



# ÍNDICE

	<u>Pág.</u>
<b>PRÓLOGO</b> .....	9
<b>ABREVIATURAS</b> .....	13

## I. INTRODUCCIÓN

<b>1. LA IMPORTANCIA DEL CAPITAL RIESGO PARA EL DESARROLLO ECONÓMICO. MOMENTO ACTUAL DE LA INDUSTRIA</b> (Miguel Trías).....	17
A) ACOTACIÓN CONCEPTUAL .....	17
B) FUNCIONAMIENTO DEL CAPITAL RIESGO .....	19
C) MOMENTO EVOLUTIVO DE LA INDUSTRIA .....	22
D) EL CAPITAL RIESGO EN EUROPA.....	23
E) FINANCIACIÓN DE NUEVOS PROYECTOS .....	27
F) ADQUISICIONES APALANCADAS .....	28
G) LA DESINVERSIÓN .....	29
H) RETOS ACTUALES DE LA INDUSTRIA.....	31
<b>2. EL CAPITAL RIESGO EN ESPAÑA</b> (Andoni HERNÁNDEZ).....	33
A) EVOLUCIÓN CONCEPTUAL DEL CAPITAL RIESGO .....	33
B) DESARROLLO NORMATIVO.....	35
C) DESARROLLO OPERATIVO DE LA INDUSTRIA .....	36
<b>3. POLÍTICAS PÚBLICAS DE FOMENTO</b> (Ramón SANTOS).....	41
A) INTERVENCIÓN DIRECTA DE LA ADMINISTRACIÓN.....	43
B) POTENCIAR LA INVERSIÓN .....	44
C) ELIMINACIÓN DE TRABAS A LA DESINVERSIÓN.....	45
D) SIMPLIFICACIÓN DE LAS ESTRUCTURAS SOCIETARIAS.....	46
E) OTRAS MEDIDAS .....	47

	<u>Pág.</u>
<b>II. EL RÉGIMEN LEGAL DE LAS ENTIDADES DE CAPITAL RIESGO EN ESPAÑA (Juan GRIMA)</b>	
<b>1. INTRODUCCIÓN.....</b>	<b>51</b>
A) EL NUEVO MARCO REGULADOR .....	51
B) LA DINAMIZACIÓN DEL CAPITAL RIESGO EN ESPAÑA .....	54
C) LA TÉCNICA LEGISLATIVA DE LA LECR-2005 .....	56
<b>2. ÁMBITO DE LA LECR-2005 Y NOTAS DEFINITORIAS DE LA ACTIVIDAD.....</b>	<b>57</b>
A) ACTIVIDAD DE FINANCIACIÓN/INVERSIÓN .....	60
B) TEMPORALIDAD DE LA INVERSIÓN/FINANCIACIÓN .....	61
C) EMPRESAS OBJETO DE LA INVERSIÓN/FINANCIACIÓN .....	61
D) ACTIVIDADES COMPLEMENTARIAS .....	63
<b>3. SOCIEDADES DE CAPITAL DE RIESGO .....</b>	<b>65</b>
A) CONSTITUCIÓN DE LA SCR .....	66
i) Autorización administrativa .....	66
ii) Escritura pública .....	68
iii) Inscripción en el Registro de la CNMV .....	69
B) ESPECIALIDADES EN EL FUNCIONAMIENTO DE LA SCR.....	70
i) Régimen de inversiones .....	70
ii) Información y auditoría .....	73
iii) Operaciones societarias .....	74
iv) Delegación de la gestión.....	75
C) REVOCACIÓN DE LA AUTORIZACIÓN ADMINISTRATIVA.....	76
<b>4. LOS FONDOS DE CAPITAL RIESGO .....</b>	<b>76</b>
A) CONSTITUCIÓN DEL FCR .....	78
i) Autorización administrativa .....	78
ii) Documento constitutivo .....	79
iii) Inscripción en el Registro de la CNMV .....	81
B) FUNCIONAMIENTO DEL FCR.....	81
i) Régimen de inversiones .....	81
ii) Información y auditoría .....	81
iii) Suscripción y reembolso de participaciones.....	82
iv) Administración del FCR.....	83
v) Fusión, disolución y liquidación.....	84
vi) Modificaciones del reglamento de gestión .....	85

