

# Las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado (SGEIC): su régimen y la ampliación de su operativa más allá del mercado del capital-riesgo

*(Management companies of closed-end type collective investment entities (SGEIC): their regulation and the enlargement of their operational scope beyond the private equity and venture capital market)*

Alfonso Martínez-Echevarría y García de Dueñas  
Catedrático de Derecho Mercantil de la Universidad CEU San Pablo  
Director de la Cátedra de Derecho de los Mercados Financieros (CDMF)  
Socio de Martínez-Echevarría Abogados

## Sumario

1. La sustitución de las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo (SGECR) por las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado (SGEIC).
2. El nuevo marco legislativo: una ley de trasposición.
3. Las entidades de inversión colectiva de tipo cerrado (EICC).
4. Las sociedades gestoras en la nueva Ley 22/2014.
5. La naturaleza jurídica de las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado.
6. Las condiciones para el ejercicio de la actividad de las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado.
7. La otra gran función de las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado: la comercialización.
8. Bibliografía.

## Resumen

Las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo (SGECR) han sido sustituidas por las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado (SGEIC), fruto de la reforma ejercida por la Ley 22/2014, de 12 de noviembre. El ámbito operativo de estas nuevas sociedades gestoras se amplía, pues, además de estar facultadas para gestionar entidades de capital riesgo, también les corresponde la gestión de las entidades de inversión colectiva de tipo cerrado (EICC) creadas por la misma Ley 22/2014, de 12 de noviembre. En este artículo se estudian los aspectos fundamentales del régimen de estas sociedades gestoras, poniéndolos en contexto con el de otras entidades con las que comparten funciones, como las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva (SGIIC), entre otras. Se analizan cuestiones específicas de su actividad de gestión, como la responsabilidad frente a los partícipes y accionistas de las entidades gestionadas o la remuneración de las gestoras. También se comenta la actividad de comercialización desarrollada por las gestoras distinguiendo supuestos en función de que esta actividad recaiga sobre entidades establecidas en España, en

otro Estado miembro de la Unión Europea o fuera de este territorio.

**Palabras clave:** sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado (SGEIC); capital-riesgo; entidades de inversión colectiva de tipo cerrado (EICC); sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva (SGIIC); responsabilidad; remuneración; comercialización

## Abstract

Management companies of private equity and venture capital entities (SGEGR) have been replaced by management companies of closed-end type collective investment entities (SGEIC) as a result of the reform carried out by the Law 22/2014, of 12 November. The operational scope of these new management companies has been enlarged, given that, in addition to the power to manage private equity and venture capital entities, also corresponds to them the management of closed-end type collective investment entities (EICC) created by the Law 22/2014, of 12 November. This article describes the fundamental aspects of the legal regime of these management companies, putting them in context with other entities with which they share functions, such as management companies of collective investment schemes (SGIIC), among others. Specific issues of their management activity are discussed, such as liability vis-à-vis to unitholders and shareholders of the managed entities or remuneration of management. It also discusses commercialization activities developed by management companies, distinguishing whether this activity aims to entities established in Spain, in another Member State of the European Union or outside this territory.

**Keywords:** Management companies of closed-end type collective investment entities (SGEIC); private equity; venture capital; closed-end type collective investment entities (EICC); management companies of collective investment schemes (SGIIC); liability; remuneration; commercialization

## 1. La sustitución de las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo (SGEGR) por las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado (SGEIC)

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. Pues aunque la actividad del capital-riesgo, a la que ahora hemos de añadir la de la inversión colectiva de tipo cerrado, comienza en el inversor y termina en él cuando se le retorna el resultado de la desinversión, toda la actividad inversora que -permite lo anterior- es desarrollada por las gestoras<sup>1</sup>.

Bajo este prisma, el presente trabajo trata de analizar los cambios que la nueva Ley 22/2014 ha generado en el sector del capital-riesgo. Partiendo de las principales causas y efectos que ha tenido la reforma legislativa nos proponemos analizar la situación en la que actualmente se encuentran las sociedades gestoras.

Para ello estudiaremos la *naturaleza* jurídica de las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado, deteniéndonos en la mayor responsabilidad y control que respecto a ellas mantendrá la CNMV a pesar del clima generalizado de flexibilidad que la nueva normativa pretende crear<sup>2</sup>. Al ser sociedades anónimas especiales por razón de su forma expondremos los *requisitos necesarios para su constitución*, y nos detendremos en su naturaleza de *entidad financiera* haciendo un breve apunte sobre el régimen separado que de forma paralela tienen las sociedades *autogestionadas*.

Finalmente, para tener una visión de conjunto de la operativa de las gestoras analizaremos tanto su *actividad de gestión* -desarrollando las condiciones que para ello se requieren- como la de *comercializa-*

1 A excepción, obviamente, de las sociedades autogestionadas.

2 Vid., por ejemplo, AGUILAR ALONSO, I., "Nuevas obligaciones de declaración para las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo que adquieren el control de sociedades no cotizadas", *Revista Española de Capital Riesgo*, nº 1/2015, pp. 59-70.

ción exponiendo los diferentes modelos de comercialización que recoge la Ley 22/2014.

## 2. El nuevo marco legislativo: una ley de trasposición

El 13 de noviembre de 2014 se publicó en el Boletín Oficial del Estado la Ley 22/2014, de 12 de noviembre, por la que se regulan las entidades de capital-riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado (en lo sucesivo, Ley 22/2014). Esta ley modifica la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva (en lo sucesivo, Ley 35/2003) y sustituye a 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).

Las causas de una modificación legislativa a tan solo ocho años de la anterior normativa son tres y, como señala el legislador en la Exposición de Motivos de la nueva ley, el principal promotor de este cambio en nuestro marco legal es la Unión Europea.

En primer lugar, la norma es principalmente una trasposición de la Directiva 2011/61/UE<sup>3</sup> del Parlamento Europeo y del Consejo, de 8 de junio de 2011, relativa a los gestores de fondos de inversión alternativa y por la que se modifican las Directivas 2003/41/CE y 2009/65/CE y los Reglamentos (CE) n.º 1060/2009 y (UE) n.º 1095/2010.

Esta directiva introduce por primera vez una regulación dentro de la Unión Europea de los gestores de fondos de inversión alternativa. La

definición lacónica, casi tautológica y, como la de FIA, de amplio espectro que el artículo 4.1.b da de los gestores de fondos de inversión alternativa (GFIA) -como toda *persona jurídica cuya actividad habitual consista en gestionar uno o varios FIA*<sup>4</sup>- permite incluir en él a las sociedades gestoras de tal forma que estas son consideradas GFIA y por tanto les es aplicable el régimen legal establecido en la Directiva y su actividad está necesariamente sometida a regulación y supervisión.

El impacto que la Directiva 2011/61/UE ha tenido en el mundo del capital-riesgo español es mucho mayor que el generado en la industria de la inversión colectiva de tipo abierto, debido a que la Ley 35/2003 ya regulaba numerosos de los aspectos que la Directiva 2011/61/UE trae consigo<sup>5</sup>. Esto último es perfectamente deducible si con una retrospectiva histórica se compara la regulación en el ámbito de las instituciones de inversión colectiva (IIC) -que son las denominadas de carácter abierto- con el del capital-riesgo -que son las denominadas de carácter cerrado-. Mientras que los primeros llevan regulándose por el legislador comunitario desde 1985 a fin de conseguir una armonización dentro de la Unión Europea en un proceso que tuvo su cenit en el 2009, con la Directiva 2009/65/CE, el capital-riesgo -también por el hecho de que había sido considerado como un sector destinado a inversores profesionales y que por tanto requería de una menor protección<sup>6</sup>- no se ve afectado por estas pretensiones de regulación hasta 2008, momento en el cual se ve impelido por *el impulso en materia de regulación financiera derivada de las respuestas globales a la crisis financiera*<sup>7</sup>. En resumen, la Directiva 2011/61/CE es para las entidades de inversión de carácter cerrado lo que la Directiva 2009/65/CE fue para las instituciones de inversión colectiva de carácter abierto.

