

Las Sociedades Gestoras de Entidades de Capital-Riesgo: su ámbito operativo y sus funciones

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. CONSIDERACIONES GENERALES. LA INCLUSIÓN DE LAS SOCIEDADES GESTORAS DE ENTIDADES DE CAPITAL-RIESGO DENTRO DE LA CATEGORÍA GESTORES DE FONDOS DE INVERSIÓN ALTERNATIVA (GFIA). 2. EL CONCEPTO DE SOCIEDAD GESTORA DE ENTIDADES DE CAPITAL-RIESGO. 2.1. *La definición legal de sociedad gestora de entidades de capital-riesgo atendiendo a los elementos esenciales integrantes de su régimen.* 2.1.1. El carácter de sociedad anónima especial. 2.2.2. El objeto social principal. 2.2.3. La actividad complementaria de las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo. 2.2. *La configuración de la gestión de entidades de capital-riesgo como una actividad sometida a regulación y supervisión.* 2.3. *Definición propuesta de sociedad gestora de entidades de capital-riesgo.* 3. LA NATURALEZA Y LOS REQUISITOS ESPECÍFICOS DE LAS SOCIEDADES GESTORAS DE ENTIDADES DE CAPITAL-RIESGO. 3.1. *La naturaleza de las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo y sus requisitos de constitución.* 3.1.1. Sociedades anónimas especiales por razón de su objeto y de sus requisitos constitutivos. Su condición de sociedades reguladas, sometidas al «régimen común» de la Ley 25/2005 y al de la Directiva 2011/61/UE GFIA. 3.1.2. Su naturaleza de entidades financieras. 3.2. *Entidades con semejanzas en su naturaleza a las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo, que pueden desarrollar funciones propias de éstas.* 3.2.1. Las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva. 3.2.2. Las entidades facultadas para la «gestión de carteras de inversión»: las sociedades de valores, las agencias de valores, las sociedades gestoras de carteras y las entidades de crédito. 3.3. *Las sociedades de capital-riesgo autogestionadas.* 4. ASPECTOS DETERMINANTES DEL MARCO EN EL QUE DESARROLLAN SUS FUNCIONES LAS SOCIEDADES GESTORAS DE ENTIDADES DE CAPITAL-RIESGO. 4.1. *Las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo, centro gravitatorio del mercado del capital-riesgo.* 4.2. *La obligación de velar por el interés de los partícipes y los accionistas, como principio inspirador del ejercicio de sus funciones.* 4.3. *La responsabilidad frente a los partícipes y los accionistas por los perjuicios causados*

—la lógica bienintencionada pero traicionera del artículo 43.2 de la Ley 25/2005—. 4.4. La remuneración de las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo —su condicionamiento por las disposiciones de la Directiva 2011/61/UE GFIA—. 5. EL DESARROLLO DE LA ACTIVIDAD DE LAS SOCIEDADES GESTORAS DE ENTIDADES DE CAPITAL-RIESGO. SUS FUNCIONES ESPECÍFICAS. 5.1. La gestión y la comercialización: las dos funciones principales de las sociedades «no sólo gestoras» de entidades de capital-riesgo. 5.2. Las funciones específicas de las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo. 5.3. La naturaleza de la relación existente entre las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo y los partícipes de los fondos de capital-riesgo gestionados por ellas. 5.4. El ejercicio de los derechos políticos correspondientes a los valores integrantes de los fondos gestionados por las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo. 5.5. La involucración de las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo en la gestión de las empresas participadas. 6. LA REVOCACIÓN DE LAS SOCIEDADES GESTORAS DE ENTIDADES DE CAPITAL-RIESGO. 7. LA SUSTITUCIÓN DE SOCIEDADES GESTORAS. 8. LA DELEGACIÓN PARCIAL DE LA LABOR DE GESTIÓN DE LAS SOCIEDADES GESTORAS DE ENTIDADES DE CAPITAL-RIESGO. 8.1. La facultad de las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo de delegar parcialmente su labor de gestión. 8.2. El procedimiento y el contrato de delegación parcial de la gestión. Las entidades receptoras de la delegación parcial. 8.3. La responsabilidad de las dos partes del contrato de delegación parcial. La posible exoneración de responsabilidad de la sociedad gestora delegante. 9. CONCLUSIONES. NORMATIVA CITADA. BIBLIOGRAFÍA.

1. CONSIDERACIONES GENERALES. LA INCLUSIÓN DE LAS SOCIEDADES GESTORAS DE ENTIDADES DE CAPITAL-RIESGO DENTRO DE LA CATEGORÍA GESTORES DE FONDOS DE INVERSIÓN ALTERNATIVA (GFIA)

La mera lectura del título de la Ley 25/2005, de 24 de noviembre, *reguladora de las entidades de capital-riesgo y sus sociedades gestoras* —en lo sucesivo, Ley 25/2005—, permite deducir que esta norma distingue *dos categorías* de instituciones: las *entidades de capital-riesgo* y las *sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo*. Por tanto, una primera idea que conviene destacar con relación a las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo es que, aunque comparten muchos aspectos de su régimen con ellas, *no son entidades de capital-riesgo*¹. La ley se manifiesta repetidas veces sobre este particular de

1. Es ilustrativo analizar la regulación del mercado del capital-riesgo en el ámbito anglosajón —con distintas particularidades en función del régimen nacional del que se trate—, pero, aunque se pueden formular analogías, no es posible establecer una total correspondencia entre los tipos de instituciones que encontramos en nuestro ordenamiento y los existentes en los de esos países. No obstante, si nos referimos al sector inversor del *private equity*, podemos afirmar que la figura equivalente a las *sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo* son las *private equity firms*. Resulta, sin embargo, más difícil establecer un paralelismo entre las *entidades de capital-riesgo* y los *private equity funds* y

forma expresa, aunque podría haber sido más explícita al respecto². Es suficientemente claro, no obstante, el texto del artículo 4.1, en el que se afirma que «(l)as entidades de capital-riesgo pueden adoptar la forma jurídica de sociedades de capital-riesgo o de fondos de capital-riesgo».

Sin embargo, el papel que desempeñan las sociedades gestoras en relación con las entidades de capital-riesgo es esencial. Lo es en mayor medida para los fondos de capital-riesgo³, que necesitan la intervención de estas gestoras —o, en cualquier caso, de una entidad gestora⁴— no sólo para el desarrollo de su operativa y la consecución de su objeto o finalidad⁵, sino también para la obtención de la autorización previa a su constitución⁶. En el caso de las sociedades de capital-riesgo, aunque es posible la autogestión⁷, la labor de las sociedades gestoras no deja de ser importante.

El propósito de estas líneas, como el de esta obra colectiva en su conjunto, es el estudio de aspectos relativos a la operativa en el sector económico del capital-riesgo. En este capítulo nos centramos en la operativa de las sociedades gestoras. Lo expuesto en los párrafos precedentes, podría conducir a que nos ocupásemos de todo cuanto afecta a la actividad desarrollada por los fondos y por las sociedades de capital-riesgo⁸. Con intención de ser más especí-

las diversas modalidades de vehículos de inversión existentes en los mercados anglosajones. Podemos hablar de semejanzas y dificultades análogas, en el sector inversor del *venture capital*, donde se encuentran las *venture capital firms* y los *venture capital funds*. Vid. sobre este particular, con relación al régimen británico, DOW, J., «The Role of Private Equity», en COOKE, D. J., *Private Equity: Law and Practice*, 3rd. ed., Sweet & Maxwell, London, 2011, pgs. 1-3, y TALMOR, E./VASVARI, F., *International Private Equity*, Wiley, London, 2011, pgs. 13-14, con referencias no sólo a la Directiva 2011/61/UE, reguladora de los *gestores de fondos de inversión alternativa*, sino también a *The Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act 2010* norteamericana; sobre el régimen estadounidense, LEVIN, J. S./ROCAP, D. E., *Structuring Venture Capital, Private Equity, and Entrepreneurial Transactions*, Wolters Kluwer, New York, 2012, chapter 1, pg. 3.

2. Vid., entre otros, arts. 1 y 4.1 Ley 25/2005.

3. Y, de forma análoga, lo mismo se puede afirmar respecto de las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva con relación a los fondos de inversión colectiva —vid. CAÑO PALOP, J. R. del, «Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva», en URÍA FERNÁNDEZ, F. (Coord.), *Régimen jurídico de los Mercados de Valores y de las Instituciones de Inversión Colectiva*, La Ley, Madrid, 2007, pg. 1115—.

4. Alternativamente, si la gestión no se ejerce por una sociedad gestora de entidades de capital-riesgo, la Ley prevé que esta función se puede desarrollar por una *sociedad gestora de instituciones de inversión colectiva* (art. 36.1 Ley 25/2005).

5. Vid. art. 31.1, proposición segunda, Ley 25/2005.

6. Al relacionar los requisitos para la obtención de la autorización, el artículo 10.1.c) de la Ley 25/2005 exige, «(e)n el caso de los fondos de capital-riesgo, designar una sociedad gestora constituida con arreglo a esta ley o a la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva».

7. Art. 3.1, *in fine*, Ley 25/2005.

8. Así se puede deducir, entre otros, del artículo 3.1, proposiciones tercera y cuarta, de la Ley 25/2005, donde, tras haber relacionado en las proposiciones primera y segunda las

ficos, intentaremos restringirnos a las *funciones* que la Ley 25/2005 atribuye con carácter *específico* a las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo⁹, sin poder evitar hacer referencia, en ocasiones, a algunas de las funciones de las entidades de capital-riesgo que deben ser realizadas necesariamente por las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo¹⁰. Esto aconseja que en los epígrafes iniciales de este capítulo delimitemos conceptualmente las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo e identifiquemos su naturaleza¹¹, para poder precisar luego con claridad cuáles son los cometidos propios de la actividad de estas sociedades.

La promulgación de 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— contempla ciertos cambios en el régimen de las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo¹².

«actividades complementarias» de las entidades de capital-riesgo, se dispone que, «(e)n el caso de los fondos de capital-riesgo, las actividades anteriores serán realizadas por las sociedades gestoras» y «(e)n el caso de las sociedades de capital-riesgo, podrán ser realizadas por ellas mismas o bien, en su caso, por sus sociedades gestoras». Vid. RODRÍGUEZ ARTIGAS, F., «Artículo 2 Concepto y artículo 3 Actividades complementarias», en IGLESIAS PRADA, J. L./DÍAZ RUIZ, E. (Dira.), *Comentarios a la Ley 25/2005, reguladora de las entidades de capital riesgo y sociedades gestoras*, Civitas, Cizur Menor, Navarra, 2006, pgs. 34 y ss.

9. Vid. art. 43 Ley 25/2005.

10. Vid., en esta línea, MÉNDEZ ÁLVAREZ-CEDRÓN, J. M., «Artículo 43. Funciones», en IGLESIAS PRADA, J. L./DÍAZ RUIZ, E. (Dira.), *Comentarios a la Ley 25/2005, reguladora de las entidades de capital riesgo y sociedades gestoras*, Civitas, Cizur Menor, Navarra, 2006, pg. 344, donde, hablando de la responsabilidad que asumen estas sociedades, afirma que «no está limitada al cumplimiento de las letras a) a la h)» del artículo 43 de la Ley 25/2005 —en el que se relacionan sus funciones *específicas*—, «sino que deriva del cumplimiento de todas las disposiciones de la Ley» —el subrayado es nuestro—.

11. No es propósito de esta obra analizar aspectos relativos a lo que el Derecho de los Mercados Financieros, originalmente, y, más tarde, el Derecho mercantil en general denomina *normas de ordenación*.

12. Cfr. BAKER & MCKENZIE/SJ BERWIN, «Principales cuestiones de la Directiva AIFMD», en ASOCIACIÓN ESPAÑOLA DE ENTIDADES DE CAPITAL RIESGO, INFORME 2011, Madrid, 2011, pg. 47; RODRÍGUEZ, I., «Directiva AIFM y su impacto en la industria del capital riesgo», *Revista Española de Capital Riesgo*, núm. 1, 2011, pg. 4. Vid. también GARCÍA MARTÍNEZ, L., «La armonización de la gestión de los fondos de inversión alternativa: la Directiva 2011/61/EU», *Documentos de Trabajo del Departamento de Derecho Mercantil*, núm. 2012/53, Universidad Complutense de Madrid, Madrid, 2012; HOEDT EIGEL, Ch./DAROCA VÁZQUEZ, C., «Capital riesgo: aspectos jurídicos, retos y tendencias», en FUNDACIÓN DE ESTUDIOS BURSÁTILES Y FINANCIEROS, *El sector del capital riesgo y su influencia clave en la recuperación de la economía española*, Civitas, Cizur Menor, Navarra, 2012, pg. 81.

La futura transposición de la Directiva 2011/61/UE GFIA a nuestro ordenamiento introducirá algunas modificaciones en el régimen de las sociedades gestoras de enti-

Esta directiva pretende incrementar la seguridad en el mercado, evitando que por medio de la actividad de los *Gestores de Fondos de Inversión Alternativa* –en lo sucesivo, GFIA– se difundan o amplifiquen riesgos a través del mercado financiero¹³. Con este propósito se fija un doble objetivo: (1) establecer un *mercado interior para los GFIA* y (2) crear un *marco armonizado y riguroso de regulación y supervisión* de la actividad de todos los GFIA en el interior de la Unión Europea¹⁴. Con el fin de que su propósito regulador alcance el mayor grado posible de cobertura, la Directiva 2011/61/UE GFIA es ambiciosa al delimitar su ámbito subjetivo de aplicación. Lo hace por medio de dos amplias definiciones: la de *fondo de inversión alternativa (FIA)* y la de *gestor de fondo de inversión alternativa (GFIA)*.

La definición de *Fondo de Gestión Alternativa* –en lo sucesivo, FIA– formulada en el artículo 4.1.a) de la Directiva 2011/61/UE GFIA comprende una amplia categoría de entidades. Dispone este artículo que un FIA es (1) «todo organismo de inversión colectiva, así como sus compartimentos de inversión», que (2) «obtenga capital de una serie de inversores» (3) «para invertirlo, con arreglo a una política de inversión definida, en beneficio de esos inversores»¹⁵ y (4) que «no requiera autorización de conformidad con el artículo 5 de la Directiva 2009/65/CE»¹⁶, reguladora de los denominados *Organismos de Inversión Colectiva en Valores Mobiliarios (OICVM)*¹⁷.

La definición de GFIA contenida en el artículo 4.1.b) de la Directiva 2011/61/UE GFIA es lacónica, casi tautológica y, como la de FIA, de amplio espectro: «toda persona jurídica cuya actividad habitual consista en gestionar uno o varios FIA»¹⁸. De la lectura conjunta de ambas definiciones se deduce

dades de capital-riesgo. En consecuencia, en estas líneas nos ocupamos tanto del régimen vigente como de las modificaciones contempladas en la Directiva.

13. Considerandos 2 y 3 Directiva 2011/61/UE GFIA.

Vid. TALMOR, E./VASVARI, F., *International Private Equity*, cit., pg. 14.

14. Considerando 4 Directiva 2011/61/UE GFIA.

Vid. BAKER & MCKENZIE/SJ BERWIN, «Principales cuestiones de la Directiva AIFMD», cit., pg. 48; RODRÍGUEZ, I., «Directiva AIFM y su impacto en la industria del capital riesgo», cit., pg. 5.

15. Art. 4.1.a)i) Directiva 2011/61/UE GFIA.

16. Art. 4.1.a)ii) Directiva 2011/61/UE GFIA.

17. Al transponer al ordenamiento español la regulación comunitaria sobre «organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios», nuestra normativa sustituye este término por «instituciones de inversión colectiva» –correspondiendo a estos las siglas IIC–.

Sobre el concepto de FIA, vid. RUBIO DE CASAS, M. G., «La Directiva de gestores de fondos de gestión alternativa: aspectos principales de la regulación de los gestores y perspectiva desde el ámbito del "private equity"», en FUNDACIÓN DE ESTUDIOS BURSÁTILES Y FINANCIEROS, *El sector del capital riesgo y su influencia clave en la recuperación de la economía española*, Civitas, Cizur Menor, Navarra, 2012, pgs. 356-359.

18. El concepto «gestión de FIA» comprende dos grandes funciones: la *gestión de carteras* y

la inclusión de las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo dentro de la categoría GFIA¹⁹.

Dada, por un lado, la amplitud de la definición de GFIA y, por otro, que los OICVM cuentan con sus propias normas de regulación y supervisión, la promulgación de la Directiva 2011/61/UE GFIA significa el sometimiento a regulación y supervisión de la casi totalidad de los gestores organismos de inversión colectiva²⁰.

Conforme a la terminología y técnica del denominado procedimiento legislativo comunitario «Lamfalussy», la Directiva 2011/61/UE GFIA es una norma de «nivel 1», en la que se establecen tan sólo principios generales. El desarrollo de estos principios se realizará por medio de normas de «nivel 2». Y, para asegurar la aplicación e interpretación armónica de esta regulación, se promulgarán normas de «nivel 3». Corresponde a la Autoridad Europea de Valores y Mercados (AEVM, también conocida por las siglas de su nombre en inglés –ESMA–) llevar la iniciativa de este proceso de desarrollo normativo, con la colaboración de comités especializados, y su ejecución es competencia de la Comisión Europea. La fecha prevista para la transposición de la Directiva es julio de 2013²¹.

2. EL CONCEPTO DE SOCIEDAD GESTORA DE ENTIDADES DE CAPITAL-RIESGO

2.1. LA DEFINICIÓN LEGAL DE SOCIEDAD GESTORA DE ENTIDADES DE CAPITAL-RIESGO ATENDIENDO A LOS ELEMENTOS ESENCIALES INTEGRANTES DE SU RÉGIMEN

Tanto la Ley 25/2005, en su artículo 40²², como la doctrina ofrecen un concepto descriptivo de las sociedades gestoras de entidades de capital-

la *gestión de riesgos* –*vid.* artículo 4.1.w), que remite al punto 1, letras a) y b), del anexo I de la Directiva 2011/61/UE GFIA–.

Sobre el concepto de GFIA, *vid.* RUBIO DE CASAS, M. G., «La Directiva de gestores de fondos de gestión alternativa...», *cit.*, pg. 359.

19. En este mismo sentido se expresa la Directiva 2011/61/UE GFIA en su considerando 8. Igualmente, el considerando 3, en el que se dispone que «la presente Directiva debe aplicarse a los GFIA que se encarguen de la *gestión de cualquier tipo de fondo para el cual no sea de aplicación la Directiva 2009/65/CE*, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 13 de julio de 2009, por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM), *con independencia de la vía jurídica o contractual a través de la cual se confíe a los GFIA esa responsabilidad*».

20. *Vid.* las excepciones contempladas por la propia Directiva en sus artículos 2.3; *vid.*, también, RODRÍGUEZ, I., «Directiva AIFM y su impacto en la industria del capital riesgo», *cit.*, pg. 5.

21. Art. 66 Directiva 2011/61/UE GFIA.

22. Rubricado «Definición y régimen jurídico de las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo».

riesgo. Estas sociedades se identifican por los elementos que el legislador ha dispuesto que las caractericen de forma *necesaria* y esencial.

Así, el mencionado artículo 40, en su número primero, las define por medio de la enumeración de tres elementos, afirmando que son (1) «*sociedades anónimas*» (2) «*cuyo objeto social principal es la administración y gestión de fondos de capital-riesgo y de activos de sociedades de capital-riesgo*», y que (3) «*como actividad complementaria podrán realizar tareas de asesoramiento a las empresas no financieras definidas en el artículo 2 de esta Ley*».

2.1.1. El carácter de sociedad anónima especial

El primer elemento, su condición de sociedad anónima, hasta cierto punto, es contingente. El legislador podría haber previsto otra forma jurídica para estos agentes. Es expresión de esta circunstancia el camino de ida y vuelta experimentado, en su caso, por las sociedades de capital riesgo. Inicialmente, el régimen establecido por el Real Decreto-ley 1/1986, de 14 de marzo, de medidas urgentes administrativas, financieras, fiscales y laborales, las concibió como sociedades anónimas; posteriormente, el Real Decreto-ley 7/1996, de 7 de junio, sobre medidas urgentes de carácter fiscal y de fomento y liberalización de la actividad económica, en un momento de política de flexibilización y desregulación, dispuso que estas sociedades pudiesen adoptar una forma distinta de la de anónima; la Ley 1/1999, de 5 de enero, reguladora de las entidades de capital-riesgo y de sus sociedades gestoras –en lo sucesivo, Ley 1/1999–, estableció de nuevo la exigencia de que estas entidades estén revestidas con la forma de sociedad anónima²³ –y, por su parte, el artículo 28.1 de la Ley 25/2005 mantiene esa previsión–. En consecuencia, toda vez que la letra del artículo 40.1 de la Ley 25/2005 hace mención al tipo sociedad anónima, esta forma societaria se convierte en uno de los elementos que conforman su esencia.

