

# Notas sobre el capital riesgo en el marco de las estrategias corporativas.

## *Especial referencia al caso de España*

Joel Leonardo CARNEVALI GARCÍA\*

**Resumen:** En este trabajo se exponen algunas notas distintivas del capital riesgo como forma de financiamiento de actividades empresariales, resaltando su importancia en el marco de las estrategias corporativas de crecimiento externo o inorgánico.

**Palabras clave:** Estrategias corporativas, innovación abierta, capital riesgo, capital privado.

**Abstract:** *This paper presents some distinctive features of venture capital as a financing mechanism for business activities, highlighting its importance within the framework of corporate strategies for external or inorganic growth.*

**Keywords:** *Corporate strategies, open innovation, venture capital, private equity.*

---

\* Abogado (UCV), tesista de la Especialización en Derecho Tributario (UCV), estudiante del Máster Universitario en Administración y Dirección de Empresas (MBA) de la Universidad Internacional de Valencia, España.

## Sumario:

I. CONSIDERACIONES PRELIMINARES SOBRE LAS ESTRATEGIAS CORPORATIVAS. II. SOBRE LA ESTRUCTURA FINANCIERA DE LA EMPRESA. III. CAPITAL RIESGO, *VENTURE CAPITAL* Y *PRIVATE EQUITY*: ¿UNA MERA CUESTIÓN TERMINOLÓGICA O CONFUSIÓN GÉNERO-ESPECIE? IV. OTRAS CARACTERÍSTICAS RELEVANTES DE LA ACTIVIDAD DE CAPITAL RIESGO. BREVE REFERENCIA A LAS ADQUISICIONES APALANCADAS (LBO). V. EL *VENTURE CAPITAL* Y LAS ESTRATEGIAS CORPORATIVAS DE CRECIMIENTO EXTERNO. VI. SOBRE EL PROCESO DE DESINVERSIÓN. VII. COMENTARIOS SOBRE LOS INCENTIVOS FISCALES. VIII. CONCLUSIONES. IX. FUENTES BIBLIOGRÁFICAS Y ENLACES DE INTERÉS.

*A la memoria de mi padre,  
Ing. José Luis Carnevali Peña*

## I. CONSIDERACIONES PRELIMINARES SOBRE LAS ESTRATEGIAS CORPORATIVAS

Desde hace varias décadas la necesidad de implementar estructuras organizativas que privilegien la adaptación a los cambios ha constituido una de las principales preocupaciones de los inversionistas y/o emprendedores<sup>1</sup>, hoy en día resulta simplemente ineludible. La vertiginosidad de los cambios hace que el anquilosamiento resulte uno de los primeros enemigos

---

<sup>1</sup> «(...) las empresas evolucionan con el paso de los años. No son pues, una realidad estática sino dinámica, que va cambiando de forma permanente debido a modificaciones en sus productos, en sus clientes, en sus competidores, en el área geográfica que actúa o en el tipo de actividades que desarrolla». IBORRA, M. *et al.* (2014) *Fundamentos de dirección de empresas*. (2ª ed.). Paraninfo, p. 124.

de las empresas<sup>2</sup>, ya que puede incentivar las actitudes inerciales en la mayoría de sus directivos. Tal y como señaló Richard Love, exdirectivo de Hewlett-Packard: «El ritmo de cambio es tan rápido que la capacidad para cambiar se ha convertido en una ventaja competitiva»<sup>3</sup>.

En el campo de las estrategias empresariales podemos distinguir entre aquellas de carácter global enfocadas al crecimiento de la empresa o corporativas y las que se centran en la obtención de ventajas competitivas en torno a un producto/servicio<sup>4</sup>. Tanto las estrategias corporativas como las competitivas deben responder a una visión omnicomprendensiva y girar en torno a una idea fija: *el cambio constante*, de donde surge la importancia de asumir y aplicar el concepto del *encaje (o fit)* según el cual deben estar perfectamente alineadas las estructuras organizativas de la empresa con los objetivos trazados, evitando que las mismas funjan como barreras u obstáculos para la consecución de éstos últimos.

