

Las entidades de capital riesgo Pyme según la Ley 22/2014, de 12 de noviembre, de Capital-Riesgo

(The SME venture capital entities pursuant to the Law 22/2014, of November 12th, on Venture Capital)

Francisco R. Aldavero
Socio
Araoz & Rueda Abogados

Vicente Paramio
Asociado
Araoz & Rueda Abogados

Sumario

1. Función clave del capital riesgo en el contexto de crisis.
2. Reacción a nivel europeo.
3. Reflejo en España.
4. Análisis de los artículos 20 a 25 de la LEY ECR.
5. Conclusiones.
6. Bibliografía.

Resumen

El pasado 14 de noviembre de 2014 entró en vigor 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 y por la que se modifica la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva (la "LEY ECR"). La nueva figura introducida por la LEY ECR, las llamadas entidades de capital riesgo pyme ("ECR PYME"), permitirá la mejora en el acceso a la financiación de las pequeñas y medianas empresas con elevado potencial de crecimiento y expansión, sobre todo en las fases más tempranas de desarrollo que tienden a representar uno de los principales puntos de inflexión para su supervivencia en el mercado, corrigiendo así el desequilibrio propiciado por la derogada Ley 25/2005, de 24 de noviembre, reguladora de las entidades de capital-riesgo y sus sociedades gestoras, que favoreció las operaciones apalancadas y el private equity, dejando en un segundo plano al venture capital.

Palabras clave: PYME, ECR PYME, Instituciones de Inversión Colectiva.

Abstract

On 14 November, 2014 entered into force the Law 22/2014, of November 12th, regulating the venture capital entities, other closed-end collective investment entities and managers of closed-end collective investment entities and amending the Law 35/2003 of November 4th, on Collective Investment Institutions (the "Law ECR"). The new legal concept incorporated by the ECR LAW, the so called venture capital SMEs ("ECR SMEs") will allow improved access to finance for small and medium size companies with latent potential for high growth and expansion, especially in the earliest stages of development that tend to represent one of the major turning points for their survival in the market, thus correcting the imbalance provided by the repealed Law 25/2005, of November 24th, regulating venture capital entities and their managers, which favored the LBO and private equity, leaving in the background the venture capital.

Keywords: SME, SME ECR, Collective Investment Institutions.

1. Función clave del capital riesgo en el contexto de crisis

Las gran parte de las empresas en nuestro país y en nuestro entorno son pequeñas y medianas empresas ("PYME"), que se han financiado y han dependido principalmente del endeudamiento bancario, lo que ha supuesto que, durante la fortísima crisis económica que hemos sufrido, donde se ha visto reducida la financiación de este tipo de agentes casi a 0, un elevado número de PYMEs no haya podido sobrevivir.

La supervivencia económica de los países de nuestro entorno y, sobre todo de España, se sustenta en gran medida en el crecimiento y desarrollo de las PYMEs. Las PYMEs son nuestro motor para el

crecimiento y nuestra llave para superar, de una vez por todas, la recurrente crisis que estamos atravesando, ya que suponen anualmente más de la mitad del volumen de negocio de nuestra economía y son empleadores de más del 80% de los trabajadores.

En el mercado actual, podemos encontrar gran variedad de medios que permiten financiar el crecimiento de una PYME, ya sea mediante ayudas de carácter público o privado, mediante crédito, o mediante el capital riesgo. Sin embargo, los intentos del legislador en este sentido que hemos visto, por ejemplo, en la desaparecida Ley 25/2005, de 24 de noviembre, reguladora de las entidades de capital-riesgo y sus sociedades gestoras ("Ley 25/2005"), no han conseguido solventar los problemas existentes. El acceso a estos medios ha sido muy desigual y, en ocasiones, imposible para una PYME.

El acceso a la financiación, junto con otros condicionantes cíclicos y estructurales¹, condiciona sobremanera el éxito y la supervivencia futura de una PYME, sobre todo en las fases más primarias de su inicio de actividad y que son en las que se va a centrar el venture capital, frente a otras opciones de financiación clásicas como la financiación bancaria, que prácticamente ha desaparecido en estos años de fuerte crisis económica. La viabilidad de este último tipo de operaciones se ha visto lastrada por la imposibilidad de prestar contragarantías por parte de las PYMEs.

Las dificultades a las que se va a tener que enfrentar una PYME para acceder a la financiación son mucho mayores que las del resto de empresas, y el capital riesgo se ha consolidado como una alternativa cada vez más necesaria. Históricamente, el capital riesgo estaba vetado a sociedades de reciente creación y se centraba sobre todo en aquellas que presentaban una menor incertidumbre a corto y medio plazo. Hoy en día, la tendencia está variando sensiblemente, tanto en España, como en los países de nuestro entorno, y cada vez son

¹ A este respecto, destacan condicionantes como las fluctuaciones en la actividad comercial y de circulación de capitales. Ver el estudio de 23 de marzo de 2009 encargado a petición de la Comisión Europea "Cyclicalitity of SME finance Literature survey, data analysis and econometric analysis", descargable en http://ec.europa.eu/enterprise/newsroom/cf/itemdetail.cfm?item_id=3157.

más las sociedades en etapa semilla las que están atrayendo las miradas de este tipo de financiación.

En el actual contexto de crisis, se advierte una gran competencia en el acceso a este tipo de transacciones, debido a su reducido número, y a la fuerte competencia por aquellas inversiones de private equity que afectan a fases con menor riesgo y mucho más avanzadas en el desarrollo empresarial. Los fondos han centrado sus esfuerzos y sus recursos en las transacciones con apalancamiento, que revisten una menor inseguridad.

El venture capital, que tiende a centrarse en las etapas de mayor riesgo, es decir, de semilla, arranque y, en menor medida en etapas de expansión, frente al private equity que lo hace en etapas de expansión, sustitución, adquisición con apalancamiento y reconversión, a pesar de que en época de crisis está cobrando gran importancia², sigue siendo insuficiente frente a los medios de financiación tradicional, ya que el número de transacciones es muy bajo todavía.

El sector del venture capital en nuestro país está conociendo un curso constante de globalización, en el que cada vez más capital extranjero está invirtiendo. Así, las sociedades participadas por este capital están tendiendo cada vez más a estrategias de desarrollo y consolidación mediante la internacionalización. La alternativa que representa la actividad de este sector, sin embargo, sigue siendo una gran desconocida para la mayor parte del público interesado, e incluso también para los operadores o agentes económicos y sociales.

En este contexto, el papel de la Administración Pública debería centrarse en medidas que permitan acabar con las fricciones existentes entre los diferentes agentes del sector, así como, mejorar el entorno que está lastrando el despegue

de esta actividad. A pesar de que no puede ser considerado como la solución a los problemas de financiación, el aprovechamiento pleno de su potencial puede permitir a las PYMEs dejar atrás la dependencia de la ausente financiación bancaria, que llega a representar el 40% del total.

A pesar de las sensibles mejoras en el acceso al crédito que hemos visto en los últimos meses, se hacen indispensables modificaciones en la normativa de aplicación y la introducción de nuevas figuras, como las Entidades de Capital-Riesgo Pyme ("ECR PYME"), con medios de financiación más flexibles a los de las entidades de capital-riesgo al uso ("ECR").