Con más precisión, podemos decir que se trata de *sociedades anónimas especiales*²⁴. De este hecho se deriva que el régimen de las sociedades gestoras

23. Vid. JUSTE MENCIA, J., «Los vehículos de inversión y sus sociedades gestoras», en ÁLVAREZ ARJONA, J. M./ERLAIZ COTELO, ... *Capital Riesgo (Private Equity). Aspectos regulatorios, mercantiles, financieros, fiscales y laborales*, Thomson-Aranzadi, Cizur Menor, Navarra, 2006, pgs. 99-101.

24. Cfr. HODEI EIGEL, Ch./DAROCA VÁZQUEZ, C., «Capital riesgo: aspectos jurídicos, retos y tendencias», cit., pg. 51; JUSTE MENCIA, J., «Los vehículos de inversión y sus sociedades gestoras», cit., pg. 122; LARA GONZÁLEZ, R., «El marco jurídico-mercantil de las entidades de capital riesgo», *Perspectivas del Sistema Financiero*, 2007, núm. 89, pg. 44. Con términos semejantes –*subtipo* de la sociedad anónima–, vid. GRIMA FERRADA, J., «El régimen legal de las entidades de capital riesgo en España», en FRÍAS SAGNIER, M. (coord.), *Régimen jurídico y tributario del capital riesgo en España. Entidades y operaciones*, Marcial Pons, Madrid, 2006, pg. 87.

En el mismo sentido, pero con relación a las sociedades gestoras de instituciones de

de entidades de capital-riesgo se integra con carácter supletorio por lo dispuesto 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. El artículo 40.2 de la Ley 25/2005 se manifiesta expresamente al respecto, estableciendo que, en lo no previsto por la Ley 25/2005, a las sociedades gestoras de entidades de capital riesgo les será aplicable la normativa general de las sociedades anónimas²⁵. Esta circunstancia da lugar a que, en numerosas ocasiones, para cubrir lagunas en cuestiones relativas a las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo, procede acudir a la Ley de Sociedades de Capital, en la que se contiene la regulación general de la sociedad anónima²⁶, y consultar la doctrina relativa a las sociedades anónimas comunes. Dado que este mismo artículo dispone que a las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo también les será aplicable supletoriamente la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva –en lo sucesivo, Ley 35/2003–, es igualmente procedente el recurso a esta norma y a la doctrina desarrollada en torno a las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva.

Las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo son sociedades anónimas especiales tanto por razón de su objeto²⁷ como por algunos requisitos constitutivos que deben observar. Nos ocupamos de los requisitos constitutivos que las caracterizan en líneas inferiores, al hablar de su naturaleza jurídica.

inversión colectiva, DEL CAÑO PALOP, J. R., «Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva», cit., pg. 1115.

25. *Stricto sensu* el artículo 40.2 hace referencia a la norma reguladora de las sociedades anónimas vigente en aquel momento, el Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, derogado posteriormente.
26. Además, esto permite que, si el legislador, lo estima oportuno, no sea necesario el desarrollo reglamentario a que habilita la Disposición Final 6ª de la Ley (cfr. MÉNDEZ ÁLVAREZ-CEDRÓN, J. M., «Artículo 40. Definición y régimen jurídico de las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo», en IGLESIAS PRADA, J. L./DÍAZ RUIZ, E. [Dirs.], *Comentarios a la Ley 25/2005, reguladora de las entidades de capital riesgo y sociedades gestoras*, Civitas, Cizur Menor, Navarra, 2006, pg. 335). Ese modo de proceder es el sugerido en el número IV, párrafo primero *in fine*, de la Exposición de Motivos de la propia Ley 25/2005, en el que se afirma que «se persigue que el nuevo régimen de capital-riesgo sea plenamente operativo en lo esencial desde la entrada en vigor de estas modificaciones, y no haya por tanto que acudir a ulteriores desarrollos normativos».
27. Cfr. JUSTE MENCIA, J., «Los vehículos de inversión y sus sociedades gestoras», cit., pg. 105; LARA GONZÁLEZ, R., «El marco jurídico-mercantil de las entidades de capital riesgo», cit., pg. 44; MÉNDEZ ÁLVAREZ-CEDRÓN, J. M., «Artículo 40. Definición y régimen jurídico de las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo», cit., pg. 332.

2.2.2. El objeto social principal

El objeto social principal de estas sociedades es el más definitivo de los tres elementos contenidos en el artículo 40 de la Ley 25/2005²⁸. En gran medida, la razón de ser de las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo es servir de medio o instrumento para que los fondos y sociedades de capital-riesgo desarrollen su operativa. Esta función se enuncia y delimita en el objeto social que les atribuye la Ley 25/2005. El artículo 40.1 de la Ley 25/2005 utiliza la expresión «objeto social *principal*»²⁹ para incluir dentro de él esas funciones específicas y caracterizadoras de las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo. De forma sintética, este artículo identifica ese objeto como «la administración y gestión de fondos de capital-riesgo y de activos de sociedades de capital-riesgo»³⁰.

La Ley quiere que estas sociedades gestoras se especialicen y «*profesionalicen*»³¹ en su actividad y, en consecuencia, exige en el artículo 10 su dedicación con carácter exclusivo al mencionado objeto social³². En el caso de las sociedades de capital-riesgo, su objeto social es igualmente exclusivo, pero, tal como se destacó de forma temprana³³, y reiteradamente³⁴, por la doctrina, no es un objeto social *excluyente*. Una sociedad anónima común puede incluir en su objeto social el desarrollo de las actividades comprendidas en

28. Aunque, como veremos más adelante, no es, sin embargo, el más determinante a la hora de adoptar la decisión de constitución de una sociedad gestora de entidades de capital-riesgo.

29. Esta expresión –objeto social *principal*– es utilizada también en el artículo 28.1 de la Ley 25/2005, con relación a las sociedades de capital-riesgo.

30. Cfr. GRIMA FERRADA, J., «El régimen legal de las entidades de capital riesgo en España», cit., pg. 87; HOEDL EIGEL, Ch./DAROCA VÁZQUEZ, C., «Capital riesgo: aspectos jurídicos, retos y tendencias», cit., pg. 51; JUSTE MENCIA, J., «Los vehículos de inversión y sus sociedades gestoras», cit., pg. 122; LARA GONZÁLEZ, R., «El marco jurídico-mercantil de las entidades de capital riesgo», cit., pg. 44.

31. Cfr. MÉNDEZ ÁLVAREZ-CEDRÓN, J. M., «Artículo 40. Definición y régimen jurídico de las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo», cit., pg. 334.

32. El 10.1.a) establece la obligación de «(l)imitar su objeto social al establecido en esta Ley». La aplicación de este artículo a las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo tiene lugar en virtud de la remisión que los artículos 1 y 42.2 de la Ley 25/2005 efectúan a la sección 1ª del capítulo I del Título I, en relación con las «condiciones y requisitos para la autorización e inscripción» de estas sociedades.

33. Vid. IGLESIAS PRADA, J. L., «Aproximación al estudio de las sociedades de capital riesgo», en ALONSO UREBA, A./BONARDELL LENZANO, R./GARCÍA VILLAVARDE, R. (Dirs.), *Nuevas entidades, figuras contractuales y garantías en el mercado financiero*, Civitas, Madrid, 1990, pgs. 69 y ss.

34. Vid. JUSTE MENCIA, J., «Los vehículos de inversión y sus sociedades gestoras», cit., pg. 106; MADRID PARRA, A., «Régimen societario del capital-riesgo (Ley 1/1999)», en BERCÓVITZ RODRÍGUEZ-CANO, A. (ed.), *Derecho de sociedades: libro homenaje a Fernando Sánchez Calero*, McGraw-Hill, Madrid, 2002, pg. 4167.

el objeto social *principal* de las sociedades de capital-riesgo, pues la Ley no establece una reserva al respecto. No obstante, esa sociedad no disfrutará del tratamiento fiscal favorable previsto por la Ley 25/2005 para las sociedades de capital-riesgo³⁵. Sí podemos afirmar, sin embargo, que existe *cierta reserva de exclusividad* en el caso del objeto social principal de las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo a la vista de lo establecido en el artículo 41 de la Ley 25/2005³⁶. La reserva no es absoluta, pues en el artículo 41.1, párrafo primero, se abre las puertas a las *sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva* para la gestión tanto de *fondos* de capital-riesgo como de activos de *sociedades* de capital-riesgo³⁷. A esto se suma que, en el artículo 41.1, párrafo segundo, se faculta a las *sociedades de valores*, las *agencias de valores*, las *sociedades gestoras de carteras* y las *entidades de crédito* —es decir, a las entidades facultadas para la *gestión de carteras de inversión*³⁸—, para gestionar activos de *sociedades* de capital-riesgo, pero no *fondos* de capital-riesgo. El carácter explícito de la legitimación a estas entidades, y no otras, y la exclusión de las entidades contempladas en el mencionado párrafo segundo de la posibilidad de gestionar *fondos* de capital-riesgo permiten deducir *a sensu contrario* la *reserva legal* del objeto social principal de las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo, que no podrá ser ejercido por cualquier otro sujeto distinto de los contemplados en los artículos 40 y 41 de la Ley 25/2005.

Esta reserva parcial del objeto viene acompañada de la reserva de denominación establecida en el artículo 6 de la Ley 25/2005, en el que se dispone que la denominación «Sociedad Gestora de Entidades de Capital-Riesgo» y las siglas «SGECR» quedan «reservadas a las instituciones autorizadas al amparo de esta Ley e inscritas en el registro administrativo que al efecto existe en la Comisión Nacional del Mercado de Valores».

A diferencia de la flexibilidad con la que la Ley 25/2005 admite que las

-
35. Vid. sobre el particular HOEDL EIGEL, Ch./DAROCA VÁZQUEZ, C., «Capital riesgo: aspectos jurídicos, retos y tendencias», cit., pg. 54; HUCHA CELADOR, F., «El régimen tributario de las entidades de capital riesgo», *Perspectivas del Sistema Financiero*, 2007, núm. 89, pgs. 53 y ss.; IZCO PRIMO, C., «El régimen especial de tributación en la actividad de capital-riesgo», *Estrategia Financiera*, 2005, núm. 213, pgs. 66 y ss.
36. Vid. el comentario de este aspecto, en términos análogos, pero en el régimen de las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva, en DEL CAÑO PALOP, J. R., «Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva», cit., pg. 1115.
37. Si bien, aquellas que efectivamente realicen tal labor de gestión, quedan sometidas a todas las disposiciones contenidas en la Ley 25/2005 relativas a las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo (art. 41.4 Ley 25/2005).
38. El artículo 41.1, párrafo segundo, ni las enumera ni cita esta categoría, sino que se refiere a ellas como «las entidades habilitadas para prestar el servicio de inversión a que se refiere la letra d) del artículo 63.1 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores».

entidades comprendidas en su artículo 41 desarrollen actividades comprendidas en el objeto social previsto para las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo, el trato que esta norma confiere a estas sociedades es *restrictivo*. Así, además de la disposición que de forma específica realiza el antes citado artículo 10.1.a), al establecer los requisitos precisos para obtener la autorización para el acceso y el ejercicio de la actividad³⁹, en el artículo 3.4 se establece con carácter programático que «las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo, dentro del objeto social (...) *no podrán desarrollar actividades no amparadas en esta Ley*».

Esta exclusividad entra en conflicto con lo dispuesto en el artículo 6.2 de la Directiva 2011/61/UE GFIA, en el que se contempla que los GFIA puedan gestionar *instituciones de inversión colectiva* previa autorización de conformidad con la Directiva 2009/65/CE⁴⁰. Como las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo son GFIA, cabría pensar que la Directiva 2011/61/UE GFIA les atribuye un nuevo campo de actividad gestora. Pero, o bien la futura transposición de la Directiva introduce un cambio no sólo en la redacción sino también en el espíritu de la Ley 25/2005, o bien las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo constituyen una excepción a esa disposición general del artículo 6.2, pues lo contrario supone una doble contravención de la especificidad o restricción de la actividad de estas sociedades⁴¹. Por un lado, porque la eventual gestión de instituciones de inversión colectiva abre el ámbito objetivo de su gestión más allá de las entidades de capital-riesgo y sus participaciones; por otro lado, porque las instituciones de inversión colectiva tienen la condición de entidades financieras⁴², y la redacción originaria del artículo 40.1, proposición segunda, de la Ley 25/2005 prohíbe a las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo la mera prestación de asesoramiento a entidades financieras, en consecuencia, y en mayor medida, también la gestión de éstas.

2.2.3. La actividad complementaria de las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo

Tras expresar en su proposición primera el objeto social principal, el

39. Consistente en «(1)imitar su objeto al establecido en esta Ley».

40. Así se deduce de la lectura *a sensu contrario* del citado artículo 6.2 de la Directiva 2011/61/UE GFIA: «(1)os Estados miembros exigirán que ningún GFIA externo participe en actividades distintas de las contempladas en el anexo I de la presente Directiva y de la gestión adicional de OICVM, previa autorización de conformidad con la Directiva 2009/65/CE».

41. *Contra* BAKER & MCKENZIE/SJ BERWIN, «Principales cuestiones de la Directiva AIFMD», pg. 51 (12).

42. *Vid.* art. 3.3.d Ley 25/2005, con relación a las sociedades de inversión colectiva, y 3.3, último párrafo, Ley 25/2005, con relación a los fondos de inversión colectiva.

artículo 40.1, proposición segunda, de la Ley 25/2005 establece que las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo como «*actividad complementaria*» podrán realizar tareas de *asesoramiento financiero a las empresas no financieras* definidas en el artículo 2 de esta Ley»⁴³.

Llegados a este punto, se hace necesario comentar el carácter relativamente impreciso del término «objeto social *principal*», utilizado por la Ley 25/2005. Parece que con él la Ley quiere distinguir, dentro de la operativa de las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo, entre aquellas actividades que, además de ser las más importantes, integran de forma necesaria su objeto social y aquellas otras cuyo desarrollo por estas sociedades es facultativo, siendo además tareas menos relevantes. La Ley está categorizando actividades, está distinguiendo aspectos de carácter operativo o funcional. El objeto social es un término societario y resulta inadecuado utilizarlo para diferenciar ámbitos de la operativa de una misma sociedad. Todas estas actividades están, en definitiva, incluidas dentro de un *único objeto social*. Sin embargo, el artículo 40.1 de la Ley 25/2005⁴⁴ implícitamente da a entender que las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo tienen dos: el objeto social *principal* y el objeto social *complementario*. Tal vez habría sido mejor distinguir, dentro del objeto social, entre *actividad principal* y *actividad complementaria*.

El mencionado asesoramiento financiero que pueden realizar las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo como actividad complementaria debe ser prestado a empresas *no financieras*. La exigencia de que las receptoras del asesoramiento sean empresas no financieras se encuentra en consonancia con el carácter especializado y restringido que la Ley 25/2005 atribuye tanto a la operativa de las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo como a la de las entidades de capital-riesgo. La toma de participaciones temporales por las entidades de capital-riesgo⁴⁵ e, igualmente, esta labor de asesoramiento financiero por las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo tiene como destinatarias entidades *no financieras*. La Ley 25/2005, en su artículo 3.3, párrafos primero, letras a) a i), y segundo, hace una enumeración exhaustiva de las categorías de entidades que, a sus efectos, considera *entidades financieras*.

No afectan a esta labor de asesoramiento financiero otras limitaciones

43. Vid. GRIMA FERRADA, J., «El régimen legal de las entidades de capital riesgo en España», cit., pg. 87; JUSTE MENCIA, J., «Los vehículos de inversión y sus sociedades gestoras», cit., pg. 122; LARA GONZÁLEZ, R., «El marco jurídico-mercantil de las entidades de capital riesgo», cit., pg. 44.

44. E, igualmente, el artículo 28.1, con relación a las sociedades de capital-riesgo.

45. Art. 2.1 Ley 25/2005.

contenidas en el artículo 2 de la Ley 25/2005. En él se prohíbe que las participaciones temporales de las entidades de capital-riesgo recaigan sobre empresas de naturaleza inmobiliaria, así como sobre sociedades cotizadas en un mercado regulado de cualquier país miembro de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos. El artículo 40.1 no hace mención expresa de esas limitaciones y parece que iría contra el propósito flexibilizador de la reforma que la Ley 25/2005 ejerce en la precedente regulación del capital-riesgo interpretar extensivamente la remisión al artículo 2 y, en consecuencia, limitar el ámbito de entidades a las que las gestoras pueden asesorar⁴⁶. En esta misma línea flexibilizadora, uno de los aspectos destacables de la reforma introducida por la Ley 25/2005 supone permitir que las entidades de capital-riesgo presten asesoramiento a entidades no participadas por ellas⁴⁷ y que las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo presten ese asesoramiento a empresas con las que no mantengan otra relación⁴⁸.

2.2. LA CONFIGURACIÓN DE LA GESTIÓN DE ENTIDADES DE CAPITAL-RIESGO COMO UNA ACTIVIDAD SOMETIDA A REGULACIÓN Y SUPERVISIÓN

Con el fin de alcanzar un concepto de las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo más próximo a la realidad del mercado, los tres elementos de la definición legal de estas sociedades contenidos en el artículo 40 de la Ley 25/2005 pueden ser complementados.

Con este propósito debemos referirnos (1) al sometimiento de las entidades de capital-riesgo y sus sociedades gestoras a una *especial regulación y consiguiente supervisión* y (2) al disfrute de un *régimen tributario favorable* previsto para su actividad, vinculado a la observancia de esa regulación y al sometimiento a esa supervisión. Aunque la Ley no incluya estas dos particularidades en la delimitación conceptual de las entidades de capital-riesgo⁴⁹ ni en la de sus gestoras, en la práctica, son dos rasgos identificativos muy destacables de unas y otras⁵⁰. No son los más definitorios, pero sí los más *determinantes* tanto

46. Cfr. MÉNDEZ ÁLVAREZ-CEDRÓN, J. M., «Artículo 40. Definición y régimen jurídico de las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo», cit., pg. 334.

47. Cfr. art. 3.1 Ley 25/2005.

48. Por el contrario, el artículo 4.1 de la Ley 1/1999, establecía que las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo «(c)omo actividad complementaria podrán realizar tareas de asesoramiento a las empresas *con las que mantengan vinculación como consecuencia del ejercicio de su actividad principal*» —el subrayado es nuestro—.

Vid. MÉNDEZ ÁLVAREZ-CEDRÓN, J. M., «Artículo 40. Definición y régimen jurídico de las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo», cit., pg. 334.

49. Vid. arts. 28 y 32 Ley 25/2005.

50. En este mismo sentido, vid. TALMOR, E./VASVARI, F., *International Private Equity*, cit., pgs. 13-17, comentando, entre otros aspectos, el régimen introducido por la Directiva 2011/61/UE GFIA; BLAKE, J./ROBINSON, L., «Private equity fund structures», en HALE,

en el momento de optar por la constitución de estas entidades y sus gestoras como en el día a día de su operativa. Y, dado que, en definitiva, lo verdaderamente determinante y pretendido es el acogimiento al régimen fiscal favorable, podríamos, en cierta medida, tomar en consideración ambos rasgos de forma vinculada al caracterizar el capital-riesgo.

En este contexto, podemos observar que, en principio, en el plano normativo, la operativa en el mercado del capital-riesgo es una actividad libre⁵¹, no sometida a un marco regulatorio y supervisor. Esto se puede comprobar de forma más clara en el caso de las sociedades de capital-riesgo, cuyo objeto social, como veíamos, es exclusivo, pero no excluyente de otras sociedades que quieran desarrollarlo. Sin embargo, la Ley 25/2005, al tiempo que contempla un régimen fiscal benévolo para quienes desarrollen actividades típicas del capital-riesgo, establece que sólo es aplicable ese régimen *tributario* a las entidades de capital-riesgo y a las sociedades gestoras sometidas al régimen *regulador* de la propia Ley 25/2005. Así, la disposición adicional primera de la Ley 25/2005 modifica la Ley del Impuesto sobre Sociedades de tal modo que sólo las entidades sometidas al régimen de la Ley 25/2005 podrán beneficiarse de las previsiones del régimen tributario ventajoso configurado al efecto⁵². Las dudas interpretativas existentes al respecto fueron despejadas por la Dirección General de Tributos⁵³.