	Pág.
<b>5. ENTIDADES DE CAPITAL RIESGO DE RÉGIMEN SIMPLIFICADO .....</b>	85
<b>6. LOS FONDOS DE FONDOS O ECR QUE PARTICIPAN EN ECR... ..</b>	87
<b>7. SOCIEDADES GESTORAS DE ENTIDADES DE CAPITAL RIESGO. ..</b>	87
A) FUNCIONES.....	89
B) SUSTITUCIÓN .....	89
C) SUBCONTRATACIÓN .....	90
<b>8. RÉGIMEN DE SUPERVISIÓN, INSPECCIÓN Y SANCIÓN DE LAS ENTIDADES DE CAPITAL RIESGO .....</b>	90
A) ENTIDADES SUJETAS.....	91
B) NORMAS DE CONDUCTA .....	91
C) ACTUACIÓN INSPECTORA DE LA CNMV .....	92
D) PROCEDIMIENTO SANCIONADOR.....	93
E) INFRACCIONES Y SANCIONES.....	93
 <b>III. LA FINANCIACIÓN DE PROYECTOS EMPRESARIALES EN EXPANSIÓN (Enric PICANYOL y Albert GARROFÉ)</b> 	
<b>1. EL NUEVO PROYECTO EMPRESARIAL. SU COBERTURA JURÍDICA .....</b>	99
A) EL COMERCIANTE INDIVIDUAL.....	99
B) TIPOS SOCIETARIOS.....	100
i) Los tipos disponibles en España.....	100
ii) La realidad societaria española.....	101
iii) La preferencia por las sociedades de responsabilidad limitada.	101
iv) Referencia a la Sociedad Limitada Nueva Empresa.....	102
<b>2. GRUPOS DE SOCIOS Y SU PARTICIPACIÓN EN LAS FASES INICIALES DEL PROYECTO EMPRESARIAL .....</b>	103
A) LOS DIVERSOS GRUPOS DE SOCIOS .....	103
B) FORMAS DE ARTICULAR SUS ACUERDOS .....	103
i) Estatutos sociales: sus límites.....	103
ii) Los acuerdos parasociales.....	104
C) LAS PARTICIPACIONES DE LOS SOCIOS EN LAS SOCIEDADES DE RESPONSABILIDAD LIMITADA .....	105
i) La asunción de participaciones sociales con contenido diverso de derechos: ¿Clases de participaciones?.....	105
ii) Las participaciones sin voto .....	106
iii) Las prestaciones accesorias .....	107
iv) Prima de asunción.....	108

	<u>Pág.</u>
D) LAS APORTACIONES DE LOS INVERSORES EN EL PROYECTO EMPRESARIAL .....	108
i) La aportación del negocio existente a la nueva sociedad.....	108
ii) Responsabilidad sobre las aportaciones no dinerarias .....	110
iii) Pasivos y contingencias de los que la sociedad responde.....	110
<b>3. LA ENTRADA DE ENTIDADES DE CAPITAL RIESGO EN EL PROYECTO .....</b>	<b>111</b>
A) TIPOLOGÍA DE EMPRESAS SUSCEPTIBLES DE DAR ENTRADA AL CAPITAL RIESGO.....	111
B) TIPOLOGÍA JURÍDICA Y PREFERENCIAS DEL NUEVO INVERSOR .....	112
C) EL PROCESO DE TRANSFORMACIÓN SRL EN SA.....	113
D) LAS NECESIDADES FINANCIERAS Y SU COBERTURA: INSTRUMENTOS DE FINANCIACIÓN .....	114
i) Capital .....	114
ii) Préstamos participativos .....	115
iii) Financiación subordinada .....	117
iv) Préstamos convertibles.....	117
E) LA ENTRADA EN EL CAPITAL POR LA VÍA DE LA AMPLIACIÓN DE CAPITAL: GARANTÍAS OFRECIDAS AL NUEVO INVERSOR .....	118
F) LA PROTECCIÓN DEL INVERSOR EN LA GESTIÓN SOCIAL .....	120
i) El régimen de administración .....	120
ii) Los acuerdos de junta: mayorías reforzadas.....	121
iii) El funcionamiento del Consejo y su retribución .....	123
iv) La problemática del bloqueo .....	124
v) El derecho de información.....	125
G) LA PERMANENCIA DE LOS PROMOTORES DEL PROYECTO ....	126
i) Prohibición de disponer.....	126
ii) La prestación accesoria de dedicación profesional exclusiva.....	126
iii) La prohibición de competencia.....	127
iv) La retribución e incentivos al emprendedor .....	128
H) EL RÉGIMEN DE TRANSMISIÓN DE LAS PARTICIPACIONES ....	128
i) Las restricciones a la transmisibilidad.....	128
ii) La protección frente a cambios de control del socio persona jurídica .....	129
iii) Las cláusulas de venta conjunta ( <i>tag along</i> y <i>drag along</i> ).....	130
I) LA PROTECCIÓN DEL VALOR DE LA INVERSIÓN .....	130
i) Dividendos.....	130
ii) Condiciones de sucesivos aumentos de capital.....	131