2. Reacción a nivel europeo

Es de sobra conocido que las dificultades en el acceso a la financiación son uno de los principales, si no el mayor, de los obstáculos que debe encarar una PYME para crecer³. Los créditos bancarios no son una opción realista y desde las Instituciones deben fomentarse alternativas viables, como el venture capital.

Como viene siendo habitual, la reacción más temprana nos ha venido dada desde la Unión Europea. Iniciativas como la llamada *Small Business Act para Europa*⁴, que a su vez trae causa de otras muy anteriores, nos han demostrado una vez más la lentitud de reflejos de las Instituciones en nuestro país. Mucho antes del inicio de la crisis económica que ha asolado el panorama de las PYME, estas iniciativas reconocían su papel esencial y apuntaban el problema latente que suponía la excesiva dependencia del crédito bancario.

Las Instituciones europeas son plenamente conscientes de que la financiación mediante capital riesgo, sobre todo en las etapas más tempranas de

2 Según datos de la Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo, la inversión en nuestro país durante el año 2014 alcanzó 347 millones de euros, un 26% más que en el año 2013.

3 Entre otros, informes del BCE denominados "Survey on the Access to Finances of SMEs", correspondientes a los periodos octubre 2013-marzo 2014, abril-septiembre de 2014 y octubre 2014-marzo 2015. Descargables en <https://www.ecb.europa.eu/stats/money/surveys/sme/html/index.en.html>.

4 Comunicación de la Comisión al Consejo, al Parlamento Europeo, al Comité Económico y Social Europeo y al Comité de las Regiones, *Pensar primero a pequeña escala. Small Business Act para Europa: iniciativa en favor de las pequeñas empresas*. Bruselas, 25.6.2008. COM (2008) 394 final.

desarrollo, tiene un importante potencial para las PYME, lo que se ha traducido en importantes novedades en el marco legislativo de este tipo de actividad. A pesar de ello, hasta el reciente Reglamento UE 345/2013⁵, la normativa en la Unión Europea no recogía disposiciones destinadas a enfocar el capital riesgo hacia este tipo de empresas.

Las recientes novedades legislativas en esta materia buscan reducir la fragmentación existente entre los Estados miembros que, a pesar del mercado único, históricamente ha obstaculizado las transacciones transfronterizas y, por lo tanto, la oferta existente. La atomización del mercado ha tenido importantes reflejos en materia de tributación. Las transacciones transfronterizas de capital riesgo también se han encontrado con problemas de tratamiento fiscal entre los diferentes Estados de la Unión Europea⁶. Los numerosos convenios suscritos en materia de doble imposición se han mostrado insuficientes ante las enrevesadas estructuras empleadas en este tipo de operaciones.

El nuevo marco normativo está dando lugar a un aumento en la competencia entre los fondos, a fondos más grandes y eficientes, y a un aumento de la afluencia de estos medios de financiación procedente de otros Estados.

En el ámbito de las PYME, el citado Reglamento UE 345/2013 ha tomado el testigo de todas las iniciativas a nivel europeo en este sentido. La finalidad del Reglamento es la de propiciar el desarrollo y la consolidación de las PYME europeas, favoreciendo las inversiones en *empresas de cartera admisible* procedentes de los *fondos de capital riesgo admisibles*, que son aquellos que⁷:

- inviertan al menos un 70% del total agregado de sus aportaciones de capital y del capital

comprometido no exigido en activos considerados como inversiones admisibles;

- no empleen más del 30% restante en adquisición de activos distintos a inversiones admisibles; y
- se encuentren establecidos en territorio de la Unión Europea.

Las empresas en cartera admisible son, por su parte, las que:

- en el momento en que se lleve a cabo la inversión por parte del fondo de capital riesgo admisible⁸:
 - no cotice en un mercado regulado o sistema multilateral de negociación, tal y como son definidos en la Directiva 2004/39/CE⁹;
 - tenga menos de 250 trabajadores; y
 - el volumen de negocio anual no supere los 50 millones de euros o que su balance anual no supere los 43 millones de euros.
- no tenga la consideración de organismo de inversión colectiva;
- no tenga la consideración de:
 - entidad de crédito, sociedad financiera de cartera o sociedad mixta de cartera conforme a la Directiva 2006/48/CE¹⁰;
 - empresa de inversión conforme a la citada Directiva 2004/39/CE¹¹; y

5 Reglamento (UE) Nº 345/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 17 de abril de 2013, sobre fondos de capital riesgo europeos.

6 A este respecto, ver la Comunicación de la Comisión al Consejo, al Parlamento Europeo, al Comité de las Regiones y al Comité Económico y Social Europeo, elaborada en Bruselas a 7 de diciembre de 2012, "Un plan de acción para mejorar el acceso a financiación de las PYME". Descargable en [http://www.europarl.europa.eu/meetdocs/2009_2014/documents/com/com_com\(2011\)0870_com_com\(2011\)0870_es.pdf](http://www.europarl.europa.eu/meetdocs/2009_2014/documents/com/com_com(2011)0870_com_com(2011)0870_es.pdf).

7 Artículo 3 del Reglamento (UE) Nº 345/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 17 de abril de 2013, sobre fondos de capital riesgo europeos.

8 Valores incorporados conforme a la Recomendación 2003/361/CE de la Comisión, de 6 de mayo de 2003, sobre la definición de microempresas, pequeñas y medianas empresas.

9 Artículo 4, apartado 1, puntos 14 y 15 de la Directiva 2004/39/CE.

10 Artículo 4, puntos 1, 19 y 20 de la Directiva 2006/48/CE.

11 Artículo 4, apartado 1, punto 1 de la Directiva 2004/39/CE.

- empresa de seguros conforme a la Directiva 2009/138/CE¹².
- se encuentre en territorio de la Unión Europea o en terceros países que no tengan la consideración de no cooperantes conforme al Grupo de acción financiera sobre el blanqueo de capitales y financiación del terrorismo, y que hayan firmado acuerdos con el Estado miembro de origen del fondo gestor de fondos de capital riesgo admisible, así como, con todos los Estados miembros en los que se vaya a ofertar dicho fondo.
- Creación de las ECR-PYME.
- Flexibilización de los medios de financiación de las entidades de capital-riesgo.
- Reducción de la intervención de la Comisión Nacional del Mercado de Valores ("CNMV")¹³.
- Comercialización y gestión transfronteriza de entidades de capital-riesgo, instituciones de inversión colectiva de tipo cerrado y sus sociedades gestoras.
- Régimen de depositarios.

El Reglamento UE 345/2013, que a diferencia de las Directivas, es de aplicación general y no requiere transposición en los Estados miembros, como veremos más adelante, va a sentar las bases de nuestra LEY ECR en lo referente a las ECR PYME, ya que gran parte de los elementos que se han citado en este apartado, tienen reflejo directo en la citada Ley.

3. Reflejo en España

Los primeros antecedentes regulatorios en nuestro país sobre el capital riesgo los encontramos en el Decreto 2182/1972, de 21 de julio, por el que se constituye la Sociedad de Desarrollo Industrial de Galicia. El primer intento serio del legislador, por el contrario, no lo vamos a encontrar hasta la Ley 1/1999, de 5 de enero, reguladora de las entidades de capital-riesgo y sus sociedades gestoras.

