

LA INCIDENCIA DE LA REFORMA DEL SISTEMA FINANCIERO SOBRE LAS ENTIDADES DE CAPITAL-RIESGO*

SUMARIO

- I. EL *ITER* NORMATIVO DE LA ACTIVIDAD DE CAPITAL-RIESGO**
- II. EL OBJETO SOCIAL**
 - 1. Régimen anterior a la LECRYSG: del objeto social exclusivo al objeto principal**
 - 2. La LECRYSG: la consolidación del objeto social principal**
 - 3. Las modificaciones introducidas por la Ley 44/2002**
 - A. La posibilidad de tenencia de valores cotizados**
 - B. La extensión del concepto de empresas «no financieras»**
 - C. Las inversiones propias**
- III. LAS LIMITACIONES DE GRUPO**
 - 1. La regulación contenida en la normativa precedente**
 - 2. La modificación parcial del régimen de inversiones por la Ley 44/2002**
- IV. EL CAPITAL SOCIAL**
 - 1. La reglamentación preexistente**
 - 2. La modificación del régimen de las aportaciones por la Ley 44/2002**
- V. LA AMPLIACIÓN DEL RÉGIMEN DE AUTORIZACIÓN**
 - 1. El régimen de autorización en la LECRYSG**
 - A. El régimen común a las entidades de capital-riesgo**
 - B. El régimen específico de las sociedades de capital-riesgo**
 - 2. La ampliación del régimen de autorización por la Ley 44/2002 a determinadas operaciones societarias**
- VI. VALORACIÓN DE LA REFORMA**

* Estando ya en prensa mi trabajo titulado “Aspectos societarios de la actividad de capital-riesgo”, que apareció en el número anterior (33-I) de esta Revista Jurídica de Navarra, se publicó la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero (BOE de 23 de noviembre), norma que, por lo que a nuestro trabajo respecta, modifica parcialmente la Ley 1/1999, de 5 de enero, reguladora de las Entidades de Capital-Riesgo y de sus Sociedades Gestoras. Ante la imposibilidad, por razones editoriales, de incluir tal reforma en el trabajo citado se ofrecen ahora al lector unas notas de aproximación a las novedades introducidas por la Ley 44/2002 al régimen jurídico de la actividad de capital-riesgo.

I. EL *ITER* NORMATIVO DE LA ACTIVIDAD DE CAPITAL-RIESGO

En España, aunque la Ley 61/1978, de 27 de diciembre, del Impuesto de sociedades, y la Ley 18/1982, de 26 de mayo, contenían referencias parciales a la actividad financiera de capital-riesgo, las entidades que desarrollan tal actividad no fueron objeto de regulación hasta marzo de 1986¹. En efecto, el régimen jurídico vigente de las referidas instituciones financieras tiene sus orígenes en las prescripciones contenidas en el Real Decreto-Ley 1/1986, de 14 de marzo, sobre Medidas urgentes administrativas, financieras, fiscales y laborales, en concreto, en sus artículos 12 a 20². No obstante, estas previsiones normativas han sido objeto de sucesivas reformas. Entre ellas cabe destacar las introducidas por la Ley 33/1987, de 23 de diciembre; la contenida en la disposición adicional cuarta de la Ley 3/1994, de 14 de abril, por la que se adapta la legislación española en materia de entidades de crédito a la segunda Directiva de Coordinación Bancaria y se introducen otras modificaciones relativas al sistema financiero; la Ley 43/1995, de 27 de diciembre, del impuesto sobre sociedades; las producidas por el Real Decreto-Ley 7/1996, de 7 de junio, sobre Medidas urgentes de carácter fiscal y de fomento y liberalización de la actividad económica³, o la Ley 66/1997, de 30 de diciembre de Medidas fiscales, administrativas y de orden social.

Era notorio que el capital-riesgo en España no había entrado por la puerta grande en el campo de la regulación normativa –un Real Decreto-Ley de medidas urgentes⁴–, pero, en definitiva, lo importante era la existencia de un marco normativo en el cual podían desarrollarse las actividades de capital-riesgo⁵. Sin embargo, no se podía hablar de la configuración de un régimen jurídico, sino meramente de la aportación de ciertos datos normativos –de forma un tanto «impresionista»– a la ordenación jurídica de las entidades de capital-riesgo⁶. De todas formas, ya se anticipó que quedaba pendiente una reforma global de la normativa española sobre capital-riesgo⁷.

Con estos antecedentes normativos aparece en nuestro ordenamiento la Ley 1/1999, de 5 de enero –en adelante LECRYSG–, la cual tiene por objeto, precisamente, la regulación de las Entidades de Capital-Riesgo y las sociedades gestoras de Entidades de Capital-Riesgo (art. 1.1) y, en definitiva, la regulación de la actividad financiera del capi-

1. Para ser precisos, la regulación de las Sociedades de Promoción de Empresas constituyó el primer compromiso, propiamente dicho, en materia de legislación de capital-riesgo en España y fue realizada a través de tres escalones temporales sucesivos: Ley del Impuesto de Sociedades, de 27 de diciembre de 1978 (art. 26.8), Real Decreto 3061/1979, de 29 de diciembre, sobre el régimen de la inversión empresarial, y Real Decreto 2631/1982, de 15 de octubre, que aprobaba el Reglamento del Impuesto sobre Sociedades (arts. 243 a 252).

2. Conviene indicar que las prescripciones reguladoras del capital-riesgo eran esos preceptos citados (12 a 20) y no sólo los artículos 12 a 16 como se señala en la Exposición de Motivos de la LECRYSG, así como DE LA PUENTE MARTÍN, J. A., «La nueva regulación del capital riesgo en España», *Impuestos*, núm. 23, 1999, pág. 12.

3. *Vid.*, la Exposición de Motivos de la Ley 1/1999, de 5 de enero, reguladora de las Entidades de Capital-Riesgo y de sus sociedades gestoras (B.O.E. de 6 de enero) –en adelante LECRYSG–.

4. En este sentido, AGUILAR FERNÁNDEZ-HONTORIA, J., «La entrada en escena del “Capital-Riesgo”: el Real Decreto-Ley 1/1986, de 14 de marzo: un primer paso a rectificar y superar», *B.C.E.*, núms. 4-6, 1986, pág. 37, señalaba que la regulación del capital-riesgo debería haber sido objeto de una Ley ordinaria, tanto por razones jurídico formales de respeto al sistema de fuentes, como porque el procedimiento legislativo es el cauce más idóneo para medir y preparar detalladamente el alcance de las regulaciones que se estima conveniente introducir en una comunidad.

5. MARTÍN MENDOZA, J. L., *El capital-riesgo: Un sistema innovador de financiación*, Barcelona, 1988, pág. 56.

6. EMBID IRUJO, J. M., «Aproximación al significado jurídico de las sociedades y fondos de capital-riesgo», *R.D.B.B.*, núm. 22, 1986, pág. 369.