	<u>Pág.</u>
J) LA DESINVERSIÓN.....	132
i) Venta conjunta .....	132
ii) Recompra por socios industriales .....	133
iii) Liquidación de la inversión del capital riesgo: amortización con recursos generados por la propia sociedad .....	134
iv) Salida a Bolsa .....	134

#### IV. LAS ADQUISICIONES APALANCADAS

<b>1. LAS OPERACIONES DE ADQUISICIÓN APALANCADA. CUESTIONES GENERALES</b> (Raimundo SEGURA) .....	137
A) PRECISIONES TERMINOLÓGICAS: LBO/MBO/MBI/BIMBO .....	137
i) Terminología básica.....	137
ii) Particularidades de este tipo de contratos.....	139
iii) Naturaleza jurídica del contrato.....	141
B) VENTAJAS Y RIESGOS DE ESTAS OPERACIONES .....	142
i) Ventajas .....	142
ii) Riesgos .....	145
C) LAS CLAVES DEL ÉXITO DE UN LBO .....	149
i) Selección de una sociedad <i>target</i> apropiada .....	150
ii) Selección del management .....	151
iii) Sistema de incentivos adecuado .....	152
iv) Estructura financiera .....	153
v) Estructura societaria .....	154
<b>2. LA PROBLEMÁTICA DE ASISTENCIA FINANCIERA</b> (Miguel TRÍAS).....	155
A) EL NEGOCIO JURÍDICO EN FRAUDE DE LEY .....	157
B) LA FINALIDAD DE LA PROHIBICIÓN DE ASISTENCIA FINANCIERA: INTERESES PROTEGIDOS .....	159
i) Aguamamiento del capital.....	159
ii) Desvío de los fondos sociales para beneficiar a unos accionistas en perjuicio de otros .....	161
iii) Utilización abusiva de los derechos políticos .....	162
iv) Manipulación de las cotizaciones bursátiles.....	162
C) GRUPOS DE CASOS PROHIBIDOS.....	163
i) Endeudamiento por parte de la sociedad para la obtención de los fondos necesarios y préstamo de dichos fondos a los adquirentes .	163
ii) Obtención de crédito por el adquirente y liquidación del mismo por la sociedad, una vez adquirida .....	164

	<u>Pág.</u>
iii) Obtención del endeudamiento por el vehículo inversor y otorgamiento de garantía por la sociedad .....	165
iv) Adquisición con pago aplazado, asumiendo la propia sociedad el compromiso .....	165
D) LOS INTERESES PROTEGIDOS EN LA ESTRUCTURA HABITUAL DE LA OPERACIÓN .....	166
i) Tutela de los acreedores.....	167
ii) Tutela de los socios .....	168
iii) Tutela del mercado .....	170
E) LA POSIBLE APLICACIÓN DE LA CLÁUSULA GENERAL PROHIBITIVA.....	171
F) PROBLEMÁTICA DE LAS SITUACIONES DE GRUPO.....	174
i) Accionistas externos.....	174
ii) Acreedores de la dominada.....	175
G) CONCLUSIÓN .....	175
<b>3. EL SISTEMA CONTRACTUAL (Alejandro PAYÁ y Francisco MARTÍNEZ MAROTO) .....</b>	<b>177</b>
A) LA ADQUISICIÓN DE LA EMPRESA.....	177
i) El proceso de adquisición .....	178
ii) El contrato de adquisición .....	187
iii) Otros pactos .....	202
B) EL CONTRATO DE SOCIOS Y ESTATUTOS DEL VEHÍCULO .....	202
i) Introducción. El marco contractual y societario .....	202
ii) Cláusulas relativas al gobierno de la sociedad .....	209
iii) Cláusulas relativas a la transmisión de acciones/participaciones: los sindicatos de bloqueo.....	221
iv) Cláusulas relativas a la obtención de liquidez y desinversión .....	224
v) Otras cláusulas habituales.....	229
C) CONTRATOS DE LOS DIRECTIVOS .....	230
i) El papel del equipo directivo en las adquisiciones apalancadas..	230
ii) Tipos de contratos del equipo directivo.....	235
iii) Pactos de especial trascendencia .....	236
D) CONTRATOS DE FINANCIACIÓN.....	238
i) Introducción.....	238
ii) Contrato de financiación principal o <i>senior</i> .....	240
iii) Contratos de financiación secundaria o <i>mezzanine</i> .....	246
iv) Contratos de coberturas de riesgos de tipo de interés y de cambio.	247

