarrolladas por las entidades de capital-riesgo. En el capítulo quinto se hace un recorrido panorámico sobre la operativa y las estrategias de inversión de las entidades de capital-riesgo. En el capítulo sexto se presta atención a la captación de recursos en tiempos de crisis y a la relación del capital-riesgo con los mercados de valores, haciendo una referencia especial al Mercado Alternativo Bursátil (MAB). Las obligaciones de información, de auditoría y contables, y el régimen de las participaciones significativas de las entidades de capital-riesgo y sus sociedades gestoras se analizan en el capítulo séptimo. En los capítulos octavo y noveno se desciende al análisis detallado del proceso de *due diligence* y de la negociación precontractual y la tramitación contractual de las operaciones de inversión del capital-riesgo. La segunda parte se cierra con el comentario, en el capítulo décimo, de las complejas estructuras de financiación de las operaciones de capital-riesgo.

En la tercera y última parte de la obra se consideran algunos contextos y sectores en los que la actividad de las entidades de capital-riesgo adquiere algunas particularidades. En primer lugar, en el capítulo undécimo se estudia una operación singular y problemática, la fusión apalancada. La adquisición de empresas dentro de un proceso de concurso de acreedores es uno de los recursos operativos de las entidades de capital-riesgo, analizado pormenorizadamente en el capítulo duodécimo. El capítulo decimotercero se ocupa de la deuda subordinada y los préstamos participativos. El capítulo decimocuarto está dedicado a un sector específico de este mercado: el capital-riesgo filantrópico.

* * *

Los autores de esta obra confían en que el resultado de su trabajo, volcado en estas páginas, facilite el conocimiento del régimen de las entidades de capital-riesgo y sus sociedades gestoras y contribuya al correcto desarrollo de la operativa en el mercado del capital-riesgo.