7. CARVAJO VASCO, D.; LÓPEZ CORRAL, A. M., «Medidas de apoyo a las PYMES. En la aportación española a la iniciativa europea de crecimiento», *B.E.I.C.E.*, 1993, pág. 2154, quienes adjetivaron la regulación de 1986 como “muy insuficiente”. A mi modo de ver, la regulación no era completa, pero tampoco muy insuficiente, ya que en esta materia quizá unas meras normas fiscales serían suficientes para cumplir su verdadera finalidad que no es otra que servir de fuente de financiación a las pequeñas y medianas empresas.

tal-riesgo⁸. Conviene señalar la escasa incidencia que ha tenido esta regulación de las entidades de capital-riesgo y de sus sociedades gestoras sobre la propia actividad de capital-riesgo⁹. Sin embargo, no se debe olvidar que nos encontramos únicamente ante «un instrumento más» de financiación para hacer crecer nuestra economía a través del apoyo financiero a proyectos empresariales, sin que el mismo sea, lamentablemente, la solución definitiva a la dificultad de muchas empresas para acceder a las fuentes de financiación¹⁰.

En este mismo orden de ideas, la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero pretende alcanzar en teoría, entre otros muchos objetivos, la mejora de las condiciones de financiación de las pequeñas y medianas empresas. Para ello amplía la posibilidad de que éstas se financien a través del “factoring”, al permitir la cesión en masa de sus carteras frente a las Administraciones públicas. Por otro lado, se permite a las entidades –generalmente de crédito– aumentar la proporción de las carteras hipotecarias que pueden ceder a fondos de titulación de activos a través de la figura de la participación hipotecaria, la cual en este caso se emitirá y comercializará con la denominación de “certificado de participación hipotecaria”. Con ello, se pretenden mejorar las condiciones de financiación de las PYME que deben recurrir a la garantía hipotecaria para obtener financiación bancaria.

Mención aparte merece la reforma del régimen de las entidades de capital-riesgo que ha provocado la Ley 44/2002. A este respecto, se posibilita que los citados vehículos de inversión mantengan en su activo acciones de sociedades que no cotizaban en el momento de su adquisición y que posteriormente han pasado a negociarse en alguna Bolsa. Asimismo, esta nueva Ley facilita que las entidades de capital-riesgo inviertan en empresas de su grupo, si cumplen ciertos requisitos de transparencia, y con la norma de referencia se agiliza la operativa de estas entidades al permitir realizar aportaciones en especie a su capital con posterioridad a su constitución. Finalmente, se asegura que las operaciones societarias de una sociedad de capital-riesgo o que den lugar a una de ellas, estén sujetas al debido control¹¹. Veamos a continuación con algo más detalle los elementos objeto de la novísima reforma del capital-riesgo¹², centrándonos en los aspectos jurídico-mercantiles¹³.

8. En este último sentido se expresaba la introducción de la memoria del proyecto de Ley reguladora de las entidades de capital-riesgo y de sus sociedades gestoras.

9. *Id.*, en una etapa anterior a la promulgación y posterior entrada en vigor de la LECRYSG, MARTÍ PELLÓN, J., *El capital inversión en España, 1998 (Capital riesgo y capital desarrollo)*, Madrid, 1999, *passim*.

10. Cfr., por todos, PREGEL, G.; SUÑOL, R.; NUENO, P., *Instrumentos financieros al servicio de la empresa*, Bilbao, 1989, *in totum*.

11. De acuerdo con la Exposición de Motivos de la Ley 44/2002 es la propia experiencia acumulada tras la entrada en vigor de la Ley 1/1999 la que recomienda introducir las mencionadas modificaciones.

12. *Id.* para una visión en conjunto de la regulación de la actividad tras la Ley 1/1999, MADRID PARRA, A., «Aspectos jurídicos del capital-riesgo», en *Perspectivas del sistema financiero. Monográfico sobre el capital riesgo en España*, núm. 67, 1999, págs. 69 y sigs. Puede encontrarse este trabajo, asimismo, en el *Libro Homenaje al Profesor Fernando Sánchez Calero (Derecho de sociedades)*, Vol. IV, Madrid, 2002, págs. 4131 y sigs.; así como LARA GONZÁLEZ, R., «Aspectos societarios de la actividad de capital-riesgo», *Rev. Jca. Nav.*, núm. 33-I, 2002, págs. 81 y sigs.

13. Se hace esta salvedad puesto que la propia Ley 44/2002 añade al apartado 3 del artículo 69 de la Ley 43/1995, de 27 de diciembre, del Impuesto sobre Sociedades, el siguiente párrafo: «(...) Asimismo, las rentas positivas puestas de manifiesto en la transmisión o reembolso de acciones o participaciones representativas de los fondos propios de las sociedades y fondos de capital-riesgo disfrutarán de la deducción prevista en el artículo 28.5 de esta Ley, cualquiera que sea el porcentaje de participación y el tiempo de tenencia de las acciones o participaciones».

Bajo la normativa anterior a la reforma, el tratamiento fiscal aplicable dificultaba enormemente la inversión conjunta de entidades residentes junto con inversores no residentes en una misma entidad de capital-riesgo, puesto que una entidad de reparto resultaba más conveniente para los intereses de los inversores institucionales residentes y una entidad de acumulación era preferible para los inversores no residentes. Esta diferencia traía su causa del hecho de no haber extendido la deducción por doble imposición prevista en el artículo 69 de la Ley 43/1995, de 27 de diciembre, del Impuesto de Sociedades, para los dividendos distribuidos por las entidades de capital-riesgo a sus socios o partícipes personas jurídicas a las plusvalías realizadas en las operaciones de transmisión o reembolso, y ello a pesar de que una vez introducida en el artículo 28 de la citada Ley del Impuesto de Sociedades por el Real Decreto-Ley 8/1996, de 7 de junio, la deducción por doble imposición

II. EL OBJETO SOCIAL

1. Régimen anterior a la LECRYSG: del objeto social exclusivo al objeto principal

El artículo 12 del Real Decreto-Ley 1/1986 asignaba como objeto a las sociedades de capital-riesgo, para las que su artículo 15 reservaba en exclusiva esta denominación, «la promoción o fomento de Sociedades no financieras mediante participación temporal en su capital». Ese objeto fue posteriormente ampliado por el artículo 8º de la Ley 28/1992. Inicialmente, pues, el objeto de las sociedades de capital-riesgo se configuró como «exclusivo». Sin embargo, la aprobación del Real Decreto-Ley 7/1996 supuso su sustitución por una referencia al objeto «principal», lo que condujo a admitir la posibilidad de que tanto las sociedades como los fondos de capital-riesgo pudiesen desarrollar otro tipo de actividades relacionadas con aquélla que justifica su existencia. Asimismo, el Real Decreto-Ley 7/1996 redefinió el tipo de empresas a las que habría de dirigirse la inversión. Se sustituyó el criterio del tamaño de la empresa –PYME– por otro más objetivo: «deberá tratarse de empresas no financieras que no coticen en el primer mercado de Bolsas de Valores ni en ningún mercado secundario organizado y que no estén participadas en más de un 25 por 100 por empresas que cotizan en dichos mercados o que tengan la consideración de entidad financiera». La última novedad que incluyó el Real Decreto-Ley 7/1996 en el artículo 12 implicó pasar de un concepto de financiación identificado exclusivamente con toma de participaciones, a otro más amplio en el que también tenían cabida «los préstamos participativos u otras formas de financiación». Con estos nuevos requisitos se seguía garantizando que las empresas destinatarias de la inversión continuaran siendo aquellas que, por sus especiales características –dimensiones, fase de desarrollo, etc.–, tenían mayores dificultades para acceder a la financiación a largo plazo que precisan para desarrollar sus proyectos de crecimiento. Es decir, se lograba la flexibilización sin desnaturalizar la esencia del capital-riesgo. Mención especial requiere también el hecho de que, expresamente, se incorporase al articulado del Real Decreto-Ley 7/1996 una de las características principales del capital-riesgo: la posibilidad de que estas entidades pudiesen desarrollar actividades de asesoramiento¹⁴.