<b>4. OFERTAS PÚBLICAS DE ADQUISICIÓN DE SOCIEDADES COTIZADAS Y EXCLUSIÓN DE NEGOCIACIÓN. <i>Public to private</i></b> (Juan Antonio AGUAYO).....	251
A) INTRODUCCIÓN.....	251
B) COMPOSICIÓN DE INTERESES Y DEBERES DE CONDUCTA.....	252
i) El equipo directivo de la sociedad afectada.....	252
ii) El Consejo de Administración de la sociedad afectada.....	252
iii) Las medidas para tratar el conflicto.....	253
C) ACCESO A LA INFORMACIÓN Y DIFUSIÓN AL MERCADO.....	253
i) Acceso a la información ( <i>due diligence</i> ).....	254
ii) Difusión de información al mercado.....	255
D) PRÁCTICAS HABITUALES CARACTERIZADORAS DE LAS OPERACIONES <i>PUBLIC TO PRIVATE</i> .....	256
i) Compromisos de aceptación.....	256
ii) <i>Break fees</i> .....	257
iii) Estructura financiera de las operaciones <i>public to private</i> .....	258
iv) Exclusión de negociación.....	261
E) ASPECTOS REGULATORIOS.....	264
i) Condicionalidad de las OPA.....	264
ii) OPA Competidoras.....	266
iii) La Directiva de OPA.....	267
<b>5. DIVIDENDOS Y CAPITAL RIESGO</b> (Francisco Vicent CHULIÁ).....	271
A) CONTRATO DE SOCIEDAD, SOCIEDAD LEONINA Y CAPITAL RIESGO.....	271
B) DETERMINACIÓN Y APLICACIÓN DEL BENEFICIO DE EJERCICIO.....	275
i) Concepto de beneficio de ejercicio.....	275
ii) Caracteres del beneficio de ejercicio.....	279
C) INEXISTENCIA DE UN DERECHO DEL SOCIO A LA DISTRIBUCIÓN DEL BENEFICIO.....	280
D) APLICACIÓN DEL BENEFICIO NETO DE EJERCICIO.....	282
i) Propuesta y resolución.....	282
ii) Aplicaciones.....	283
iii) El problema de la aplicación del art. 194.4 LSA en relación con el fondo de comercio.....	284
iv) Aplicaciones (continúa).....	290
E) DISTRIBUCIÓN DE DIVIDENDOS.....	291
i) Dividendos de ejercicio.....	291
ii) Dividendos a cuenta.....	294