La financiación facilitada por el capital-riesgo a la pequeña y mediana empresa⁵⁴, a las grandes empresas que buscan un desarrollo específico en su negocio y a los proyectos innovadores, cualquiera que sea el tamaño de la empresa que los impulsa⁵⁵, justifica que el legislador, con el fin de potenciar

C., *Private Equity. A Transactional Analysis*, Global Business Publishing, London, 2007, pg. 23; YATES, G./HINCHLIFFE, M., *A Practical Guide to Private Equity Transactions*, Cambridge University Press, Cambridge, 2010, pgs. 266 y ss.

51. Vid. MÉNDEZ ÁLVAREZ-CEDRÓN, J. M., «Artículo 40. Definición y régimen jurídico de las sociedades gestora de entidades de capital-riesgo», cit., pg. 331.
La Ley 25/2005 «sólo obliga a instar una licencia a las gestoras de ECR que elijan, a cambio de gozar de un régimen tributario favorable, someterse a aquella regulación» —cfr. BAKER & MCKENZIE/SJ BERWIN, «Principales cuestiones de la Directiva AIFMD», cit., pg. 48—.
52. 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.
53. Así, Consulta de la Dirección General de Tributos evacuada el 21 de febrero de 2001 durante la vigencia del régimen anterior a la Ley 25/2005, que se pronunciaba en términos semejantes —vid. IZCO PRIMO, C., «El régimen especial de tributación en la actividad de capital-riesgo», cit., pg. 71—.
54. Vid. CAZORLA PAPIS, L./CANO GUILLÉN, C. J., *El Capital Riesgo como instrumento de apoyo a la PYME*, Servicio de Publicaciones de la Universidad de Almería, Almería, 2000; IZCO PRIMO, C., «El régimen especial de tributación en la actividad de capital-riesgo», cit., pg. 69.
55. Vid. BARTHÉL, D., «Los beneficios del capital riesgo para la economía: el impacto

esa financiación, atraiga la inversión hacia el capital-riesgo confiriéndole este trato fiscal de favor⁵⁶. En *contrapartida*, el legislador se siente legitimado para exigir a las entidades beneficiarias el sometimiento a unas normas reguladoras de las entidades de capital-riesgo y sus gestoras⁵⁷, relativas a cuestiones como su constitución, la configuración de sus órganos de administración y gestión y la honorabilidad de sus miembros, su configuración patrimonial, el control de riesgos, los medios técnicos para el desarrollo de su actividad⁵⁸; su régimen de inversiones⁵⁹; la comunicación de información y su régimen de contabilidad y auditoría⁶⁰, así como, finalmente, sus normas de conducta⁶¹. Para asegurar el cumplimiento de estas normas reguladoras, con las

económico y social del capital riesgo», en FUNDACIÓN DE ESTUDIOS BURSÁTILES Y FINANCIEROS, *El sector del capital riesgo y su influencia clave en la recuperación de la economía española*, Civitas, Cizur Menor, Navarra, 2012, pg. 113, donde se destaca la función prestada por el capital-riesgo como fuente de financiación de pequeñas y medianas empresas y de proyectos empresariales innovadores; MARTÍ PELLÓN, J., «Financiación de la innovación con capital riesgo», *Papeles de Economía Española*, 1999, núm. 81, pgs. 196 y ss.

En esta misma línea, BICKLE, J., «The place of private equity in corporate finance and M&A», en HALE, C., *Private Equity. A Transactional Analysis*, Global Business Publishing, London, 2007, pg. 11, donde se observa que «(w)hat was perceived only a few years ago as an alternative asset class on the fringes of unrestrained financial capitalism is now a mainstream and accepted investment activity, providing returns not only for private equity professionals and their investors, but also for managers, shareholders and providers of debt finance alike».

56. Tanto la aptitud del capital-riesgo para la canalización de financiación empresarial, en los términos que comentamos, como la incentivación de la inversión por medio de un régimen fiscal ventajoso son rasgos propios de esta materia en los países de nuestro entorno. Vid. COOKE, D. J., *Private Equity: Law and Practice*, 3rd. ed., Sweet & Maxwell, London, 2011, pg. 71, donde se afirma a este respecto: «Whatever the media perception of private equity, successive governments have pursued a policy of using tax breaks to encourage investment in private trading companies with a view to encouraging the creation of jobs, wealth and innovation»; NICHOLI, V., «Tax structuring and management», en HALE, C., *Private Equity. A Transactional Analysis*, Global Business Publishing, London, 2007, pgs. 131 y ss.
57. Regulación que la Directiva 2011/61/UE GFIA amplía, con un grado mayor de exigencia.
58. Vid. Título I, Capítulo I, de la Ley 25/2005, rubricado «Condiciones de acceso y ejercicio de la actividad» (arts. 7 a 16), especialmente, art. 10 «Requisitos para obtener la autorización».
59. Vid. Título I, Capítulo II, de la Ley 25/2005, rubricado «Régimen de inversiones» (arts. 17 a 25).
60. Vid. Título I, Capítulo III, de la Ley 25/2005, rubricado «Obligaciones de información y auditoría» (arts. 26 y 27).
61. Vid. Título IV, Capítulo I, de la Ley 25/2005, rubricado «Normas de conducta», compuesto por un solo artículo (art. 47), en el que se remite a las *normas de conducta* contenidas en el articulado de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, y al *reglamento interno de conducta*, con el que, por imposición de ese artículo, debe contar toda entidad de capital-riesgo y toda sociedad gestora de entidades de capital-riesgo.

que se pretende que el sector del capital-riesgo desarrolle su función de forma más segura y transparente, las entidades de capital-riesgo y sus sociedades gestoras quedan sometidas a la supervisión de la Comisión Nacional del Mercado de Valores y el Ministerio del que esta depende –en la fecha de publicación de la Ley 25/2005, el Ministerio de Economía y Hacienda⁶²–.

El pórtico de esta regulación lo constituye la preceptiva *autorización* que tanto las entidades de capital-riesgo como las sociedades gestoras deben obtener de la Comisión Nacional del Mercado de Valores⁶³ y la necesaria *inscripción en el registro administrativo* correspondiente de la Comisión Nacional del Mercado de Valores⁶⁴. La relevancia y el carácter condicionante de ambos requerimientos, y lo expuesto en los párrafos anteriores, recomiendan incluir dentro del concepto de sociedad gestora de entidades de capital-riesgo la mención a la observancia de unas normas reguladoras de su actividad y el sometimiento a supervisión⁶⁵, unido al disfrute de un régimen fiscal ventajoso.

La Directiva 2011/61/UE GFIA da un paso adelante⁶⁶ en este sentido, al considerar la gestión de FIA como una actividad necesariamente regulada, lo cual afecta a las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo, pues, como hemos visto se incardinan en la categoría de GFIA. Las consideraciones que hemos hecho sobre el régimen fiscal incentivador y su posible *vis atractiva* para conducir a las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo al sometimiento a las normas reguladoras del capital-riesgo no tienen razón de ser con el régimen establecido por la Directiva 2011/61/UE GFIA, pues ésta impone a toda sociedad gestora de capital-riesgo la obligación de someterse a las normas reguladoras contenidas en la Directiva y a la supervisión de las autoridades competentes de su Estado de origen.

El artículo 2 de la Directiva 2011/61/UE GFIA establece que se encuentran comprendidos dentro del ámbito de aplicación de esta norma:

62. Vid. Título IV, Capítulo II, de la Ley 25/2005, rubricado «Supervisión, inspección y sanción» (arts. 48 a 54).
63. Art. 7.a) y 8 a 10 Ley 25/2005.
Vid. GRIMA FERRADA, J., «El régimen legal de las entidades de capital riesgo en España», cit., pg. 3.
64. Art. 7.c) y 11 Ley 25/2005.
Vid. GRIMA FERRADA, J., «El régimen legal de las entidades de capital riesgo en España», cit., pg. 6.
65. No obstante, con el fin de facilitar y flexibilizar, en cierta medida, la constitución y la actividad de las entidades de capital-riesgo y sus sociedades gestoras, la Ley 25/2005 contempla un marco regulador más ágil para las llamadas «entidades de capital-riesgo de régimen simplificado» (arta. 14 a 15).
66. Hay quien lo calificaría como *una vuelta de tuerca*.

- los GFIA de la Unión Europea que gestionen uno o varios FIA, con independencia de que estos sean de la Unión Europea o de fuera de ésta;
- los GFIA de fuera de la Unión Europea que gestionen uno o varios FIA de la Unión Europea, y
- los GFIA de fuera de la Unión Europea que comercialicen FIA en la Unión Europea, con independencia de que estos sean de la Unión Europea o de fuera de ésta.

La Directiva 2011/61/UE GFIA contempla dos regímenes diferenciados. El *régimen general* exige que todos los GFIA soliciten *autorización* ante las autoridades competentes de su Estado miembro de origen⁶⁷ para ejercer su actividad de gestión. Obtenida la autorización el GFIA disfruta de los derechos que le reconoce la Directiva e, igualmente, queda sometido al cumplimiento de toda la regulación en ella contenida y a la supervisión prevista por esta norma. Junto a éste, la Directiva prevé *régimen de «exención»*, tal como lo podemos denominar a la vista de la rúbrica del artículo 3 de la Directiva 2011/61/UE GFIA, un régimen menos exigente, consistente en el mero *registro* del GFIA ante las autoridades competentes de su Estado miembro y la transmisión de información periódica sobre un número reducido de aspectos de su actividad⁶⁸. El criterio para la aplicación de este régimen de exención, es *cuantitativo*. Será aplicable en dos supuestos⁶⁹:

- a los GFIA cuyos activos gestionados (1) no excedan de *100 millones de euros* (2) *incluidos* los adquiridos mediante el recurso al *apalancamiento*;
- a los GFIA cuyos activos (1) no excedan de *500 millones de euros*, cuando (2) *no se haya acudido al apalancamiento* para la adquisición de estos activos y (3) esta cartera *no comprenda derechos de reembolso durante los cinco años siguientes* a la inversión inicial.

Los GFIA que se acojan a este régimen menos exigente no se beneficiarán de ninguno de los derechos reconocidos por la Directiva, entre los que es destacable el llamado *«pasaporte»*, que facilita la comercialización y gestión

67. El artículo 8 de la Directiva 2011/61/UE GFIA establece pormenorizadamente las condiciones de concesión de la autorización. En el artículo 7 de la Directiva 2011/61/UE GFIA se recogen detalladamente todos los extremos que debe cumplir el GFIA para la presentación de su solicitud de autorización.

Vid. RUBIO DE CASAS, M. G., «La Directiva de gestores de fondos de gestión alternativa...», cit., pg. 366.

68. Art. 3.3 Directiva 2011/61/UE GFIA.

Vid. TALMOR, E./VASVARI, F., *International Private Equity*, cit., pg. 15.

69. Art. 3.2 Directiva 2011/61/UE GFIA.

Vid. HOEDL EIGEL, Ch./DAROCA VÁZQUEZ, C., «Capital riesgo: aspectos jurídicos, retos y tendencias», cit., pg. 81.

de FIA dentro del ámbito de la Unión Europea⁷⁰. No obstante, los GFIA comprendidos dentro del *régimen de exención* pueden voluntariamente acogerse a la observancia de la *totalidad* de la Directiva y, consiguientemente, someterse a supervisión, con el fin de beneficiarse de esos derechos⁷¹.

La futura transposición de la Directiva al ordenamiento español, requiere resolver un curioso solapamiento, que se produce al poner en relación los umbrales de patrimonio máximo gestionado, previstos en el artículo 3.2 de la Directiva 2011/61/UE GFIA para acogerse al régimen de exención, y la cifra de capital mínimo de las sociedades de capital-riesgo y el patrimonio mínimo inicial de los fondos de capital-riesgo, previstos por la Ley 25/2005⁷². La primera de estas dos últimas cantidades es 1,2 millones de euros⁷³ y la segunda, 1,65 millones de euros⁷⁴. Esta es la cuantía mínima del patrimonio gestionado por una sociedad gestora de entidades de capital-riesgo o, en su caso, por una sociedad de capital-riesgo *autogestionada*. Ambas cantidades están por debajo del umbral establecido para acogerse al régimen de exención del artículo 3 de la Directiva 2011/61/UE GFIA y, sin embargo, el régimen de la Ley 25/2005 es, por un lado, más severo que el régimen de exención de la Directiva, pero, por otro, más abierto. Es más severo, ya que el artículo 3 de la Directiva sólo exige registro y envío de una información periódica reducida, mientras que la Ley 25/2005 prevé solicitud de autorización, cumplimiento de normas reguladoras y sometimiento a supervisión. Es más abierto, o menos exigente, porque la Ley 25/2005 admite que haya gestores que no se sometan a ella, si renuncian al régimen tributario privilegiado⁷⁵. Estos últimos están sometidos, en cualquier caso, al cumplimiento de los requisitos regulatorios del régimen de exención del artículo 3 de la Directiva 2011/61/UE GFIA.

2.3. DEFINICIÓN PROPUESTA DE SOCIEDAD GESTORA DE ENTIDADES DE CAPITAL-RIESGO

Al tomar en consideración las observaciones relativas a la relevancia del

70. Vid. Capítulo VI Directiva 2011/61/UE GFIA y TALMOR, E./VASVARI, F., *International Private Equity*, cit., pg. 15.

71. Art. 3.4 Directiva 2011/61/UE GFIA. Vid. RODRÍGUEZ, I., «Directiva AIFM y su impacto en la industria del capital riesgo», cit., pg. 5.

72. Vid. BAKER & MCKENZIE/SJ BERWIN, «Principales cuestiones de la Directiva AIFMD», cit., pg. 49.

73. Art. 28.3 Ley 25/2005.

74. Art. 33 Ley 25/2005.

75. Vid. BAKER & MCKENZIE/SJ BERWIN, «Principales cuestiones de la Directiva AIFMD», cit., pg. 48; MÉNDEZ ÁLVAREZ-CEDRÓN, J. M., «Artículo 40. Definición y régimen jurídico de las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo», cit., pg. 331.

régimen fiscal específico del sector económico del capital-riesgo y a la configuración por la Directiva 2011/61/UE GFIA de la gestión de entidades de capital-riesgo como una actividad necesariamente regulada, parece oportuno formular la definición de sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo incluyendo en ella, además de los tres elementos que se contienen en la definición legal del artículo 40 de la Ley 25/2005, una mención a su fiscalidad y a su carácter de entidades reguladas. Además, no parece adecuado, por las razones expresadas, utilizar la expresión objeto social *principal*, sino, simplemente, actividad principal y, junto a ella, actividad complementaria.

En consecuencia, podemos definir las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo como *sociedades anónimas especiales por razón de su objeto*, cuya actividad *principal* consiste en la administración y gestión de fondos de capital-riesgo y de activos de sociedades de capital-riesgo; que, facultativamente, pueden desarrollar como *actividad complementaria* tareas de asesoramiento a empresas no financieras; que se encuentran sometidas a la observancia de las *normas específicas reguladoras de su actividad* y a la *supervisión de las autoridades financieras*, y que están dotadas de un *régimen tributario privilegiado*.

3. LA NATURALEZA Y LOS REQUISITOS ESPECÍFICOS DE LAS SOCIEDADES GESTORAS DE ENTIDADES DE CAPITAL-RIESGO

3.1. LA NATURALEZA DE LAS SOCIEDADES GESTORAS DE ENTIDADES DE CAPITAL-RIESGO Y SUS REQUISITOS DE CONSTITUCIÓN

El articulado y la sistemática interna de la Ley 25/2005 facilitan o, al menos, objetivan la labor de catalogación de las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo y de determinación de su naturaleza jurídica.

3.1.1. Sociedades anónimas especiales por razón de su objeto y de sus requisitos constitutivos. Su condición de sociedades reguladas, sometidas al «régimen común» de la Ley 25/2005 y al de la Directiva 2011/61/UE GFIA

Es evidente, en primer lugar, su naturaleza de *sociedades anónimas especiales*, por razón de su *objeto*, como hemos tenido ocasión de ver al hablar del concepto de estas sociedades. También podemos calificarlas como sociedades anónimas especiales por razón de su *forma*, en la medida en que existen unos *requisitos constitutivos específicos* que la Ley exige a las gestoras de entidades de capital-riesgo.

En íntima relación con este hecho se encuentra su condición de *socieda-*

des reguladas o sociedades sometidas a regulación y supervisión⁷⁶. A este respecto, podemos precisar que, dentro de los dos regímenes que prevé la Ley 25/2005, el *régimen común*⁷⁷ y el *régimen simplificado*⁷⁸, las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo necesariamente están *afectas al régimen común*. Ambos regímenes hacen referencia a las condiciones de acceso y ejercicio de la actividad de las entidades de capital-riesgo, que, atendiendo a este criterio, quedan divididas en dos *clases*⁷⁹. La Ley 25/2005, en vez de prever un procedimiento propio para el acceso a su actividad, hace, a estos efectos, una remisión al régimen común, disponiendo en el artículo 42.2 que éste es el régimen aplicable a «las condiciones y requisitos para la autorización e inscripción de las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo», aunque, anuncia expresamente a renglón seguido, «con las especialidades recogidas en el presente Título»⁸⁰ y «con la salvedad de que la sociedad gestora no está obligada a presentar folleto informativo»⁸¹.

Conforme a este régimen, para dar comienzo su actividad, las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo deben⁸²:

- Obtener la *autorización*⁸³ previa de su *proyecto de constitución*⁸⁴. Esta autorización, en el caso de las entidades de capital-riesgo es concedida por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, pero, con un mayor grado de exigencia, tratándose de sociedades gestoras de entidades de

76. Desde la regulación originaria del Real Decreto-ley 1/1986, en el que eran muy escasas las especificidades regulatorias de las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo –restringiéndose, prácticamente, a cumplir con los requisitos previstos para las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva–, el curso de la breve historia de la normativa del capital-riesgo puede caracterizarse como un *péndulo* que se desplaza hacia un mayor grado de regulación: la Ley 1/1999 incrementó la regulación de estas sociedades, también la incrementa la Ley 25/2005 y la Directiva 2011/61/UE GFIA continúa aumentando esta regulación.

Vid. LARA GONZÁLEZ, R., «El marco jurídico-mercantil de las entidades de capital riesgo», cit., pg. 44; vid. también, aunque relacionado con las instituciones de inversión colectiva, DEL CAÑO PALOP, J. R., «Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva», cit., pg. 1117.

77. Vid. Título I, Capítulo I, Sección 1ª, Ley 25/2005 (arts. 7 a 13).

78. Vid. Título I, Capítulo I, Sección 2ª, Ley 25/2005 (arts. 14 y 15).

79. Art. 4.2 y 3 Ley 25/2005.

80. Se refiere al Título III, «Sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo» (arts. 40 a 46 de la Ley 25/2005).

81. Contemplado en el artículo 9.3 de la Ley 25/2005.

82. Art. 7 Ley 25/2005.

Vid. LARA GONZÁLEZ, R., «El marco jurídico-mercantil de las entidades de capital riesgo», cit., pg. 45.

83. Vid. art. 8 Ley 25/2005.

84. Vid. art. 9.2 Ley 25/2005, donde se detalla el contenido de la *memoria explicativa del proyecto de constitución*.

capital-riesgo, la autorización se otorgará, a propuesta de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por el *Ministro* del cual depende ésta⁸⁵.

- *Constituirse mediante escritura pública e inscribirse en el Registro Mercantil.*
- *Inscribirse en el registro de sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores*⁸⁶.

Además de la amplia documentación y detallada información que, conforme a lo dispuesto en el artículo 9 de la Ley 25/2005, se exige para presentar la *solicitud* de autorización ante la Comisión Nacional del Mercado de Valores, es preciso que la sociedad gestora cumpla, *mutatis mutandis*, los requisitos establecidos en el artículo 10 para la obtención de la autorización por las entidades de capital-riesgo.