Las estrategias corporativas afectan principalmente a la dirección del crecimiento de la empresa (por expansión o diversificación) y a su modalidad<sup>5</sup>, la cual puede responder a un

---

<sup>2</sup> En este trabajo se utilizará el término «empresa» para hacer referencia a la dirección unificada o coordinada de distintos tipos de recursos (humanos, económicos, tecnológicos, etc.) para la obtención de un beneficio, prescindiendo de la consideración de las formas jurídicas específicas que la misma puede asumir.

<sup>3</sup> Citado en: KOTLER, Philip y ARMSTRONG, Gary (2008). *Fundamentos de marketing*. (8ª ed.) Pearson Educación, p. 23.

<sup>4</sup> KOTLER, Philip y ARMSTRONG, Gary (2008). *Op. cit.*, p. 185. El concepto de ventaja competitiva ha sido estudiado a profundidad por Michael Porter, quien es conocido por el diseño del modelo de las 5 fuerzas (rivalidad entre competidores existentes, amenaza de nuevos competidores, poder de negociación de los proveedores, poder de negociación de los compradores y la amenaza de productos o servicios sustitutos).

<sup>5</sup> Para este tema se han extraído las ideas principales de: IBORRA, M. *et al.* (2014) *Op. cit.*, pp. 124 y ss.

enfoque interno, externo o híbrido. Sobre este último aspecto se hará un breve análisis:

- Crecimiento interno u orgánico: inversiones que se dan con carácter endógeno, trastocan las propias estructuras de la empresa, optimizándolas o incorporando nuevos factores de producción (*ad ex.* compra de maquinaria e infraestructura, ampliación de plantilla, etc.).
- Crecimiento externo o inorgánico: es el campo de las fusiones y adquisiciones empresariales (*mergers and acquisitions - M&A*). Más adelante se profundizará en este aspecto.
- Crecimiento híbrido: implica alianzas estratégicas y/o de cooperación empresarial. Se caracterizan por el mantenimiento de la autonomía de las empresas y por su carácter temporal.<sup>6</sup>

## II. SOBRE LA ESTRUCTURA FINANCIERA DE LA EMPRESA

Expuestos a grandes rasgos las características de las estrategias corporativas pasamos a aproximarnos al tema de la financiación de las actividades empresariales, para lo que resulta menester hacer referencia a las dos estructuras vertebrales

---

En los modelos híbridos pueden tener cabida las empresas conjuntas o *joint venture*, siempre que la intención de los contratantes no consista en la constitución de una entidad jurídica nueva (con autonomía patrimonial), de lo contrario se trataría de un modelo de crecimiento externo. Sobre la amplitud de este concepto y su operativa en la realidad jurídica italiana se puede consultar: ROSSI, G. y PROPERSI, A. (2016). *I consorzi*. Giufré Editore, donde los autores afirman que el término *joint venture* proviene del derecho estadounidense y que puede hacer referencia tanto a lo que se conoce como actividad conjunta empresarial encausada conforme a los tipos societarios tradicionales como a una «(...) fattispecie di tipo contrattuale non implicante la costituzione di un ente separato rispetto ai partecipanti, i quali, con il contratto, perseguono un fine congiunto, tale tipo di accordo non trova invece univoca definizione» (p. 8).

comunes a toda empresa, a saber: su estructura económica y su estructura financiera<sup>7</sup>. Cada una se vincula con la respuesta a las siguientes interrogantes: ¿cuáles son los medios de los que dispone la empresa para llevar a cabo su actividad o giro comercial? y, ¿cómo se han obtenido tales recursos? (su fuente).