2. La LECRYSG: la consolidación del objeto social principal

De acuerdo con el artículo 2.1 LECRYSG –versión original– el objeto social principal de las sociedades de capital-riesgo consistía en la toma de participaciones temporales en el capital de empresas no financieras cuyos valores no cotizasen en el

para plusvalías de fuentes internas, equiparaba el tratamiento fiscal de los dividendos y de las plusvalías. Con la nueva redacción dada al artículo de referencia se pretende, precisamente, equiparar el tratamiento fiscal interno de los fondos de reparto y de acumulación con el fin de facilitar la inversión de entidades no residentes y residentes bajo una misma entidad de capital-riesgo para captar recursos, tanto nacionales, como exteriores, para destinarlos a sus actividades de promoción y financiación de empresas españolas con sus efectos positivos de relanzamiento e innovación. (Sic BOCG-CD, núm. 69-12, págs. 130 y 184).

Vid., en general, acerca del aspecto fiscal de la actividad de capital-riesgo ESEVERRI, E.; MARTÍN PASQUAL, «El régimen fiscal de las sociedades y fondos de capital-riesgo», en *Perspectivas del sistema financiero. Monográfico sobre el capital riesgo en España*, núm. 67, 1999, págs. 55 y sigs; y LETE ACHIRICA, C., «Las uniones temporales de empresas y las sociedades de capital-riesgo en el Derecho tributario español», en *Libro Homenaje al Profesor Fernando Sánchez Calero (Derecho de sociedades)*, Vol. IV, Madrid, 2002, págs. 4099 y sigs.

14. La Exposición de motivos de la LECRYSG, en su apartado quinto, limita la actividad de asesoramiento profesional a las empresas participadas. No obstante, se ha llegado a sostener que el desarrollo de las actividades de asesoramiento no se debe circunscribir a las empresas participadas por la entidad de capital-riesgo, sino también podrán realizar dichas actividades tanto a sociedades participadas como a sociedades del mismo grupo de éstas o a aquellas otras empresas, estén participadas o no, que sean objeto de su actividad. Vid. la enmienda núm. 204 al proyecto de ley de medidas de reforma del sistema financiero (BOCG-CD, núm. 67-12, pág. 164).

primer mercado de las Bolsas de Valores. La cautela realizada sobre las «empresas no financieras» parece que pretendía eliminar las inversiones no productivas¹⁵, radicando la *ratio* de la norma en el hecho de dirigir la capacidad inversora hacia todo tipo de entidades que, no siendo financieras, no hubieran accedido a los mercados de valores, en cuanto signo de dificultad a la hora de acudir al mecanismo, en principio, más ortodoxo y eficiente de financiación¹⁶.

Mayores problemas planteaba la definición y sobre todo el rigor con el que había de entenderse el carácter de «no financiera» que ha de tener la empresa en la que invierta la entidad de capital-riesgo. En todo caso, parecía prudente que no debía potenciarse la inversión en sociedades instrumentales llamando de esta forma a las meras tenedoras de acciones o participaciones¹⁷, pero también parecía evidente que en ocasiones, y cada vez más, la realidad empresarial se articula a través de fórmulas mercantiles complejas, en las que forman parte multitud de grupos con diferentes intereses¹⁸.

De hecho, la singular posición de las sociedades de capital-riesgo en sus participadas, nos sitúa ante una especie de *tertium genus* en la arquetípica heterogeneidad del accionariado que, como se nos ha recordado por la doctrina, jalona la moderna configuración de la sociedad por acciones¹⁹. Se trata ciertamente de socios que buscan el objetivo de una inversión productiva y que, por principio, no se mueven por el estímulo del poder económico; pero ni responden al sentimiento abstencionista del puro inversor de fondos²⁰, cualquiera que sea la magnitud de su participación, ni la temporalidad de su paso por la sociedad participada y el objeto mismo de su entrada en ella permiten identificarlos con el característico accionariado de control²¹.

3. Las modificaciones introducidas por la Ley 44/2002

A. La posibilidad de tenencia de valores cotizados

Como se ha indicado, la regulación anterior no permitía que dentro del Primer Mercado Secundario de las Bolsas de Valores pudiesen cotizar las empresas participadas por las entidades de capital-riesgo, suscitándose diversas dudas al amparo de tal normativa²², interrogantes que el nuevo artículo 2.1 LECRYSG deja zanjados al permitir que las sociedades y fondos de capital-riesgo mantengan en su activo valores de

15. En este sentido CARRASCOSA MORALES, A., «Aspectos económicos y regulación de las entidades de capital riesgo en España», *I.C.E.R.E.*, núm. 716, 1993, pág. 81.

16. MÍNGUEZ PRIETO, R., «Novedades normativas en materia de entidades de Capital Riesgo», *A.F.*, núm. 6, 1998, pág. 5.

17. LARA GONZÁLEZ, R., «Aspectos societarios de la actividad de capital-riesgo», *cit.*, pág. 101.

18. Pensemos, por ejemplo, que una serie de inversores, y entre ellos una sociedad de capital-riesgo, deciden invertir en el sector eólico, y para ello acuerdan un plan estratégico común el cual es más fácil canalizarlo a través de un único vehículo. Por dicha razón constituyen una Sociedad que actuará como cabecera de sus inversiones, comprando o constituyendo otras sociedades que serán las que definitivamente lleven a cabo la actividad. Si la definición de financiera es demasiado estricta, la inversión en la cabecera por parte de la entidad de capital-riesgo no disfrutaría del régimen fiscal privilegiado previsto por la LECRYSG, lo que carece por completo de sentido. Así DE LA PUENTE MARTÍN, J. A., «La nueva regulación del capital riesgo en España», *cit.*, pág. 17.

19. MENÉNDEZ, A., *Ensayo sobre la evolución actual de la sociedad anónima*, Madrid, 1974, págs. 11 y sigs.

20. Cfr. CHRISTEN, D., *Anlagen in Venture Capital-Fonds*, Bern, 1991, págs. 105 y sigs.

21. IGLESIAS PRADA, J. L., «Aproximación al estudio de las sociedades de capital-riesgo», *R.D.M.*, 1989, págs. 65 y 66.

22. En este punto fundamentalmente se planteó una cuestión cual era la de qué ocurría en el momento en que una empresa participada por una entidad de capital-riesgo salía a cotizar mediante una Oferta Pública de Venta. La importancia de la cuestión tenía una doble vertiente: Si la entidad de capital-riesgo debía enajenar las acciones antes de que se formulase la Oferta Pública de Venta, pues de lo contrario, una vez realizada con éxito, pasaría a tener acciones ya cotizadas en el Segundo Mercado de la Bolsa. La respuesta a esta cuestión parecía negativa, pues cuando técnicamente las acciones no cotizan hasta el momento inmediato posterior a aquél en el que las acciones son adjudicadas a los peticionarios, por lo que en el momento

empresas que no cotizaban en el momento de su adquisición y que posteriormente han pasado a negociarse en alguna Bolsa.