La LEY ECR ha supuesto, en este sentido, un importante paso al frente en la modernización de la normativa española sobre esta actividad. Las principales novedades introducidas por la nueva norma son:

La tramitación parlamentaria de la nueva LEY ECR tuvo numerosas enmiendas, si bien, a efectos de este estudio, cabe destacar las que afectan a los artículos sobre las ECR PYME. En primer lugar, la elevación del 70% al 75% del activo computable mínimo destinado a inversiones admisibles¹⁴, que se encuentra recogido en el artículo 21 de la norma. En segundo lugar, a pesar de que no fue incorporada en la versión final, la inclusión de un apartado 4 en el artículo 21 de la norma, en el que se disponía que, del 75% del activo computable destinado a inversiones admisibles, una tercera parte al menos debería ser destinada a pequeñas empresas¹⁵ o microempresas¹⁶.

La consideración que hace la LEY ECR en su artículo 21 de las llamadas inversiones admisibles, que es idéntica a la del Reglamento UE 345/2013, y que será analizada con detenimiento más adelante, no refleja en absoluto la realidad del tejido empresarial nacional, ya que las medianas empresas, tal y como son recogidas, son una rara avis en nuestro país, donde la mayor parte de las empresas tienen la consideración microempresas o pequeñas empresas.

¹² Artículo 13, punto 1 de la Directiva 2009/138/CE.

¹³ El papel de supervisión, inspección y sanción de la CNMV previsto en el artículo LEY ECR, sin embargo, se ha visto sensiblemente reforzado con la modificación introducida por la disposición final sexta de la Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial. Sus funciones se han extendido no sólo a la LEY ECR, sino también a su normativa de desarrollo y a las normas de Derecho de la Unión Europea relacionadas.

¹⁴ Tal y como este concepto ha sido acuñado en el artículo 3, apartado e del Reglamento UE 345/2013.

¹⁵ Empresas no admitidas a cotización, que no tengan la consideración de instituciones de inversión colectiva, empresas financieras o de naturaleza inmobiliaria, con menos de 50 trabajadores y, que su activo anual o su volumen de negocios anual no supere los 10 millones de euros.

¹⁶ A diferencia de las pequeñas empresas, las microempresas contarán con menos de 10 trabajadores y un activo anual o volumen de negocios anual inferior a 2 millones de euros.

4. Análisis de los artículos 20 a 25 de la LEY ECR

TÍTULO I. Régimen de las entidades de capital-riesgo y entidades de inversión colectiva de tipo cerrado.

CAPÍTULO II. Régimen jurídico de las entidades de capital-riesgo.

SECCIÓN 3. Régimen de inversiones de las entidades de capital-riesgo-Pyme.

Artículo 20. Entidades de capital-riesgo-Pyme.

Las ECR-Pyme deberán cumplir en todo momento los requisitos exigidos en la sección 1.ª y, en particular, el régimen de inversiones previsto en esta sección. Asimismo, deberán establecer una relación de asesoramiento con sus entidades participadas.

SUMARIO:

I. REQUISITOS.

1. Análisis de los requisitos de la sección 1ª.-

1.1. Actividad principal y complementaria.-

1.2 Denominación.- 1.3. Política de Inversiones.-

2. Cumplimiento del régimen de inversiones.

II. ÁMBITO DE LA OBLIGACIÓN DE ASESORAMIENTO.

I. Requisitos

1. Análisis de los requisitos de la sección 1ª.

1.1. Actividad principal y complementaria.

Dentro de la sección 1ª de la LEY ECR, nos encontramos con que, al igual que lo hiciera su predecesora, y con las especialidades y limitaciones que serán objeto de estudio más adelante, recoge como objeto principal de las ECR y de las ECR PYME la toma de participaciones de carácter temporal en el capital de empresas no inmobiliarias, no financieras, y que a fecha de la inversión no coticen.

El objeto principal incorpora los siguientes elementos:

- La toma de participaciones en el capital de empresas, se impone, como es lógico, a cualquier adquisición de acciones o participaciones en sociedades, así como, a otros valores que puedan traducirse en la adquisición de las mismas, como por ejemplo los préstamos convertibles. El ámbito de la inversión se podrá extender también a otras ECR o entidades extranjeras similares que cumplan los requisitos previstos en la LEY ECR.
- La temporalidad de la adquisición está motivada por el propio carácter de la actividad del capital riesgo, que no es otro que el de lograr una inversión sin vocación de permanencia a corto y medio plazo cuyo tratamiento fiscal es privilegiado. En efecto, las plusvalías derivadas de la transmisión de las acciones o participaciones objeto de la inversión se encontrarán exentas en un 99 por ciento, siempre que la transmisión tenga lugar entre el segundo y el decimoquinto año, inclusive, de tenencia de dichas acciones o participaciones¹⁷. El plazo se computará desde la fecha de adquisición o de exclusión de cotización, y podrá ampliarse hasta el vigésimo año de la inversión por vía reglamentaria, sin que por el momento esto haya tenido lugar.
- La adquisición se encontrará limitada en sentido negativo, esto es, no podrá proyectarse sobre empresas que tengan la consideración de:
 - Inmobiliarias: la exclusión de empresas inmobiliarias que hace la LEY ECR debemos entenderla como hecha a las llamadas sociedades patrimoniales, y tiene como finalidad desviar las inversiones de las ECR de sociedades que se dediquen únicamente a la tenencia de valores y carezcan de actividad. Las sociedades patrimoniales a estos efectos, según el

concepto dado por la normativa fiscal, podríamos definir las como aquellas en las que el 50% o más de su activo está formado por inmuebles y no está afecto a una actividad económica. La LEY ECR, sin embargo, va a permitir que el objeto principal pueda extenderse también a la participación en sociedades con un activo formado en más de un 50% por inmuebles, siempre que, al menos, el 85% del valor contable de dichos inmuebles esté afecto, de forma ininterrumpida durante toda la duración de la inversión, a una actividad económica, según el concepto dado en la Ley 35/2006, de 28 de noviembre, del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas y de modificación parcial de las leyes de los Impuestos sobre Sociedades, sobre la Renta de no Residentes y sobre el Patrimonio¹⁸.

- **Financieras:** a diferencia de lo que sucedía en el caso anterior, la propia LEY ECR facilita en su artículo 7 el concepto de entidad no financiera. Las entidades no financieras serán, en este sentido, las que (i) no se encuentren recogidas en las categorías incluidas en el apartado 1 del citado artículo¹⁹; y (ii) su objeto principal consista en la tenencia de acciones o participaciones emitidas por sociedades pertenecientes a sectores de actividad no considerados como financieros.

En los casos anteriores, el objetivo perseguido por el legislador al sacar de la ecuación a las empresas inmobiliarias y/o financieras es el de centrar las inversiones en actividades que realmente

exterioricen el desarrollo económico y empresarial.