Como podrá intuir el lector, estas dos estructuras básicas tienen su reflejo directo en los estados financieros, específicamente en el balance general o estado de situación financiera, compuesto por las tres masas patrimoniales **activos**, **pasivos** y **patrimonio neto**, que nos dan como resultado la conocida como ecuación patrimonial o igualdad contable básica (activos = pasivos + patrimonio neto). Los activos representan los medios o recursos dirigidos a la realización de la actividad empresarial y, por su parte, los pasivos y el patrimonio neto su financiación.

En tal sentido, el Plan General de Contabilidad<sup>8</sup> español define los activos como «bienes, derechos y otros recursos controlados económicamente por la empresa, resultantes de sucesos pasados, de los que se espera que la empresa obtenga beneficios o rendimientos económicos en el futuro»; los pasivos como «obligaciones actuales surgidas como consecuencia de sucesos pasados, para cuya extinción la empresa espera desprenderse de recursos que puedan producir beneficios o rendimientos económicos en el futuro. A estos efectos, se entienden incluidas las provisiones»; y el patrimonio neto corresponde a «la parte residual de los activos de la empresa, una vez deducidos todos sus pasivos. Incluye las aportaciones realizadas, ya sea en el momento de su constitución o en otros posteriores, por sus socios o propietarios, que no tengan la consideración

---

<sup>7</sup> Véase: MUÑOZ ORCERA, R. *et al.* (2021). *Fundamentos de contabilidad*. McGraw Hill, pp. 21-38.

<sup>8</sup> Real Decreto 1514/2007, de 16 de noviembre, consultado en: <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2007-19884>. Última visita en fecha 20/01/2024).

de pasivos, así como los resultados acumulados u otras variaciones que le afecten».

La principal característica de los pasivos (corrientes y no corrientes) es que representan una forma de financiamiento vinculada con terceros, es decir, ajenos a la estructura empresarial y que en el común de los casos responde a una forma jurídica societaria (*ad ex.* sociedades anónimas o sociedades de responsabilidad limitada). Dentro de los mismos podemos encontrar las obligaciones de pago de la empresa, principalmente vinculadas con proveedores de materias primas y/o de inmovilizado material, instituciones financieras por préstamos remunerados a corto y largo plazo, etc.

A diferencia de lo que ocurre con los pasivos, el patrimonio neto constituyere un modo de financiamiento propio, que a su vez admite la siguiente clasificación:<sup>9</sup>

- Según su permanencia (*v.gr.* capital social y reservas legales/estatutarias) o temporalidad (*v.gr.* resultados del ejercicio).
- Según su procedencia interna (resultados y reservas legales/estatutarias) o externa (*ad ex.* capital social y primas de emisión o asunción).

El capital social representa un valor nominal, esto es, no se corresponde directamente con ningún elemento patrimonial específico y constituye un expediente «técnico jurídico»<sup>10</sup> en

---

<sup>9</sup> Extraída de: MUÑOZ ORCERA, R. *et al.* (2021). *Fundamentos de contabilidad*. McGraw Hill, p. 35.

<sup>10</sup> Sobre el capital social como valor nominal y expediente técnico-jurídico se puede ver: GARCÍA-CRUCES, J. A. (2021). *Derecho de sociedades mercantiles*. (3ª ed.). Tirant lo Blanch, pp. 90-93. Allí el autor enfatiza la función del capital social como «cifra de retención sobre el movimiento patrimonial de la sociedad» y que, al fungir como parte integrante de la estructura financiera de la empresa, se explica que su tratamiento contable similar al de un pasivo. En el mismo sentido se expresa Miguel TRÍAS en: «La problemática de asistencia financiera». Trías Sagnier, M.

base al cual se articulan una serie de consecuencias jurídicas fundamentales dentro de las denominadas sociedades de capital. En ellas destaca la primacía del componente patrimonial sobre el personal<sup>11</sup> (típico en las sociedades de personas), siendo el ejemplo paradigmático la sociedad anónima.