La nueva regulación, a mi entender, puede ser analizada desde una doble perspectiva. Desde el punto de vista del capitalista de riesgo, la norma introducida por la Ley 44/2002 tendrá, a buen seguro, efectos positivos, dado que no deberá desprenderse de los títulos que haya adquirido en la empresa participada por el hecho de que ésta en un momento posterior a la compra de la participación por el inversor de capital-riesgo haya pasado a tener cotizados valores en el primer mercado de Bolsas de Valores. Con ello, se posibilitará que la inversión madure conforme al plan financiero previsto en el momento de la toma de la participación, evitando que la cotización de los títulos de la empresa beneficiaria provoque la salida inmediata del capitalista de riesgo, viendo, por tanto y en principio, escatimadas una parte importante de sus previsibles plusvalías.

Desde el punto de vista de la actividad de capital-riesgo como fuente de financiación de las pequeñas y medianas empresas, la nueva regulación transmite una buena dosis de realidad, al centrarse en estructuras empresariales ya consolidadas que acceden a los mercados de valores con el fin de captar nuevos inversores. Ciertamente se puede conseguir la mejora de las condiciones de financiación de las pequeñas y medianas empresas, pero se dejan de lado unos de los cometidos principales del capital-riesgo como son el *seed financing* o capital siembra y el *star-up financing* o capital de demarraje, para centrarse en la práctica en el *expansion financing* –alusivo al periodo de crecimiento o expansión de la empresa– y en el *bridging financing*, relativo a la fase en la cual el empresario se encuentra en el proceso de atraer capitales de fuentes diferentes a las sociedades de capital-riesgo como, por ejemplo, de los mercados bursátiles.

B. La extensión del concepto de empresas «no financieras»

Como hemos apuntado anteriormente, uno de los problemas que se planteaban a la luz del artículo 2.1 LECRYSG era el de la definición y, sobre todo, el rigor con el que había de entenderse el carácter de «no financiera» que ha de tener la empresa en la que invierta la entidad de capital-riesgo. En todo caso, parecía prudente que no debía potenciarse la inversión en sociedades instrumentales llamando de esta forma a las meras tenedoras de acciones o participaciones. Pues bien, la Ley de reforma del sistema financiero se ha encargado de contradecir, en gran medida, esta interpretación, añadiendo un nuevo apartado 4 al artículo 2 de la LECRYSG, con el siguiente tenor literal “a los efectos de esta Ley, también tendrán la consideración de empresas no financieras aquellas entidades cuya actividad principal sea la tenencia de acciones o participaciones emitidas por entidades pertenecientes a sectores no financieros”.

Sin embargo, el legislador español –desconozco si intencionadamente– cae en una flagrante contradicción entre el objetivo de la reforma y el contenido concreto de la misma, ya que esta medida no constituye en realidad una norma de estímulo del capital-riesgo.

de la primera venta, por parte de la entidad de capital-riesgo al peticionario, todavía no cotizaban. Una respuesta contraria a la dada hubiera sido realmente grave para el sector, pues no podría esperar al momento en que realmente se obtendría el beneficio, debiendo precipitar su salida y viendo por tanto escatimadas una parte importante de sus plusvalías. La segunda cuestión era la de si existía obligación de vender las acciones que, una vez realizada la Oferta Pública de Venta, las entidades de capital-riesgo se reservaban o no enajenaban como consecuencia de ella, y en el caso de que la respuesta fuera afirmativa, qué régimen fiscal tenían las plusvalías que, en su caso, se obtuvieran como consecuencia de la venta, por cuanto la aplicación del régimen fiscal privilegiado aparecía vinculado a que las acciones que se vendiesen reunieran los requisitos establecidos en el antiguo artículo 2 de la LECRYSG y, por tanto, no cotizasen. Parece que la respuesta a esta segunda cuestión fue en la dirección de conceder una mora de un año para que la entidad de capital-riesgo vendiese la participación, una vez que se haya producido la cotización. Así, DE LA PUENTE MARTÍN, J. A., «La nueva regulación del capital riesgo en España», cit., págs. 17 y 18.

C. Las inversiones propias

Las sociedades y fondos de capital-riesgo deben adecuar su política de inversiones a los criterios expresamente establecidos en sus Estatutos o Reglamentos de gestión, respectivamente. En todo caso tienen la obligación de mantener, como mínimo, el 60 por 100 de su activo en acciones y participaciones en el capital de empresas que sean objeto de su actividad. Ahora bien, dentro de este porcentaje podrán dedicar hasta 30 puntos porcentuales del total de su activo a la concesión de préstamos participativos a empresas que sean objeto de su actividad, estén participadas o no por la entidad de capital-riesgo²³ (art. 16.1 y 2 LECRYSG).

La Ley 44/2002 aprovecha la ocasión para añadir un nuevo apartado –el 3–al citado artículo 16 LECRYSG, a tenor del cual “se considerarán inversiones propias del objeto de la actividad de capital-riesgo previsto en el artículo 2.1 de la presente Ley, la inversión en valores emitidos por empresas cuyo activo esté constituido en más de un 50 por 100 por inmuebles siempre que se encuentren directamente adscritos a una finalidad o actividad empresarial que no sea la estrictamente inmobiliaria”. En la misma línea que he señalado en el comentario realizado al nuevo apartado 4 del artículo 2 LECRYSG no alcanzo a comprender la relación del contenido del nuevo 16.3 con el estímulo legislativo a la actividad de capital-riesgo, más bien se vuelve a ver que lo que se pretende en realidad es favorecer la articulación de economías fiscales de opción para grandes patrimonios²⁴.

23. Este porcentaje del 60 por 100 coincide con el establecido en la anterior normativa a través del artículo 14 del Real Decreto-ley 1/1986; radicando la novedad que se incluye en la norma de 1999 en la concierne a que la mitad de ese porcentaje también puede ir destinada a préstamos participativos. En suma, con la LECRYSG se equipara el préstamo participativo a la inversión en capital, fomentándose de esta manera dicha fórmula financiera. *Sic* LARA GONZÁLEZ, R., «Aspectos societarios de la actividad de capital-riesgo», cit., pág. 93.