- **Cotizadas:** la no cotización de la sociedad objeto de la inversión aplicará necesariamente a la fecha en la que tenga lugar dicha inversión. La LEY ECR también permite, sin embargo, que la sociedad destinataria cotice a fecha de la inversión, siempre que sea excluida de cotización en los doce meses siguientes.

En este caso, la finalidad será la de detraer la inversión de las grandes empresas cotizadas y centrarla en las grandes protagonistas del sistema productivo español, como son las pequeñas y medianas empresas.

Como complemento a su actividad principal, la LEY ECR permite que puedan llevar a cabo actividades financieras y de asesoramiento respecto a sociedades objeto de su actividad, aunque en este último caso no será necesario que estén participadas.

1.2. Denominación.

Al igual que sucede con las sociedades de capital al uso, la denominación en las ECR PYME cumple una doble finalidad. Por un lado, dar cumplimiento al derecho subjetivo de que les sea reconocida su identidad en el tráfico mercantil y, por otro lado, dar cumplimiento a la función de información frente a terceros.

Por ello, las ECR PYME estarán obligadas a incluir las denominaciones "sociedad de capital-riesgo-Pyme", "fondo de capital-riesgo-Pyme" o sus abreviaturas "SCR-Pyme" o "FCR-Pyme" en su razón social.

¹⁸ Artículo 27.1. Se considerarán rendimientos íntegros de actividades económicas aquellos que, procediendo del trabajo personal y del capital conjuntamente, o de uno solo de estos factores, supongan por parte del contribuyente la ordenación por cuenta propia de medios de producción y de recursos humanos o de uno de ambos, con la finalidad de intervenir en la producción o distribución de bienes o servicios.

¹⁹ Entidades de crédito y establecimientos financieros de crédito, las empresas a las que se refiere el artículo 1.1 de la Ley 2/2009, de 31 de marzo, por la que se regula la contratación con los consumidores de préstamos o créditos hipotecarios y de servicios de intermediación para la celebración de contratos de préstamo o crédito, empresas de servicios de inversión, entidades aseguradoras y reaseguradoras, sociedades de inversión colectiva, financieras o no financieras, SGIIC y sociedades gestoras de fondos de pensiones o de fondos de titulización, SCR, SICC y SGEIC, entidades cuya actividad principal sea la tenencia de acciones o participaciones, emitidas por entidades financieras, tal y como se definen en este apartado, las sociedades de garantía recíproca, las entidades de dinero electrónico, las entidades de pago, los FCR, los FICC, los fondos de inversión de tipo abierto, los fondos de pensiones y los fondos de titulización y, por último, las entidades extranjeras, cualquiera que sea su denominación o estatuto, que, de acuerdo con la normativa que les resulte aplicable, ejerzan las actividades típicas de las anteriores.

1.3. Política de inversiones.

La consecución del objeto de las sociedades de capital-riesgo-Pyme y de los fondos de capital-riesgo-Pyme se guiará por la llamada política de inversiones, que estará sujeta a lo dispuesto en la LEY ECR y demás normativa de aplicación. La política de inversiones se encuentra definida en el artículo 12 de la LEY ECR como "el conjunto de decisiones coordinadas orientadas al cumplimiento de su objeto sobre los siguientes aspectos: a) Sectores empresariales hacia los que se orientarán las inversiones. b) Áreas geográficas hacia las que se orientarán las inversiones. c) Tipos de sociedades en las que se pretende participar y criterios de su selección. d) Porcentajes generales de participación máximos y mínimos que se pretenden ostentar. e) Criterios temporales máximos y mínimos de mantenimiento de las inversiones y fórmulas de desinversión. f) Tipos de financiación que se concederán a las sociedades participadas. g) Prestaciones accesorias que la sociedad gestora del mismo podrá realizar a favor de las sociedades participadas, tales como el asesoramiento o servicios similares. h) Modalidades de intervención de la sociedad gestora en las sociedades participadas, y fórmulas de presencia en sus correspondientes órganos de administración. i) Restricciones respecto de las inversiones a realizar. j) Estrategia que se pretende implementar. k) Política de apalancamiento y restricciones al mismo. l) Información sobre los posibles riesgos en los que se pretende incurrir". La política de inversiones, en el caso de las ECR PYME, lógicamente deberá estar enfocada a las sociedades que pueden estar al alcance de su objeto.

1.4. Cumplimiento del régimen de inversiones.

Las ECR PYME deberán cumplir, además de los requisitos recogidos en la sección 1ª de la LEY ECR, el régimen de inversiones recogido en los artículos 21, 22, 23 y 24, que será objeto de estudio más adelante, y que afecta a los coeficientes obligatorios y de libre disposición, a la limitación de las inversiones en la misma sociedad o en sociedades del mismo grupo y, al incumplimiento

de los porcentajes de inversión recogidos en la norma.

II. Ámbito de la obligación de asesoramiento.

La obligación de gestión y asesoramiento deberá estar dirigida a las sociedades que se integren dentro del objeto principal de la propia ECR PYME, se encuentren o no participadas. Las sociedades de capital-riesgo-Pyme podrán cumplir con la obligación de gestión y asesoramiento por sí mismas o a través de su sociedad gestora. Los fondos de capital-riesgo-Pyme, en cambio, deberán cumplir con dicha obligación tan sólo a través de su sociedad gestora.

Artículo 21. Coeficiente obligatorio de inversión de las ECR-Pyme.

1. *Las ECR-Pyme adecuarán su política de inversiones a los criterios establecidos en sus estatutos o reglamentos de gestión. Se entenderá por política de inversiones lo definido en el artículo 12.*
2. *En todo caso, deberán mantener al menos el 75 por ciento de su activo computable, definido de acuerdo con lo dispuesto en el artículo 18, en los siguientes instrumentos financieros que provean de financiación a las empresas que son objeto de su actividad:*
 - a) *Acciones u otros valores o instrumentos financieros que puedan dar derecho a la suscripción o adquisición de aquéllas y participaciones en el capital.*
 - b) *Préstamos participativos.*
 - c) *Instrumentos financieros híbridos siempre que la rentabilidad de dichos instrumentos esté ligada a los beneficios o pérdidas de la empresa y que la recuperación del principal en caso de concurso no esté plenamente asegurada.*
 - d) *Instrumentos de deuda con o sin garantía de empresas en las que la ECR-Pyme ya*

tenga una participación a través de alguno de los instrumentos de las letras anteriores.

- e) Acciones o participaciones en otras ECR-Pyme constituidas conforme a esta Ley.
3. Las empresas objeto de la actividad de las ECR-Pyme deberán cumplir los siguientes requisitos:
- a) Que, en el momento de la inversión, no estén admitidas a cotización en un mercado secundario regulado o sistema multilateral de negociación.
- b) Que, en el momento de la inversión, tengan menos de 250 empleados.
- c) Que, en el momento de la inversión, o bien su activo anual no supere los 43 millones de euros, o bien su volumen de negocios anual no supere los 50 millones de euros.
- d) Que no se trate de una institución de inversión colectiva.
- e) Que no se trate de empresas financieras o de naturaleza inmobiliaria.
- f) Que estén establecidas en Estados miembros de la Unión Europea o en terceros países, siempre que dicho tercer país 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 haya firmado con España un convenio para evitar la doble imposición con cláusula de intercambio de información o un acuerdo de intercambio de información en materia tributaria.
4. El coeficiente obligatorio de inversión deberá cumplirse al finalizar cada ejercicio social.