El artículo 42.1 de la Ley 25/2005 establece los requisitos específicos que singularizan a las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo, diferenciándolas, como sociedades anónimas especiales, tanto de las sociedades anónimas ordinarias como de las sociedades de capital-riesgo⁸⁷:

- Un capital social mínimo inicial de 300.000 euros, íntegramente desembolsado.
- Las acciones en las que se divida su capital social podrán representarse mediante títulos nominativos o mediante anotaciones en cuenta –en consecuencia, el legislador evita el anonimato o no identificación del titular de las acciones–.
- Disponer de una organización administrativa y contable –tanto medios humanos como materiales– adecuada a las características y volumen de la actividad que desarrollan. Para la concreción de este aspecto, la Ley remite al artículo 10.2.a), en el que se relacionan los medios que a estos efectos deben tener las sociedades de capital-riesgo autogestionadas: mecanismos de seguridad en el ámbito informático, procedimientos de control interno y de gestión, control de riesgo, procedimientos y órganos para la prevención del blanqueo de capitales y normas de conducta.

85. Vid. art. 42.3 de la Ley 25/2005, en el cual se menciona al Ministro de Economía y Hacienda.

86. Art. 11.1.a) Ley 25/2005.

87. Vid. JUSTE MENCIA, J., «Los vehículos de inversión y sus sociedades gestoras», cit., pg. 122; MÉNDEZ ÁLVAREZ-CEDRÓN, J. M., «Artículo 42. Requisitos», en IGLESIAS PRADA, J. L./DÍAZ RUIZ, E. (Dirs.), *Comentarios a la Ley 25/2005, reguladora de las entidades de capital riesgo y sociedades gestoras*, Civitas, Cizur Menor, Navarra, 2006, pgs. 338 y ss.

- Su órgano de administración debe revestir la forma de consejo de administración y la *totalidad* de los consejeros, así como los directores generales y asimilados, deben contar con reconocida *honorabilidad* comercial, empresarial o profesional⁸⁸. La Ley también exige a la *mayoría* de los consejeros, directores generales y asimilados conocimientos y experiencia en materias financieras o de gestión empresarial, a los que prestamos atención en líneas inferiores, al hablar de la naturaleza financiera de estas sociedades gestoras. Interesa destacar ahora que, al exigir estos conocimientos y experiencia profesionales, la Ley matiza que también deberán contar con esa cualificación las personas físicas que representen a las personas jurídicas que sean consejeros⁸⁹; sin embargo, sorprendentemente, no realiza esa matización cuando habla de la *honorabilidad* exigida a los consejeros⁹⁰.

Por lo que se refiere a cuestiones contables, el Ministro de Economía y, con su habilitación expresa, la Comisión Nacional del Mercado de Valores, pueden establecer un régimen específico para las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo en materia de recursos propios y normas de solvencia⁹¹. Además, las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo deberán

88. El art. 10.2.b) de la Ley 25/2005 dispone, en sentido positivo, que esa honorabilidad concurre «en quienes hayan venido observando una trayectoria empresarial o profesional de respeto a las leyes mercantiles y demás normas que regulan la actividad económica y la vida de los negocios, así como las buenas prácticas comerciales y financieras».

En términos negativos, el mismo artículo 10.2.b) dispone que falta tal honorabilidad y, en consecuencia, prohíbe ocupar estos cargos a «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».

Vid. JUSTE MENCIA, J., «Los vehículos de inversión y sus sociedades gestoras», cit., pg. 123.

89. Art. 10.2.c), proposición primera, Ley 25/2005.

90. Art. 10.2.b) Ley 25/2005.

Este hecho «podría justificarse por la circunstancia de que el auténtico administrador es solo la persona jurídica, que asume el riesgo de hacerse representar por persona experta pero no honorable. No obstante, ello puede facilitar que personas físicas en quienes no concurre esta última condición constituyan personas jurídicas con esta finalidad, a pesar del carácter fraudulento de la operación» —cfr. JUSTE MENCIA, J., «Los vehículos de inversión y sus sociedades gestoras», cit., pg. 123, nota 34—.

91. Art. 42.5 Ley 25/2005.

someter sus cuentas anuales a informe de auditoría conforme a lo establecido en la legislación sobre auditoría de cuentas⁹².

A cuanto hemos expuesto en materia de requisitos que deben cumplir las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo para su constitución y para la obtención de la autorización para el acceso a su actividad, cabe añadir que la Directiva 2011/61/UE GFIA establece nuevos requisitos para los GFIA, contemplados, fundamentalmente, en sus artículos 6, 7, 8 y 9. El artículo 8.5, párrafo segundo, indica que una *está completa una solicitud de autorización* tramitada ante la autoridad competente del Estado miembro de origen del GFIA si, al menos, contiene la información requerida en el artículo 7, apartado 2, letras a) a d), y en el artículo 7, apartado 3, letras a) y b).

No obstante, la principal variación que introduce la Directiva 2011/61/UE GFIA en el régimen de las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo no radica en el número ni en la entidad de los nuevos requisitos, sino en la universalización de la condición de entidad regulada para todas estas sociedades gestoras⁹³.

3.1.2. Su naturaleza de entidades financieras

El artículo 3.3.f) de la Ley 25/2005 se manifiesta expresamente sobre la naturaleza de estas gestoras desde una perspectiva distinta de la societaria y las cataloga como *entidades financieras*.

De la naturaleza financiera de las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo podemos deducir varias consecuencias. En primer lugar, su sometimiento a la supervisión de la Comisión Nacional del Mercado de Valores y demás autoridades competentes⁹⁴.

En segundo lugar, la condición de entidades financieras de las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo incide también en la *cualificación técnica* de la que deben verse revestidas las personas que participen en su administración y dirección. Así, por remisión del artículo 42.1.d) a lo dispuesto en el artículo 10.2.c) de la Ley 25/2005, se exige que la *mayoría* de

92. Arts. 42.4 y 26.4 Ley 25/2005.

93. Vid. BAKER & MCKENZIE/SJ BERWIN, «Principales cuestiones de la Directiva AIFMD», cit., pg. 51.

94. Lo cual, sin necesidad de acudir a otras normas reguladoras del sector financiero, se dispone expresamente en numerosos artículos de la Ley 25/2005. Son destacables los artículos 7 a 10, relativos a las condiciones de acceso a la actividad, la concesión de autorización y los requisitos para la solicitud y obtención de esta, y el artículo 11, en el que se establece la obligación de inscripción en el registro específico de sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo llevado por la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

los miembros de su *consejo de administración*, así como la *mayoría*⁹⁵ de los *directores generales y asimilados*, cuenten con conocimientos y experiencia adecuados en *materias financieras* o de *gestión empresarial* —esta cualificación se exige también a las personas físicas que representen a personas jurídicas que sean consejeros⁹⁶—.

En tercer lugar, de la catalogación de las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo como entidades financieras se deduce que *no son susceptibles de constituir objeto de inversión* de las entidades de capital-riesgo, computable dentro del *coeficiente obligatorio de inversión* que se regula en el artículo 18 de la Ley 25/2005. El artículo 18.2, proposición segunda *in fine*, dispone que estas inversiones de las entidades de capital-riesgo deben efectuarse en el «capital de empresas que sean objeto de su actividad», lo cual nos remite al artículo 2.1 de la Ley 25/2005, en el que las entidades financieras resultan excluidas de tal objeto. No debe confundirnos, la previsión del artículo 2.2, *in fine*⁹⁷, que, como excepción a la prohibición de invertir en entidades financieras, permite invertir en entidades de capital-riesgo⁹⁸, pues, como hemos observado, las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo no son *entidades de capital-riesgo*⁹⁹.

Sí que es admisible la inversión de entidades de capital-riesgo en el capital de sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo dentro del *coeficiente de libre disposición*, regulado en el artículo 21 de la Ley 25/2005. Este artículo permite que las entidades de capital-riesgo realicen «(p)articipaciones en el capital de empresas distintas de las que son objeto de su actividad según el artículo 2 de esta Ley»¹⁰⁰.

95. La expresión literal del artículo 42.1.d) —en el que, posiblemente, se produce un *lapsus calami*— da lugar a una curiosa rebaja en la exigencia de cualificación a los directores generales y asimilados de las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo, frente a la requerida a los de las sociedades de capital-riesgo, pues, mientras que en el artículo 10.2.c) se exige que la *totalidad* de aquéllos cuenten con formación financiera y de gestión, en el artículo 42.1.d) se dispone que tan sólo la *mayoría* de los de las sociedades gestoras tenga esa formación.

96. En el art. 10.2.c), proposición segunda, de la Ley 25/2005, se precisa que «(s)e presumirá que poseen conocimientos y experiencia adecuados a estos efectos quienes hayan desempeñado durante un plazo no inferior a dos años funciones de alta administración, dirección, control o asesoramiento de entidades financieras o de las empresas comprendidas en el artículo 2 de la presente Ley, o funciones de alta administración y gestión en otras entidades públicas o privadas».

97. Cuyo desarrollo se encuentra en el artículo 19 de la Ley 25/2005, rubricado «Inversión en entidades de capital-riesgo».

98. El artículo 3.3.f) de la Ley 25/2005 cataloga como entidades financieras a las sociedades de capital-riesgo y el 3.3, párrafo segundo, lo hace con los fondos de capital-riesgo.

99. Art. 4.1 Ley 25/2005.

100. Cfr. art. 21.b) Ley 25/2005, en el que se añade una mención explícita a las «participaciones».

3.2. ENTIDADES CON SEMEJANZAS EN SU NATURALEZA A LAS SOCIEDADES GESTORAS DE ENTIDADES DE CAPITAL-RIESGO, QUE PUEDEN DESARROLLAR FUNCIONES PROPIAS DE ÉSTAS

Como hemos tenido ocasión de señalar, el artículo 41 de la Ley 25/2005 permite que sujetos distintos de las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo gestionen entidades de capital-riesgo.

3.2.1. Las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva

Cuando se debatía la Propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo que modifica la Directiva 85/611/CEE, por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM), con vistas a la regulación de las sociedades de gestión y los folletos simplificados, en el Comité de Contacto de UCITS (*Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities*) se planteó la posibilidad, sin que finalmente prosperase, de regular unas «gestoras universales», facultadas para administrar no sólo instituciones de inversión colectiva, sino también fondos de pensiones y carteras individuales y pudiesen prestar asesoramiento financiero. La norma finalmente aprobada, la Directiva 2001/107/CE¹⁰¹, opta por un sistema híbrido, pues crea una figura específica, las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva, pero reconoce facultades a estas sociedades para la gestión discrecional e individualizada de carteras de inversión, incluidas las pertenecientes a fondos de pensiones¹⁰².

En la misma línea que la Directiva 2001/107/CE, el artículo 41.1, párrafo primero, de la Ley 25/2005, admite la posibilidad de que las *sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva* gestionen entidades de capital-riesgo¹⁰³.

Así, aunque la Ley 35/2003 no reconoce más que una categoría de socie-

paciones en Instituciones de Inversión Colectiva (IIC) y entidades de capital-riesgo que no cumplan lo dispuesto en el artículo 19» –en el que se regulan las condiciones para invertir en ellas con cargo al coeficiente obligatorio de inversión– y no hay, sin embargo, una referencia expresa a las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo.

101. La Directiva 2001/107/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 21 de enero de 2002, que modifica la Directiva 85/611/CEE del Consejo por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM), con vistas a la regulación de las sociedades de gestión y los folletos simplificados.

102. Vid. MÉNDEZ ÁLVAREZ-CEDRÓN, J. M., «Artículo 40. Definición y régimen jurídico de las sociedades gestora de entidades de capital-riesgo», cit., pg. 333.

103. Posibilidad que, por su parte, prevé expresamente el artículo 40 de la Ley 35/2003.

dad gestora de instituciones de inversión colectiva, es posible, atendiendo al tipo de activos que gestionen y, especialmente, a los requisitos adicionales que se les exija¹⁰⁴, distinguir tipos dentro de la categoría única y, en concreto, podemos hablar de sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva que gestionen entidades de capital riesgo¹⁰⁵.

Para que una sociedad gestora de instituciones de inversión colectiva pueda gestionar entidades de capital-riesgo, previamente deberá presentar ante la Comisión Nacional del Mercado de Valores la solicitud de autorización de modificación de sus estatutos sociales modificando *objeto social*, para hacer mención expresa a esta actividad¹⁰⁶. Además, deberá presentar una *memoria* en la que conste que cumple todos los requisitos exigidos en la Ley 25/2005 para el ejercicio de la gestión de entidades de capital-riesgo¹⁰⁷. Deberá también presentar ante la Comisión Nacional del Mercado de Valores un nuevo *programa de actividades* en el que se haga referencia a la nueva actividad¹⁰⁸.

En definitiva, tal y como se señala en el artículo 41.4, todas las disposiciones contenidas en la Ley 25/2005 relativas a las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo se entenderán también hechas a las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva que gestionen entidades de capital-riesgo¹⁰⁹.

104. Podemos citar, entre otros, el artículo 41.2 de la Ley 25/2005, que dispone que en «todo lo relativo a la gestión de fondos de capital-riesgo y de activos de sociedades de capital-riesgo, las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva estarán sujetas a esta Ley y a sus disposiciones de desarrollo».
105. Vid. DEL CAÑO PALOP, J. R., «Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva», cit., pgs. 1116-1117, donde se distingue:
- Sociedades gestoras de IIC financieras.
 - Sociedades gestoras de IIC no financieras.
 - Sociedades de IIC de inversión libre.
 - Sociedades Gestoras que desarrollen la actividad de gestión discrecional de carteras.
 - Sociedades Gestoras que gestionen entidades de capital-riesgo.
- Vid. CORTÉS DOMÍNGUEZ, L. J., *Lecciones de contratos y mercados financieros*, Thomson-Civitas, Madrid, 2004, pg. 375.
106. Art. 41.3 Ley 25/2005.
- Vid. DEL CAÑO PALOP, J. R., «Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva», cit., pg. 1173-1174; LARA GONZÁLEZ, R., «El marco jurídico-mercantil de las entidades de capital riesgo», cit., pg. 45; MÉNDEZ ÁLVAREZ-CEDRÓN, J. M., «Artículo 41. Sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva», en IGLESIAS PRADA, J. L./DÍAZ RUIZ, E. (Dir.), *Comentarios a la Ley 25/2005, reguladora de las entidades de capital riesgo y sociedades gestoras*, Civitas, Cizur Menor, Navarra, 2006, pg. 337.
107. Los establecidos en el artículo 10.2 de la Ley 25/2005.
108. Cfr. DEL CAÑO PALOP, J. R., «Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva», cit., pg. 1174.
109. Cfr. MÉNDEZ ÁLVAREZ-CEDRÓN, J. M., «Artículo 41. Sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva», cit., pg. 337.

3.2.2. Las entidades facultadas para la «gestión de carteras de inversión»: las sociedades de valores, las agencias de valores, las sociedades gestoras de carteras y las entidades de crédito

El artículo 41.1, párrafo segundo, de la Ley 25/2005, de forma poco explícita, permite que las entidades facultadas para prestar el servicio de inversión «gestión de carteras de inversión» puedan gestionar activos de sociedades de capital-riesgo. El artículo 41 no se refiere a ellas mencionando esa categoría, sino por medio de una remisión al artículo 63.1.d) de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores –en lo sucesivo, Ley 24/1988–. El artículo 63 de la Ley 24/1988 tipifica los servicios de inversión y en la letra d) de su número 1 se refiere a la «gestión discrecional e individualizada de carteras de inversión con arreglo a los mandatos conferidos por los clientes». En consecuencia, las entidades que puedan prestar ese servicio de inversión son las facultadas por el artículo 41. Estas son:

- Las sociedades de valores (art. 64.2 de la Ley 24/1988).
- Las agencias de valores (art. 64.3 de la Ley 24/1988).
- Las sociedades gestoras de carteras (art. 64.4 de la Ley 24/1988).
- Las entidades de crédito (art. 65.1 de la Ley 24/1988).

No debe pasar inadvertido que el artículo 41 sólo faculta a estas entidades a gestionar sociedades de capital-riesgo, pero no fondos de capital-riesgo¹¹⁰.

No se exige a las entidades contempladas en el artículo 41.1, párrafo segundo, ni la modificación estatutaria ni el cumplimiento de requisitos y realización de trámites requeridos a las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva que gestionan entidades de capital-riesgo¹¹¹.

3.3. LAS SOCIEDADES DE CAPITAL-RIESGO AUTOGESTIONADAS

El artículo 3.1, *in fine*, de la Ley 25/2005 admite la posibilidad de que las sociedades de capital-riesgo asuman su propia gestión y el desarrollo de las actividades enunciadas en los artículos 2 y 3¹¹², en vez de encomendar esta labor a una sociedad gestora de entidades de capital-riesgo.

110. Cfr. LARA GONZÁLEZ, R., «El marco jurídico-mercantil de las entidades de capital riesgo», cit., pg. 45; MÉNDEZ ÁLVAREZ-CEDRÓN, J. M., «Artículo 41. Sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva», cit., pg. 338.

111. En esta misma línea, el considerando 9 de la Directiva 2011/61/UE GFIA observa que estas entidades no están «obligadas a obtener una autorización con arreglo a la presente Directiva a fin de prestar servicios de inversión, tales como gestión de carteras individuales, con respecto a un FIA».

112. En estos términos se expresa también el artículo 28.1 de la Ley 25/2005.

Por lo que se refiere a los requisitos constitutivos y al régimen de autorización, es más riguroso el previsto para las sociedades de capital-riesgo que el de las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo¹¹³, por lo que no es preciso que las sociedades de capital-riesgo autogestionadas realicen trámite alguno al efecto.

La Directiva 2011/61/UE GFIA, sin embargo, al considerar *equiparables* a las sociedades de capital-riesgo autogestionadas y las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo, exige que las primeras cumplan los mismos requisitos que la Directiva prevé para las sociedades gestoras y, en consecuencia, tendrán que solicitar autorización como GFIA o, si no superan las cuantías contempladas en el artículo 3 de la Directiva 2011/61/UE GFIA, solicitar el registro previsto en ese artículo conforme al correspondiente régimen de exención¹¹⁴.

4. ASPECTOS DETERMINANTES DEL MARCO EN EL QUE DESARROLLAN SUS FUNCIONES LAS SOCIEDADES GESTORAS DE ENTIDADES DE CAPITAL-RIESGO

Antes de referirnos en el epígrafe siguiente a las funciones que, con carácter específico, atribuye la Ley 25/2005 a las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo, comentamos algunas cuestiones condicionantes de la operativa de estas sociedades.

4.1. LAS SOCIEDADES GESTORAS DE ENTIDADES DE CAPITAL-RIESGO, CENTRO GRAVITATORIO DEL MERCADO DEL CAPITAL-RIESGO

No es difícil convenir en que el sujeto principal en el sector del capital-riesgo es el inversor. Sin embargo, el papel central dentro de la operativa del capital-riesgo, el protagonismo, no le corresponde a él, sino a las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo¹¹⁵. La actividad del capital-riesgo comienza en el inversor y termina en él, cuando se le retorna el resultado de

113. Las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo no deben presentar folleto informativo al solicitar su autorización (arts. 42.2, *in fine*, y 9.3 Ley 25/2005) y su cifra de capital mínimo es 300.000 euros, íntegramente desembolsados (art. 42.1.a) Ley 25/2005); mientras que las sociedades de capital-riesgo sí presentan tal folleto informativo y su cifra de capital mínimo es 1.200.000 euros, debiéndose desembolsar, al menos, el cincuenta por ciento, en el momento de constitución, y el resto dentro del plazo de tres años (art. 28.3 Ley 25/2005).

114. Vid. BAKER & MCKENZIE/SJ BERWIN, «Principales cuestiones de la Directiva AIFMD», cit., pg. 49; RODRÍGUEZ, I., «Directiva AIFM y su impacto en la industria del capital riesgo», cit., pg. 5.

115. Vid. COOKE, D. J., *Private Equity: Law and Practice*, cit., pgs. 119 y ss.

la desinversión¹¹⁶. Pero, la actividad inversora desarrollada por los fondos de capital-riesgo y las sociedades de capital-riesgo –excepción hecha de las autogestionadas– es realizada por las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo¹¹⁷.

Los intereses complementarios de los inversores, por un lado, y de las entidades participadas u objeto de inversión, por otro lado, se encuentran gracias a la actividad desarrollada por las sociedades gestoras¹¹⁸. El mercado del capital-riesgo gravita sobre las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo.