Sin ánimos de exhaustividad podríamos indicar algunas notas distintivas del capital social<sup>12</sup> a la luz de su tratamiento jurídico, a saber:

- Configura el patrimonio inicial de la sociedad.
- Cumple una función de garantía patrimonial en las relaciones *ad extra* de la sociedad.
- Estará dividido en acciones o participaciones (según el tipo específico de sociedad de capital), representando las mismas sus «partes alícuotas, indivisibles y acumulables»<sup>13</sup>. Este punto resulta de vital importancia ya que es la base de la configuración de los derechos económicos de los socios (*v.gr.* dividendos y resultados de la liquidación) así como de los conocidos como «derechos políticos» o de participación en los órganos sociales, cuyos perfiles están previamente delineados por la

---

(Coord.). (2006). *Régimen jurídico y tributario del capital riesgo en España*. Marcial Pons, p. 173.

- <sup>11</sup> Sin embargo, las sociedades de responsabilidad limitada presentan diversos aspectos que atemperan o matizan dicha afirmación. Su estudio pormenorizado no puede ser abordado en este lugar pero se harán algunas alusiones más adelante. Dada su poca relevancia para las conclusiones de la presente investigación no se hará referencia a las sociedades comanditarias por acciones.
- <sup>12</sup> Un estudio pormenorizado sobre capital social y de las funciones tanto internas como externas que cumple se puede ver en: GARCÍA-CRUCES, J. A. (2021). *Op. cit.*, pp. 89-105.
- <sup>13</sup> Artículo 90 de la Ley de Sociedades de Capital (LSC) española (Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital), disponible en: <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2010-10544>. Última consulta realizada el 19/01/2025.

legislación bajo un esquema de mínimos, procurando dejar cierto margen de maniobra al régimen estatutario o, lo que es lo mismo, a la autonomía de la voluntad.

- En principio, cada acción o participación se corresponde a una aportación del socio al patrimonio social, que según el tipo social de que se trate debe ser suscrito y pagado en su totalidad en el momento de la constitución societaria, como es el caso de la sociedad de responsabilidad limitada, o suscrito en su totalidad y pagado solo en un porcentaje, pudiéndose diferir el cumplimiento total de la aportación como se admite para las sociedades anónimas (el caso de los llamados *dividendos pasivos*).

Expuestas *grosso modo* algunas características del capital social pasamos a señalar cómo dicho concepto adquiere particular relevancia en cuanto al capital riesgo como forma de financiación.

### III. CAPITAL RIESGO, VENTURE CAPITAL Y PRIVATE EQUITY: ¿UNA MERA CUESTIÓN TERMINOLÓGICA O CONFUSIÓN GÉNERO-ESPECIE?

La actividad de capital de riesgo entendida básicamente como la obtención de financiamiento con cargo a los eventuales —e inciertos— beneficios empresariales es de vieja data. Hay quienes para explicar sus orígenes se remontan a las expediciones marítimas de Cristóbal Colón llevadas a cabo conforme a las Capitulaciones de Santa Fe del 17 de abril de 1492, o incluso mucho antes<sup>14</sup>. Lo cierto es que su mayor desarrollo y

---

<sup>14</sup> Vid. HERNÁNDEZ BENGOA, Andoni. «El capital riesgo en España». Trías Sagnier, M. (Coord.). (2006). *Régimen jurídico y tributario del capital riesgo en España*. Marcial Pons, p. 34. En el prólogo de dicha obra Emilio Cuatrecasas Figueras hace similares consideraciones. Del mismo modo se pueden ver los comentarios que hace al respecto Rafael DEL CASTILLO IONOV en: *Las operaciones de capital-riesgo: nuevas formas de financiación*. Aranzadi, p. 24. Un *excursus* histórico sobre la evolución de esta figura

refinamiento ha tenido lugar en el mundo anglosajón, motivo por el cual la mayoría de los términos empleados en la literatura sobre la materia vienen directamente del inglés, lo que ha traído como consecuencia dificultades al tratar de ubicar términos de la lengua española que hagan referencia a conceptos equivalentes.