SUMARIO:

- I. POLÍTICA DE INVERSIONES.
II. COEFICIENTE OBLIGATORIO DE INVERSIÓN.
1. Activo computable.- 2. Ámbito subjetivo de la obligación.- 3. Ámbito temporal de la obligación.
III. OBJETO DE LA ACTIVIDAD.
IV. ÁMBITO TEMPORAL DE LA OBLIGACIÓN.

I. Política de inversiones

La política de inversiones de las ECR PYME, como ya hemos anticipado, la encontramos en el artículo 12 de la LEY ECR, y deberá ajustarse al reglamento de gestión o a los estatutos de la propia ECR PYME. Los estatutos deberán recoger, además de las menciones que dispone 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, la política de inversiones y, en el caso de las sociedades de capital-riesgo-Pyme, podrá recoger la posibilidad de delegar la gestión de las inversiones en una SGEIC o una SGIIC, o en una entidad habilitada para desempeñar servicios de inversión conforme a lo dispuesto en la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

II. Coeficiente obligatorio de inversión.

1. Activo computable.

El activo computable en las ECR PYME deberá mantenerse, al menos en un 75%, en:

- Acciones, participaciones u otros valores o instrumentos financieros que den derecho, directa o indirectamente, a su suscripción o adquisición y participaciones en el capital de sociedades que puedan ser objeto de su actividad. En este apartado encontramos los préstamos convertibles.
- Préstamos participativos.
- Instrumentos financieros híbridos con rentabilidad ligada a beneficios o pérdidas de la sociedad objeto de la actividad, y que la recuperación del principal en un supuesto de declara-

ción de concurso no se encuentre asegurada. Los llamados instrumentos financieros híbridos son aquellos que comparten algunas características con la deuda, ya que en fase concursal serán de los últimos en cobrar, y otras con el capital, ya que su rentabilidad estará sometida a la bonanza de la sociedad. En este apartado encontramos la deuda subordinada.

- Instrumentos de deuda con o sin garantía de sociedades que ya se encuentren participadas por la ECR PYME mediante alguno de los instrumentos recogidos en los dos apartados anteriores.
- Acciones o participaciones de otras ECR PYME.

Como podemos ver, las ECR PYME van a contar con un abanico más amplio de instrumentos financieros, ya que podrán hacer un mayor uso tanto de préstamos participativos, como de deuda para proveer de financiación a las pymes.

El activo computable, a estos efectos, deberá estar integrado por el sumatorio de los conceptos contables que encontramos en el artículo 18 de la LEY ECR, y que podrán ser ajustados y modificados por el Ministro de Economía y Competitividad y por la CNMV con habilitación expresa. Los conceptos son:

- importe de patrimonio neto;
- los préstamos participativos recibidos; y
- las plusvalías latentes netas de efecto impositivo.

2. Ámbito objetivo de la obligación.

El coeficiente obligatorio de inversión de las ECR PYME se encuentra condicionado por la propia finalidad de esta nueva figura, que no es otra que la de fomentar vías alternativas de financiación para las pymes. Por ello, como hemos visto en líneas anteriores de este estudio, a las que nos remitimos para evitar repeticiones innecesarias, nos encon-

tramos con que el apartado 3 del artículo 21 de la LEY ECR simplemente se ha limitado a reproducir las disposiciones del Reglamento UE 345/2013.

3. Ámbito temporal de la obligación.

Con las excepciones que veremos más adelante en el apartado destinado al análisis del artículo 24 de la LEY ECR, el cumplimiento de la obligación de destinar al menos el 75% del activo computable de la ECR PYME en instrumentos financieros para sociedades que puedan ser objeto de su actividad, deberá cumplirse, al menos, a fecha de finalización de su ejercicio social. Sin embargo, entendemos que debe darse una interpretación mucho más restrictiva, ya que si el plazo de cumplimiento de la obligación fuera entendido como un plazo abierto, que debería computarse desde la fecha de inicio del ejercicio hasta la fecha de su cierre, se abriría la puerta a que el cumplimiento efectivo de la obligación pudiera tener lugar tan sólo en esta última fecha. Esta postura se encuentra reforzada por el artículo 20 de la LEY ECR que hemos visto anteriormente, y que dispone que las ECR PYME *"deberán cumplir en todo momento los requisitos exigidos en la sección 1ª y, en particular, el régimen de inversiones previsto en esta sección"*.

Artículo 22. Coeficiente de libre disposición de las ECR-Pyme.

El resto del activo no sujeto al coeficiente obligatorio de inversión determinado en el artículo anterior podrá mantenerse en:

- Valores de renta fija negociados en mercados regulados o en mercados secundarios organizados.*
- Participaciones en el capital de empresas distintas de las que son objeto de su actividad según el artículo 21.3, incluidas participaciones en Instituciones de Inversión Colectiva, en ECR que no sean ECR-Pyme y en EICC.*
- Efectivo. En aquellos casos en los que estatutaria o reglamentariamente se prevean*

reembolsos periódicos formará parte del coeficiente de liquidez, junto con los demás activos especialmente líquidos que precise el Ministro de Economía y Competitividad, o, con su delegación expresa, la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

- d) *Financiación de cualquier tipo a empresas que formen parte de su objeto social principal tal y como se define en el artículo 9.*
- e) *En el caso de SCR-Pyme autogestionada, hasta el 20 por ciento de su capital social, en elementos de inmovilizado necesarios para el desarrollo de su actividad.*

SUMARIO

I. COEFICIENTE DE LIBRE DISPOSICIÓN.

1. *Ámbito subjetivo de la inversión.*- 2. *Ámbito temporal de la inversión.*

I. Coeficiente de libre disposición

1. *Ámbito subjetivo de la inversión.*

El 25% restante del activo computable no estará sujeto al coeficiente obligatorio de inversión y podrá mantenerse a alguno de los siguientes conceptos:

- Valores de renta fija negociados en mercados primarios y en mercados secundarios, tanto de empresas y organismos públicos, como de empresas privadas. Por valores de renta fija entenderemos los títulos negociables que actúan en forma de préstamo realizado por los inversores en favor del emisor, a cambio del retorno de la renta prestada más unos intereses pactados. El acreedor de renta fija, a diferencia del socio, sólo gozará de derechos

económicos y no políticos, ya que su inversión no se ha proyectado sobre el capital social, y en caso de concurso o liquidación, tendrá preferencia frente al socio.