3 Esta directiva tuvo como fin 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 difundieran o amplificasen riesgos a través del mercado financiero. Con este propósito se fijaba 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 Europea. Con el fin de que su propósito regulador alcanzase el mayor grado posible de cobertura, la Directiva 2011/61/UE GFIA fue muy ambiciosa al delimitar su ámbito subjetivo de aplicación haciéndolo por medio de dos amplias definiciones: la de fondo de inversión alternativa (FIA) y la de gestor de fondo de inversión alternativa (GFIA).

4 Término en el que se incluyen, entre otras, las instituciones de inversión colectiva de inversión libre (IICIL), o *hedge funds* en su designación usual en idioma inglés, las instituciones de inversión colectiva de instituciones de inversión colectiva de inversión libre (IICICIL), los fondos y sociedades de inversión inmobiliaria y finalmente, las entidades de capital-riesgo.

5 CLIFFORD CHANCE, *Implementación de la AIFMD en España. Ley 22/2014 para la transposición de la Directiva de Gestores de Fondos de Inversión Alternativa*, Madrid, marzo de 2015, p. 1.

6 Vid. MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS, A., "La MIFID la protección del inversor en un mercado financiero europeo integrado", *El notario del siglo XXI*, marzo-abril 2008, nº18, pp. 14-20, p. 19.

7 Considerando tercero de la Exposición de Motivos de la Ley 22/2014.

El segundo gran motivo de la reforma es que se pretende trasponer la nueva normativa que se produjo en el seno de la Unión Europea relativa a la financiación de pymes mediante el Reglamento (UE) n.º 345/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 17 de abril de 2013, sobre los fondos de capital-riesgo europeos y en el Reglamento (UE) n.º 346/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 17 de abril de 2013, sobre los fondos de emprendimiento social europeos, siendo esta regulación la que ha servido para orientar la regulación de una nueva figura: las entidades de capital-riesgo-pyme. En este aspecto no nos detendremos, pero sí resulta interesante señalar que esta creación legal persigue el fomento de las operaciones de capital-riesgo entre las empresas de pequeño y mediano tamaño facilitándoles su financiación especialmente en sus primeras etapas de desarrollo y expansión. Además, la expresión capital-riesgo-pyme ya permite contar con un término legal específico en el ordenamiento español para identificar al sector conocido en el ámbito internacional como *venture capital* y distinguirlo del *private equity*.

Dado que en nuestro país existe una clara preponderancia de las operaciones de *private equity* frente a las de *venture capital* -etapas tempranas, capital semilla y arranque<sup>8</sup>, la ley pretende equilibrar el crecimiento del sector. Para ello flexibiliza el régimen financiero de las entidades de capital-riesgo permitiendo, por ejemplo, el empleo de nuevos instrumentos financieros como los préstamos participativos, la distribución de resultados en los fondos de forma periódica o una mayor flexibilidad en los cálculos de los plazos de cumplimiento del coeficiente obligatorio. Además, se reduce el régimen de intervención administrativa de la Comisión Nacional del Mercado de Valores -aspecto éste que desarrollaremos más adelante- y se crean las entidades de inversión colectiva de carácter cerrado, en las que consideramos que merece la pena detenerse para aclarar su naturaleza.

### 3. Las entidades de inversión colectiva de tipo cerrado (EICC)

Las entidades de inversión colectiva de tipo cerrado (EICC) son sin duda la gran novedad de la Ley: un concepto nuevo para nuestro ordenamiento, creado con el fin de colocar bajo el paraguas de la norma a aquellas sociedades mercantiles que invertían en valores no cotizados, pero que no cumplían con el régimen de inversiones y de diversificaciones del capital-riesgo, y que por lo tanto no estaban afectadas por su regulación. La Ley deja bien claro en su artículo 4.4 que estas entidades son diferentes de las entidades de capital-riesgo y de las instituciones de inversión colectiva.

Estas entidades son el fruto de la trasposición de la Directiva 2011/61 UE, que amplía el ámbito de aplicación de la Ley a *toda entidad de inversión colectiva de tipo cerrado con una política de inversiones predefinida y reparto de retorno entre los inversores*. El mayor alcance subjetivo de la Directiva hace que sea necesaria la creación de un nuevo tipo de entidades, distintas de las que hasta entonces habían sido reguladas -entidades de capital-riesgo e instituciones de inversión colectiva-, pero que, dado que la Directiva las introduce en el concepto de FIA, deben de adaptar su actividad al régimen legal que la norma europea establece para dichos fondos y por lo tanto deben ser reguladas por los Estados miembros.

Las EICC podrán adoptar la forma de *fondo de inversión colectiva de tipo cerrado* (FICC) o de *sociedad de inversión colectiva de tipo cerrado* (SICC) y gozarán de la máxima flexibilidad operativa, por lo que la Ley -a diferencia de lo que ocurre con las ECR- no les impone un régimen de inversiones específico, permitiéndoles así invertir en todo tipo de activos, incluso no financieros. Bajo el prisma de esta intención del legislador la lectura del índice

8 "2014 ha supuesto un punto de inflexión que puede marcar el inicio de un nuevo ciclo de actividad, que se suma a un mayor interés de fondistas internacionales por invertir en fondos locales y por aceptar inversiones realizadas desde el exterior en nuestro país. (...) La mayoría de los directivos anticipa un aumento en la actividad inversora tanto en número de transacciones como en volumen (88,7% y 85,5% respectivamente), superando en más de 20 puntos porcentuales a los resultados obtenidos en la primera edición del informe. En consonancia con este sentimiento y con la mejora de la situación de la economía, los inversores encuestados destacan la existencia de oportunidades de inversión y la disponibilidad de recursos propios de los inversores como principales razones de este optimismo. (...) Con respecto al destino de las inversiones, el 62,5% considera que las empresas familiares serán su principal objetivo el próximo año."-vid. KPMG, *Perspectivas del Capital Riesgo en España*, 2ª Edición, diciembre 2014, pp. 6-20.



de artículos resulta reveladora. Mientras que la Ley 22/2014 emplea hasta el artículo 37 para regular el régimen de las entidades de capital-riesgo, las EICC se regulan en tres artículos: el artículo 4, el 8 y el 38.

El artículo 4 de la Ley 22/2014 define a las EICC de la misma forma que la Directiva 2011/61/UE define a los FIA estableciendo que *son aquellas entidades de inversión colectiva que obtienen capital de una serie de inversores mediante una actividad de comercialización, para su ulterior inversión con arreglo a una política definida*. Además de esto, el legislador español ha añadido un requisito adicional que excluye de la categoría de EICC a las entidades con un "objetivo comercial o industrial". Por lo tanto, las entidades de inversión colectiva que no sean de carácter abierto y que del análisis de sus características se pudiese determinar que tienen una política de inversión definida y que carecen de un objeto comercial o industrial se considerarán EICC.

El artículo 8 establece el régimen de constitución de las EICC y de las ECR, siendo ambas tratadas indistintamente por la Ley. En el artículo 38 se establece que a las EICC se les aplica el mismo régimen jurídico que a las ECR con algunas excepciones. Así pues, el artículo 38 enumera los cuatro aspectos en los que las EICC se diferencian de las ECR siendo estos: 1) los requisitos de capital mínimo establecidos para las ECR no son aplicables a las EICC; 2) tampoco les son de aplicación las disposiciones contenidas en los artículos 9 y 10 en lo que respecta a su actividad principal y su actividad complementaria; 3) en el caso específico de los fondos de inversión colectiva de tipo cerrado (FICC) las aportaciones para la constitución inicial del patrimonio y las que se realicen posteriormente se efectuarán exclusivamente en efectivo y, por último, 4) las EICC solo podrán invertir en titulaciones cuyo originador retenga al menos el 5 por ciento -estando sometidas a los límites a las posiciones de titulización previstos en

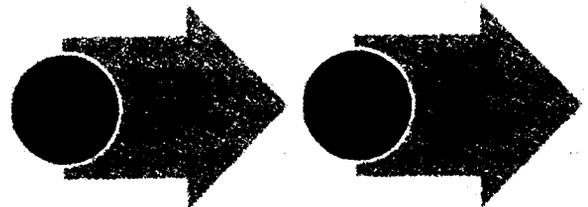
el Reglamento Delegado (UE) n.º 231/2013 de la Comisión, de 19 de diciembre de 2012-.