24. El Grupo Parlamentario Socialista presentó en el Congreso una enmienda –la número 97–por la cual, entre otras pretensiones, se proponía la supresión de estas dos últimas modificaciones que hemos visto (introducción de un nuevo párrafo 4 al artículo 2 y un nuevo párrafo 3 al artículo 16 LECRYSG), proponiéndose, asimismo, la modificación del apartado 2 del artículo 16 y la inclusión de un apartado 3 en el mismo precepto en los siguientes términos: «2. En todo caso, deberán mantener como mínimo y una vez transcurridos tres años desde la constitución de la sociedad o del fondo de capital-riesgo, el 60 por 100 de su activo en acciones y participaciones en el capital de empresas que sean objeto de su actividad. Dentro de ese porcentaje podrán dedicar hasta treinta puntos porcentuales del total de su activo a préstamos participativos a empresas que sean objeto de su actividad, estén participadas o no por la entidad de capital-riesgo», y «3. Las sociedades y fondos de capital-riesgo deberán mantener, como mínimo y dentro del 60 por 100 a que se refiere el apartado anterior, el 25 por ciento de su activo en acciones y participaciones en el capital de empresas cuyo importe neto anual de cifra de negocios sea inferior a 5 millones de euros. De este último porcentaje podrán destinar, igualmente, hasta 15 puntos porcentuales de su activo a préstamos participativos a empresas que sean objeto de su actividad y que no excedan el indicado importe anual de cifra de negocios, estén participadas o no por la entidad de capital-riesgo. Cuando la entidad fuere de nueva creación, el importe de la cifra de negocios se referirá al primer año natural en que se desarrolle efectivamente la actividad. Si el período de actividad inmediato anterior hubiere tenido una duración inferior al año, o la actividad se hubiese desarrollado durante un plazo también inferior, el importe neto de la cifra de negocios se elevará al año. Cuando la entidad forme parte de un grupo de sociedades en el sentido del artículo 42 del Código de Comercio, el importe neto de la cifra de negocios se referirá al conjunto de entidades pertenecientes a dicho grupo». Este mismo contenido normativo fue presentado también como enmienda en el Senado –la número 98–por el Grupo Parlamentario Entesa Catalana de Progrés y por el propio Grupo Parlamentario Socialista en la Cámara Alta–la número 153–.

De estas enmiendas que, como se puede comprobar en el texto definitivo de la Ley 44/2002, no prosperaron, cabe resaltar, por un lado, el dato de que las entidades de capital-riesgo tuvieran que destinar obligatoriamente un porcentaje mínimo del 25 por 100 a acciones y participaciones de pequeñas y medianas empresas; y, por otro, el hecho de facilitar la creación y puesta en funcionamiento de las sociedades y fondos de capital-riesgo, permitiendo que los porcentajes obligatorios de participación pudieran alcanzarse en un plazo de tres años.

III. LAS LIMITACIONES DE GRUPO

1. La regulación contenida en la normativa precedente

Como complemento al esquema básico de diseño de las inversiones, la LECRYSG añade un conjunto de precisiones en materia de diversificación de riesgos. Así, se establecen una serie de limitaciones en relación con entidades del mismo grupo, de tal modo que las entidades de capital-riesgo no podrán invertir más del 25 por 100 de su activo en una misma empresa, ni más del 35 por 100 en empresas pertenecientes al mismo grupo de sociedades, entendiéndose por tal el definido en el artículo 4 de la Ley 24/1988. Las entidades de capital-riesgo no podrán invertir tampoco en empresas pertenecientes a su propio grupo, definido éste también conforme al artículo anteriormente citado. A estos efectos, se considerará que las empresas en las que participen directamente las entidades de capital-riesgo, que cumplen los requisitos establecidos en el artículo 2.1 LECRYSG, no son empresas pertenecientes al grupo de la entidad de capital-riesgo de que se trate (art. 18 LECRYSG).

En el precepto citado se recogió el contenido de los apartados tres a siete del artículo 14 del Real Decreto-Ley 1/1986²⁵. No obstante, se introdujeron significativas novedades, a fin de flexibilizar las posibilidades de actuación de las entidades de capital-riesgo²⁶. Así, se elevó el umbral de la prohibición de invertir el activo de la entidad en una misma empresa del 15 al 25 por 100, al tiempo que se mantenía el límite del 35 por 100 en empresas pertenecientes al mismo grupo. Con la primera de estas soluciones se daba respuesta a una de las principales demandas del sector: la modificación del principio general de «participación minoritaria de las empresas». El problema del carácter mayoritario o no de la inversión está ligado a las dificultades de desinversión con que se encuentran las entidades de capital-riesgo²⁷. Al admitirse la posibilidad de que una entidad de capital-riesgo pueda llegar a controlar una empresa a través de ese 25 por 100, se han tenido en cuenta las dificultades que la prohibición anterior podía acarrear a la hora de liquidar las inversiones e incluso de cara a cumplir los porcentajes del coeficiente de inversión obligatoria, dado que la disponibilidad de un paquete de control, frente a uno minoritario, incrementa considerablemente las posibilidades de desinversión. De hecho, una de las principales razones por las que desde 1994 ha venido produciéndose un notable aumento de peso de las inversiones sindicadas ha sido el deseo de adquirir paquetes de control, entre varias entidades de capital-riesgo, en empresas de dimensión mediana-grande con objeto de facilitar una posterior desinversión. La importancia de este problema ha llevado a prever en el artículo 19.3 LECRYSG la posibilidad de que la CNMV pueda llegar incluso a excepcionar el cumplimiento de los porcentajes²⁸.

2. La modificación parcial del régimen de inversiones por la Ley 44/2002

Con la Ley 44/2002 se da nueva redacción al párrafo primero del artículo 18.2 de la LECRYSG, en el sentido de que «las entidades de capital-riesgo podrán invertir hasta el 25 por 100 de su activo en empresas pertenecientes a su grupo o al de su sociedad gestora, tal y como éste se define en el artículo 4 de la Ley 24/1988, siempre que cumplan los siguientes requisitos: a) que los estatutos o reglamentos contemplen estas inversiones; b) que la entidad o, en su caso, su sociedad gestora disponga de un procedimiento interno formal, recogido en su reglamento interno de conducta, que permita

25. LARA GONZÁLEZ, R., «Aspectos societarios de la actividad de capital-riesgo», cit., pág. 94.

26. *Vid.* MADRID PARRA, A., «Aspectos jurídicos del capital-riesgo», cit., págs. 76 y 77.

27. *Vid.*, por todos, MILHAUPT, C. J., «The market for innovation in the United States and Japan», *Norhw. Univ. Law. Rev.*, vol. 91, 1997, págs. 883 y sigs.

28. LARA GONZÁLEZ, R., «Aspectos societarios de la actividad de capital-riesgo», cit., págs. 94 y 95.

evitar conflicto de interés y cerciorarse de que la operación se realiza en interés exclusivo de la entidad. La verificación del cumplimiento de estos requisitos corresponderá a una comisión independiente creada en el seno de su consejo o a un órgano interno de la sociedad gestora al que se encomiende esta función; c) que en los folletos y en la información pública periódica de la entidad se informe con detalle de las inversiones realizadas en entidades del grupo”.

El legislador español ha querido facultar a las entidades de capital-riesgo para que éstas puedan invertir en empresas de su grupo. No obstante, esta habilitación no se realiza de forma absoluta, sino que encuentra un límite cuantitativo —el 25 por 100— y una serie de «requisitos de transparencia»²⁹. A mi entender, esta posibilidad se manifiesta, en principio, neutra en cuanto a la repercusión financiera del capital-riesgo, si bien el límite cuantitativo responde a que mayoritariamente los capitalistas de riesgo deben dirigir sus inversiones a empresas externas a su grupo. Esto es, se abre una puerta a la autofinanciación de proyectos de empresas del grupo sin desnaturalizar la finalidad esencial de la propia actividad de capital-riesgo.