	<u>Pág.</u>
iii) Distribución extraordinaria de reservas .....	294
iv) Distribución irregular de dividendos .....	295
v) Posibles límites legales a la distribución de dividendos .....	296
F) ABSORCIÓN DE PÉRDIDAS .....	298
G) RESPONSABILIDAD DE LOS ADMINISTRADORES POR LA DISTRIBUCIÓN DE DIVIDENDOS FICTICIOS .....	298
<b>6. LEVERAGED BUY-OUTY SITUACIONES CONCURSALES: IMPLI- CACIONES PARA LA ENTIDAD DE CAPITAL RIESGO (Fernando CERDÀ) .....</b>	<b>301</b>
A) CONSECUENCIAS DEL CONCURSO SOBRE LA SOCIEDAD PARTICIPADA POR LA ENTIDAD DE CAPITAL RIESGO .....	302
i) Continuación de la actividad empresarial .....	302
ii) Efectos del concurso sobre los órganos sociales .....	303
iii) En especial: consecuencias del concurso sobre los administra- dores .....	304
B) IMPLICACIÓN DEL CONCURSO SOBRE LOS CONTRATOS CELEBRADOS CON LOS SOCIOS .....	305
C) RESCISIÓN DE ACTOS PERJUDICIALES .....	308
D) EFECTOS DEL CONCURSO DE LA SOCIEDAD SOBRE LOS CRÉDITOS DE LA ENTIDAD DE CAPITAL-RIESGO .....	313
i) Subordinación de créditos .....	313
ii) Consecuencias de la subordinación .....	315
E) PARTICULARIDADES EN LA FINANCIACIÓN DEL CONVENIO CONCURSAL .....	315
F) RESPONSABILIDAD DE LA ENTIDAD DE CAPITAL-RIESGO COMO ADMINISTRADOR DE LA SOCIEDAD EN CASO DE PÉR- DIDA PATRIMONIAL GRAVE .....	317
G) RESPONSABILIDAD DE LA ENTIDAD DE CAPITAL-RIESGO COMO ADMINISTRADOR DE LA SOCIEDAD CONCURSADA ....	320
i) Embargo preventivo y condena al pago en la calificación culpable: presupuestos .....	320
ii) Ámbito temporal de aplicación .....	321
iii) Cuantía del embargo preventivo; caución sustitutoria .....	322
iv) Legitimación pasiva .....	323
v) Naturaleza y carácter de la responsabilidad .....	325
vi) Posibilidad fundada de calificación culpable .....	326
vii) Aspectos procesales: legitimación, tramitación y recursos .....	334

<b>V. RÉGIMEN TRIBUTARIO</b> (Coordinado por Jorge ARQUÉS PICAÑOL)	
<b>1. RÉGIMEN TRIBUTARIO DE LAS ENTIDADES DE CAPITAL RIESGO</b> (Adolfo ROVIRA y Manuel JUSTE).....	339
A) INTRODUCCIÓN.....	339
B) TRIBUTACIÓN DIRECTA.....	342
i) Determinación de la base imponible .....	342
ii) Tipo de gravamen y deducciones.....	343
iii) El Régimen Especial de las ECR.....	344
iv) Pérdida del régimen fiscal especial.....	351
v) Compatibilidad del régimen especial de las ECR con otros regímenes especiales en el ámbito del Impuesto sobre Sociedades.....	352
C) TRIBUTACIÓN INDIRECTA .....	358
<b>2. ASPECTOS TRIBUTARIOS RELACIONADOS CON LA INVERSIÓN EN OPERACIONES DE <i>PRIVATE EQUITY</i></b> (Joaquín CUESTA). .....	359
A) FISCALIDAD DE LA SUSCRIPCIÓN DE PARTICIPACIONES CON PRIMA DE EMISIÓN.....	359
B) TRIBUTACIÓN POR EL CONCEPTO «OPERACIONES SOCIETARIAS» DE LAS DIFERENTES PARTIDAS QUE COMPONEN EL <i>EQUITY</i> DEL PROYECTO .....	361
C) IMPLICACIONES TRIBUTARIAS DE LAS GARANTÍAS OFRECIDAS POR EL VENDEDOR .....	362
D) IMPLICACIONES TRIBUTARIAS DE ALGUNOS PACTOS SOCIETARIOS USUALES .....	363
<b>3. IMPLICACIONES TRIBUTARIAS DE LA FINANCIACIÓN DE NUEVOS PROYECTOS Y SU EXPANSIÓN</b> (Joaquín CUESTA).....	367
A) PROBLEMÁTICA DE LA DEDUCIBILIDAD FISCAL DE LOS INTERESES .....	367
i) Financiación prestada por los inversores .....	367
ii) Financiación prestada por las entidades de crédito.....	371
B) LA FIGURA DE LAS OBLIGACIONES CONVERTIBLES .....	372
<b>4. ASPECTOS TRIBUTARIOS RELACIONADOS CON EL MANTENIMIENTO DE LA INVERSIÓN</b> (Daniel CASTILLO, Martí ADROER y Joaquín CUESTA) .....	375
A) CONSOLIDACIÓN FISCAL.....	376
B) REPARTO DE DIVIDENDOS, DE LA PRIMA DE EMISIÓN Y REDUCCIÓN DE CAPITAL .....	377
i) Tratamiento contable. En líneas generales los beneficios generados en sede de la <i>target</i> que sean repartidos vía dividendos, generan un ingreso contable en sede del perceptor, mientras que la devolución	