Es expresivo del carácter principal que corresponde a las sociedades gestoras, frente al carácter instrumental atribuido a los fondos y sociedades de capital-riesgo, que a estas entidades se les llame *vehículos* de inversión –vehículos a través de los cuales se canaliza la inversión, pero, también, vehículos *conducidos* por las sociedades gestoras–. Su régimen, dentro del articulado de la Ley 25/2005 es más extenso y más rico que el de las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo; pero, dado que todas las funciones atribuidas a los fondos de capital-riesgo tienen que ser realizadas necesariamente por las gestoras y, facultativamente, otro tanto sucede con las de las sociedades de capital-riesgo, si no son autogestionadas, en cierta medida y de forma mediata, el régimen de las entidades de capital-riesgo tiene como destinatario a las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo¹¹⁹.

4.2. LA OBLIGACIÓN DE VELAR POR EL INTERÉS DE LOS PARTÍCIPES Y LOS ACCIONISTAS, COMO PRINCIPIO INSPIRADOR DEL EJERCICIO DE SUS FUNCIONES

La primacía del interés del inversor, el carácter principal de este sujeto en el mercado del capital-riesgo, no es un postulado abstracto. Velar por el interés del inversor es una obligación impuesta a las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo por el artículo 43.1 de la Ley 25/2005¹²⁰ y sometida a la consiguiente exigencia de responsabilidad por el artículo 43.2¹²¹.

116. Vid. YATES, G./HINCHLIFFE, M., *A Practical Guide to Private Equity Transactions*, cit., pgs. 17-18.

117. A título de ejemplo, podemos reparar, entre otras, en la función que le atribuye el artículo 43.1.f) de la Ley 25/2005: «Establecimiento de los criterios de inversión».

118. Vid. BLAKE, J./ROBINSON, L., «Private equity fund structures», cit., pgs. 22-23.

119. O, en su caso, a las sociedades y entidades a las que se refiere el artículo 41 de la Ley 25/2005.

120. Vid. JUSTE MENCIA, J., «Los vehículos de inversión y sus sociedades gestoras», cit., pg. 123, donde se comenta que ésta, por lo demás, «es la principal obligación del comisionista y de todos aquellos obligados como gestores de intereses ajenos». Así, con relación a las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva y los intereses de los partícipes en los fondos de inversión colectiva, vid. DEL CAÑO PALOP, J. R., «Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva», cit., pg. 1168; CORTÉS DOMÍNGUEZ, L. J., *Lecciones de contratos y mercados financieros*, cit., pg. 376.

121. Vid. HOEDL EIGEL, Ch./DAROCA VÁZQUEZ, C., «Capital riesgo: aspectos jurídicos, retos

Las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo también deben velar por el interés de las empresas participadas u objeto de la inversión¹²², pero siempre teniendo presente el interés del inversor¹²³. Así, el artículo 48.1 de la Ley 25/2005 establece que las «sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo actuarán en interés de los partícipes o accionistas en las inversiones y patrimonios que gestionen». La Ley establece esta obligación en el mismo artículo en el que relaciona las *funciones* específicas de las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo. Al tiempo que una obligación, puede ser asumido como un criterio inspirador para el ejercicio de las *funciones específicas* contenidas en este artículo y las diversas funciones que de forma directa o indirecta atribuyen a las sociedades gestoras numerosos artículos de la Ley 25/2005.

La Directiva 2011/61/UE GFIA realiza una matización importante en su considerando 12, para ayudar a delimitar el concepto de interés del inversor, y establece que «a no ser que se establezca específicamente lo contrario, cuando la (...) Directiva haga referencia al interés de los inversores del FIA, se entenderá el interés de los inversores *en su capacidad específica de inversores del FIA, y no su interés individual*». De este modo, la Directiva orienta tanto al inversor como al gestor en los posibles conflictos que puedan surgir al interpretar el concepto de interés del inversor. En el ámbito del capital riesgo, la *condición específica de inversor* a la que alude la Directiva puede ser delimitada todavía más si acudimos al artículo 34.4 de la Ley 25/2005, en el que se establece qué se entiende por «*política de inversiones*» de una entidad de capital-riesgo¹²⁴. La política de inversiones aparece descrita en los estatutos de cada sociedad de capital-riesgo y en el reglamento de gestión de cada fondo de capital-riesgo¹²⁵. En el caso de los fondos, desde el punto de vista formal, corresponde a la sociedad gestora redactar el reglamento del fondo, en el que se contiene la política de inversiones; pero, con frecuencia, los propios partícipes del fondo deciden el contenido del reglamento y su política de

y tendencias», cit., pg. 51; LARA GONZÁLEZ, R., «El marco jurídico-mercantil de las entidades de capital riesgo», cit., pg. 45.

122. Aunque la Ley no lo mencione, lo pide la lógica del ciclo inversor del capital-riesgo.
123. Los criterios que orientan la inversión en una operación de capital-riesgo deben buscar la complementariedad entre los intereses del inversor y los de la empresa participada —*vid.* Dow, J., «Raising Private Equity», en COOKE, D. J., *Private Equity: Law and Practice*, 3rd. ed., Sweet & Maxwell, London, 2011, pgs. 17 y ss., donde se sugieren y desarrollan cuatro principios orientadores sobre esta cuestión—.
124. En el artículo 34.4 de la Ley 25/2005 se relacionan hasta ocho aspectos que deben ser mencionados en la descripción de la política de inversión.
125. Arts. 28.6 y 34.3.k) de la Ley 25/2005, respectivamente; *vid.* también art. 18.1 Ley 25/2005.

inversión¹²⁶. En consecuencia, cuando el socio o partícipe se une a la entidad de capital-riesgo en cuestión está trazando la línea que permite distinguir entre su interés individual –e, incluso su interés como inversor individual– y su interés como inversor de esa entidad de capital-riesgo en cuestión¹²⁷. La Directiva 2011/61/UE GFIA desciende a un mayor grado de detalle en su articulado. En el artículo 12, entre otros criterios integrantes de los «principios generales» inspiradores de la operativa de los GFIA, prevé que los Estados miembros velen para que los gestores actúen cuidando simultáneamente «el mejor interés de los FIA que gestionen o de los inversores de dichos FIA y de la integridad del mercado»¹²⁸ y «traten de forma equitativa a todos los inversores de los FIA» sin otorgar trato preferente a inversor alguno, salvo que este se indique en los reglamentos o documentos constitutivos del FIA¹²⁹. También se regula extensamente el conflicto de intereses entre el GFIA y el inversor¹³⁰.

Una fuente de conflictos relacionados con la adecuada defensa de los intereses del inversor por las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo es el valor atribuido a las participaciones de los fondos de capital-riesgo y las acciones de las sociedades de capital-riesgo. La Ley 25/2005 prevé que esta función sea desarrollada por las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo¹³¹. Para «proteger los intereses de los inversores»¹³², evitar conflictos e introducir un mayor grado de imparcialidad y objetividad, la Directiva 2011/61/UE GFIA modifica este modo de proceder y establece que, en principio, la valoración se realizará por un *valorador externo*¹³³, aunque admite que podrá ser realizada por el propio GFIA, si la función de

126. Vid. MÉNDEZ ÁLVAREZ-CEDRÓN, J. M., «Artículo 40. Definición y régimen jurídico de las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo», cit., pg. 345.

127. No obstante, la relación entre el inversor y el gestor debe estar fundamentada sobre la *confianza* que el segundo haya inspirado en el primero al comienzo de la relación, así como en el mantenimiento de esta confianza, pues, de lo contrario, es ilimitado el número de conflictos interpretativos de la política de inversiones que pueden surgir entre el gestor y los inversores.

128. Art. 12.1.b) Directiva 2011/61/UE GFIA.

129. Art. 12.1.f) y 12.1, párrafo último, Directiva 2011/61/UE GFIA.

130. Vid. art. 12.1.b) Directiva 2011/61/UE GFIA, así como, art. 14 Directiva 2011/61/UE GFIA, en relación con los posibles conflictos del GFIA no sólo con el inversor, sino también con otro GFIA, con otro FIA o los inversores de otro FIA, etc. La preocupación de la Directiva 2011/61/UE GFIA en materia de *conflictos de intereses* se extiende a otros ámbitos tanto de la operativa como de la organización interna de los GFIA y así, en el considerando 22, establece la obligación genérica de que los GFIA «operen bajo rigurosos *controles de gobernanza*», lo cual se detalla no sólo en ese considerando, sino en numerosos lugares del articulado de la Directiva.

131. Art. 43.1.c) Ley 25/2005; vid. también arts. 29 y 37 Ley 25/2005.

132. Considerando 29 Directiva 2011/61/UE GFIA.

133. Art. 19.4.a) y considerando 29 Directiva 2011/61/UE GFIA.

valoración es desarrollada por una instancia del GFIA independiente de la que lleva la gestión de la cartera y si, además, se garantiza, por medio de la política de remuneración y otras medidas que se adopten, que se atenúan los conflictos de intereses y se impide la influencia indebida en los empleados que realizan la valoración¹³⁴.

4.3. LA RESPONSABILIDAD FRENTE A LOS PARTÍCIPES Y LOS ACCIONISTAS POR LOS PERJUICIOS CAUSADOS –LA LÓGICA BIENINTENCIONADA PERO TRAICIONERA DEL ARTÍCULO 43.2 DE LA LEY 25/2005–

La Ley 25/2005 se muestra exigente al describir con términos amplios y genéricos el ámbito objetivo de la responsabilidad de las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo, afirmando en el artículo 43.2 que «serán responsables frente a los partícipes o accionistas de todos los perjuicios que les causaren por el incumplimiento de las obligaciones establecidas en la presente Ley». La existencia de las sociedades gestoras dentro del mercado del capital-riesgo se justifica, por un lado, por la función que desarrollan como sujetos cualificados y especializados en la gestión de inversiones; pero, por otro lado, estas sociedades también encuentran su razón de ser en la condición que la Ley les atribuye de sujetos obligados principales –o legitimados pasivos– por la responsabilidad que quepa exigir si los partícipes o accionistas sufren un perjuicio fruto de la gestión de la inversión. La posición ocupada por las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo evita que la responsabilidad se diluya en este mercado¹³⁵. No obstante, tanto la Ley 25/2005 como la Directiva 2011/61/UE GFIA, conscientes del peso que cae sobre las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo les exoneran expresamente de responsabilidad en determinados supuestos¹³⁶.

Los posibles perjudicados por la actuación de una sociedad gestora de entidades de capital-riesgo son el partícipe de un fondo de capital-riesgo gestionado por una sociedad gestora y el accionista de una sociedad de capital-riesgo que haya delegado su gestión en una sociedad gestora. Esto se encuentra en consonancia con la defensa de los intereses de partícipes y accionistas impuesta a las gestoras por el artículo 43.1 de la Ley 25/2005¹³⁷.

134. *Vid.* art. 19 Directiva 2011/61/UE GFIA, en cuyos once números se descende a otros detalles sobre la labor de valoración; *vid.* también el considerando 29 de la Directiva 2011/61/UE GFIA.

135. *Vid.* MÉNDEZ ÁLVAREZ-CEDRÓN, J. M., «Artículo 40. Definición y régimen jurídico de las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo», *cit.*, pg. 334.

136. *V. gr.* art. 46.1, párrafo segundo, Ley 25/2005; considerando 11 Directiva 2011/61/UE GFIA.

137. *Vid.* GRIMA FERRADA, J., «El régimen legal de las entidades de capital riesgo en España», *cit.*, pg. 88; HOEDL EIGEL, Ch./DAROCA VÁZQUEZ, C., «Capital riesgo: aspectos jurídicos, retos y tendencias», *cit.*, pgs. 51-52; LARA GONZÁLEZ, R., «El marco jurídico

La lógica de la Ley tiene coherencia interna y tiene también fundamento, pues da un tratamiento análogo al partícipe y al accionista, ya que, en este contexto, la preocupación prioritaria de un accionista de una sociedad de capital-riesgo son sus intereses económicos en juego. La Ley 25/2005 acierta al subrayar en el caso de este tipo de accionista su perfil de *inversor*, que tiene en él un peso mayor que su perfil de *socio*¹³⁸. En consecuencia, con la buena intención de revestir a ambos sujetos de la condición de potenciales perjudicados por la actuación de la sociedad gestora, declara que ésta es responsable *frente a ellos*. Es acertado en el caso del partícipe. Es equivocado en el caso del accionista¹³⁹, pues el socio no tiene acción directa frente a la sociedad gestora de entidades de capital-riesgo¹⁴⁰. La sociedad gestora se encuentra vinculada con la sociedad de capital-riesgo por medio de un contrato de gestión que ha firmado con ésta, representada por su órgano de administración¹⁴¹, no con el accionista. Es, por tanto, la sociedad de capital-riesgo –la persona jurídica social–, actuando por medio de su órgano de administración, quien podrá exigir responsabilidad a la sociedad gestora por los perjuicios causados con su gestión. Y el accionista, podrá, intentar influir en el órgano de administración de su sociedad, para que esta exija responsabilidad a la gestora, o bien exigir responsabilidad al órgano de administración de la sociedad de capital-riesgo, si considera que éste le ha perjudicado¹⁴². En

mercantil de las entidades de capital riesgo», cit., pg. 45; MÉNDEZ ÁLVAREZ-CEDRÓN, J. M., «Artículo 43. Funciones», cit., pgs. 343-344.

En términos análogos, respecto a las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva, *vid.* PALÁ LAGUNA, R., «Algunas cuestiones en torno a la responsabilidad de las Sociedades Gestoras de Fondos de Inversión», *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, 1997, vol. 16, núm. 65, pgs. 75 y ss. *Vid.* también sobre el particular DEL CAÑO PALOP, J. R., «Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva», cit., pg. 1140; CORTÉS DOMÍNGUEZ, L. J., *Lecciones de contratos y mercados financieros*, cit., pg. 376.

138. Con relación a la distinción del perfil de inversor, frente al perfil de socio, que puede asumir el accionista de la sociedad anónima, *vid.* MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS, A., *El aumento del capital de la sociedad cotizada*, Thomson-Civitas, Madrid, 2006, pgs. 21 y ss. y nota 1.

139. *Vid.* JUSTE MENCIA, J., «Los vehículos de inversión y sus sociedades gestoras», cit., pg. 124, donde se afirma que no debe entenderse que el artículo 43 de la Ley 25/2005 «pretenda dictar una especialidad en el funcionamiento orgánico de las sociedades de capital».

140. *Contra* GRIMA FERRADA, J., «El régimen legal de las entidades de capital riesgo en España», cit., pg. 88.

141. La delegación de la gestión en una sociedad gestora de entidades de capital-riesgo «no desplaza al consejo de administración, que continúa siendo el último responsable de la administración y representación» de la sociedad de capital-riesgo gestionada –*cf.* HOEDL EIGEL, Ch./DAROCA VÁZQUEZ, C., «Capital riesgo: aspectos jurídicos, retos y tendencias», cit., pg. 51–.

142. *Vid.* HOEDL EIGEL, Ch./DAROCA VÁZQUEZ, C., «Capital riesgo: aspectos jurídicos, retos y

efecto, los administradores de la sociedad de capital-riesgo no se ven exentos de su responsabilidad a pesar de que se delegue la gestión en una sociedad gestora de entidades de capital-riesgo¹⁴³. La lógica del artículo 43.2 de la Ley 25/2005 es bienintencionada, pero se hace traición, ofreciendo a los accionistas de las sociedades de capital-riesgo más de lo que la normativa de las sociedades de capital le permite ofrecer.

4.4. LA REMUNERACIÓN DE LAS SOCIEDADES GESTORAS DE ENTIDADES DE CAPITAL-RIESGO -SU CONDICIONAMIENTO POR LAS DISPOSICIONES DE LA DIRECTIVA 2011/61/UE GFIA-

La remuneración que perciban las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo incide mediatamente en el beneficio que obtengan los partícipes y accionistas de las entidades de capital-riesgo. También influye en el comportamiento de las personas que ocupan los puestos de administradores, directivos y asimilados y empleados de las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo. Es frecuente que las sociedades gestoras inviertan en los mismos activos que la entidad de capital-riesgo que gestionan, vinculando su suerte a la de ésta e incentivando de esa forma la buena labor de los gestores¹⁴⁴.

La Ley 25/2005 y la Directiva 2011/61/UE GFIA, evidentemente, no pasan por alto esta circunstancia¹⁴⁵.

La Ley 25/2005 la trata de forma relativamente distante y se limita a exigir transparencia en la información sobre la remuneración de la sociedad gestora¹⁴⁶. El artículo 43.3.j) de la Ley 25/2005 exige que los tipos de remuneración de la sociedad gestora aparezcan en el reglamento de gestión de los fondos de capital-riesgo. Esta cantidad también aparecerá en el contrato

tendencias», cit., pg. 51; JUSTE MENCIA, J., «Los vehículos de inversión y sus sociedades gestoras», cit., pg. 124.

143. Así se establece expresamente en el artículo 31.1, párrafo segundo, de la Ley 25/2005.

144. Vid. HOEDL EIGEL, Ch./DAROCA VÁZQUEZ, C., «Capital riesgo: aspectos jurídicos, retos y tendencias», cit., pg. 56.

145. En los considerando 24 a 28 de la Directiva 2011/61/UE GFIA se muestra por extenso el interés del legislador comunitario por la materia.

146. Con carácter más concreto sobre este particular, puede consultarse la información contenida en www.webcapitalriesgo.com (<http://www.webcapitalriesgo.com/dos.php?activo=LI#> -consultado en fecha 30/05/2012-), donde se especifica, con relación a los fondos de capital-riesgo, que «(1) a gestión del fondo está cedida a una sociedad independiente, que suele administrar simultáneamente otros fondos. La contraprestación que recibe la sociedad gestora tiene dos componentes:

Una comisión de gestión, que suele oscilar entre el 2 y el 3 por 100 anual del nominal del fondo. Esta comisión se gira sólo sobre la cartera viva a partir del quinto, sexto o séptimo año.

de gestión concertado entre una sociedad de capital-riesgo y su sociedad gestora y, en caso de subcontratación o delegación, en el contrato celebrado entre la primera sociedad gestora y la delegada¹⁴⁷.

La Directiva 2011/61/UE GFIA desciende a más detalles. El artículo 13.1 de la Directiva 2011/61/UE GFIA exige que las políticas de remuneración «no induzcan a asumir riesgos incompatibles con los perfiles de riesgo, el reglamento o los documentos constitutivos del FIA que gestionan»¹⁴⁸. Además, la Directiva 2011/61/UE GFIA faculta a la Autoridad Europea de Valores y Mercados (AEVM) para que, en cooperación estrecha con la Autoridad Europea Bancaria (AEB, también conocida por las siglas de su nombre en inglés -EBA-), asegure que existan directrices en materia de políticas remunerativas¹⁴⁹.

5. EL DESARROLLO DE LA ACTIVIDAD DE LAS SOCIEDADES GESTORAS DE ENTIDADES DE CAPITAL-RIESGO. SUS FUNCIONES ESPECÍFICAS

5.1. LA GESTIÓN Y LA COMERCIALIZACIÓN: LAS DOS FUNCIONES PRINCIPALES DE LAS SOCIEDADES «NO SÓLO GESTORAS» DE ENTIDADES DE CAPITAL-RIESGO

En líneas anteriores hemos hecho referencia a la innegable importancia del inversor dentro del mercado del capital-riesgo. En ese mismo orden de consideraciones, cabe destacar la importancia que tiene la comercialización dentro de las funciones propias de las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo. La Ley 25/2005 no parece prestar atención a esta función. Y, por el nombre de estas sociedades, se podría cometer el error de considerar que son sociedades «sólo gestoras» o, dicho de otro modo, no destacar la importancia que la comercialización tiene no sólo, por supuesto, en términos

Una participación en las plusvalías obtenidas en el conjunto de la cartera (*carried interest*).

Las inversiones son propuestas por el gestor al Comité de Inversiones, integrado por representantes de la gestora y de los fondistas».

Vid. también Dow, J., «The Role of Private Equity», cit., pg. 2; BLAKE, J./ROBINSON, L., «Private equity fund structures», cit., pg. 23; YATES, G./HINCHLIFFE, M., *A Practical Guide to Private Equity Transactions*, cit., pg. 8.

Sobre las diferentes modalidades y cuantías de las comisiones percibidas por las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva, vid. DEL CAÑO PALOP, J. R., «Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva», cit., pg. 1139.

147. Vid. art. 46 Ley 25/2005.

148. En su anexo II, la Directiva 2011/61/UE GFIA incluye unas pautas para la determinación de las políticas y prácticas remunerativas.

149. Art. 13.2 Directiva 2011/61/UE GFIA.

de mercado, sino también por sus múltiples consecuencias desde el punto de vista jurídico.