- Participaciones en empresas no incluidas en el objeto de su actividad, así como, en Instituciones de Inversión Colectiva, ECR no PYME, y en Entidades de Inversión Colectiva de tipo cerrado, tal y como estas son definidas en la propia LEY ECR²⁰. No estarán incluidas en el objeto de la actividad de las ECR PYME las sociedades cotizadas, inmobiliarias, financieras, instituciones de inversión colectiva y las que excedan los límites para ser consideradas como PYMES. Las sociedades establecidas en terceros Estados que no dispongan de mecanismos de prevención de blanqueo de capitales y de cooperación con los Estados origen de la inversión, sin embargo, entendemos que no podrán ser en ningún caso destinatarias del coeficiente de libre disposición, ya que el propio Reglamento UE 345/2013, del que recordemos, trae causa la LEY ECR, va a descartar este tipo de inversiones en su exposición de motivos²¹.
- Efectivo²², que en los casos en los que estatutaria o reglamentariamente se dispongan reembolsos periódicos en favor de los socios se integrará dentro del coeficiente de liquidez, junto con aquellos otros activos líquidos equivalentes²³ que haya determinado el Ministro de Economía y Competitividad o la CNVM con delegación expresa.
- Cualquier forma de financiación a empresas que integren su objeto social principal, extendiéndose por tanto a los medios de financiación restantes que no se integren dentro del coeficiente obligatorio de inversión. El objeto social

20 "Artículo 4. Entidades de inversión colectiva de tipo cerrado.

1. Se entenderá por entidades de inversión colectiva de tipo cerrado (EICC) aquellas entidades de inversión colectiva que, careciendo de un objetivo comercial o industrial, obtienen capital de una serie de inversores, mediante una actividad de comercialización, para invertirlo en todo tipo de activos financieros o no financieros, con arreglo a una política de inversión definida (...)."

21 Párrafo 13 del Reglamento UE 345/2013.

"(...) Sin embargo, el presente Reglamento no debe favorecer bajo ningún concepto las inversiones hechas en empresas en cartera establecidas en terceros países que se caracterizan por la falta de mecanismos adecuados de cooperación entre las autoridades competentes del Estado miembro de origen (...)."

22 Definido por el Plan General Contable como la "Tesorería depositada en la caja de la empresa".

23 Definidos por el Plan General Contable como "los depósitos bancarios a la vista y los instrumentos financieros que sean convertibles en efectivo y que en el momento de su adquisición, su vencimiento no fuera superior a tres meses siempre que no exista riesgo significativo de cambios de valor y formen parte de la política de gestión normal de la tesorería de la empresa".

principal no podrá comprender, con las especialidades que hemos visto anteriormente, empresas inmobiliarias, financieras o cotizadas.

El coeficiente de libre disposición para las SCR-Pyme autogestionadas, por su parte, cuando afecte al inmovilizado, quedará limitado al 20% de su capital social.

2. Ámbito temporal de la inversión.

A diferencia de lo que sucede con el coeficiente obligatorio de inversión y, con la excepción relativa al caso de las SCR-Pyme autogestionadas que veremos más adelante en el análisis del artículo 24 de la LEY ECR, el marco temporal de las inversiones que integran el coeficiente de libre disposición, entendemos que, por su propio carácter potestativo, no estará sujeto a limitación u obligación de ningún tipo, siempre que se encuentre dentro de los porcentajes fijados para que pueda ser considerado como de libre disposición.

Artículo 23. Limitaciones de grupo y diversificación de las inversiones de las ECR-Pyme.

Las ECR-Pyme no podrán invertir más del 40 por ciento de su activo computable en el momento de la inversión en una misma empresa, ni más del 40 por ciento en empresas pertenecientes al mismo grupo de sociedades, entendiéndose por tal el definido en el artículo 42 del Código de Comercio.

SUMARIO:

LIMITACIÓN Y DIVERSIFICACIÓN DE INVERSIONES

Las inversiones realizadas por las ECR PYME se encuentran con que, en el momento de la

inversión, no podrán exceder el 40% de su activo computable en una misma empresa o empresas del mismo grupo, según este término es definido en el artículo 42 del Código de Comercio²⁴. La limitación persigue una mayor diversificación del capital entre diferentes empresas, lográndose así un reparto más equitativo del capital existente entre las PYMEs y una distribución racional del riesgo. Sin embargo, a diferencia de lo que sucede con las ECR no PYME²⁵, no parece que haya sido la voluntad del legislador imponer dicha limitación del 40% para las inversiones en sociedades pertenecientes al mismo grupo de la ECR PYME.

La referencia al 40% activo computable, por la propia finalidad de la norma, consideramos que debe entenderse hecha a todo el activo computable, y no sólo al porcentaje afecto al coeficiente obligatorio de inversión del artículo 21.

Artículo 24. Incumplimientos temporales de las inversiones.

A los incumplimientos de los porcentajes previstos en los artículos 21.2, 22.e) y 23 les serán de aplicación las reglas contenidas en el artículo 17.

SUMARIO:

I. INCUMPLIMIENTO DEL COEFICIENTE OBLIGATORIO DE INVERSIÓN.

1. Incumplimiento en las ECR PYME.-

2. Incumplimiento en las SCR PYME y FCR PYME.

II. INCUMPLIMIENTO DEL COEFICIENTE DE LIBRE DISPOSICIÓN EN LA SCR PYME AUTOGESTIONADA.

III. INCUMPLIMIENTO DEL COEFICIENTE DE DIVERSIFICACIÓN.- IV. DISPENSA DE LA CNMV.

24 Artículo 42.

"(...) Existe un grupo cuando una sociedad ostente o pueda ostentar, directa o indirectamente, el control de otra u otras. En particular, se presumirá que existe control cuando una sociedad, que se calificará como dominante, se encuentre en relación con otra sociedad, que se calificará como dependiente, en alguna de las siguientes situaciones:

a) Posea la mayoría de los derechos de voto.

b) Tenga la facultad de nombrar o destituir a la mayoría de los miembros del órgano de administración.

c) Pueda disponer, en virtud de acuerdos celebrados con terceros, de la mayoría de los derechos de voto.

d) Haya designado con sus votos a la mayoría de los miembros del órgano de administración, que desempeñen su cargo en el momento en que deban formularse las cuentas consolidadas y durante los dos ejercicios inmediatamente anteriores. En particular, se presumirá esta circunstancia cuando la mayoría de los miembros del órgano de administración de la sociedad dominada sean miembros del órgano de administración o altos directivos de la sociedad dominante o de otra dominada por ésta. Este supuesto no dará lugar a la consolidación si la sociedad cuyos administradores han sido nombrados, está vinculada a otra en alguno de los casos previstos en las dos primeras letras de este apartado (...)"

25 Artículo 16 LEY ECR.

I. Incumplimiento del coeficiente obligatorio de inversión.

1. Incumplimiento en las ECR PYME.

A los incumplimientos del coeficiente obligatorio de inversión en las ECR PYME previsto en el artículo 21.2, les serán de aplicación las disposiciones contenidas en el artículo 17.1 apartado a) de la LEY ECR. El citado artículo permite que las ECR PYME puedan incumplir el coeficiente obligatorio de inversión en los siguientes supuestos y plazos:

- En el plazo de tres años a contar desde su inscripción en el registro de la CNMV. Este plazo coincide con el plazo de tres años a contar desde la fecha de constitución de la ECR PYME que tendrá para desembolsar²⁶ el 50% restante del capital social mínimo²⁷. Parece entendible que, al igual que sucede con el resto de ECR, a las ECR PYME se les permita incumplir el coeficiente obligatorio de inversión durante sus primeros años de andadura.
- En el plazo de 24 meses a contar desde que se haya llevado a cabo una desinversión que afecte al coeficiente obligatorio de inversión y que haya resultado en su incumplimiento, debido a que el activo computable invertido se haya reducido por debajo del 75%. La dispensa no resultará aplicable, en cambio, cuando el incumplimiento hubiera tenido lugar con anterioridad a la desinversión. Por desinversión entenderemos la reducción o retirada de la inversión efectuada sobre los instrumentos financieros recogidos en el artículo 21.2.