	Pág.
de la prima de emisión y la reducción de capital, en principio, minoran el valor neto contable de la participación hasta su anulación calificándose el exceso, en su caso, como un ingreso.....	378
ii) Tratamiento Fiscal a nivel del IS .....	378
iii) Tratamiento Fiscal a nivel de Imposición Indirecta.....	378
C) FISCALIDAD DE LAS OPERACIONES DE REESTRUCTURACIÓN POST-INVERSIÓN .....	379
i) Régimen fiscal general de las operaciones de reestructuración.....	380
ii) Régimen fiscal especial de las operaciones de reestructuración. Mención al tratamiento fiscal de la diferencia de fusión .....	381
D) INCENTIVOS FISCALES A LA INTERNACIONALIZACIÓN DE LAS EMPRESAS .....	388
i) Deducción por doble imposición internacional.....	389
ii) Deducción por actividades de exportación (DEX) .....	390
iii) Deducibilidad del «fondo de comercio financiero» de entidades no residentes .....	391
iv) Diferimiento tributario por las inversiones para la implantación de empresas en el extranjero .....	392
E) EXPANSIÓN VÍA ADQUISICIÓN DE ACTIVOS Y PASIVOS .....	394
i) Amortización del fondo de comercio .....	394
ii) Cuestiones relacionadas con la imposición indirecta .....	394
<b>5. IMPLICACIONES FISCALES DE LA DESINVERSIÓN (Pedro AMAT y Ramón SANTOS) .....</b>	<b>397</b>
A) PLUSVALÍAS DE NO RESIDENTES .....	397
i) Normativa interna .....	397
ii) Convenios para evitar la doble imposición.....	402
iii) Residencia fiscal y normas anti-abuso.....	403
B) PLUSVALÍAS OBTENIDAS POR ENTIDADES RESIDENTES .....	408
i) Deducción para evitar la doble imposición nacional.....	408
ii) Régimen de las ETVE y régimen del art. 21 del TRLIS.....	413
iii) Deducción por reinversión.....	417
<b>6. LAS NORMAS INTERNACIONALES DE INFORMACIÓN FINANCIERA: ASPECTOS A DESTACAR POR SU INTERACCIÓN CON LAS OPERACIONES DE PRIVATE EQUITY (Deo MARTÍN) .....</b>	<b>421</b>
A) IDEAS GENERALES .....	421
B) LA VIGENCIA NORMATIVA DE LAS NIIF. EL PAPEL DE LA UNIÓN EUROPEA .....	422
C) EL ORDENAMIENTO ESPAÑOL Y LAS NIIF .....	424

	<u>Pág.</u>
D) ELEMENTOS A TENER EN CONSIDERACIÓN DE LAS NIIF EN RELACIÓN CON EL <i>PRIVATE EQUITY</i> .....	425
i) Alcance de los comentarios .....	425
ii) Los cambios que suponen las NIIF. Efectos en las empresas cotizadas .....	425
iii) La adquisición de la empresa y las NIIF .....	426
iv) Valoración de las participaciones en el capital de empresas.....	429
v) El tratamiento de las participaciones emitidas por las entidades dedicadas al <i>private equity</i> .....	432
<b>APÉNDICE DE TÉRMINOS USUALES</b> .....	<b>435</b>
<b>BIBLIOGRAFÍA</b> .....	<b>439</b>

## PRÓLOGO

*La industria del capital riesgo, gestionada por profesionales especializados que generan sus propios espacios de mercado, tiene apenas diez años de vida en nuestro país y unos veinte en los países anglosajones que la vieron nacer. Sin embargo, la actividad del capital riesgo es muy antigua, puesto que existe desde que se conocen proyectos empresariales en busca de un socio financiero, algo que podía predicarse de los acuerdos entre Cristóbal Colón y la Reina Isabel de Castilla, plasmados en las «Capitulaciones de Santa Fe». La novedad de la faceta industrial del capital riesgo estriba, precisamente, en la rápida profesionalización que está experimentando esta actividad y en la creciente importancia de la palanca financiera que ofrece para impulsar el desarrollo económico del tejido empresarial.*