Señala la doctrina que capital riesgo es una «traducción poco afortunada del término inglés *venture capital*» ya que hace énfasis exclusivamente en lo que parecer ser su aspecto negativo, esto es, el riesgo asociado a la inversión en proyectos empresariales<sup>15</sup> y que no es exclusivo para este tipo de actividad, sino común a todos los emprendimientos o formas de inversión que aparezcan el riesgo de pérdidas. En ese sentido, saltan a la vista los siguientes 2 aspectos definitorios del capital riesgo: a) es una forma de financiamiento de actividades empresariales, y b) su retribución está asociada a un componente dotado de cierta variabilidad, la ventura —o desventura— de la empresa.

Ahora bien, son varias las formas de financiamiento que implican, o pueden implicar, alguna forma de participación del acreedor en los beneficios; a modo de ejemplo podríamos citar el caso de la capitalización de deuda<sup>16</sup>, donde podemos incluir

---

no puede ser abordado en el presente trabajo, para ello se sugiere dicha bibliografía.

- <sup>15</sup> Vid. Miguel TRÍAS en: «La importancia del capital riesgo para el desarrollo económico». Trías Sagnier, M. (Coord.). (2006). *Op. cit.*, pp. 17 y 18.
- <sup>16</sup> La capitalización de deuda es un tema extenso que excede los límites propuestos para esta investigación introductoria; baste recalcar que es una figura que comporta el refinanciamiento de una deuda perfeccionada previamente (supone un vínculo obligacional), así como la posterior restructuración del balance de la empresa por ampliación del capital social y reducción del pasivo (generalmente de carácter no corriente por tratarse de deudas a largo plazo). Su puesta en práctica dependerá del interés del acreedor de participar de los beneficios a través de mecanismos retributivos de renta variable, de factores como deficientes flujos de caja de la empresa deudora que le dificulten atender a sus

a los préstamos convertibles y la emisión de instrumentos de deuda convertibles en acciones (posibilidad negada para las sociedades de responsabilidad limitada). Además, podríamos mencionar el préstamo participativo<sup>17</sup>, el *revenue based financing (RBF)*<sup>18</sup> e incluso la cuenta en participación en cuanto aporte del partícipe al gestor, con cargo a los beneficios de la empresa.

Por su parte, al capital riesgo se le suelen asociar algunas características que pueden ser comprendidas más fácilmente si se aprecian desde dos puntos de vista. Por una parte, como inversión directa y de carácter temporal en instrumentos de patrimonio; y, por otra, como una vía de financiamiento que no obedece al esquema obligacional típico del préstamo remunerado.

Sin embargo, esta aproximación solo serviría para explicar una parte de la actividad asociada al capital riesgo, particularmente aquella vinculada a la participación en empresas emergentes (*seed capital* y *start-ups*), que suelen presentar dificultades para acceder a recursos a través de las instituciones financieras tradicionales. De esta forma se dejaría por fuera

---

pasivos y del nivel de relevancia que otorguen los accionistas a un potencial riesgo de dilución.

<sup>17</sup> Aunque la legislación española concede la posibilidad a las entidades de capital riesgo de otorgar préstamos participativos como actividad complementaria a su objeto principal, incluso a empresas no participadas bajo ciertas condiciones, esta actividad no puede ser considerada como de capital riesgo en sentido estricto, ya que, tal y como se detallará mas adelante, no implica participación directa en el capital social de la empresa financiada ni se prevén mecanismos de control en sus órganos sociales. Usualmente constan de un interés fijo y necesariamente de uno variable en base a resultados de «(...) ventas, beneficios o cualquier otra magnitud ligada a la evolución» de la actividad o giro comercial del deudor. GRIMA FERRADA, J. «El régimen legal de las entidades de capital riesgo en España». Trías Sagnier, M. (Coord.). (2006). *Op. cit.*, p. 64.