Por lo tanto la Ley crea un nuevo mapa dentro del mundo del capital-riesgo, que puede representarse gráficamente del siguiente modo: Figura 1 (página 54).

Esta nueva normativa afecta de lleno a las sociedades gestoras, punto neurálgico del sector del capital-riesgo<sup>9</sup>. Partiendo de la premisa de que, a pesar de compartir muchos aspectos en su régimen jurídico, las sociedades gestoras son diferentes a las entidades de capital-riesgo, el presente trabajo tiene como propósito analizar la nueva operativa de las sociedades gestoras y los cambios que se han producido en su naturaleza jurídica, sin poder evitar para ello mencionar algunos aspectos relativos a las entidades de capital-riesgo (ECR) a las entidades de inversión colectiva de tipo cerrado (EICC) y a las novedades previstas en la ley para otras entidades de capital-riesgo.

#### 4. Las sociedades gestoras en la nueva Ley 22/2014

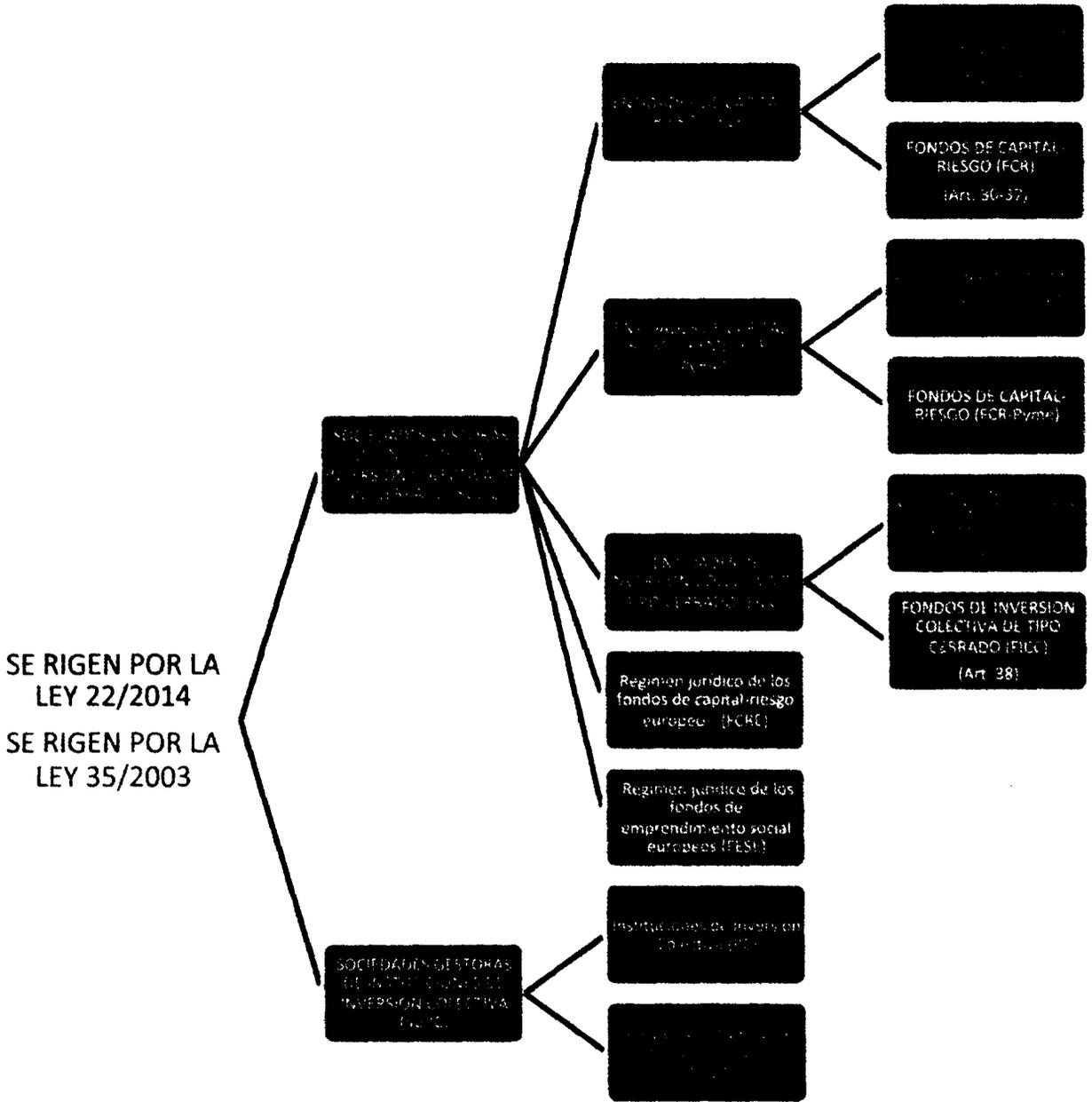
Ley 22/2014 regula en su Título II (artículos 41 a 74) lo que la anterior Ley de Entidades de Capital-Riesgo, la Ley 25/2005, recogía en su Título III (artículos 40 a 46), creando así un nuevo concepto en el mundo del capital-riesgo: **las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado**.



Según la disposición adicional primera de la Ley 22/2014 la nueva normativa produce tras su entra-

9 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. Uno de los artículos que mejor refleja la necesidad de que las gestoras desarrollen una efectiva actividad de gestión es el 65.4, que prohíbe expresamente que las gestoras pasen a ser meras sociedades instrumentales.

Figura 1: Las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado (SGEIC) y las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva (SGIIC) y sus respectivos ámbitos operativos



da en vigor la transformación de todas las sociedades gestoras de ECR ya autorizadas de conformidad con la Ley 25/2005 en SGEIC, sin que sea necesaria para ello una nueva autorización. Es decir, se eliminan las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo (SGECR) y estas pasan a ser automáticamente sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado.

Aunque para este cambio no se requiere de autorización ninguna, las gestoras deberán comu-

nicar su transformación a la CNMV y realizar las modificaciones necesarias para adaptarse de forma efectiva a la nueva regulación. La Ley 22/2014 exige que junto con la comunicación a la CNMV se presente una declaración en la que se manifieste haber llevado a cabo las adaptaciones que hubiesen sido necesarias según las exigencias de la nueva ley. Además, se establece el deber de cambiar la anterior denominación sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo (SGECR) por la actual sociedades gestoras de entidades de inversión co-

lectiva de tipo cerrado (SGEIC), así como la obligación *ex lege* para la CNMV y, en su caso, el Registro Mercantil, de adaptar de oficio sus registros para recoger esta circunstancia.

En los mismos términos se refiere la Ley 22/2014 al proceso de adaptación de aquellas gestoras que ya existían antes de la actual regulación, lo cual nos lleva a una diferenciación teórica e implícita, por la que debe distinguirse entre las sociedades gestoras mencionadas y aquellas otras que se creen a partir de la entrada en vigor de la Ley. Así estas otras sociedades gestoras, que podríamos denominar *gestoras de nueva creación*, en vez de seguir los procedimientos de autorización previstos para las SGEICR, que eran resueltos por el Ministerio de Economía y Hacienda a propuesta de la CNMV, serán autorizadas directamente por la CNMV<sup>10</sup>. Este procedimiento se establece en el artículo 45, donde además se regulan otros aspectos como su constitución en escritura pública y su consiguiente inscripción en el Registro Mercantil y en el registro administrativo de la CNMV, así como la información que se debe aportar en la solicitud de la autorización tanto de la propia sociedad gestora y los miembros que la componen<sup>11</sup> como de los inversores y los vehículos de inversión -ya sean SCR o SICCR-.

Además, la disposición adicional tercera de la Ley 22/2014 obliga a las sociedades gestoras a realizar las modificaciones necesarias en las ECR y EICC de las que se encarguen, primero informando a la CNMV y después llevando a cabo las modificaciones que fuesen necesarias en un plazo de 12 meses. Esta obligación procede, sin duda, de la res-

ponsabilidad que les atribuye la Ley en su artículo principal, el 41, donde después de definir el concepto indica que serán responsables de garantizar el cumplimiento por las entidades gestionadas de lo previsto en la propia Ley 22/2014.