*El capital riesgo desempeña en la actualidad un papel crucial en la financiación de nuevos proyectos empresariales y en la dinamización de empresas en sus distintas fases de madurez. Conscientes de esta importancia, tanto las autoridades de la Unión Europea como los sucesivos gobiernos españoles han incluido esta materia en sus respectivas agendas económicas. La Comisión Europea elaboró en 1998 el Plan de Acción sobre capital riesgo con el objetivo explícito de fomentar una acción coordinada a escala comunitaria dirigida a estimular la expansión de los mercados de capital riesgo. Al propio tiempo se creó, ya en 1994, el Fondo Europeo de Inversiones, enfocado a promover fondos especializados en nuevos proyectos empresariales en los países miembros de la Unión Europea y también en los candidatos al acceso. En España, aparte de diversas iniciativas de promoción pública de la actividad, se la ha dotado de una regulación específica a través de la Ley 1/1999, de 5 de enero y, más recientemente, de la Ley 25/2005, de 26 de noviembre (LCR-2005). Esta normativa, además de armar el andamiaje jurídico de las entidades que quieren constituirse y dedicarse a esta actividad, regula las condiciones en las que pueden operar.*

*Pero la normativa legal que influye y afecta a la actividad del capital riesgo va más allá de su propia legislación específica. Eso nos ha llevado a considerar que para ser completo, el análisis del régimen jurídico del capital riesgo no debe sólo ceñirse a un comentario sobre su legislación sectorial, sino extenderse a la normativa que de manera más habitual incide en sus operaciones típicas.*

*El propósito de la presente obra es precisamente abordar este estudio sistemático, abarcando tanto el análisis de la regulación de las entidades que operan en la industria del capital riesgo como el régimen jurídico de sus operaciones. Por otra parte, hemos considerado que un condicionante esencial de la actuación de estas entidades y del diseño de las operaciones en las que intervienen es el tributario. Esto nos ha llevado a prestar una especial atención a esta materia, tanto desde la perspectiva de las entidades como de las operaciones.*

*El libro que aquí se presenta tiene pues una unidad temática, pero una pluralidad de perspectivas. Una misma actividad, la del capital riesgo, es analizada desde la vertiente regulatoria y desde la operacional, contemplando tanto sus aspectos jurídicos como las implicaciones tributarias. Desde el punto de vista metodológico hemos querido combinar el rigor analítico con la casuística. Aunque en el trabajo intervienen reputados académicos, no es ésta la perspectiva que el libro pretende adoptar. Por el contrario nos anima el propósito de ofrecer una obra que sea accesible a todos los que se interesan por esta industria, sean o no juristas. Una obra de fácil comprensión, útil para familiarizarse con la problemática legal del sector y capaz de convertirse en un manual de consulta.*

*El libro se divide en cinco partes. La primera es introductoria y se destina a acotar conceptualmente el término capital riesgo y el tipo de actividades que le son propias. Se aprovecha también para exponer el momento evolutivo en el que se encuentra esta industria, tanto en el panorama europeo como español. Dada la importancia que los poderes públicos le están dedicando, finalizamos este apartado introductorio con una reflexión acerca de las políticas seguidas en relación con esta actividad.*

*La segunda parte analiza de manera específica la nueva regulación de las entidades de capital riesgo y sus sociedades gestoras. La LCR-2005 nace, como reza su propia exposición de motivos, con el propósito de dinamizar esta industria, propósito que se enmarca en la política general de fomento de la innovación y la productividad de nuestra economía. Se trata sin duda de un acierto, pues es cada vez más evidente la importancia que la regulación del capital riesgo tiene desde esa perspectiva.*

*Frente al régimen anterior, la nueva Ley crea un marco más ágil, más flexible y más adaptado a las necesidades del sector. La introducción de las entidades de régimen simplificado debe agilizar el proceso constitutivo y el*