2. Incumplimiento en las SCR PYME y FCR PYME.

A las SCR PYME y FCR PYME, en su caso, les serán de aplicación las disposiciones contenidas en el artículo 17.1 apartado b) de la LEY ECR. El mencionado artículo permite, en los casos de ampliación de capital con aportación de nuevos recursos para

las SCR PYME o de nueva aportación de recursos para los FCR PYME, que se pueda incumplir el coeficiente obligatorio de inversión dentro del plazo de tres años a contar desde que haya tenido lugar dicha ampliación o aportación, siempre y cuando se haya cumplido el coeficiente obligatorio de inversión con anterioridad. En las SCR PYME, por su parte, el *dies a quo* del plazo de tres años se podrá calcular desde la fecha en que se haya producido el desembolso efectivo del capital correspondiente a la ampliación, siempre y cuando haya tenido lugar dentro de los seis meses siguientes a su aprobación. En caso contrario, el *dies a quo* volverá a ser el de la fecha de la ampliación.

En este caso, entendemos que la motivación de la dispensa del cumplimiento de los coeficientes se encuentra en el hecho de que, como resultado de la ampliación o aportación, el activo computable y, por ende, el porcentaje del coeficiente obligatorio de inversión, habrán variado.

II. Incumplimiento del coeficiente de libre disposición en la SCR PYME autogestionada.

Las SCR PYME autogestionadas, por su parte, de conformidad con lo dispuesto en el artículo 17.2, en los supuestos de reducción de capital social podrán incumplir el coeficiente de libre disposición previsto en el artículo 22 apartado e), dentro del plazo de tres años a contar desde que haya tenido lugar dicha reducción.

Al igual que en el supuesto anterior, la motivación se encuentra en que el capital social de la SCR PYME se habrá visto minorado como consecuencia de la reducción, y el porcentaje relativo al coeficiente de libre disposición habrá variado.

III. Incumplimiento del Coeficiente de Diversificación.

El cumplimiento del coeficiente de diversificación aplicable a las ECR PYME, conforme a lo recogido

²⁶ El 50% restante deberá ser desembolsado a la fecha de constitución, en efectivo, en activos aptos para la inversión de las ECR, conforme a lo dispuesto en los artículos 13 y 14 de la LEY ECR o en bienes que integren su inmovilizado.

²⁷ A este respecto, cabe destacar que el capital social mínimo de las ECR PYME será de 900.000 €, frente al capital social mínimo de las ECR que será de 1.200.000 €.

en el artículo 17.3 apartados a y b, podrá ser incumplido durante el plazo de tres años a contar desde su inscripción en el registro de la CNMV.

Asimismo, en el caso de devolución de aportaciones, los porcentajes relativos al coeficiente de diversificación deberán ser calculados con base en el patrimonio neto existente con anterioridad a la devolución. Parece lógico que este último sea el valor dado al patrimonio neto a efectos del cálculo, ya que variará como resultado de la devolución de aportaciones, afectando así al activo computable que sirve como índice para el cálculo de los coeficientes, y que recordemos, de acuerdo con el artículo 18 de la LEY ECR, será el sumatorio del "(...) importe del patrimonio neto, los préstamos participativos recibidos y las plusvalías latentes netas de efecto impositivo, con los ajustes que se prevean de conformidad con lo previsto en el apartado 2". El plazo para ponerse al corriente con el coeficiente de diversificación tras la devolución de aportaciones, en su caso, dado que no ha sido determinado en la propia LEY ECR, consideramos que podrá ser el recogido en el artículo 21.4 de la norma, es decir, al cierre del ejercicio social.

En cuanto a la inclusión del supuesto de devolución de aportaciones, entendemos que la voluntad del legislador ha sido la de hacer un guiño a los casos de reducción de capital, de fundación simultánea o sucesiva que podrían darse en las ECR PYME, donde podrá darse la devolución de aportaciones²⁸ a los socios y, en los que, como hemos dicho, se vería afectado el valor del patrimonio neto.

IV. Dispensa de la CNMV.

En supuestos especiales en los que la situación del mercado impida a las ECR PYME cumplir con los coeficientes, a instancia de éstas, la CNMV podrá eximir del cumplimiento de dichos coeficientes o ampliar el plazo de cumplimiento.

Artículo 25. Otros límites a las inversiones.

1. *El Ministro de Economía y Competitividad y, con su habilitación expresa, la Comisión Nacional del Mercado de Valores podrán establecer limitaciones a la inversión en determinados tipos de activos o actividades, fijar un coeficiente mínimo de liquidez a mantener, en su caso, por las ECR-Pyme, determinar los conceptos contables que integran el activo computable, es decir, el activo de las ECR-Pyme a efectos de calcular los porcentajes previstos en los artículos precedentes, y establecer límites a la financiación ajena que puedan obtener las ECR-Pyme.*
2. *En todo caso, las ECR-Pyme solo podrán invertir en titulaciones cuyo originador retenga al menos el 5 por ciento y estarán sometidas a los límites a las posiciones de titulación previstos en el Reglamento Delegado (UE) n.º 231/2013, de la Comisión de 19 de diciembre de 2012, por el que se complementa la Directiva 2011/61/UE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo referente a las exenciones, las condiciones generales de ejercicio de la actividad, los depositarios, el apalancamiento, la transparencia y la supervisión.*

SUMARIO:

- I. OTRAS LIMITACIONES.
- II. LIMITACIONES ADICIONALES RELATIVAS A LOS FONDOS DE INVERSIÓN ALTERNATIVA.

I. Otras limitaciones.

A fin de garantizar la liquidez y la diversificación de las inversiones efectuadas por las ECR PYME, el Ministro de Economía y Competitividad o la CNMV, con habilitación expresa, para determinados supuestos podrá fijar nuevas limitaciones a la inversión en activos o actividades especialmente condicionadas al endeudamiento excesivo, concretar los conceptos que integran el activo computable y, fijar límites a la financiación que pueden recibir las ECR PYME²⁹.

28 Artículos 39, 40, 55 y 317 del Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital.

29 Cabe destacar, en este sentido, la limitación a la entrada en las ECR en general y, en las ECR PYME en particular, de capital procedente de los proyectos de financiación participativa o crowdfunding, previsto en el artículo 49, apartado c), párrafo 3º) de la Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial.