## 5. La naturaleza jurídica de las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado

El artículo 41<sup>12</sup> de la Ley 22/2014 define las SGEIC por medio de la enumeración de dos elementos, afirmando que son (1) "sociedades anónimas", (2) "cuyo objeto social es la gestión de las inversiones de una o varias ECR y EICC, así como el control y gestión de sus riesgos"<sup>13</sup>.

En lo que respecta a su condición de sociedad anónima, podemos decir que este es un elemento contingente por las variaciones que el mismo ha experimentado en las diferentes legislaciones<sup>14</sup>. El artículo 41.4 de la Ley 22/2014 se manifiesta expresamente al respecto, estableciendo que, en lo no previsto en dicha ley, las SGEIC se regirán por el Texto Refundido de la Ley de Sociedades de Capital, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio. Esto da lugar a que, en numerosas ocasiones, para cubrir lagunas en cuestiones relativas a las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado proceda acudir a estas normas y a la doctrina que desarrolla las mismas.

En concreto, las SGEIC son **sociedades anónimas especiales** tanto por razón de su objeto como

10 El artículo 46 de la Ley 22/2014 regula la resolución de la autorización por la CNMV en un plazo de tres meses, prorrogable, siendo ésta una resolución que pone fin a la vía administrativa, y establece la obligación para la CNMV de informar a la Autoridad Europea de Valores y Mercados sobre las autorizaciones concedidas.

11 Todo lo cual se entiende extensible y así lo dice expresamente la ley a las SCR y SICCR autogestionadas.

12 Primer artículo del Título II, rubricado "Sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado".

13 Mientras que el artículo 40 de la anterior definía las entidades gestoras de capital-riesgo como: (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".

14 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 anónima, previsión mantenida en la Ley 25/2005 y en la actualidad. En consecuencia, toda vez que la letra del artículo 41.1 de la Ley 22/2014 hace mención al tipo sociedad anónima, esta forma societaria se convierte en uno de los elementos que conforman su esencia.

por algunos requisitos constitutivos que deben observar.

Por lo que se refiere al **objeto social**<sup>15</sup>, éste es el más definitorio de los dos elementos contenidos en el artículo 41 de la Ley 22/2014. La razón de ser de las sociedades gestoras es servir de **medio o instrumento para que los fondos y sociedades de capital-riesgo desarrollen su operativa**. Esta función se recoge en la Ley 22/2014 como *la gestión de las inversiones de una o varias ECR y EICC, así como el control y gestión de sus riesgos*.

Podemos afirmar que existe cierta **reserva de exclusividad en el caso de la actividad principal del objeto social de las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado**. La reserva no es absoluta, pues el artículo 47 abre las puertas a las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva (SGIIC) para la gestión tanto de ECR como de EICC, rigiéndose las SGIIC por la Ley 22/2014 en este aspecto. Y a esto hay que sumar lo que la Ley 25/2005 establecía en su artículo 41.1 y que la actual Ley mantiene -aunque con falta de sistematicidad- en sus artículos 29, 65 y, explícitamente, en el 35, por los cuales 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<sup>16</sup>-, para gestionar activos de sociedades de capital-riesgo, pero no fondos de capital-riesgo como queda recogido en el artículo 35 que señala que los fondos deberán ser *necesariamente* gestionados por una SGEIC, o por una SGIIC en los términos que señala la Ley. El carácter explícito de la legitimación a estas entidades, y no otras, y la exclu-

sión de las mismas para gestionar fondos de capital-riesgo permiten deducir *sensu contrario* la **reserva legal del objeto social de las SGEIC**, que no podrá ser ejercido por cualquier otro sujeto distinto de los mencionados. Esta reserva parcial del objeto viene acompañada de la reserva de denominación recogida en el artículo 11 de la Ley<sup>17</sup>.

La Ley prohíbe explícitamente -artículo 44- que las sociedades gestoras realicen únicamente los servicios recogidos en el artículo 43 y las del apartado 3 y 4 del artículo 42 lo cual refuerza la importancia que para estas sociedades tiene dentro de su objeto social su actividad principal, que es lo que realmente determina su carácter de gestora. Así, aunque el artículo 43 enumera una serie de servicios accesorios que vienen a completar las funciones adicionales del artículo 42.4, estos no podrán ser ejercidos si no se realiza la actividad principal del objeto social de las sociedades gestoras: la gestión de las inversiones así como de los riesgos de las ECR y EICC que estén bajo su cargo.

Por último, en relación con este aspecto es llamativo que la Ley 22/2014 no permita a las SGEIC la posibilidad de gestionar instituciones de inversión colectiva, pues esta facultad sí se otorga a los GFIA en el artículo 6.2 de la Directiva 2011/65/UE, siendo este un aspecto que se esperaba que contemplase la nueva legislación.

### 5.1 Su condición de entidades supervisadas. El control ejercido por la CNMV

Las SGEIC además de ser sociedades especiales por razón de su objeto, también lo son por razón de su

15 Resulta interesante destacar que el artículo 41 de la Ley 22/2014 ha corregido el error que se cometía en el artículo 40 de la Ley 25/2005, en el que se hacía un uso impreciso y confuso del término objeto social principal, dando a entender implícitamente que la SGCR tenían dos objetos sociales, el principal y el complementario, cuando el objeto de una sociedad sólo puede ser uno y es dentro de éste donde se puede distinguir entre varias actividades, la principal y la complementaria. El objeto social es un término societario y resulta inadecuado utilizarlo para diferenciar ámbitos de la operativa de una misma sociedad -*vid.* MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS, A., "Las Sociedades Gestoras de Entidades de Capital-Riesgo: su ámbito operativo y sus funciones", MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS, A. (dir.), *El capital-riesgo: su operativa*, Thomson-Reuters-Aranzadi, Cizur Menor, Navarra, 2012, pp. 91-148, p. 102. Pero, curiosamente, la Ley 22/2014 mantiene el término erróneo de la anterior legislación en los artículos 9 y 10. En ellos se distingue entre la actividad principal y las actividades complementarias de las entidades de capital-riesgo y, aunque en las rúbricas de estos dos artículos el legislador se expresa con precisión, en el texto de uno y otro vuelve a acudir a términos como *objeto principal* (artículos 9.1 y 2 de la Ley 22/2014) y *objeto social principal* (artículo 10.1 Ley 22/2014).

16 La Ley las identifica como *las entidades recogidas en el artículo 63.1.d) de la Ley 24/1988, de 28 de julio, y dispone que a ellas pueden añadirse otras entidades similares*.

17 "1. Las denominaciones (...) quedarán reservadas a las entidades constituidas al amparo de esta Ley e inscritas en el registro administrativo que al efecto gestione la Comisión Nacional del Mercado de Valores. (...) 4. Ninguna persona o entidad podrá, sin hallarse inscrita en los registros de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, utilizar la denominación a que se refiere el apartado 1 o cualquier otra expresión que induzca a confusión con ellas."

forma en la medida en que existen unos requisitos constitutivos específicos que la Ley exige a las gestoras siendo por ello sociedades reguladas o sociedades sometidas a regulación y supervisión.

La Ley 22/2014 elimina el denominado *régimen común* que la Ley 25/2005 recogía en la Sección primera del Capítulo I del Título I, en la cual se establecían una serie de disposiciones comunes que eran de aplicación tanto a las entidades de capital-riesgo como a sus gestoras. La supresión de este régimen común forma parte del ideario de la nueva normativa que persigue una mayor agilidad y un menor control de la CNMV sobre las ECR y las EICC. Así, con la entrada en vigor de la Ley 22/2014 el requisito de autorización que se requería en los artículos 7 y siguientes de la Ley 25/2005 para el inicio de la actividad, se ha sustituido por un mero trámite de información a la CNMV y de inscripción de la escritura pública de constitución en el registro correspondiente. El hecho de que las ECR y las EICC no necesiten autorización para su actividad implica una mayor flexibilidad y una simplificación que repercute beneficiosamente en todo el sistema y sirve al legislador como manifestación de las buenas intenciones de fomento de la inversión en el sector del capital-riesgo que ya había anunciado. Pero esto quizá no hubiese podido llevarse a la práctica sin el contrapeso de control y responsabilidad con el que la Ley *grava* a las SGEIC.