La aparente despreocupación al respecto de la Ley 25/2005 se puede explicar por la remisión que esta hace en su artículo 40.2 al régimen de las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva, contenido en la Ley 35/2003, que será aplicado con carácter supletorio a las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo. Pero lo cierto es que la Ley 25/2005 no precisa tal explicación a cerca de despreocupación alguna, puesto que, por medio su Disposición final cuarta, modifica el texto de la Ley 35/2003, dando redacción a los artículos 2 y 15 en los que, junto con el artículo 16, se regula con extensión cuestiones relativas a la comercialización de participaciones y acciones.

En consecuencia, por aplicación analógica el artículo 2.1 de la Ley 35/2003, podemos entender por comercialización de una entidad de capital-riesgo la captación de clientes mediante actividad publicitaria, por la propia sociedad gestora o cualquier entidad que actúe en su nombre o en el de uno de sus comercializadores, para su aportación a la entidad de capital-riesgo de fondos, bienes o derechos¹⁵⁰.

La actividad de comercialización por las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo puede tener como *objeto* tanto entidades de capital-riesgo gestionadas por ellas como las gestionadas por terceros¹⁵¹.

La comercialización se puede realizar directamente por la sociedad gestora o por medio de agentes o apoderados. En el primer caso, habrá que comunicar a la Comisión Nacional del Mercado de Valores la apertura y cierre de sucursales, para que este dato conste en los registros llevados por ella. La comercialización por medio de agentes o apoderados ha sido merece-

150. Sin que sea posible extenderse más sobre esta cuestión en este lugar, pues el régimen de los artículos 2, 15 y 16 de la Ley 35/2003, descende a un gran número de detalles, podemos añadir que, el artículo 2.2 también se pronuncia acerca de lo que se entenderá por «actividad publicitaria», estableciendo que es «toda forma de comunicación dirigida a potenciales inversores con el fin de promover, directamente o a través de terceros que actúen por cuenta de la Institución de Inversión Colectiva o de la sociedad gestora de Institución de Inversión Colectiva, la suscripción o la adquisición de participaciones o acciones de Institución de Inversión Colectiva. En todo caso, hay actividad publicitaria cuando el medio empleado para dirigirse al público sea a través de llamadas telefónicas iniciadas por la Institución de Inversión Colectiva o su sociedad gestora, visitas a domicilio, cartas personalizadas, correo electrónico o cualquier otro medio telemático, que formen parte de una campaña de difusión, comercialización o promoción.».

151. Vid. DEL CAÑO PALOP, J. R., «Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva», cit., pg. 1155.

dora de un extenso régimen, que hace referencia, entre otros aspectos, a los requisitos de idoneidad y honorabilidad de los agentes, su nombramiento, recursos propios que se les exige, documentación, normas de conducta y un largo etcétera¹⁵².

La Directiva 2011/61/UE GFIA se ocupa de la comercialización¹⁵³, prestando especial atención al carácter transfronterizo de esta actividad. La Directiva contempla las distintas situaciones en las cuales el elemento fronterizo puede afectar a la comercialización desarrollada por entidades domiciliadas tanto dentro como fuera del territorio de la Unión Europea¹⁵⁴. Uno de los aspectos más característicos del régimen previsto por la Directiva es el *pasaporte* que se puede conceder para la comercialización en la Unión Europea de un FIA de fuera de la Unión Europea¹⁵⁵.

5.2. LAS FUNCIONES ESPECÍFICAS DE LAS SOCIEDADES GESTORAS DE ENTIDADES DE CAPITAL-RIESGO

En el artículo 43.3 de la Ley 25/2005 se relacionan en sus letras a) a h) las funciones específicas de las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo. Se puede distinguir dentro de ellas entre las funciones de *gestión interna o burocráticas* y las de *gestión externa o decisoria*s¹⁵⁶.

En las de *gestión interna o burocráticas* la sociedad gestora tiene escaso margen de iniciativa por lo que a la actividad inversora se refiere. Se comprende entre este tipo de funciones las siguientes¹⁵⁷:

- Intervención en la escritura de constitución del fondo, con la

152. Vid. DEL CAÑO PALOP, J. R., «Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva», cit., pgs. 1156-1158.

153. En el artículo 4.1.x) la Directiva 2011/61/UE GFIA formula una definición de comercialización, conforme a la cual ésta es «toda oferta o colocación directa o indirecta, por iniciativa del GFIA o en su nombre de participaciones de un FIA gestionado por él a inversores domiciliados en la Unión».

154. Vid. Capítulo VI. Derechos de los GFIA de la UE de comercializar y gestionar FIA de la UE en la Unión (arts. 31 a 33 Directiva 2011/61/UE GFIA) y Capítulo VII. Normas específicas en relación con terceros países (arts. 34 a 42 Directiva 2011/61/UE GFIA).

Vid. BAKER & MCKENZIE/SJ BERWIN, «Principales cuestiones de la Directiva AIFMD», cit., pgs. 47-48.

155. Art. 35 Directiva 2011/61/UE GFIA.

156. Vid. MÉNDEZ ÁLVAREZ-CEDRÓN, J. M., «Artículo 43. Funciones», cit., pg. 344; DEL CAÑO PALOP, J. R., «Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva», cit., pg. 1165.

157. Sobre este particular, aunque haciendo referencia a las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva, vid., DEL CAÑO PALOP, J. R., «Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva», cit., pg. 1168.

consiguiente redacción del reglamento del fondo –que, dada la influencia que esto tiene en la estrategia inversora futura, en cierta medida, puede ser también considerado como una función decisoria¹⁵⁸–.

- Llevanza de la contabilidad de los fondos de capital-riesgo y de los activos de las sociedades de capital-riesgo, con separación de la suya propia¹⁵⁹.
- Determinación del valor de las participaciones y acciones conforme al régimen previsto en el reglamento de gestión¹⁶⁰.
- Emisión de certificados de participaciones y otros documentos previstos en la Ley 25/2005¹⁶¹.
- Distribución de resultados del ejercicio¹⁶².

Coincidiendo en líneas generales con este catálogo de funciones, la Directiva 2011/61/UE GFIA recoge en su anexo I las que denomina funciones de administración¹⁶³.

Tienen mayor importancia las funciones de *gestión externa o decisoria*, pues esta actividad es la que permitirá la obtención de la rentabilidad buscada por los partícipes de los fondos de capital-riesgo y los accionistas de las sociedades de capital-riesgo. Estas funciones son:

- Como antes indicábamos, la redacción del reglamento de gestión de los fondos, pues en él se contiene la *política de inversiones*¹⁶⁴.

158. Arts. 43.3.a) y 34.2.e) Ley 25/2005.

Sobre el contrato de constitución del fondo y su reglamento de gestión, *vid.* HOEDI EIGEL, Ch./DAROCA VÁZQUEZ, C., «Capital riesgo: aspectos jurídicos, retos y tendencias», cit., pg. 52; JUSTE MENCIA, J., «Los vehículos de inversión y sus sociedades gestoras», cit., pgs. 116-117.

159. Art. 43.3.b) Ley 25/2005.

160. Art. 43.3.c) Ley 25/2005.

161. Art. 43.3.d) Ley 25/2005.

162. Art. 43.3.e) Ley 25/2005.

163. Así el anexo I.2.a) de la Directiva 2011/61/UE GFIA relaciona las siguientes funciones:

- i) servicios jurídicos y contabilidad de gestión de fondos,
- ii) consultas de clientes,
- iii) valoración y determinación de precios, incluidas declaraciones fiscales,
- iv) control de la observancia de la normativa,
- v) teneduría del registro de partícipes,
- vi) distribución de rendimientos,
- vii) emisión y reembolso de participaciones,
- viii) liquidación de contratos, incluida la expedición de certificados,
- ix) teneduría de registros;

164. Arts. 43.3.a) y 34.3.k) Ley 25/2005. El artículo 34.4 de la Ley 25/2005 contiene una relación de ocho aspectos que considera que deben tratarse al describir la política

- Establecimiento de los criterios de inversión¹⁶⁵.
- Designación de las personas que participarán en los órganos de gestión o administración de las sociedades participadas¹⁶⁶.
- Determinación de los medios y programas de asesoramiento técnico, económico y financiero¹⁶⁷.

Por su parte la Directiva 2011/61/UE GFIA se ocupa en el anexo I.1 de las que llama funciones de gestión de inversiones¹⁶⁸.

5.3. LA NATURALEZA DE LA RELACIÓN EXISTENTE ENTRE LAS SOCIEDADES GESTORAS DE ENTIDADES DE CAPITAL-RIESGO Y LOS PARTICIPES DE LOS FONDOS DE CAPITAL-RIESGO GESTIONADOS POR ELLAS

El artículo 32.1 de la Ley 25/2005 define los fondos de capital-riesgo como «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».

En el ámbito de las instituciones de inversión colectiva, han sido varias las figuras jurídicas con las que se ha pretendido explicar la relación existente entre la sociedad gestora de instituciones de inversión colectiva y los partícipes de los fondos de inversión: comisión, contrato de cuentas en participación entre la sociedad gestora y los partícipes, préstamo parciario, relación de copropiedad, relación asociativa atípica, patrimonio de afectación¹⁶⁹.

Finalmente, esa relación, tanto en el caso de los fondos de inversión colectiva como en el de los fondos de capital-riesgo se ha identificado con el *investment trust*, regulado por el Derecho anglosajón, en el cual existe un

de inversiones. Vid. HOEDL EIGEL, Ch./DAROCA VÁZQUEZ, C., «Capital riesgo: aspectos jurídicos, retos y tendencias», cit., pgs. 52-53.

Sobre las disposiciones de la Directiva 2011/61/UE GFIA en cuanto a la política de inversiones que deben seguir las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo, vid. BAKER & MCKENZIE/SJ BERWIN, «Principales cuestiones de la Directiva AIFMD», cit., pgs. 52-53.

165. Art. 43.3.f) Ley 25/2005.

166. Art. 43.3.g) Ley 25/2005.

167. Art. 43.3.h) Ley 25/2005.

168. Y establece sintéticamente que las funciones de gestión de inversiones que, como mínimo, debe llevar a cabo un GFIA al gestionar un FIA son: «a) gestión de cartera; b) gestión de riesgos».

169. Cfr. DEL CAÑO PALOP, J. R., «Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva», cit., pgs. 1163-1164.

patrimonio separado y afecto a una finalidad inversora, administrado por quien figura como su titular –llamado *trustee*–, pero cuya copropiedad y disfrute corresponde al conjunto de inversores –beneficiarios de la relación de *trust*¹⁷⁰–. En el caso que nos ocupa, la sociedad gestora de entidades de capital-riesgo es el *trustee* y el conjunto de partícipes son el beneficiario.

En el contrato de constitución del fondo aparece designada la sociedad gestora¹⁷¹. El fondo se constituye mediante la puesta en común del efectivo que integrará su patrimonio¹⁷² y es el acto de aportación al fondo común lo que hace adquirir la condición de partícipe a cada aportante¹⁷³. En consecuencia, una vez constituido el fondo, la sociedad gestora designada está revestida de plenas facultades para la gestión y representación del fondo, adecuándose en su labor a lo dispuesto en el reglamento de gestión¹⁷⁴.

5.4. EL EJERCICIO DE LOS DERECHOS POLÍTICOS CORRESPONDIENTES A LOS VALORES INTEGRANTES DE LOS FONDOS GESTIONADOS POR LAS SOCIEDADES GESTORAS DE ENTIDADES DE CAPITAL-RIESGO

La Ley no presta atención al poder político que las entidades de capital-riesgo pueden desplegar por medio del ejercicio del derecho de voto en las empresas participadas por ellas. Es una materia que tiene mayores consecuencias e importancia con el régimen de la Ley 25/2005, en comparación con el de la Ley 1/1999, pues a diferencia de lo que sucedía con éste, las entidades de capital riesgo pueden participar en el capital de sociedades cotizadas, durante un plazo de un año, incluso con cargo a su coeficiente obligatorio de inversión¹⁷⁵.

Esta materia es, sin embargo, regulada para las instituciones de inversión

170. Cfr. DEL CAÑO PALOP, J. R., «Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva», cit., pg. 1164; JUSTE MENCIA, J., «La posición de los administradores de sociedades de capital designados por entidades de capital riesgo», en ÁLVAREZ ARJONA, J. M./ERLAIZ COTELO, I. *Capital Riesgo (Private Equity). Aspectos regulatorios, mercantiles, financieros, fiscales y laborales*, Thomson-Aranzadi, Cizur Menor, Navarra, 2006, pg. 805; TAPIA HERMIDA, A. J., «Artículo 32. Definición y régimen jurídico», en IGLESIAS PRADA, J. L./DÍAZ RUIZ, E. (Dirs.), *Comentarios a la Ley 25/2005, reguladora de las entidades de capital riesgo y sociedades gestoras*, Civitas, Cizur Menor, Navarra, 2006, pg. 279. Vid. sobre esta materia GARRIGUES DÍAZ-CANABATE, J., *Negocios fiduciarios en el Derecho Mercantil*, 2ª ed., Civitas, Madrid, 1981.

171. Art. 34.2.d) Ley 25/2005.

172. Art. 34.1 Ley 25/2005.

173. Art. 32.2 Ley 25/2005.

174. Arts. 32.1 y 36 Ley 25/2005.

175. Art. 2.2 Ley 25/2005.

Vid. MÉNDEZ ÁLVAREZ-CEDRÓN, J. M., «Artículo 43. Funciones», cit., pg. 344.

colectiva, a las que se obliga a ejercer su derecho de voto en las sociedades participadas y a informar con transparencia al respecto¹⁷⁶. Las normas y principios de gobierno corporativo se han ocupado de esta cuestión en los últimos años, pues hay un porcentaje elevado del accionariado de las grandes corporaciones que corresponde a inversores institucionales¹⁷⁷. La práctica habitual de las entidades de capital-riesgo es alinearse con los intereses de la empresa participada, sea en el ejercicio de los derechos de voto, sea en cualquier otra forma de colaboración en la conformación de la voluntad de la sociedad o en la adopción de decisiones empresariales¹⁷⁸.

5.5. LA INVOLUCRACIÓN DE LAS SOCIEDADES GESTORAS DE ENTIDADES DE CAPITAL-RIESGO EN LA GESTIÓN DE LAS EMPRESAS PARTICIPADAS

La financiación obtenida por una empresa participada por una entidad de capital-riesgo va acompañada de un contexto de circunstancias potencialmente favorables¹⁷⁹.

La inversión de capital-riesgo no busca, como sucede en ocasiones con las instituciones de inversión colectiva, una rentabilidad rápida. La inversión de capital-riesgo puede esperar durante los años de su permanencia en el capital de la sociedad participada sin exigir habitualmente reparto anual de dividendos, pues busca rentabilizar su inversión con la plusvalía generada. Además, la sociedad gestora se puede implicar en la gestión de la sociedad participada, incorporando miembros al consejo de administración de ésta¹⁸⁰, facilitándole asesoría, poniéndole en contacto con técnicos y expertos en materias propias de la actividad de la empresa participada, colaborando con el empresario en negociaciones, etc.¹⁸¹. Es conocido el análisis exhaustivo

176. Art. 46.1.d) Ley 35/2003.

Vid. MÉNDEZ ÁLVAREZ-CEDRÓN, J. M., «Artículo 43. Funciones», cit., pg. 345.

177. Vid. DEL CAÑO PALOP, J. R., «Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva», cit., pgs. 1166-1167.

Sobre la función desarrollada por los inversores institucionales como accionistas, puede consultarse INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS (IOSCO), «*Collective Investment Schemes as Shareholders: Responsibilities and Disclosure*», septiembre, 2003.

178. Vid. HOEDL EIGEL, Ch./DAROCA VÁZQUEZ, C., «Capital riesgo: aspectos jurídicos, retos y tendencias», cit., pg. 70.

179. Sobre la sofisticación que este conjunto de circunstancias puede llegar a adquirir y sobre los distintos sujetos y entidades que intervienen en estas operaciones, vid. TALMOR, E./VASVARI, F., *International Private Equity*, cit., pgs. 36-37.

180. Vid. JUSTE MENCIA, J., «La posición de los administradores de sociedades de capital...», cit., pgs. 785 y ss.

181. Vid. HOEDL EIGEL, Ch./DAROCA VÁZQUEZ, C., «Capital riesgo: aspectos jurídicos, retos y tendencias», cit., pg. 70; JUSTE MENCIA, J., «La posición de los administradores de sociedades de capital...», cit., pg. 785.

previo que realiza sociedad gestora de entidades de capital-riesgo antes de decidir la inversión en una participada¹⁸². Por tanto, la mera presencia del inversor de capital-riesgo en una empresa es un dato inicialmente positivo para los terceros con los que esta se relaciona¹⁸³.

6. LA REVOCACIÓN DE LAS SOCIEDADES GESTORAS DE ENTIDADES DE CAPITAL-RIESGO

Una sociedad gestora puede ver revocada la autorización para el ejercicio de su actividad que, a propuesta de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, recibió del Ministro¹⁸⁴. La revocación de la autorización de las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo se regula en el artículo 44 de la Ley 25/2005¹⁸⁵.

Al igual que sucede con la concesión de la autorización para el ejercicio de la actividad, a propuesta de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, el Ministro del que ésta dependa¹⁸⁶ puede revocar la autorización a una sociedad gestora de entidades de capital-riesgo¹⁸⁷.

Las causas de la revocación se contemplan en el artículo 44.1:

- a) No hacer uso de la autorización dentro de los doce meses siguientes a la fecha de notificación de la misma.
- b) Renuncia expresa a la autorización, independientemente de que la sociedad se transforme en otra entidad o acuerde su disolución.
- c) Incumplimiento de forma sobrevenida de cualquiera de los requisitos precisos para la obtención de la autorización.
- d) Incumplimiento de forma grave, manifiesta y sistemática de los requisitos establecidos para el ejercicio de su actividad.

182. *Vid.* BARTHEL, D., «Los beneficios del capital riesgo para la economía...», cit., pg. 128.

183. *Cfr.* LARA GONZÁLEZ, R., «El marco jurídico-mercantil de las entidades de capital riesgo», cit., pg. 29.

184. Art. 42.3 Ley 25/2005.

185. En el régimen de las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva anterior al vigente no se contemplaba la revocación de la autorización. Esta figura se regula en los artículos 13 y 13 bis de la Ley 35/2003. *Vid.* un comentario pormenorizado de esta figura, detallando causas y procedimiento, en DEL CAÑO PALOP, J. R., «Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva», cit., pgs. 1141-1143.

186. En la fecha de redacción de la Ley 25/2005, el Ministro de Economía y Hacienda.

187. *Cfr.* GRIMA FERRADA, J., «El régimen legal de las entidades de capital riesgo en España», cit., pgs. 88 y 89; MÉNDEZ ÁLVAREZ-CEDRÓN, J. M., «Artículo 44. Revocación», en IGLESIAS PRADA, J. L./DÍAZ RUIZ, E. (Dir.), *Comentarios a la Ley 25/2005, reguladora de las entidades de capital riesgo y sociedades gestoras*, Civitas, Cizur Menor, Navarra, 2006, pgs. 347 y ss.

- e) Existencia de razones fundadas y acreditadas de que la influencia ejercida por las personas que posean una participación significativa en la sociedad gestora pueda resultar en detrimento de la gestión correcta y prudente de la misma y dañar gravemente su situación financiera.
- f) Infracción de manera grave, manifiesta y sistemática de la Ley 25/2005 o del resto de normas integran el régimen de las sociedades gestoras de las entidades de capital-riesgo.
- g) Concurrencia de alguna de las causas de disolución forzosa previstas en el régimen de las sociedades anónimas.
- h) Si se evidencia que la autorización se obtuvo en virtud de declaraciones falsas, omisiones o por otro medio irregular.
- i) Si se acuerda la apertura de un procedimiento concursal.
- j) Como sanción, según lo previsto en el Título IV de la Ley 25/2005.
- k) Transcurso de más de dos años sin realizar la actividad de gestión de entidades de capital-riesgo.

El procedimiento para la revocación de la autorización sigue las mismas pautas que las establecidas para la revocación de las sociedades de capital-riesgo de régimen común¹⁸⁸.

7. LA SUSTITUCIÓN DE SOCIEDADES GESTORAS

La sustitución de una sociedad gestora de entidades de capital-riesgo por otra, que continúe desarrollando su labor de gestión, se puede producir tanto de forma voluntaria como forzosa¹⁸⁹. Ambos supuestos se regulan en el artículo 45 de la Ley 25/2005.