Más críticos, pienso, hay que ser con la teleología de los autodenominados «requisitos de transparencia» establecidos para dar cobertura a las inversiones en empresas pertenecientes al grupo de la entidad capitalista de riesgo. La pretendida transparencia queda reducida a que en los folletos y en la información pública periódica de la entidad se informe con detalle de las inversiones realizadas en entidades del grupo, dado que los otros dos requisitos contemplados en las letras a) y b) del artículo de referencia son meramente requisitos formales de procedimiento. La motivación legal de la transparencia se nos presenta más bien como una excusa no pedida que como una verdadera justificación de la medida, que no es otra que la toma de una opción legislativa legítima, esto es, permitir, sin más, que las sociedades y fondos de capital-riesgo puedan realizar inversiones en empresas pertenecientes a su mismo grupo.

IV. EL CAPITAL SOCIAL

1. La reglamentación preexistente

Siguiendo una pauta ya habitual en el establecimiento de regímenes especiales para determinadas sociedades e instituciones mercantiles, la disciplina del capital-riesgo acogió la técnica del capital mínimo. Así, de acuerdo con los artículos 23.2 y 24.1 LECRYSG —versión 1999— el patrimonio debía ser como mínimo de 275 millones de pesetas en el caso de los fondos y de 200 millones de capital si se configuran como sociedades. Unas cantidades que, en principio, podían favorecer la aparición de nuevas entidades capitalistas de riesgo, obediendo la diferente cantidad exigida para las sociedades y para los fondos, al parecer, exclusivamente a razones de tradición³⁰.

Como se ha indicado, el capital social suscrito en caso de sociedades anónimas debía ser de al menos de 200 millones de pesetas, debiéndose desembolsar en el momento de su constitución el 50 por 100 y, el resto, en una o varias veces, dentro de un plazo de tres años desde la constitución de la sociedad. Los desembolsos debían realizarse en efectivo o en bienes que integren su inmovilizado, no pudiendo superar estos últimos el 10 por 100 de su capital social (art. 23.2 LECRYSG). Por otra parte, el capital estará representado por acciones con igual valor nominal y con los mismos dere-

29. Así los denomina la propia Exposición de Motivos de la Ley 44/2002.

30. Así, si bien haciendo referencia a las instituciones de inversión colectiva, RODRÍGUEZ ARTIGAS, F., «Instituciones de inversión colectiva. (Sociedades y fondos de inversión)», *R.D.B.B.*, 1989, pág. 541.

chos, representadas mediante títulos, en cuyo caso serán nominativas, o mediante anotaciones en cuenta (art. 23.3 LECRYSG). Con este precepto se continuaba en la línea del artículo 13 del Real Decreto-Ley 1/1986, si bien, como novedad, se admitía que los desembolsos pudieran realizarse en bienes que integran el inmovilizado hasta un máximo del 10 por 100³¹.

Vigente la normativa establecida por el Real Decreto-Ley 1/1986 llegó a admitirse por algún autor la posibilidad de que pudieran constituirse sociedades de capital-riesgo con capital social variable, siempre y cuando se hubiesen observado los requisitos establecidos para las sociedades de inversión mobiliaria de tal condición, tanto en la Ley como en el Reglamento de instituciones de inversión colectiva³². Sin embargo, con la normativa actual no sería posible una conclusión similar. En efecto, el artículo 23.1 LECRYSG es tajante al establecer que las sociedades de capital-riesgo se regirán por lo establecido en esta norma y, en lo no previsto por ella, por la Ley de Sociedades Anónimas, texto que no prevé entre sus disposiciones la posibilidad del capital variable³³.

2. La modificación del régimen de las aportaciones por la Ley 44/2002

La Ley 44/2002 da nueva redacción al artículo 23.2 de la LECRYSG en el sentido de que “el capital social suscrito mínimo será de 1.200.000 euros, debiéndose desembolsar en el momento de su constitución, al menos, el 50 por ciento y el resto, en una o varias veces, dentro del plazo de tres años desde la constitución de la sociedad. Los desembolsos del capital social mínimo deberán realizarse en efectivo o en bienes que integren su inmovilizado, no pudiendo superar estos últimos el 10 por 100 de su capital social. Los desembolsos adicionales al capital social mínimo o las posteriores ampliaciones de éste podrán realizarse, además en inmovilizado o activos financieros aptos para la inversión conforme a la sección 2ª del capítulo II del Título I de esta Ley”.

Se aprecia, por consiguiente, que la Ley 44/2002 ha introducido una modificación meramente formal, como es la denominación del capital social mínimo en euros, ya que no modifica la cuantía –1.200.000 euros equivale a 200.000.000 de pesetas³⁴–, y una modificación más de fondo, cual es que los desembolsos adicionales al capital social mínimo o las posteriores ampliaciones de éste podrán realizarse en inmovilizados o activos financieros aptos para la inversión conforme al régimen de inversiones establecidos en la propia LECRYSG (arts. 16 a 20, especialmente el artículo 17), esto es, las aportaciones en los casos previstos por la Ley 44/2002 podrán ser no dinerarias y, por lo tanto, deberán estar sujetas al régimen de éstas tanto en su momento inicial de

31. LARA GONZÁLEZ, R., «Aspectos societarios de la actividad de capital-riesgo», cit., pág. 104.

32. EMBID IRUJO, J. M., «Aproximación al significado jurídico de las sociedades y fondos de capital-riesgo», cit., pág. 370.

33. LARA GONZÁLEZ, R., «Aspectos societarios de la actividad de capital-riesgo», cit., pág. 104.

34. Conviene señalar que la LECRYSG con el establecimiento de este capital social y patrimonio mínimos está tratando de reforzar la solvencia de estas instituciones, con una medida de regulación prudencial. No obstante, aún cuando se trata simplemente de una cuestión de política económica, no faltan razones para estimar aconsejable la exigencia de una cifra de capital mínimo superior que indirectamente, a través de la estructura impuesta para sus activos, asegure una mayor capacidad de inversión de las sociedades de capital-riesgo diversificada en una pluralidad de proyectos (En este último sentido IGLESIAS PRADA, J. L., «Aproximación al estudio de las sociedades de capital-riesgo», cit., pág. 54, y BAUZÁ MORÉ, F. J., «Sociedades de Capital-Riesgo y Fondos de Capital-Riesgo», en *Derecho del Mercado Financiero*, I-1º, (Dir.: A. Alonso Ureba y J. Martínez-Simancas y Sánchez), Madrid, 1994, pág. 649. En la misma línea MARTÍ PELLÓN, J., «Una propuesta alternativa de regulación de las entidades de capital riesgo en España», *B.E.I.C.E.*, núm. 2092, 1987, pág. 2492, propuso la elevación del capital social o patrimonio inicial mínimo a 500 millones, con el fin de garantizar una adecuada diversificación entre distintos proyectos), máxime cuando, al parecer, tales entidades se vinculan en el pensamiento del legislador a iniciativas empresariales de dimensiones considerables (EMBED IRUJO, J. M., «Aproximación al significado jurídico de las sociedades y fondos de capital-riesgo», cit., pág. 370).

suscripción y desembolso como en los posibles aumentos de capital posteriores (valoración, responsabilidad, informe de los administradores, etc).