El mayor nivel de exigencia que las entidades gestoras tienen frente a la CNMV surge de una doble motivación. De una parte, a la responsabilidad *común* que se desprende de la operativa del sistema de capital-riesgo, se deben añadir las obligaciones nacientes de la nueva Ley, que exige adaptaciones en varias áreas. Con el fin de que estos cambios se lleven a cabo en cada una de las entidades que integran el sector, la Ley 22/2014 ha asignado a las SGEIC la responsabilidad garantizar que las entidades que gestionan cumplen con los requisitos establecidos por la propia Ley. Y de otra, tras la retirada de la CNMV de las ECR y EICC

las gestoras son el cauce perfecto para que, de facto, no se pierda el control sobre aquellas. Por lo tanto, controlando a las SGEIC la CNMV controla también, de forma indirecta, a las ECR y EICC.

Esta tesis queda clara en el artículo 41.3 de la Ley 22/2014, en el que se establece que las SGEIC "*serán responsables de garantizar el cumplimiento por parte de las entidades que gestiona de lo previsto en esta Ley*". Aunque los dos siguientes párrafos de la Ley disponen que, lógicamente, esta responsabilidad no es absoluta sino limitada. Para lo cual la Ley prescribe que para eximirse de su responsabilidad las sociedades gestoras no solo tendrán que informar a la CNMV de los incumplimientos sino que además están obligadas a adoptar las medidas necesarias que sean exigidas por la Comisión para el cumplimiento por parte de la sociedad o fondo. Llegados a este punto, si no se produce el cumplimiento de las obligaciones legales la CNMV requerirá que la SGEIC incumplidora cese en su actividad de gestión<sup>18</sup>.

## 5.2 Los requisitos de constitución para las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado

El artículo 45 de la Ley 22/2014 establece que las SGEIC sean sociedades anónimas especiales por razón de su forma y somete la actividad de las gestoras a una serie de trámites previos, entre los cuales destaca la autorización de la CNMV. Así este artículo establece que para ejercer su actividad, las SGEIC españolas y las SCR o SICC autogestionadas españolas deberán:

1. Obtener la autorización de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. De forma previa a la solicitud de esta autorización, se debe presentar un proyecto de estatutos y un programa de actividad en el que se exponga la estructura organizativa de la sociedad gestora con información sobre la forma en que la sociedad tiene previsto cumplir con las obligaciones que le

<sup>18</sup> Señala a este respecto la Ley que, si se produjese esta situación, la CNMV tiene la obligación de informar inmediatamente de ello a las autoridades competentes del Estado miembro de acogida de la sociedad gestora.

impone la Ley. Otro cambio con respecto a la anterior legislación es que en la Ley 22/2014 es la CNMV, y no el Ministerio de Economía y Hacienda, la que otorga la autorización.

2. Constituirse mediante escritura pública.
3. Inscribirse en el Registro Mercantil.
4. Inscribirse en el correspondiente registro administrativo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores artículo 58.

Por lo tanto, la autorización de la CNMV es el primer trámite cuyo cumplimiento es preciso para poder constituir una SGEIC en nuestro país. En la solicitud de autorización la gestora deberá aportar una serie de información sobre sí misma -artículo 45.1- y sobre las ECR y EICC que tenga previsto gestionar -artículo 45.3-.

La solicitud de autorización debe de ser emitida en un plazo de tres meses prorrogables otros tres meses mediante resolución motivada de la CNMV. Las SGEIC están obligadas a cumplir "en todo momento" las condiciones para la autorización, por lo que este requisito es continuado durante la vida de la sociedad gestora que queda sometida al control de estos requisitos. El artículo 48 es clave para entender estos requisitos<sup>19</sup> que la gestora debe cumplir para obtener la autorización.

Además, la Ley establece una serie de *requisitos comunes* a todas las SGEIC.

- El capital social mínimo de las gestoras cambia con la nueva Ley, pasando de 300.000 euros<sup>20</sup> a 125.000 euros<sup>21</sup>.

- Las acciones representativas del 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 en medios humanos como materiales y técnicos- adecuada a las características y volumen de la actividad que desarrollan. Incluyendo en esto mecanismos de seguridad en el ámbito informático y procedimientos de control interno y de gestión, control de riesgos, procedimientos y órganos para la prevención del blanqueo de capitales y normas de conducta, adecuados a las características y al volumen de su actividad.
- Su órgano de administración debe revestir la forma de consejo de administración -formado al menos por tres miembros y sus consejeros- y la totalidad de los consejeros, así como los directores generales y asimilados, deben contar con reconocida honorabilidad comercial, empresarial o profesional<sup>22</sup> además de tener conocimientos y experiencia en materias financieras o de gestión empresarial<sup>23</sup>. Las gestoras deberán de tener un reglamento interno de conducta con normas que rijan las transacciones personales de sus empleados y la tenencia o gestión de inversiones a fin de que estas últimas como indica el artículo 48.b de la Ley 22/2014 puedan ser fiscalizadas.
- Los socios de la sociedad gestora que posean participaciones significativas, entendidas en el sentido del artículo 69.1 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores deberán

19 Hay que tener en cuenta el Capítulo III del Título II de la Ley 22/2014, que regula las condiciones de acceso y de ejercicio de la actividad de gestión de entidades de capital-riesgo y entidades de inversión colectiva de tipo cerrado bajo supuestos especiales.

20 Cantidad que sí se mantiene para las SICCA autogestionadas.

21 Aunque el párrafo segundo concreta que cuando el valor total de las carteras gestionadas exceda de 250 millones de euros, las sociedades gestoras deberán aumentar los recursos propios. Esta cuantía adicional de recursos propios equivaldrá al 0,02 por ciento del importe en que el valor de las carteras de la sociedad gestora exceda de 250 millones de euros. No obstante lo anterior, la suma exigible del capital inicial y de la cuantía adicional no deberá sobrepasar los 10 millones de euros.

22 A efectos de la Ley "(c)oncorre honorabilidad en quienes hayan venido mostrando una conducta personal, comercial y profesional que no arroje dudas sobre su capacidad para desempeñar una gestión sana y prudente de la entidad. Para valorar la concurrencia de honorabilidad deberá considerarse toda la información disponible, de acuerdo con los parámetros que se determinen reglamentariamente" (artículo 48.e de la Ley 22/2014).

23 Conocimiento que la ley presume en quienes hayan desempeñado durante un plazo no inferior a tres años funciones de alta administración, dirección, control o asesoramiento de entidades financieras o de las empresas comprendidas en el artículo 7, o funciones de alta administración y gestión en otras entidades públicas o privadas.

ser idóneos, teniendo en cuenta la necesidad de garantizar una gestión sana y prudente de la sociedad gestora.

- La administración central y el domicilio social de la sociedad gestora deberá estar situada en España.

Por lo que se refiere a **cuestiones contables** la Ley 22/2014 mantiene la redacción de la anterior y es uno de los reductos que quedan en la normativa de la actuación del Ministro de Economía, el cual, y con su habilitación expresa la Comisión Nacional del Mercado de Valores, puede establecer un régimen específico para las SGEIC en materia de recursos propios y normas de solvencia. Además, las sociedades gestoras de entidades deberán someter sus cuentas anuales a informe de auditoría conforme a lo establecido en la legislación sobre auditoría de cuentas (artículo 67 de la Ley 22/2014).