Las dos modalidades se tramitan ante la Comisión Nacional del Mercado de Valores y la eficacia de la sustitución está vinculada a la autorización que ésta conceda, siendo a este respecto requisito necesario la presentación de una sociedad gestora sustituta. De este modo, la Ley pretende velar por los intereses de los inversores¹⁹⁰.

188. Art. 13.2, 3 y 4, Ley 25/2005; cfr. art. 44.2 Ley 25/2005.

189. Vid. GRIMA FERRADA, J., «El régimen legal de las entidades de capital riesgo en España», cit., pgs. 89-90.

Por su valor analógico, vid., con relación a las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva, DEL CAÑO PALOP, J. R., «Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva», cit., pgs. 1145-1146.

190. Cfr. MÉNDEZ ÁLVAREZ-CEDRÓN, J. M., «Artículo 45. Sustitución de gestoras», en IGLESIAS PRADA, J. L./DÍAZ RUIZ, E. (Dir.), *Comentarios a la Ley 25/2005, reguladora de las entidades de capital riesgo y sociedades gestoras*, Civitas, Cizur Menor, Navarra, 2006, pg. 350,

La *sustitución voluntaria* tiene lugar en una situación de actividad normal de la sociedad gestora, en la que, por la razón que resulte procedente, ésta presentará ante la Comisión Nacional del Mercado de Valores una solicitud formulada conjuntamente con la nueva sociedad gestora, en la que esta segunda sociedad manifiesta aceptar y asumir el ejercicio de las funciones que hasta el momento desempeñaba la primera¹⁹¹.

La Ley 25/2005 prevé tres supuestos de *sustitución forzosa*. El primero tiene lugar en caso de declaración de concurso de la sociedad gestora y se realiza por iniciativa de la administración concursal, que necesariamente presentará ante la Comisión Nacional del Mercado de Valores la solicitud de sustitución de la sociedad gestora, ajustándose a los mismos términos previstos por la Ley para la sustitución voluntaria¹⁹². Los dos siguientes supuestos de sustitución forzosa, tienen lugar por iniciativa de la Comisión Nacional del Mercado de Valores¹⁹³. Así, el segundo sucede cuando la administración concursal no solicite la sustitución de la gestora concursada, en cuyo caso la acordará la Comisión Nacional del Mercado de Valores, que dará inmediata comunicación de ella al juez del concurso. El tercero, también por acuerdo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, cuando, por cualquier causa, se produzca el cese de la actividad de una sociedad gestora de entidades de capital-riesgo.

En cualquiera de los supuestos de sustitución forzosa, si no se produjese la aceptación de la nueva gestora en el plazo de un mes, los fondos de capital-riesgo gestionados quedarán disueltos¹⁹⁴.

En el número 3 del artículo 45 se dispone que los efectos de la sustitución tendrán lugar desde la *inscripción* en el registro correspondiente de la Comisión Nacional del Mercado de Valores de la modificación *reglamentaria* del fondo de capital-riesgo o la *estatutaria*¹⁹⁵ de la sociedad de capital-riesgo objeto de gestión.

Excepción hecha del contenido del número 3, el resto del artículo 45,

donde se añade que, aunque «la Ley no lo diga, la presencia de la CNMV en este proceso garantiza la entrega a la nueva sociedad de los registros contables e informáticos que le permitan asumir plenamente su función y responsabilidades».

191. Art. 45.1 Ley 25/2005.

192. Art. 45.2, proposición primera, Ley 25/2005.

Vid. JUSTE MENCÍA, J., «Los vehículos de inversión y sus sociedades gestoras», cit., pg. 126; LARA GONZÁLEZ, R., «El marco jurídico-mercantil de las entidades de capital riesgo», cit., pg. 45.

193. Art. 45.2, proposición segunda, Ley 25/2005.

194. Art. 45.2, *in fine*, Ley 25/2005. Vid. MÉNDEZ ÁLVAREZ-CEDRÓN, J. M., «Artículo 45. Sustitución de gestoras», cit., pg. 350.

195. En líneas inferiores comentamos la pertinencia o no de esta modificación *estatutaria*.

aunque pueda parecer dirigido a ambos tipos de entidades de capital-riesgo, tiene como destinatarios tan sólo a los fondos¹⁹⁶. Éstos carecen de personalidad jurídica y por eso no es impropio que la decisión de sustitución de su gestora la adopte de forma voluntaria la gestora sustituida o, en los supuestos de sustitución forzosa, la administración concursal o la Comisión Nacional del Mercado de Valores. No procede pensar esto en el caso de las sociedades de capital-riesgo, pues supondría *desprobeer de sus facultades* sin fundamento a los órganos de la sociedad. La delegación en una sociedad gestora de entidades de capital-riesgo de la gestión de los activos de una sociedad de capital-riesgo tiene lugar por un acuerdo orgánico de esta segunda –sea un acuerdo de la Junta General o, por su delegación, un acuerdo del Consejo de Administración¹⁹⁷–. El acuerdo orgánico se elevará a escritura pública y se inscribirá en el Registro Mercantil y en el registro de la Comisión Nacional del Mercado de Valores¹⁹⁸. Conforme a esta lógica, la sustitución de la antigua gestora por una nueva se debe adoptar también por *acuerdo* orgánico e inscribirlo en los mencionados registros. La designación de la nueva sociedad gestora será efectiva desde la *inscripción en el registro de la Comisión Nacional del Mercado de Valores*¹⁹⁹. Además, será el *acuerdo* orgánico lo que se inscribirá en el registro de la Comisión Nacional del Mercado de Valores y no *modificación estatutaria* alguna, pues los estatutos de la sociedad gestionada no se modifican, ya que la Ley 25/2005 en sus artículos 31.1 y 28.6 dispone que en los estatutos lo que constará es si existe o no facultad de delegar en una sociedad gestora, no la sociedad gestora designada en ejercicio de esa facultad²⁰⁰.

Además de las cuestiones de derecho societario a las que acabamos de referirnos, debe tomarse también en consideración la existencia de un *contrato* que vincula a la sociedad de capital-riesgo gestionada con la sociedad gestora de entidades de capital-riesgo²⁰¹, que habrá de ser resuelto por sus

196. Cfr. JUSTE MENCIA, J., «Los vehículos de inversión y sus sociedades gestoras», cit., pg. 125.

197. El artículo 31.1 de la Ley 25/2005 dispone que, si los estatutos sociales recogen expresamente la posibilidad de que se delegue en una sociedad gestora la gestión de los activos de una sociedad de capital-riesgo, esta decisión se adoptará por un acuerdo de la Junta General o por su delegación del Consejo de Administración. Vid. JUSTE MENCIA, J., «Los vehículos de inversión y sus sociedades gestoras», cit., pgs. 111-113.

198. Arts. 31.1, párrafo segundo, y 28.6 Ley 25/2005.

199. Como se deduce por aplicación analógica del artículo 31.2 de la Ley 25/2005, sin que deba inducir a error el artículo 45.1 de esta misma Ley.

200. Cfr. JUSTE MENCIA, J., «Los vehículos de inversión y sus sociedades gestoras», cit., pg. 125.

201. La Ley 25/2005 no regula ese contrato.

Vid. JUSTE MENCIA, J., «Los vehículos de inversión y sus sociedades gestoras», cit., pg. 113, donde se comenta que, por su naturaleza, este contrato se puede incluir en el tipo amplio de la comisión, aunque, por razón de la estabilidad de la relación,

suscriptores, en las circunstancias que correspondan al caso, y sustituido por un nuevo contrato con la sociedad gestora sustituyente.

Volviendo a centrar nuestra atención en el fondo de capital-riesgo, cuya sociedad gestora es objeto de sustitución, y teniendo presente la ausencia de órganos de representación y de conformación de la voluntad de los partícipes, el artículo 45.4 de la Ley 25/2005 ofrece la posibilidad de que, en cualquiera de los supuestos de sustitución, en el plazo de treinta días naturales tras la sustitución, cualquier partícipe libere sus participaciones en el fondo de capital-riesgo sin cargos ni comisión alguna²⁰². De esta forma, la Ley ampara el interés del partícipe que no aprobase la sustitución realizada o cualquier circunstancia al respecto²⁰³.

No es materia comprendida en el objeto de esta Ley, sin embargo, no deben pasar inadvertidas las consecuencias que esto tenga con relación a las empresas participadas destinatarias de la inversión y los perjuicios que puedan sufrir por esta retirada de participaciones o por la disolución de un fondo de capital-riesgo por no producirse la aceptación de la nueva gestora.

8. LA DELEGACIÓN PARCIAL DE LA LABOR DE GESTIÓN DE LAS SOCIEDADES GESTORAS DE ENTIDADES DE CAPITAL-RIESGO

8.1. LA FACULTAD DE LAS SOCIEDADES GESTORAS DE ENTIDADES DE CAPITAL-RIESGO DE DELEGAR PARCIALMENTE SU LABOR DE GESTIÓN

El régimen anterior, el de la Ley 1/1999, no reconocía esta facultad a las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo.

podría aplicarse por analogía normas propias del contrato de agencia –*vid.* MADRID PARRA, A., «Régimen societario del capital-riesgo (Ley 1/1999)», *cit.*, pg. 4175–.

Con relación a este supuesto en el ámbito de las instituciones de inversión colectiva, *vid.* TAPIA HERMIDA, A. J., *El contrato de gestión de carteras de inversión*, Centro de Documentación Bancaria y Bursátil, Madrid, 1995; *idem*, *Sociedades y Fondos de Inversión y Fondos de Titularización*, Dykinson, Madrid, 1998; PULGAR EZQUERRA, J., «La naturaleza jurídica de los Fondos de Inversión Mobiliaria en el marco de la Ley 35/2003, de Instituciones de Inversión Colectiva», *Noticias de la Unión Europea*, 2008, núm. 283, pgs. 85-91; *idem*, *La naturaleza jurídica de los Fondos de Inversión Mobiliaria*, Edersa, Madrid, 2001.

202. *Vid.* LARA GONZÁLEZ, R., «El marco jurídico-mercantil de las entidades de capital riesgo», *cit.*, pg. 45; JUSTE MENCIA, J., «Los vehículos de inversión y sus sociedades gestoras», *cit.*, pgs. 125 y 126; MÉNDEZ ÁLVAREZ-CEDRÓN, J. M., «Artículo 45. Sustitución de gestoras», *cit.*, pg. 350.

203. Esta situación se puede poner en relación con dos supuestos análogos de reconocimiento de un legítimo interés individual y su defensa por medios limitados, como son el derecho de separación de socios y la «*Wall Street rule*».

Dispone el artículo 46 de la Ley 25/2005 que las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo pueden delegar en una tercera entidad parte de la gestión de los activos de los fondos de capital-riesgo que administran y de las sociedades de capital-riesgo que gestionan²⁰⁴.

Genera cierta confusión que la Ley 25/2005 utilice la misma rúbrica –«Delegación de la gestión»– en sus artículos 31 y 46 para identificar dos figuras distintas: en el artículo 31, la delegación realizada por una sociedad de capital-riesgo en una sociedad gestora de entidades de capital-riesgo, para que gestione los activos de aquélla; en el artículo 46, la delegación realizada por una sociedad gestora de entidades de capital-riesgo en otra sociedad gestora de entidades de capital-riesgo, para que realice parte de la labor de gestión de las entidades de capital-riesgo gestionadas por la primera²⁰⁵. La Ley podría haberse referido a esta relación denominándola «subcontratación»²⁰⁶ o «delegación parcial de la gestión».

No obstante, la figura también es distinta porque, mientras que en el artículo 31 la delegación de la labor de gestión afecta sólo a activos de sociedades de capital-riesgo, en el caso del artículo 46 la delegación afecta tanto a fondos de capital-riesgo como a activos de sociedades de capital-riesgo.

Al hilo de la expresión alternativa que sugerimos para identificar esta figura, es importante destacar, que la ley dispone que la delegación sólo puede recaer sobre *parte* de la labor de gestión. Sólo cabe delegación parcial de la gestión pues no tiene razón de ser la situación a que daría lugar una delegación total, multiplicando el número de gestoras y vaciando de contenido la actividad para la cual una de ellas está específicamente cualificada y facultada por la Ley²⁰⁷.

204. Sobre el mayor grado de precisión de las expresiones «administrar fondos de capital-riesgo» y «gestionar activos de sociedades de capital-riesgo», frente a «gestionar fondos de capital-riesgo» y «administrar sociedades de capital-riesgo» –a diferencia del modo de expresión utilizado en el artículo 46.1 de la Ley 25/2005–, *vid.* DÍAZ RUIZ, E., «Artículo 46. Delegación de la gestión», en IGLESIAS PRADA, J. L./DÍAZ RUIZ, E. (DIRS.), *Comentarios a la Ley 25/2005, reguladora de las entidades de capital riesgo y sociedades gestoras*, Civitas, Cizur Menor, Navarra, 2006, pg. 352.

205. *Id.* DÍAZ RUIZ, E., «Artículo 46. Delegación de la gestión», *cit.*, pg. 352; GRIMA FERRADA, J., «El régimen legal de las entidades de capital riesgo en España», *cit.*, pg. 90; JUSTE MENCIA, J., «Los vehículos de inversión y sus sociedades gestoras», *cit.*, pg. 124.

En relación con las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva, *vid.* DEL CAÑO PALOP, J. R., «Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva», *cit.*, pg. 1119.

206. *Cfr.* GRIMA FERRADA, J., «El régimen legal de las entidades de capital riesgo en España», *cit.*, pg. 90.

207. *Id.* DÍAZ RUIZ, E., «Artículo 46. Delegación de la gestión», *cit.*, pg. 353; GRIMA FERRADA, J., «El régimen legal de las entidades de capital riesgo en España», *cit.*, pg. 90.

La Directiva 2011/61/UE GFIA regula en su artículo 20 la delegación parcial de funciones, pues entiende que ésta puede *aumentar la eficacia* del ejercicio de la actividad del GFIA²⁰⁸. Conforme a esta lógica, si se observan los mismos requisitos previstos en el apartado 1 del artículo 20 para la delegación y, junto a estos, los previstos en el apartado 4 de ese artículo, la Directiva admite también la *subdelegación*. Los estrictos requisitos y restricciones que prevé la Directiva en materia de delegación afectan sólo a las dos *funciones de gestión* que la Directiva establece en su anexo I.1: la *gestión de carteras* y la *gestión de riesgos*. Por el contrario, la Directiva no somete a tales requisitos y restricciones la delegación de las restantes funciones contempladas en su anexo I.2, de carácter administrativo o técnico²⁰⁹.

8.2. EL PROCEDIMIENTO Y EL CONTRATO DE DELEGACIÓN PARCIAL DE LA GESTIÓN. LAS ENTIDADES RECEPTORAS DE LA DELEGACIÓN PARCIAL

El artículo 46 de la Ley 25/2005 somete a varios requisitos esta relación.

En primer lugar, la subcontratación o delegación parcial en una sociedad gestora de entidades de capital-riesgo debe ser autorizada por la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

En segundo lugar, las entidades receptoras de la delegación parcial sólo pueden ser las contempladas en el artículo 46.2 de la Ley 25/2005. Por un lado, las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo y sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva. En segundo lugar, las entidades habilitadas para prestar el servicio de gestión de carteras de inversión —es decir, las sociedades de valores, las agencias de valores, las sociedades gestoras de carteras y las entidades de crédito—, en consecuencia, estas entidades que, en otras circunstancias, sólo podrían gestionar activos de sociedades de capital-riesgo y no administrar fondos²¹⁰, vía delegación parcial, pueden ser subcontratadas por la gestora de un fondo²¹¹. En tercer lugar, el artículo 46.2 de la Ley 25/2005 abre la posibilidad de delegación parcial a un amplio campo, al permitir la subcontratación con «entidades similares domiciliadas en otros Estados miembros de la Organización de Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), que no tengan la consideración de paraíso fiscal ni sean un país o territorio cuyas autoridades se nieguen a intercambiar infor-

208. Considerando 30 Directiva 2011/61/UE GFIA.

209. Considerando 31 Directiva 2011/61/UE GFIA.

210. Art. 41.1, párrafo segundo, Ley 25/2005.

211. Cfr. JUSTE MENCIA, J., «Los vehículos de inversión y sus sociedades gestoras», cit., pg. 124.

mación con las autoridades españolas sobre las materias reguladas en la presente Ley, siempre que se acredite que ofrecen unas garantías no inferiores a las exigidas a las anteriores y estén habilitadas para la gestión del tipo de Institución o de activos objeto de la delegación».

En tercer lugar, se le otorgan facultades a la Comisión Nacional del Mercado de Valores para establecer los requisitos que haya de cumplir el contrato de delegación parcial entre la sociedad gestora de entidades de capital-riesgo y la entidad subcontratada. Uno de los objetivos de los requisitos establecidos por la Comisión Nacional del Mercado de Valores es garantizar la continuidad en la administración de los activos, incluso en el caso de sustitución de la sociedad gestora *delegante*²¹².

8.3. LA RESPONSABILIDAD DE LAS DOS PARTES DEL CONTRATO DE DELEGACIÓN PARCIAL. LA POSIBLE EXONERACIÓN DE RESPONSABILIDAD DE LA SOCIEDAD GESTORA DELEGANTE

Como norma general, la delegación parcial no exime de responsabilidad a la sociedad gestora delegante, por el contrario, su responsabilidad no se ve afectada y responderá solidariamente con la entidad subcontratada por los perjuicios que se pudieran derivar de la actuación de esta segunda²¹³. El artículo 46.1 de la Ley 25/2005 configura de forma objetiva esta responsabilidad solidaria de la sociedad gestora delegante, por lo que no se le ofrece la posibilidad de probar si hubo o no culpa *in eligendo* o culpa *in vigilando*²¹⁴.

La Ley dispone en el artículo 46.1, párrafo primero, *in fine*, que la responsabilidad es exigible por los partícipes o accionistas, reproduciendo en el caso de los accionistas la anomalía contenida en el artículo 43.2 y que hemos comentado en líneas superiores.

El artículo 46.1, párrafo segundo, exonera de responsabilidad a la sociedad gestora delegante cuando la gestión recaiga sobre activos de una sociedad de capital-riesgo y la contratación hubiera sido impuesta por ésta, lo cual deberá acreditarse mediante el correspondiente acuerdo de la junta general o, por delegación de ésta, del consejo de administración. Cabe plantearse si

212. Vid. DÍAZ RUIZ, E., «Artículo 46. Delegación de la gestión», cit., pg. 353-354; GRIMA FERRADA, J., «El régimen legal de las entidades de capital riesgo en España», cit., pg. 90; JUSTE MENCIA, J., «Los vehículos de inversión y sus sociedades gestoras», cit., pg. 124; LARA GONZÁLEZ, R., «El marco jurídico-mercantil de las entidades de capital riesgo», cit., pg. 45.

213. Vid. GRIMA FERRADA, J., «El régimen legal de las entidades de capital riesgo en España», cit., pg. 90; LARA GONZÁLEZ, R., «El marco jurídico-mercantil de las entidades de capital riesgo», cit., pg. 45.

214. Vid. DÍAZ RUIZ, E., «Artículo 46. Delegación de la gestión», cit., pg. 355.

la contratación impuesta a la que se refiere la Ley consiste en la *contratación de los activos* gestionados –que resulten posteriormente generadores del perjuicio– o si se trata de que la sociedad de capital-riesgo haya impuesto a la sociedad gestora delegante que subcontrate a una entidad determinada –cuya gestión ulterior ocasiona el perjuicio, de cuya responsabilidad se exonera a la sociedad delegante–. Ambas posibilidades se pueden deducir del texto del artículo 46.1, pero parece que la Ley se refiere a la segunda²¹⁵. En respaldo de esta lectura, se puede acudir al régimen de la delegación de la comisión, contemplado en el artículo 262 CCom, en el que el comisionista sólo responderá frente al comitente cuando éste haya dejado a la elección de aquél la persona en quien haya de delegar²¹⁶ y, en consecuencia, si no hay tal libertad de elección, la imposición de la identidad de la delegada exonera de responsabilidad a la delegante.

9. CONCLUSIONES

Las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo *no son entidades* de capital-riesgo, pero, aunque tienen una naturaleza jurídica distinta, comparten con estas entidades una parte importante del régimen previsto para ellas por la Ley 25/2005. Concretamente, dentro de los dos regímenes previstos por la Ley 25/2005, el régimen común y el régimen simplificado, las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo están necesariamente afectas al *régimen común*²¹⁷.