*funcionamiento posterior de las entidades que se acojan a esta modalidad. La posibilidad de adquirir sociedades cotizadas para luego excluirlas de Bolsa y el establecimiento de márgenes de tolerancia relativos al cumplimiento de los coeficientes obligatorios, suponen una flexibilización que los actores y la propia dinámica de estas operaciones venían reclamando. Finalmente, la regulación de las entidades que invierten en otras entidades (los llamados fondos de fondos), suponen una novedad interesante que abre la puerta de acceso a este tipo de inversiones al sector minorista. Estas y otras reformas introducidas por el nuevo texto legal nos llevan a realizar una valoración positiva de la nueva Ley, valoración que no debe hacernos olvidar otras reformas necesarias para dinamizar la industria, principalmente aquellas que van dirigidas a permitir una salida fluida del ciclo inversor.*

*En la tercera y cuarta parte se abordan las dos operaciones arquetípicas del capital riesgo: la inversión en nuevos proyectos empresariales, lo que en el ámbito anglosajón se conoce como venture capital, y las adquisiciones apalancadas más conocidas como leveraged buy outs (LBO). En la primera, el capital riesgo entra en juego cuando un grupo emprendedor busca capital para desarrollar una idea, un proyecto o una empresa en crecimiento. El capital riesgo proporciona esta financiación a través de aportaciones de capital o de créditos participativos y se establece un vínculo asociativo entre ambos grupos. En este capítulo se analizan detalladamente los aspectos jurídicos que deben tenerse en cuenta para garantizar la correcta incorporación del inversor al proyecto y la vinculación asociativa que debe regular las relaciones entre socios. En el segundo tipo de operaciones, el capital riesgo suele tomar la iniciativa. A diferencia del anterior, el de las adquisiciones apalancadas es un mercado en el que la oferta de capital supera normalmente y con creces a la demanda. Por ello los procesos de adquisición son cada vez más competitivos. Las estructuras LBO presentan una particular complejidad jurídica, tanto en la fase inicial como a lo largo de todo el ciclo inversor. En el texto se estudia la forma de estructurar y abordar adecuadamente estas inversiones y dar una respuesta eficiente a las dificultades habituales propias de este tipo de operaciones, como por ejemplo el que plantea la asistencia financiera. Se analizan también las cuestiones derivadas del régimen de realización de la inversión y las que pueden resultar de eventuales situaciones de crisis. Igualmente se abordan las operaciones conocidas como Public to Private, que tienden a ser cada día más frecuentes, dada la condición de sociedades cotizadas que tienen muchas de las compañías target.*

*Finalmente se estudia, en la quinta y última parte del libro, el régimen tributario, tanto el específico de las entidades de capital riesgo, como el de las operaciones en las que éstas intervienen. Este último es, sustancialmente, el general de las operaciones de M&A, pero el diseño característico de las operaciones en las que interviene el capital riesgo ha desarrollado una ca-*

*suística cuyo análisis detenido resulta esencial. La continua mutación de la normativa tributaria y de los criterios interpretativos seguidos por las autoridades competentes en la materia genera una fuerte dosis de incertidumbre. La propia Comisión Europea ha reconocido, en su Comunicación al Consejo y al Parlamento Europeo de 4 de noviembre de 2003 sobre aplicación del Plan de Acción sobre capital riesgo, que el capítulo fiscal constituye aún el punto débil del marco regulatorio del capital riesgo. Se evidencia pues la utilidad de estudiar con cierto detenimiento las implicaciones tributarias que inciden en cada tipo de operación. El contenido de esta sección, como en general el de toda la obra, presenta una aproximación actualizada a la normativa vigente en España y a su interpretación más autorizada, pero en ningún caso puede sustituir el asesoramiento experto que requieren el planteamiento y ejecución de las operaciones de capital riesgo.*

*Presentamos pues una obra jurídica novedosa, tanto por la temática que aborda como por la amplia perspectiva del análisis. Es el fruto de sumar los conocimientos jurídicos de diferentes profesionales y áreas de especialización de nuestro despacho enriquecidos con la significativa experiencia adquirida en nuestra práctica profesional. Nos anima el propósito de contribuir modestamente al desarrollo de una industria que se está afianzando como un pilar esencial para el progreso de nuestro sistema económico.*

Emilio CUATRECASAS FIGUERAS  
Socio Presidente de Cuatrecasas