### 5.3 Su naturaleza de entidad financiera

El artículo 7.1.g de la Ley 22/2014 se manifiesta expresamente sobre la naturaleza de tanto de las SGEIC como las SCR y las SICC desde una perspectiva distinta de la societaria y las cataloga como **entidades financieras**. De esta naturaleza financiera se derivan consecuencias tales como la supervisión de la CNMV, la cualificación técnica a la que deben someterse las personas que participen en su administración y dirección y, en tercer lugar, de esta catalogación de las sociedades gestoras de entidades de inversión de carácter cerrado como entidades financieras se deduce que no son susceptibles de constituir objeto de inversión de las ECR o EICC, computable dentro del coeficiente obligatorio de inversión que se regula en el artículo 13 de la Ley 22/2014. En este artículo se 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 9 de la Ley 22/2014, en el que las entidades financieras resultan excluidas de tal objeto.

Existe una excepción a la prohibición de inversión en empresas financieras, que se recoge en el artículo 14 de la Ley y que consiste en la inversión por una ECR en otra ECR. La redacción de este artículo de la nueva normativa establece que las *ECR podrán invertir hasta el 100 por cien de su activo computable sin incumplir el coeficiente obligatorio de inversión en otras ECR constituidas conforme a esta Ley y en entidades extranjeras similares que reúnan las características del apartado 2*-mientras que la anterior legislación solo permitía un 20 por 100 (*vid.* artículo 19 de la Ley 25/2005, ya derogada)-.

### 5.4 Las sociedades autogestionadas

Como se dijo anteriormente, la naturaleza jurídica de los fondos, ya sean FCR o FICC, hace que estos requieran necesariamente de una SGEIC para poder operar en el mercado. Sin embargo, las sociedades, al ser entidades con personalidad jurídica propia y estar gobernadas obligatoriamente por un órgano de administración, no solo pueden ser gestionadas por una SGEIC sino que nuestro ordenamiento permite en ellas la autogestión. Así, tanto la Directiva 2011/61/UE como la actual legislación equiparan a las sociedades de capital-riesgo autogestionadas, ya sean SCR o SICC, con las sociedades gestoras, de ahí que la Directiva las considere como un GFIA. A los efectos de la Ley 22/2014 se les exige que cumplan los mismos requisitos que la Directiva prevé para las sociedades gestoras, por lo que su actividad también está sujeta a autorización y al resto de requisitos y trámites preceptivos, como recoge explícitamente el artículo 45 de la Ley -con la diferencia de que en el caso de las SICC autogestionadas el capital social mínimo es superior al que la Ley establece para las SGEIC, manteniéndose en los 300.000 euros exigidos por la anterior legislación-. La nueva lógica de la Ley acentuará la diferencia entre las sociedades autogestionadas y las que delegan su gestión en una SGEIC ya que, el hecho de que una SCR o SICC requiera para su constitución de autorización dependerá de que esta sea, o no, autogestionada.

## 6. Las condiciones para el ejercicio de la actividad de las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado

Para el estudio de los rasgos que determinan la operativa de las gestoras seguiremos la estructura que a este respecto emplea la norma. La Ley se encarga de la actividad de las SGEIC en el Capítulo II del Título II bajo la rúbrica "Condiciones de ejercicio de la actividad" y este a su vez aparece dividido en tres secciones una primera y tercera de requisitos operativos-organizativos y de transparencia respectivamente, y una segunda sobre la delegación de funciones de las SGEIC, a este respecto destacaremos los puntos que nos parecen más interesante de este apartado central de la Ley.

### 6.1 El interés del inversor (artículo 59 de la Ley 22/2014)

La primacía del interés del inversor, el carácter principal de este sujeto en el mercado del capital-riesgo, no es un postulado abstracto<sup>24</sup>. Velar por el interés del inversor es una obligación impuesta a las sociedades gestoras por el artículo 59 de la Ley 22/2014 y sometida a la consiguiente exigencia de responsabilidad por el artículo 43.2<sup>25</sup> de la cual no queda eximida ni tan siquiera cuando sus funciones sean delega-

das (artículo 65.4 de la Ley 22/2014)<sup>26</sup>. La Ley en este sentido es previsor y exige a las gestoras la provisión de una serie de recursos que les permitan hacer frente a sus obligaciones en caso de incurrir en responsabilidad<sup>27</sup>.

Las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo también deben velar por el interés de las empresas participadas u objeto de la inversión, pero siempre teniendo presente el interés del inversor<sup>28</sup>. Así, el artículo 59.1.a) de la Ley 22/2014 establece que las "SGEIC actuarán en interés de los partícipes o accionistas y de la integridad de mercado en las inversiones y patrimonios que gestionen"<sup>29</sup>. Este interés que emplea la norma no se refiere al interés individual de cada uno de los inversores, sino que, como señala la Directiva 2011/61/UE, se entenderá como el interés de los inversores en su capacidad específica de inversores del FIA, y no como un *interés individual*. Esto nos lleva al concepto de *política de inversión* recogido en el artículo 12 de la 22/2014. La política de inversiones aparece descrita en los estatutos de las sociedades y en los reglamentos de gestión de los fondos<sup>30</sup>. 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 cuestión<sup>31</sup>.

24 Vid. SILVAN RODRIGUEZ, F. J./CUERVO-ARANGO QUINTERO, L., "El alcance del derecho de información del inversor en la Ley de EICC", *Revista Española de Capital Riesgo*, n.º 1/2015, pp. 33-44.

25 Vid. HOEDI 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, pp. 45 y ss., p. 51; LARA GONZÁLEZ, R., "El marco jurídico-mercantil de las entidades de capital riesgo", *Perspectivas del Sistema Financiero*, 2007, n. 89, pp. 25 y ss., p. 45.

26 Vid. NEBOT MILLET, E./MARTÍNEZ LÓPEZ, M. J., "El nuevo régimen de delegación de funciones de las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado", *Revista Española de Capital Riesgo*, n.º 1/2015, pp. 45-58, p. 49.

27 El artículo 48.3 señala una serie de recursos propios que la gestora debe de tener para poder hacer frente a la posible responsabilidad profesional por negligencia en su actividad de la gestión.

28 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, pp. 17 y ss., donde se sugieren y desarrollan cuatro principios orientadores sobre esta cuestión.

29 Esta alusión a la *integridad de mercado*, contenida en el artículo citado, es una de las novedades de la Ley 22/2014 que no se recogía en la anterior normativa.

30 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 inversión. Vid. 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, pp. 331 y ss., p. 345.

31 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.

## 6.2 La responsabilidad frente a los partícipes y los accionistas por los perjuicios causados -la lógica bienintencionada pero traicionera del artículo 59.3 de la Ley 22/2014-

La Ley 22/2014 se muestra exigente al describir con términos amplios y genéricos el ámbito objetivo de la responsabilidad de las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado, afirmando en el artículo 59.3 que "(e)n todo caso, las SGEIC serán responsables frente a los partícipes o accionistas de todos los perjuicios que les causaren por el incumplimiento de las obligaciones a las que estuvieran sometidas conforme a esta Ley y en los reglamentos o estatutos de las ECR o EICC que gestionen". Como hemos señalado ya, no se produce exoneración de responsabilidad cuando una sociedad gestora delega sus funciones en terceros, ni siquiera cuando se produzca una subdelegación (artículo 65.4 de la Ley 22/2014)<sup>32</sup>. Esto no es sino el correlato de las obligaciones que el ordenamiento atribuye a estos sujetos. Ser los obligados principales les lleva también a ser los legitimados pasivos frente a los cuales los partícipes o accionistas -los posibles perjudicados- pueden exigir responsabilidad, siendo de nuevo la posición ocupada por las sociedades gestoras fundamental en el mercado del capital-riesgo y de la inversión colectiva de tipo cerrado, al permitir que la responsabilidad no se diluya en este sector.