Esta reforma, en idéntica línea con las señaladas en los epígrafes anteriores, tampoco persigue, diga lo que se diga, mejorar las condiciones de financiación de las pequeñas y medianas empresas. La finalidad de la nueva regulación radica –de acuerdo con la Exposición de Motivos de la Ley de reforma del sistema financiero– «en agilizar la operativa de estas entidades al permitir realizar aportaciones en especie a su capital con posterioridad a su constitución³⁵». Ahora bien, esta dicción está más cerca de ser considerada como una cantinflada que de hacer honor a una disposición votada en las Cortes y sancionada por el Jefe del Estado. El legislador español debería preocuparse más de asegurar una mayor capacidad de inversión de las sociedades de capital-riesgo –que propiciase tomas de participaciones en una pluralidad de proyectos empresariales–, que de regular si las ampliaciones de capital deben hacerse con aportaciones de una u otra naturaleza.

V. LA AMPLIACIÓN DEL RÉGIMEN DE AUTORIZACIÓN

1. El régimen de autorización en la *LECRYSG*

Frente al escueto tratamiento del régimen de autorización en el Real Decreto-Ley 1/1986 y en la Orden de 26 de septiembre de 1986 por la que se regulaba el acceso al registro administrativo de sociedades y fondos de capital-riesgo³⁶, en la *LECRYSG*, en aras de una mayor seguridad jurídica, se opta por una descripción mucho más detallada de todos los requisitos exigibles y de las distintas fases de que consta. En el artículo 7 se precisan las condiciones de acceso a la actividad, o lo que es lo mismo, el procedimiento que habrán de seguir las entidades de capital-riesgo para poder dar comienzo a su actividad.

A. Régimen común a las entidades de capital-riesgo

Para poder dar comienzo a su actividad, las entidades de capital-riesgo deberán: a) haber obtenido la autorización previa del proyecto de constitución por el Ministerio de Economía y Hacienda³⁷ (en adelante M.E.H.) a propuesta de la CNMV³⁸; b) haberse constituido en escritura pública e inscribirse en el Registro Mercantil, y c) estar inscri-

35. La cursiva es nuestra.

36. Con respecto a la necesidad de la autorización administrativa se alzaron voces críticas, al considerarla difícil de entender y de justificar. Así, AGUILAR FERNÁNDEZ-HONTORIA, J., «La entrada en escena del “Capital-Riesgo”: el Real Decreto-Ley 1/1986, de 14 de marzo: un primer paso a rectificar y superar», cit., pág. 29.

37. En la actualidad el Ministerio competente es el de Economía, a través de la Subsecretaría de Economía. Vid. el Real Decreto 777/2002, de 26 de julio.

38. De acuerdo con la Norma 1ª –lugar y forma de presentación y contenido de la documentación– de la Circular 4/1999 de la CNMV, «1. La tramitación de los proyectos de constitución de las ECR y de las SGEER reguladas en la LEER, se iniciará mediante la presentación ante la CNMV de una solicitud de autorización y de la documentación prevista, que se ajustará a los criterios e instrucciones establecidos en esta Circular. Una vez la CNMV haya verificado que el proyecto planteado reúne los requisitos exigidos en la normativa vigente, remitirá al Ministerio de Economía y Hacienda, el correspondiente informe y propuesta de autorización acompañada de la documentación presentada al efecto. Obtenida la autorización ministerial, las referidas entidades deberán constituirse en escritura pública e inscribirse en el Registro Mercantil y solicitar su inscripción en el Registro Administrativo de la CNMV. 2. La CNMV podrá requerir la presentación de los documentos a que se refiere el apartado anterior en soporte informático o a través de sistemas de transmisión electrónica o informática de acuerdo con los requerimientos técnicos que se establezcan. 3. Sin perjuicio del contenido de los documentos establecidos en cada caso, la CNMV podrá exigir la inclusión en tales documentos de cuanta información adicional estime necesaria para la adecuada información y protección de los inversores y la transparencia del mercado».

tas en el registro administrativo correspondiente de la CNMV. En este sentido y de acuerdo con el artículo 8.1 LECRYSG, las entidades de capital-riesgo para obtener la autorización previa del M.E.H. deberán cumplir los siguientes requisitos: a) limitar su objeto al establecido por la LECRYSG; b) disponer del capital social o del patrimonio establecidos en la LECRYSG para cada tipo de entidad, y c) presentar un proyecto financiero de la entidad.

B. Régimen específico de las sociedades de capital-riesgo

Las sociedades de capital-riesgo, por su parte, deberán cumplir, además de los requisitos establecidos en el artículo 8.1 LECRYSG, los requisitos siguientes: a) contar con una buena organización administrativa y contable, así como con los medios humanos y técnicos adecuados a las características y volumen de su actividad; b) que su Consejo de Administración esté formado por, al menos, tres miembros y sus consejeros, así como sus directores generales y asimilados tengan una reconocida honorabilidad comercial, empresarial o profesional³⁹; c) que ninguno de los miembros del Consejo de Administración, así como ninguno de sus directores generales o asimilados, haya sido, en España o en el extranjero, declarado en quiebra o concurso de acreedores sin haber sido rehabilitado, se encuentre procesado, o, tratándose del procedimiento a que se refiere el Título III del Libro IV de la L.E.Cr., se hubiera dictado auto de apertura del juicio oral, o tenga antecedentes penales, por delitos de falsedad, contra la Hacienda Pública y contra la Seguridad Social, de infidelidad en la custodia de documentos y violación de secretos, de blanqueo de capitales, de receptación y otras conductas afines, de malversación de caudales públicos, contra la propiedad, o esté inhabilitado o suspendido penal o administrativamente, para ejercer cargos públicos o de administración o dirección de entidades financieras, y d) que la mayoría de los miembros de su Consejo de Administración, así como todos los directores generales y asimilados cuenten con conocimientos y experiencia adecuados en materias financieras o de gestión empresarial, así como las personas físicas que representen a las personas jurídicas que sean consejeros (art. 8.2 LECRYSG).

Para la acreditación de estos requisitos, en la solicitud de autorización de las sociedades de capital-riesgo se deberá acompañar un documento en el que se recoja el «historial profesional» debidamente firmado, de los miembros del Consejo de Administración de las sociedades de capital-riesgo y de las personas que desempeñen en ellas puestos de alta dirección, en el que quede reflejado su conocimiento y experiencia en materias relacionadas con los mercados financieros o de gestión empresarial. Tratándose de personas jurídicas que vayan a ser designadas consejeros, se remitirá el historial profesional de las personas físicas que las representen (Norma 2ª 5 de la Circular de la CNMV 4/1999).