II. Limitaciones adicionales relativas a los fondos de inversión alternativa.

Las ECR PYME, al igual que las ECR al uso, sólo podrán invertir en titulaciones³⁰ de fondos de inversión alternativa o FIA (también denominados en España *Instituciones de Inversión Colectiva de Inversión Libre (IICIL)*, tal y como son definidos en la Directiva 2011/61/UE del Parlamento Europeo y del Consejo de 8 de junio de 2011 relativa a los gestores de fondos de inversión alternativos y por la que se modifican las Directivas 2003/41/CE y 2009/65/CE y los Reglamentos (CE) no 1060/2009 y (UE) no 1095/2010³¹, que apliquen una retención de un interés económico neto significativo mínimo de un 5%, y se encontrarán sometidas en todo caso a los límites fijados en el Reglamento Delegado (UE) N° 231/2013, de la Comisión de 19 de diciembre de 2012 por el que se complementa la Directiva 2011/61/UE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo referente a las exenciones, las condiciones generales de ejercicio de la actividad, los depositarios, el apalancamiento, la transparencia y la supervisión ("**Reglamento Delegado N° 231/2013**").

A estos efectos, se entenderá que hay un interés económico neto significativo mínimo de un 5% en los supuestos previstos en el artículo 51.1 del Reglamento Delegado N° 231/2013³².

La finalidad de esta disposición, cuya redacción en nuestra opinión es bastante confusa, es la de evitar el riesgo sistémico que pueden inducir los FIA a

las ECR en general, y a las ECR PYME en particular, así como, en los respectivos mercados debido a las altas tasas de endeudamiento que pueden alcanzar, y que fueron uno de los desencadenantes de la reciente crisis financiera. Los FIA o IICIL en España, recordemos, van a estar destinados a inversores profesionales o institucionales y sus gestores van a emplear sistemas de inversión alternativos (ventas a corto plazo, endeudamiento, apalancamiento, y derivados) sin que les resulten aplicables las reglas sobre inversiones establecidas para las IIC financieras de régimen común, por lo que el peligro de exposición a los riesgos será mucho mayor.

5. Conclusiones

5.1. La introducción de las ECR PYME en el mercado del capital riesgo español, como se puede ver, obedece a una realidad que nos ha venido dada desde Europa, y persigue la promoción de las PYME en las etapas más tempranas de su actividad, que son, a su vez, las más conflictivas a la hora de obtener financiación. La nueva figura de las ECR PYME va a permitir, en un principio, mejorar el acceso a la financiación de las PYME que, históricamente, y sobre todo en época de crisis, han tenido vetado el acceso a las formas de financiación tradicional.

5.2. El gran número de alternativas previstas para los coeficientes obligatorios y libres de

30 El concepto de titulación lo encontramos en el artículo 4, punto 36, de la Directiva 2006/48/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 14 de junio de 2006 relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio, que lo define como "(...) operación o mecanismo mediante los cuales el riesgo de crédito asociado a una exposición o conjunto de exposiciones se divide en tramos y que presenta las siguientes características:

a) los pagos de la operación o del mecanismo dependen del rendimiento de la exposición o conjunto de exposiciones; y

b) la subordinación de los tramos determina la distribución de pérdidas durante el período de validez de la operación o del mecanismo".

31 Artículo 4.1 apartado a)

"(...) todo organismo de inversión colectiva, así como sus compartimentos de inversión que:

i) obtenga capital de una serie de inversores para invertirlo, con arreglo a una política de inversión definida, en beneficio de esos inversores, y

ii) no requiera autorización de conformidad con el artículo 5 de la Directiva 2009/65/CE".

32 "(...) Únicamente se considerará retención de un interés económico neto significativo mínimo de un 5% lo siguiente:

a) la retención de un 5% como mínimo del valor nominal de cada uno de los tramos vendidos o transferidos a los inversores;

b) en el caso de las titulaciones de exposiciones renovables, la retención del interés de la entidad originadora del 5% como mínimo del valor nominal de las exposiciones titulizadas;

c) la retención de exposiciones elegidas al azar, equivalente al 5% como mínimo del valor nominal de las exposiciones titulizadas, cuando, de otro modo, estas exposiciones se hubieran titulado en la titulación, siempre y cuando el número de exposiciones potencialmente titulizadas no sea inferior a 100 en el origen;

d) la retención del tramo de primera pérdida y, en caso necesario, otras fracciones que tengan un perfil de riesgo similar o superior a las transferidas o vendidas a los inversores y que no venzan en modo alguno antes que las transferidas o vendidas a los inversores, de modo que la retención equivalga en total al 5% como mínimo del valor nominal de las exposiciones titulizadas;

e) la retención de una exposición de primera pérdida del 5% como mínimo de cada exposición titulizada en la titulación (...)"

inversión, va a posibilitar la utilización de un abanico mucho más amplio de instrumentos financieros de deuda. No se circunscribe, en exclusiva, a la adquisición de acciones o participaciones en sociedades de capital, sino también a la concesión de préstamos participativos, convertibles o de otra índole, tanto de carácter híbrido vinculado a la cuenta de resultados de la sociedad objeto de inversión, como de deuda ordinaria.

- 5.3. Los criterios fijados por el legislador en el artículo 21 LEY ECR para considerar una sociedad como destinataria de la actividad de las ECR PYME están, sin embargo, algo alejados de la realidad del tejido empresarial español.
- 5.4. En nuestra opinión, la ausencia de restricción al acceso de capital público a las operaciones de capital riesgo amparadas por la LEY ECR, resultará, a la larga, en distorsiones a la libre competencia entre empresas.
- 5.5. La tendencia natural del capital riesgo es, por el contrario, la de buscar la rentabilidad a corto y medio plazo, por lo que, obligaciones avocadas a la continuidad en el tiempo, como es la de asesoramiento prevista en el artículo 20 LEY

ECR, parecen transmitir sensación de permanencia. Este tipo de obligaciones, entendemos, pueden entrar en conflicto con la finalidad última del capital riesgo, que no es otra que la de la inversión orientada a la desinversión y salida de la PYME a corto o medio plazo.

6. Bibliografía

- ÁLVAREZ ARJONA, J.M^a. y ERLAIZ COTELO, I. «Capital riesgo (private equity). Aspectos regulatorios, mercantiles, financieros, fiscales y laborales», Aranzadi, 2006.
- BELTRÁN, E.: «Reforma de la Ley de Entidades de Capital-Riesgo (Disp. Final 24^a)», Pamplona, 2004.
- CALVO VÉRGEZ, J.: «La creación de las nuevas entidades de capital riesgo para pymes tras la aprobación de la Ley 22/2014», Actualidad Jurídica Aranzadi, número 896, 18 de diciembre de 2014.
- ESPÍN GUTIÉRREZ, C.: «La nueva regulación del Capital-Riesgo en la Ley 25/2005, de 24 de noviembre», Revista de Derecho de Sociedades número 26/2006, Aranzadi, Madrid, 2006.
- GRIMA FERRADA, J.: «El capital riesgo como alternativa de financiación de la empresa», Barcelona, 2005.
- «El capital riesgo en la Ley 44/2002, de 22 de noviembre», Aranzadi Civil, Parte Estudio, Navarra, número 15/2002.
- PALÁ LAGUNA, E. y VIVANCOS GASSET, F., «Entidades de capital riesgo y sus sociedades gestoras. Principales novedades introducidas por la Ley 25/2005, de 24 de noviembre, reguladora de las entidades de capital-riesgo y sus sociedades gestoras», Notas de Actualidad, Ramón & Cajal Abogados, Madrid, 2005.