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 inversión gestionada<sup>33</sup> son sus intereses económicos en juego<sup>34</sup> y por lo tanto podemos convenir que en cualquier caso ambos son *inversores*. Sin embargo, cuando la ley señala que las gestoras serán *frente a ellos* responsables es una afirmación acertada en el caso del partícipe pero equivocada en el caso del accionista<sup>35</sup>, pues el socio no tiene acción directa frente a la SGEIC<sup>36</sup>. Esto es así porque la sociedad gestora se encuentra vinculada con la sociedad gestionada por medio de un contrato de gestión que ha firmado con esta, representada por su órgano de administración<sup>37</sup>, no con el accionista. Es, por tanto, la sociedad de capital-riesgo o la sociedad de inversión colectiva de tipo cerrado -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 gestionada, si considera que éste le ha perjudicado<sup>38</sup>. En efecto, los administradores de la sociedad gestionada no se ven exentos de su responsabilidad a pesar de que se delegue la gestión en una sociedad gestora de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado<sup>39</sup>. La lógica del artículo 59.3 de la Ley 22/2014 es bienintencionada, pero se hace traición, ofreciendo a los accionistas de las sociedades que

32 Vid. NEBOT MILLET, E./ MARTÍNEZ LÓPEZ, M. J., "El nuevo régimen de delegación de funciones de las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado", *Revista Española de Capital Riesgo*, nº 1/2015, pp. 45-58, p. 54.

33 Ya sea la sociedad gestionada una sociedad de capital-riesgo o una sociedad de inversión colectiva de tipo cerrado.

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

35 Vid. JUSTE MENCIA, J., "Los vehículos de inversión y sus sociedades gestoras", en ALVAREZ ARJONA, J. M./ ERLAIZ COTELO, I. *Capital Riesgo (Private Equity). Aspectos regulatorios, mercantiles, financieros, fiscales y laborales*, Thomson-Aranzadi, Cizur Menor, Navarra, 2006, pp. 99 y ss., p. 124, donde, comentando el tratamiento análogo que la anterior normativa daba a esta cuestión, 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".

36 Contra GRIMA FERRADA, J., "El régimen legal de las entidades de capital riesgo en España", en TRIAS SAGNIER, M. (coord.), *Régimen jurídico y tributario del capital riesgo en España. Entidades y operaciones*, Marcial Pons, Madrid, 2006, pp. 51 y ss., p. 88.

37 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 cfr. 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, pp. 45 y ss., p. 51.

38 Vid. 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, pp. 45 y ss., p. 51; JUSTE MENCIA, J., "Los vehículos de inversión y sus sociedades gestoras", en ALVAREZ ARJONA, J. M./ ERLAIZ COTELO, I. *Capital Riesgo (Private Equity). Aspectos regulatorios, mercantiles, financieros, fiscales y laborales*, Thomson-Aranzadi, Cizur Menor, Navarra, 2006, pp. 99 y ss., p. 124.

39 Así se establece expresamente en el artículo 29.1 de la Ley 22/2014 -aplicable supletoriamente a las sociedades de inversión colectiva de tipo cerrado, por disposición del artículo 38.1 de la Ley 22/2014.

gestionan más de lo que la normativa de las sociedades de capital le permite ofrecer.

### 6.3 La remuneración de las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado (artículo 60 de la Ley 22/2014)

La remuneración que perciban las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado incide mediatamente en el beneficio que obtengan los partícipes y accionistas de las entidades gestionadas. También influye en el comportamiento de las personas que ocupan los puestos de administradores, directivos y asimilados y empleados de las sociedades gestoras. Es frecuente que las sociedades gestoras inviertan en los mismos activos que la entidad que gestionan, vinculando su suerte a la de ésta e incentivando de esa forma la buena labor de los gestores<sup>40</sup>.

El artículo 60 de la Ley establece los principios que deben inspirar las políticas y procedimientos remunerativos y el artículo 67 hace obligatorio la presentación de un informe anual y de un folleto informativo que las SGEIC están obligadas a publicar por cada una de las ECR o EICC en el cual deberán figurar todos los elementos que recoge el apartado quinto de dicho artículo.

La Ley remite a la Ley 35/2003 de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva y en su parte final recoge las modificaciones a la que la misma se ve sujeta tras la entrada en vigor de la 22/2014. Entre los preceptos que se ven modificados existen algunos que tratan sobre el control de la remuneración de las SGEIC. Así el artículo 41 establece que: las políticas y prácticas remunerativas establecidas para los altos directivos, los responsables de asumir riesgos, los que ejerzan funciones de control así como cualquier empleado incluido en el mismo grupo de remuneración que los anteriores, las cuales deberán ser acordes con una gestión racional

y eficaz del riesgo, de forma que no se induzca a la asunción de riesgos incompatibles con el perfil de riesgo de los vehículos que gestionan. Y se añade un nuevo artículo, el 46 bis rubricado: "Información sobre las políticas de remuneración" que recoge toda la información que las SGIC debe de hacer pública.

### 6.4 La valoración de las acciones y las participaciones (artículo 64 de la Ley 22/2014)

Una fuente de conflictos relacionados con la adecuada defensa de los intereses del inversor por las sociedades gestoras es el valor atribuido a las acciones y participaciones de las entidades gestionadas. Aunque la anterior legislación establecía que esta función sería desarrollada por las sociedades gestoras, la Ley 22/2014 regula de forma pormenorizada el procedimiento de valoración sometido al control directo de la CNMV a fin de proteger los intereses de los inversores. El artículo 64.4 exige que la SGEIC garantice que la valoración se realice o por un valorador externo<sup>41</sup> -independiente de la ECR o EICC y de la gestora, el cual no podrá delegar su función de valoración en ningún tercero y responderá ante la gestora en caso de que esta sufra pérdidas como consecuencia de la negligencia o del incumplimiento doloso de sus funciones- o por la SGEIC, a condición de que la función de valoración sea funcionalmente independiente de la de gestión de cartera y que la política de remuneración y otras medidas garanticen que se eviten los conflictos de interés y se impide la influencia indebida en los empleados. Aunque el valorador externo puede responder ante la gestora, las SGEIC serán responsables de la adecuada valoración de los activos de la ECR o EICC, del cálculo del valor liquidativo y de su publicación. Por consiguiente, la responsabilidad de la sociedad gestora ante la ECR o EICC y sus inversores no se verá afectada en ningún caso por el hecho de que la sociedad gestora haya nombrado un valorador externo.

40 Vid. 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, pp. 45 y ss., p. 56.

41 La ley establece que el depositario podrá ser considerado valorador externo solo cuando haya separado funcional y jerárquicamente el desempeño de sus funciones como depositario de sus funciones como valorador externo, y que los posibles conflictos de interés estén debidamente identificados, gestionados, controlados y comunicados a los inversores o partícipes de las ECR o EICC.

## 7. La otra gran función de las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado: la comercialización

A los efectos de lo dispuesto en la Ley, se entiende por comercialización de una ECR o EICC *la captación mediante actividad publicitaria, por cuenta de la ECR, EICC o cualquier entidad que actúe en su nombre o en el de uno de sus comercializadores, de clientes para su aportación a la ECR o EICC de fondos, bienes o derechos.*

El artículo 75.1 establece como regla general que las acciones o participaciones de las ECR o EICC se comercializarán **exclusivamente entre inversores considerados clientes profesionales**<sup>42</sup>. Ahora bien, el artículo 75.2 señala que cabrá la comercialización a *otros inversores* -es decir, a inversores no profesionales- cuando estos cumplan dos requisitos: 1) que se comprometan a invertir como mínimo 100.000 euros, y 2) que declaren por escrito, en un documento distinto del contrato relativo al compromiso de inversión, que son conscientes de los riesgos ligados al compromiso previsto. Además de esta excepción, el apartado 4 establece tres supuestos<sup>43</sup> en los cuales una SGEIC podrá desarrollar labor comercial con inversores no profesionales a pesar de que estos no reúnan las anteriores características. Dicho lo cual, es interesante señalar que la Ley solo permite la comercialización a este tipo de inversores en el caso de que se trate de participaciones o acciones de una ECR, pues cuando la Ley regula esta posibilidad omite la mención a las participaciones y acciones de las EICC, por lo que podemos concluir que en ningún caso pueden estas comercializarse entre inversores no profesionales. **Figura 2 (página 64).**

El cuadro-resumen anterior muestra los elementos centrales que condicionan los diferentes modelos de comercialización que recoge la Ley 22/2014. La

comercialización es quizá el aspecto en el que más se manifiesta el carácter comunitario de la norma llevando a la práctica los beneficios que supone la pertenencia a la Unión Europea.