2. La ampliación del régimen de autorización por la Ley 44/2002 a determinadas operaciones societarias

La Ley 44/2002 incorpora un segundo párrafo en el artículo 23.4 de la LECRYSG a tenor del cual “la transformación, fusión, escisión y las demás operaciones societarias que realice una sociedad de capital-riesgo o que conduzcan a la creación de una sociedad de capital-riesgo, requerirán aprobación previa del Ministerio de Economía, siendo de aplicación lo dispuesto en el artículo 8 de la presente Ley”.

39. Entre los documentos que se deben de acompañar a la solicitud de autorización de sociedades de capital-riesgo, se encuentra un «cuestionario sobre condiciones de honorabilidad». Dicho cuestionario debe ser redactado con arreglo al modelo contenido en el anexo 5 de la Circular de la CNMV 4/1999 y cumplimentado y firmado por cada una de las personas que accedan a los cargos para los que se requiere la honorabilidad (Norma 2ª 6 de la citada Circular).

A mi entender, con la enumeración indiscriminada de las distintas operaciones societarias, se están mezclando dos realidades distintas, por cierto, ya amparadas con suficientes garantías de control por la normativa de 1999. Si a causa de una operación societaria, fuera ésta cual fuere, se crease una sociedad de capital-riesgo nos encontraríamos ante el supuesto básico al que sería de aplicación el régimen de autorización contemplado por la propia LECRYSG (condiciones de acceso a la actividad, autorización previa, registros, procedimiento de autorización, inscripción...). En cambio, si se fusionasen sociedades, siendo alguna de ellas de capital-riesgo, o se escindiese una sociedad acogida a la normativa de la LECRYSG, estas operaciones no deberían situarse en el plano de la autorización, sino en el del régimen de supervisión y, en su caso, de inspección y sanción, establecido en los artículos 34 y siguientes de la propia LECRYSG⁴⁰.

Todavía más perplejidad causa la alusión realizada a la «transformación» como operación societaria que necesita la aprobación previa del Ministerio de Economía. Recuérdese que las sociedades de capital-riesgo son, por imperativo legal (art. 2.1 LECRYSG) y –para algunos– por lógica conceptual del tipo⁴¹, sociedades anónimas⁴².

VI. VALORACIÓN DE LA REFORMA

La Ley 44/2002 dedica un título, que no su contenido, a la financiación de las pequeñas y medianas empresas, e incluso en la propia Exposición de Motivos se señala que es un objetivo expreso de la propia Ley de medidas de reforma del sistema financiero. Sin embargo, por lo que a la modificación del régimen jurídico de las entidades de capital-riesgo respecta, este cambio normativo nada aporta a los pretendidos destinatarios. El legislador español desconoce, o simplemente no le importa, la vía para resolver el problema real que ha propiciado la escasa incidencia del capital-riesgo como mecanismo de financiación de proyectos de arranque y de las pequeñas y medianas empresas. En la actualidad, los capitalistas de riesgo –tanto públicos como privados–, en general, no aceptan participar en proyectos con volúmenes de financiación reducidos, centrando su financiación en proyectos empresariales de sociedades con cierta consolidación económica. En mi opinión, lo que en verdad se muestra con total nitidez a raíz de la operada reforma de la LECRYSG es que únicamente se favorece que los grandes patrimonios puedan acogerse a las economías fiscales de estas operaciones.

40. Con respecto a este régimen, *vid.* LARA GONZÁLEZ, R., «Aspectos societarios de la actividad de capital-riesgo», *cit.*, págs. 108 y sigs.

Este régimen también ha sido modificado de forma muy puntual por la Ley 44/2002, en el sentido de que la Disposición derogatoria única deroga el artículo 38.2 c) y, por consiguiente, ya no se considera infracción muy grave «incumplir de forma grave los porcentajes de inversión obligatorios a que se refieren los artículos 16 y 18 de la presente Ley y su normativa de desarrollo cuando de dicho incumplimiento puedan derivarse consecuencias adversas para los socios y partícipes de las Entidades de Capital-Riesgo».

41. *Vid.* FRIGNANI, A., *Factoring, Leasing, Franchising, Venture capital, Leveraged buy-out, Hardship clause, Countertrade, Cash and Carry, Merchandising*, 4ª ed., Torino, 1991, págs. 356, 360 y sigs. En cambio, para ROJO, A., «La sociedad anónima como problema», *R.D.M.*, núm. 187-188, 1988, pág. 31, «las sociedades de capital-riesgo sirven para ilustrar la renuncia legislativa a renunciar ese otro bloque societario, el derecho de sociedades de personas, que en algunos países europeos vive una larga agonía. La idea de temporalidad de la inversión, esencia de la especialidad de capital riesgo, se halla presente en las fórmulas asociativas y parciarias que dieron impulso en el espacio europeo bajomedieval a la actividad marítima de explotación comercial. La reforma de la vetusta asociación en cuentas en participación o de las sociedades comanditarias ocasionaría menos disfunciones que el camino de la especialidad de la anónima».

42. El requisito para las sociedades de capital-riesgo de que se traten de sociedades anónimas, constituyó en 1999 una novedad, dado que el artículo 12 del Real Decreto-Ley 1/1986 en su redacción dada por el Real Decreto-Ley 7/1996, en su artículo 17, únicamente establecía que «se consideran Sociedades de Capital Riesgo aquéllas cuyo objeto principal sea la promoción...», sin especificación alguna acerca de la naturaleza que debían tener dichas sociedades, y por tanto siendo posible, en principio, que revistieran cualquiera de las formas recogidas en el artículo 122 del Código de Comercio. Por consiguiente, el referido artículo 17 del Real Decreto-Ley 7/1996 suprimió el término de «anónimas», permitiendo fundamentalmente la posibilidad de que las sociedades de capital-riesgo revistieran la forma de sociedad de responsabilidad limitada.

Conviene recordar, finalmente, que además de las numerosas alusiones en el articulado de la LECRYSG a un desarrollo reglamentario –arts. 12.2, 14.2, 15.2, 17 c), 20.1, 20.3, 21.1 b) 22, 25.3, 27.1 o 32.4–la Disposición final segunda de dicha norma legal rubricada precisamente “Desarrollo reglamentario” señala que “en el plazo de un año desde la promulgación de esta ley, el Gobierno aprobará las disposiciones precisas para la debida ejecución y cumplimiento de esta Ley”. Pues bien, habiendo transcurridos casi cuatro años desde la promulgación de la norma, todavía el Gobierno no ha cumplido el mandato legal. Eso sí, se preocupó de enviar al Parlamento un proyecto de ley (hoy Ley 44/2002) de medidas de reforma del sistema financiero que viene a modificar el articulado de más de trece leyes, tres reales decretos-legislativos y un decreto, así como a derogar disposiciones contenidas en seis leyes, un decreto ley, tres reales decretos y una orden ministerial⁴³.

43. Para ver en su globalidad los cambios introducidos por la Ley de medidas de reforma del sistema financiero, *vid.* AA.VV., *La Ley de reforma del sistema financiero*, Madrid, 2002, *passim*, y SALVADOR ARMENDÁRIZ, M^a A., “Una aproximación a la Ley de medidas de reforma del sistema financiero”, *Rev. Jca. Nav.*, núm. 34, págs. 99-132.