Con el fin de incrementar la seguridad en el mercado, la Directiva 2011/61/UE GFIA crea un marco armonizado y riguroso de regulación y supervisión de la actividad de todos los GFIA. La amplitud con la que esta Directiva define FIA y GFIA da lugar a la *inclusión de las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo dentro de la categoría GFIA*. En consecuencia, la gestión de entidades de capital-riesgo es una actividad *necesariamente sometida a regulación y supervisión*²¹⁸.

El concepto de sociedad gestora de entidades de capital-riesgo contenido en el artículo 40 de la Ley 25/2005 se limita a hacer referencia a tres de los aspectos esenciales definitorios de estas sociedades –su condición de sociedad anónima especial, su objeto social principal y su actividad comple-

215. Vid. DÍAZ RUIZ, E., «Artículo 46. Delegación de la gestión», cit., pgs. 355-356, más favorable a una interpretación del artículo orientada a la imposición de la contratación de los activos.

216. Vid. JUSTE MENCIA, J., «Los vehículos de inversión y sus sociedades gestoras», cit., pg. 125.

217. Vid. *supra* epígrafes 1 y 3.1.1.

218. Vid. *supra* epígrafes 1, 2.2 y 3.1.1.

mentaria²¹⁹—; pero, para formular un concepto de estas entidades más cercano a la realidad del tráfico jurídico-económico, es preciso hacer referencia también al régimen fiscal favorable del que pueden disfrutar y a la configuración por la Directiva 2011/61/UE GFIA de la gestión de entidades de capital-riesgo como una actividad necesariamente regulada. En consecuencia, podemos definir las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo como *sociedades anónimas especiales por razón de su objeto*; cuya *actividad principal consiste en la administración y gestión de fondos de capital-riesgo y de activos de sociedades de capital-riesgo*; que, facultativamente, pueden desarrollar como *actividad complementaria* tareas de asesoramiento a empresas no financieras; que se encuentran sometidas a la observancia de las *normas específicas reguladoras de su actividad* y a la *supervisión de las autoridades financieras*, y que están dotadas de un *régimen tributario privilegiado*²²⁰.

La normativa comunitaria renunció a la creación de unas *gestoras universales*, facultadas para administrar no sólo instituciones de inversión colectiva, sino también fondos de pensiones y carteras individuales, y pudiesen prestar asesoramiento financiero²²¹; sin embargo, tampoco hace una opción clara por la especialización de las entidades financieras dedicadas a la actividad de gestión. En consecuencia, las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo, por disposición expresa del artículo 41 de la Ley 25/2005, han de aceptar que su actividad propia de gestión también pueda ser desarrollada por las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva, las sociedades de valores, las agencias de valores, las sociedades gestoras de carteras y las entidades de crédito²²².

Dentro de la estructura del mercado del capital-riesgo, las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo son el *centro gravitatorio* de este sector del sistema financiero²²³. Estas entidades no sólo desarrollan actividad gestora, sino también la de *comercialización* de operaciones de inversión y de los instrumentos financieros por medio de los cuales se canaliza esta inversión²²⁴. Las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo son el vínculo y el intermediario entre los inversores y las empresas participadas en una operación de capital-riesgo²²⁵. Con relación a los fondos de capital-riesgo, el papel de las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo es imprescindible.

219. Vid. *supra* epígrafes 2.1, 2.1.1, 2.1.2 y 2.1.3.

220. Vid. *supra* epígrafe 2.3.

221. Vid. *supra* epígrafe 3.2.1.

222. Vid. *supra* epígrafe 3.2.

223. Vid. *supra* epígrafe 4.1.

224. Vid. *supra* epígrafe 5.1.

225. Vid. *supra* epígrafe 4.1.

ble, pues, dado que los fondos son patrimonios separados sin personalidad jurídica propia, sin la actuación de las gestoras los fondos no podrían desarrollar ninguna de sus funciones –ni tan siquiera constituirse²²⁶–. La naturaleza de la relación entre la sociedad gestora de entidades de capital-riesgo y los partícipes del fondo es la de *investment trust* o negocio fiduciario²²⁷. Por su parte, las sociedades de capital-riesgo no están expuestas a una situación de dependencia tan radical, pues es posible su autogestión²²⁸, pero también pueden encomendar esa labor a una sociedad gestora de entidades de capital-riesgo. Además, las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo asumen funciones relevantes relativas al ejercicio de los derechos políticos correspondientes a los valores integrantes de los fondos gestionados por ellas²²⁹ y a la gestión de las empresas participadas como fruto de una operación de capital-riesgo²³⁰.

Es lógico, en consecuencia, que la ley imponga a las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo, como principio inspirador del ejercicio de sus funciones, un especial *deber de velar por los intereses de los partícipes y los accionistas*²³¹. En esta misma línea, las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo se encuentran sometidas a *responsabilidad* frente a los partícipes y a los accionistas por los daños causados²³². A este respecto, la ley se expresa de modo confuso, pues, aunque los perjudicados sean los partícipes y los accionistas de las entidades gestionadas, en el caso de los accionistas no son ellos los legitimados para exigir esa responsabilidad –como parece indicar la Ley 25/2005–, sino la sociedad de la que son socios; sí recae, en su caso, tal legitimación activa sobre la persona del partícipe²³³.

La Directiva 2011/61/UE GFIA presta atención a nuevos aspectos relativos a la *remuneración* de las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo²³⁴.

Al regular la *sustitución* –voluntaria o forzosa– de una sociedad gestora de entidades de capital-riesgo, la Ley 25/2005 se ocupa de la defensa de los intereses de los partícipes y los accionistas de las entidades gestionadas, pero no toma en consideración los intereses de las empresas participadas por esas

226. Vid. *supra* epígrafe 1.

227. Vid. *supra* epígrafe 5.3.

228. Vid. *supra* epígrafe 3.3.

229. Vid. *supra* epígrafe 5.4.

230. Vid. *supra* epígrafe 5.5.

231. Vid. *supra* epígrafe 4.2.

232. Vid. *supra* epígrafe 4.3.

233. Vid. *supra* epígrafe 4.3.

234. Vid. *supra* epígrafe 4.4.

entidades, que también pueden ver afectados sus intereses por esa sustitución²³⁵.

La Ley 25/2005 regula en su artículo 46 la *delegación parcial de la labor de gestión* de las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo en otras gestoras, refiriéndose a ella con la expresión «delegación de la gestión», la misma que emplea en el artículo 31 para identificar la delegación realizada por una sociedad de capital-riesgo en una sociedad gestora de entidades de capital-riesgo. Hubiese sido más oportuno utilizar una expresión distinta para denominar la relación regulada en el artículo 46, cuya rúbrica podría ser «subcontratación» o «delegación parcial de la gestión»²³⁶. La Directiva 2011/61/UE GFIA ve con buenos ojos la figura de la delegación parcial, pues entiende que ésta puede *aumentar la eficacia* del ejercicio de la actividad del GFIA, razón por la cual admite también la *subdelegación parcial*²³⁷. La delegación parcial *no exime de responsabilidad* a la sociedad gestora delegante, que responde solidariamente con la entidad gestora subcontratada. Por lo que a la exigencia de responsabilidad se refiere, la Ley 25/2005 reproduce en el caso de los accionistas la anomalía que parece cometer cuando regula la responsabilidad originaria de las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo²³⁸. Está exonerada de responsabilidad, sin embargo, la sociedad gestora delegante cuando la contratación de la entidad delegada haya sido impuesta por la propia sociedad de capital-riesgo cuyos activos son objeto de gestión²³⁹.

NORMATIVA CITADA

Real Decreto de 22 de agosto de 1885 (Gracia y Justicia) por el que se publica el Código de Comercio (citado CCom)

Real Decreto-ley 1/1986, de 14 de marzo, de medidas urgentes administrativas, financieras, fiscales y laborales

Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (citada Ley 24/1988)

Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas

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

235. Vid. *supra* epígrafe 7.

236. Vid. *supra* epígrafes 8 y 8.1.

237. Vid. *supra* epígrafe 8.1.

238. Vid. *supra* epígrafe 8.3.

239. Vid. *supra* epígrafe 8.3.

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

Directiva 2001/107/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 21 de enero de 2002, que modifica la Directiva 85/611/CEE del Consejo por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM), con vistas a la regulación de las sociedades de gestión y los folletos simplificados

Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva (citada Ley 35/2003)

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

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

Directiva 2009/65/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 13 de julio de 2009, por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM) (citada Directiva 2009/65/CE)

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

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 (citada Directiva 2011/61/UE GFIA)

BIBLIOGRAFÍA

ÁLVAREZ ARJONA, J. M./ERLÁIZ COTELO, Í. *Capital Riesgo (Private Equity). Aspectos regulatorios, mercantiles, financieros, fiscales y laborales*, Thomson-Aranzadi, Cizur Menor, Navarra, 2006.

BAKER & MCKENZIE/SJ BERWIN, «Principales cuestiones de la Directiva AIFMD», en ASOCIACIÓN ESPAÑOLA DE ENTIDADES DE CAPITAL RIESGO, *Informe 2011*, Madrid, 2011, pp. 47 y ss.

BARTHEL, D., «Los beneficios del capital riesgo para la economía: el impacto económico y social del capital riesgo», en FUNDACIÓN DE ESTUDIOS BURSÁTILES Y FINANCIEROS, *El sector del capital riesgo y su influencia clave*

en la recuperación de la economía española, Civitas, Cizur Menor, Navarra, 2012, pgs. 113 y ss.

BICKLE, J., «The place of private equity in corporate finance and M&A», en HALE, C., *Private Equity. A Transactional Analysis*, Global Business Publishing, London, 2007, pgs. 11 y ss.

BLAKE, J./ROBINSON, L., «Private equity fund structures», en HALE, C., *Private Equity. A Transactional Analysis*, Global Business Publishing, London, 2007, pgs. 19 y ss.

CAÑO PALOP, J. R. del, «Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva», en URÍA FERNÁNDEZ, F. (coord.), *Régimen jurídico de los Mercados de Valores y de las Instituciones de Inversión Colectiva*, La Ley, Madrid, 2007, pgs. 1113 y ss.

CAZORLA PAPIS, L./CANO GUILLÉN, C. J., *El Capital Riesgo como instrumento de apoyo a la PYME*, Servicio de Publicaciones de la Universidad de Almería, Almería, 2000.

COOKE, D. J., *Private Equity: Law and Practice*, 3rd. ed., Sweet & Maxwell, London, 2011.

CORTÉS DOMÍNGUEZ, L. J., *Lecciones de contratos y mercados financieros*, Thomson-Civitas, Madrid, 2004.

DÍAZ RUIZ, E., «Artículo 46. Delegación de la gestión», en IGLESIAS PRADA, J. L./DÍAZ RUIZ, E. (dirs.), *Comentarios a la Ley 25/2005, reguladora de las entidades de capital riesgo y sociedades gestoras*, Civitas, Cizur Menor, Navarra, 2006.

DOW, J., «Raising Private Equity», en COOKE, D. J., *Private Equity: Law and Practice*, 3rd. ed., Sweet & Maxwell, London, 2011, pgs. 17 y ss.

- «The Role of Private Equity», en COOKE, D. J., *Private Equity: Law and Practice*, 3rd. ed., Sweet & Maxwell, London, 2011, pgs. 1 y ss.

FUNDACIÓN DE ESTUDIOS BURSÁTILES Y FINANCIEROS, *El sector del capital riesgo y su influencia clave en la recuperación de la economía española*, Civitas, Cizur Menor, Navarra, 2012.

GARCÍA MARTÍNEZ, L., «La armonización de la gestión de los fondos de inversión alternativa: la Directiva 2011/61/EU», *Documentos de Trabajo del Departamento de Derecho Mercantil*, núm. 2012/53, Universidad Complutense de Madrid, Madrid, 2012.

GRIMA FERRADA, J., «El régimen legal de las entidades de capital riesgo en España», en TRIAS SAGNIER, M. (coord.), *Régimen jurídico y tributario del capi-*

tal riesgo en España. Entidades y operaciones, Marcial Pons, Madrid, 2006, pgs. 51 y ss.

HOEDL EIGEL, Ch./DAROCA VÁZQUEZ, C., «Capital riesgo: aspectos jurídicos, retos y tendencias», en FUNDACIÓN DE ESTUDIOS BURSÁTILES Y FINANCIEROS, *El sector del capital riesgo y su influencia clave en la recuperación de la economía española*, Civitas, Cizur Menor, Navarra, 2012, pgs. 45 y ss.

HUCHA CELADOR, F., «El régimen tributario de las entidades de capital riesgo», *Perspectivas del Sistema Financiero*, 2007, núm. 89, pgs. 53-72.

IGLESIAS PRADA, J. L./DÍAZ RUIZ, E. (dirs.), *Comentarios a la Ley 25/2005, reguladora de las entidades de capital riesgo y sociedades gestoras*, Civitas, Cizur Menor, Navarra, 2006.

IGLESIAS PRADA, J. L., «Aproximación al estudio de las sociedades de capital riesgo», en ALONSO UREBA, A./BONARDELL LENZANO, R./GARCÍA VILLVERDE, R. (dirs.), *Nuevas entidades, figuras contractuales y garantías en el mercado financiero*, Civitas, Madrid, 1990, pgs. 69 y ss.

INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS (IOSCO), «*Collective Investment Schemes as Shareholders: Responsibilities and Disclosure*», septiembre, 2003.

IZCO PRIMO, C., «El régimen especial de tributación en la actividad de capital-riesgo», *Estrategia Financiera*, 2005, núm. 213, pgs. 66 y ss.

JUSTE MENCIA, J., «La posición de los administradores de sociedades de capital designados por entidades de capital riesgo», en ÁLVAREZ ARJONA, J. M./ERLÁIZ COTELO, Í. *Capital Riesgo (Private Equity). Aspectos regulatorios, mercantiles, financieros, fiscales y laborales*, Thomson-Aranzadi, Cizur Menor, Navarra, 2006, pgs. 785 y ss.

- «Los vehículos de inversión y sus sociedades gestoras», en ÁLVAREZ ARJONA, J. M./ERLÁIZ COTELO, Í., *Capital Riesgo (Private Equity). Aspectos regulatorios, mercantiles, financieros, fiscales y laborales*, Thomson-Aranzadi, Cizur Menor, Navarra, 2006, pgs. 99 y ss.

LARA GONZÁLEZ, R., «El marco jurídico-mercantil de las entidades de capital riesgo», *Perspectivas del Sistema Financiero*, 2007, núm. 89, pgs. 25 y ss.

LEVIN, J. S./ROCAP, D. E., *Structuring Venture Capital, Private Equity, and Entrepreneurial Transactions*, Wolters Kluwer, New York, New York, 2012.

MADRID PARRA, A., «Régimen societario del capital-riesgo (Ley 1/1999)», en BERCÓVITZ RODRÍGUEZ-CANO, A. (ed.), *Derecho de sociedades: libro homenaje a Fernando Sánchez Calero*, McGraw-Hill, Madrid, 2002, pgs. 4167.

- MARTÍ PELLÓN, J., «Financiación de la innovación con capital riesgo», *Papeles de Economía Española*, 1999, núm. 81, pgs. 196 y ss.
- MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS, A., *El aumento del capital de la sociedad cotizada*, Thomson-Civitas, Madrid, 2006.
- MÉNDEZ ÁLVAREZ-CEDRÓN, J. M., «Artículo 40. Definición y régimen jurídico de las sociedades gestora de entidades de capital-riesgo», en IGLESIAS PRADA, J. L./DÍAZ RUIZ, E. (dirs.), *Comentarios a la Ley 25/2005, reguladora de las entidades de capital riesgo y sociedades gestoras*, Civitas, Cizur Menor, Navarra, 2006, pgs. 331 y ss.
- «Artículo 41. Sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva», en IGLESIAS PRADA, J. L./DÍAZ RUIZ, E. (dirs.), *Comentarios a la Ley 25/2005, reguladora de las entidades de capital riesgo y sociedades gestoras*, Civitas, Cizur Menor, Navarra, 2006, pgs. 335 y ss.
 - «Artículo 42. Requisitos», en IGLESIAS PRADA, J. L./DÍAZ RUIZ, E. (dirs.), *Comentarios a la Ley 25/2005, reguladora de las entidades de capital riesgo y sociedades gestoras*, Civitas, Cizur Menor, Navarra, 2006, pgs. 338 y ss.
 - «Artículo 43. Funciones», en IGLESIAS PRADA, J. L./DÍAZ RUIZ, E. (dirs.), *Comentarios a la Ley 25/2005, reguladora de las entidades de capital riesgo y sociedades gestoras*, Civitas, Cizur Menor, Navarra, 2006, pgs. 343 y ss.
 - «Artículo 44. Revocación», en IGLESIAS PRADA, J. L./DÍAZ RUIZ, E. (dirs.), *Comentarios a la Ley 25/2005, reguladora de las entidades de capital riesgo y sociedades gestoras*, Civitas, Cizur Menor, Navarra, 2006, pgs. 346 y ss.
 - «Artículo 45. Sustitución de gestoras», en IGLESIAS PRADA, J. L./DÍAZ RUIZ, E. (dirs.), *Comentarios a la Ley 25/2005, reguladora de las entidades de capital riesgo y sociedades gestoras*, Civitas, Cizur Menor, Navarra, 2006, pgs. 349 y ss.
- NICHOLI, V., «Tax structuring and management», en HALE, C., *Private Equity. A Transactional Analysis*, Global Business Publishing, London, 2007, pgs. 131 y ss.
- PALÁ LAGUNA, R., «Algunas cuestiones en torno a la responsabilidad de las Sociedades Gestoras de Fondos de Inversión», *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, 1997, vol. 16, núm. 65, pgs. 75 y ss.
- PULGAR EZQUERRA, J., «La naturaleza jurídica de los Fondos de Inversión Mobiliaria en el marco de la Ley 35/2003, de Instituciones de Inversión Colectiva», *Noticias de la Unión Europea*, 2008, núm. 283, pgs. 85 y ss.
- *La naturaleza jurídica de los Fondos de Inversión Mobiliaria*, Edersa, Madrid, 2001.
- RODRÍGUEZ ARTIGAS, F., «Artículo 1. Ámbito de aplicación», en IGLESIAS PRADA,

- J. L./DÍAZ RUIZ, E. (dirs.), *Comentarios a la Ley 25/2005, reguladora de las entidades de capital riesgo y sociedades gestoras*, Civitas, Cizur Menor, Navarra, 2006, pgs. 23 y ss.
- «Artículo 2. Concepto y Artículo 3. Actividades complementarias», en IGLESIAS PRADA, J. L./DÍAZ RUIZ, E. (dirs.), *Comentarios a la Ley 25/2005, reguladora de las entidades de capital riesgo y sociedades gestoras*, Civitas, Cizur Menor, Navarra, 2006, pgs. 34 y ss.
- RODRÍGUEZ, I., «Directiva AIFM y su impacto en la industria del capital riesgo», *Revista Española de Capital Riesgo*, núm. 1, 2011, pgs. 5 y ss.
- RUBIO DE CASAS, M. G., «La Directiva de gestores de fondos de gestión alternativa: aspectos principales de la regulación de los gestores y perspectiva desde el ámbito del "private equity"», en FUNDACIÓN DE ESTUDIOS BURSÁTILES Y FINANCIEROS, *El sector del capital riesgo y su influencia clave en la recuperación de la economía española*, Civitas, Cizur Menor, Navarra, 2012.
- TALMOR, E./VASVARI, F., *International Private Equity*, Wiley, London, 2011.
- TAPIA HERMIDA, A. J., «Artículo 32. Definición y régimen jurídico», en IGLESIAS PRADA, J. L./DÍAZ RUIZ, E. (dirs.), *Comentarios a la Ley 25/2005, reguladora de las entidades de capital riesgo y sociedades gestoras*, Civitas, Cizur Menor, Navarra, 2006, pgs. 277 y ss.
- *El contrato de gestión de carteras de inversión*, Centro de Documentación Bancaria y Bursátil, Madrid, 1995.
- *Sociedades y Fondos de Inversión y Fondos de Titularización*, Dykinson, Madrid, 1998.
- TRÍAS SAGNIER, M. (coord.), *Régimen jurídico y tributario del capital riesgo en España. Entidades y operaciones*, Marcial Pons, Madrid, 2006.
- YATES, G./HINCHLIFFE, M., *A Practical Guide to Private Equity Transactions*, Cambridge University Press, Cambridge, 2010.