El artículo 76 establece que la comercialización en España de ECR o EICC de la Unión Europea por una SGEIC también de un país miembro de la Unión para inversores profesionales será libre y estará sujeta a la Ley una vez que el Estado miembro que autorizó la actividad de la sociedad gestora comunique a dicha gestora que ha remitido a la CNMV una notificación, la cual deberá reunir toda la información que se recoge en el artículo 76.

Paralelo a este régimen, en el que la SGEIC simplemente tiene que esperar la comunicación de su órgano de control tras la notificación de este a la CNMV, el artículo 77 establece un régimen mucho más exigente para el supuesto de que la ECR o EICC sea de un Estado no miembro. En primer lugar, se requiere que la gestora acredite que existen acuerdos entre el país del que procede -un Estado miembro- y las autoridades del Estado no miembro de la Unión Europea en el que está establecida la entidad de inversión a fin de asegurar el intercambio eficaz de información; que el país de origen de la entidad vehículo no figure en la lista de países y territorios no cooperantes establecida por el Grupo de Acción Financiera Internacional sobre el Blanqueo de Capitales; y finalmente que el tercer país en el que esté establecida la ECR o EICC de fuera de la Unión Europea haya firmado un acuerdo con España que se ajuste plenamente a los preceptos establecidos en el artículo 26 del Modelo de Convenio Tributario sobre la Renta y sobre el Patrimonio de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos y garantice un intercambio efectivo de información en materia tributaria, incluyendo, si procede, acuerdos multilaterales en materia de impuestos.

42 Para la concreción de este concepto el artículo remite a la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, que define el término en los apartados 2 y 3 del artículo 78 bis.

43 Art. 75 "(...)4. Las acciones o participaciones de las ECR españolas podrán comercializarse también, sin necesidad de que concurren los requisitos previstos en las letras a) y b) del apartado 2 de este artículo:

a) Entre los administradores, directivos o empleados de la sociedad gestora o de entidades autogestionadas, con respecto a la propia entidad o a las gestionadas o asesoradas por la sociedad gestora, b) cuando los inversores inviertan en ECR cotizadas en bolsas de valores, y c) entre aquellos inversores que justifiquen disponer de experiencia en la inversión, gestión o asesoramiento en ECR similares a aquella en la que pretenda invertir."

Figura 2. Los modelos de comercialización contemplados en la Ley 22/2014

| ARTÍCULO   | LUGAR DE COMERCIALIZACIÓN | ORIGEN DE LA SGEIC                  | ORIGEN DE LA ECR o EICC             | INVERSORES                  |
|------------|---------------------------|-------------------------------------|-------------------------------------|-----------------------------|
| 76 (5.1.b) | España                    | Estado miembro                      | Estado miembro                      | Profesionales               |
| 77 (5.1.c) | España                    | Estado miembro                      | Estado no miembro                   | Profesionales               |
| 78 (5.1.d) | España                    | Estado no miembro                   |                                     | Profesionales               |
| 79 (5.1.e) | España                    | Estado miembro<br>Estado no miembro | Estado no miembro<br>Estado miembro | No profesionales (75.2 y 4) |
| 80         | Europa                    | España                              | Estado no miembro                   | Profesionales               |
| 81         | Europa                    | España                              | Estado miembro                      | ---                         |
| 82         | España                    | Estado miembro                      |                                     | ---                         |
| 83         | Estado no miembro         | España                              | Estado no miembro                   | ---                         |

En segundo lugar, la SGEIC responsable deberá registrar en la CNMV la información que se recoge en el apartado segundo del artículo 77 y aportar el certificado acreditativo que habrá de solicitar a las autoridades competentes en el cual se confirme que dicha gestora está autorizada para la gestión de este tipo de entidades. Un tercer estadio para conseguir la comercialización será el cumplimiento del requisito de autorización que la CNMV tendrá que dar a dicha ECR o EICC y la inscripción en el registro correspondiente de dicho organismo de control tanto de las entidades como de la gestora.

En la línea con el artículo anterior, el artículo 78 establece el régimen aplicable en el supuesto de que el elemento extranjero de la operación de inversión sea la SGEIC. En ese caso la SGEIC tiene que acredi-

tar que existen acuerdos adecuados de cooperación entre su país de origen y la CNMV así como del país de origen de la entidad de inversión; y que dicho Estado no figure en la lista de países y territorios no cooperantes a la que aludíamos anteriormente. Además tendrá que aportar y registrar en la CNMV toda la información que se establecía en el anterior artículo 77.2 en sus letras a) a h). Y también la CNMV tiene que autorizar a la ECR o EICC gestionada. Y tanto las gestoras como las entidades a su cargo deben -qué duda cabe- cumplir las disposiciones normativas vigentes en España pudiendo reglamentariamente establecer condiciones adicionales.

En el artículo 79 establece las especialidades que se dan cuando en cualquiera de las circunstancias que se recogen en el 76, en el 77 y en el 78 los inversores no son profesionales.

Por otra parte, en el caso de que fuese una SGEIC española la que pretendiese la comercialización de ECR o EICC en otro país miembro, el artículo 80 establece un procedimiento que pretende ser más sencillo a fin de dejar claro que la adecuación de nuestro sistema al modelo comunitario tiene claras ventajas prácticas. La SGEIC tendrá que entregar a la CNMV una serie de información, la cual, en un plazo máximo de 20 días, será transmitida al órgano de control del país donde comercializará la SGEIC española. Es decir, el procedimiento es el mismo que el establecido en el artículo 76, pero a la inversa. En la misma línea, el artículo 81 recoge el procedimiento para la autorización de la gestión por sociedades gestoras autorizadas en España de ECR o EICC establecidas en otro Estado miembro.

## 8. Bibliografía

AGUILAR ALONSO, I., "Nuevas obligaciones de declaración para las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo que adquieren el control de sociedades no cotizadas", *Revista Española de Capital Riesgo*, nº 1/2015, pp. 59-70.

CLIFFORD CHANCE, "Implementación de la AIFMD en España. Ley 22/2014 para la transposición de la Directiva de Gestores de Fondos de Inversión Alternativa", Madrid, marzo de 2015, p. 1.

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

GRIMA FERRADA, J., "El régimen legal de las entidades de capital riesgo en España", en TRIAS SAGNER, M. (coord.), *Régimen jurídico y tributario del capital riesgo en España. Entidades y operaciones*, Marcial Pons, Madrid, 2006, pp. 51 y ss.

HOEDI 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, pp. 45 y ss.

JUSTE MENCIA, J., "Los vehículos de inversión y sus sociedades gestoras", en ÁLVAREZ ARJONA, J. M./ ERLÁZ COTELO, I. *Capital Riesgo (Private Equity). Aspectos regulatorios, mercantiles, financieros, fiscales y laborales*, Thomson-Aranzadi, Cizur Menor, Navarra, 2006.

KPMG, *Perspectivas del Capital Riesgo en España*, 2ª Edición, diciembre 2014.

LARA GONZÁLEZ, R., "El marco jurídico-mercantil de las entidades de capital riesgo", *Perspectivas del Sistema Financiero*, 2007, n. 89, pp. 25 y ss.

MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS, A., "Las Sociedades Gestoras de Entidades de Capital-Riesgo: su ámbito operativo y sus funciones", MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS, A. (dir.), *El capital-riesgo: su operativa*, Thomson-Reuters-Aranzadi, Cizur Menor, Navarra, 2012, pp. 91-148.

- "La MIFID la protección del inversor en un mercado financiero europeo integrado", *El notario del siglo XXI*, marzo-abril 2008, nº18, pp. 14-20, p. 19.

- *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 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, pp. 331 y ss.

NEBOT MILLET, E./ MARTÍNEZ LÓPEZ, M. J., "El nuevo régimen de delegación de funciones de las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado", *Revista Española de Capital Riesgo*, nº 1/2015, pp. 45-58, p. 49.

SILVÁN RODRÍGUEZ, F. J./ CUERVO-ARANGO QUINTERO, L., "El alcance del derecho de información del inversor en la Ley de EICC", *Revista Española de Capital Riesgo*, nº 1/2015, pp. 33-44.