<sup>18</sup> *Vid.* CASTILLO IONOV, R. del (2022). *Op. cit.*, p. 172-174. La nota distintiva de esta forma de financiamiento es la de su amortización en base a un porcentaje fijo sobre resultados.

todo un elenco de operaciones que, además de ser bastante frecuentes, suelen ser de una gran envergadura<sup>19</sup>, como es el caso de los *buy-outs*, que pueden tener como protagonistas empresas maduras en fase de expansión o, inclusive, aquellas que estén en riesgo de afrontar un procedimiento concursal (*turnaround capital*).

Además de encontrar operaciones en las que se puede verificar una mera sustitución (*replacement*) a través de la compra-venta de acciones o participaciones sociales a los socios preexistentes, en los *buy-outs* se presentan estrategias de adquisición que terminan inyectando deuda en la empresa participada.<sup>20</sup>

Lo anterior no obsta para que, en aras de la claridad conceptual, se establezcan los elementos definitorios o necesarios de la actividad de capital riesgo como categoría general: el establecimiento de una empresa objetivo sobre la cual se adquiere una participación temporal en el capital social y distintos grados de control sobre sus órganos sociales (Junta general y Consejo de Administración de ser el caso) dependiendo de las estrategias trazadas en base a la fase de madurez en la que se encuentre la empresa participada. Entonces tendríamos tres fases comunes a este tipo de operaciones<sup>21</sup>: 1) Inversión o entrada (precedida de la selección del *target* a través de su valoración y, de ser posible, la realización de un *due diligence*,<sup>22</sup> 2) fase de

---

<sup>19</sup> La adquisición de RJR Nabisco por parte de la operadora de capital riesgo Kohlberg Kravis Roberts (KKR) en 1989 es un ejemplo paradigmático, movilizandando la impresionante cifra de 25.000 millones de dólares. En ese sentido ver: CASTILLO IONOV, R. del *Op cit.*, p. 27 y 28.

<sup>20</sup> Es el caso de las adquisiciones apalancadas o *leveradge buy-outs (LBO)*. Vid. GRIMA FERRADA, J. *Op. cit.*, p. 60 y ss., de donde se han extraído los aspectos fundamentales para desarrollar esta argumentación. Sobre este tipo de adquisiciones se harán algunas consideraciones más adelante.

<sup>21</sup> Vid. CASTILLO IONOV, R. del (2022). *Op. cit.*, pp. 66 y ss.

<sup>22</sup> Se entiende que si es una empresa en una etapa inicial la prioridad del estudio se centrará en valorar la viabilidad del proyecto basándose en determinadas ideas y modelos de negocio más que en largas auditorías o de revisiones exhaustivas de aspectos jurídicos, financieros, etc.

desarrollo o generación de valor a través del control (variable) y de la gestión, y 3) en virtud de su temporalidad, encontramos la fase de salida o desinversión.

Una vez establecidas ciertas características comunes, corresponde ahora hacer mención de los aspectos diferenciadores, los cuales se han venido asimilando también en los países de tradición jurídica continental (el denominado *civil law*) a través de la distinción propia del derecho anglosajón entre *venture capital* para las empresas objetivo en fases iniciales y *buy-out capital* para empresas más maduras o consolidadas. Ello aunque en la práctica se siga empleando el término «capital riesgo» dada su común utilización inclusive en el propio ordenamiento jurídico español<sup>23</sup>, por lo que podría seguir empleándose sin inconvenientes siempre y cuando se tenga claro el contexto hasta que la misma caiga en desuso.

En tal sentido, siguiendo a Rafael del Castillo Ionov podemos asegurar que «toda industria que se encuentre en un estado avanzado de desarrollo utiliza el término *private equity* como figura que englobaría todas y cada una de las operaciones que, en España y sin distinciones especiales, entendemos por capital-riesgo. *Private equity = venture capital + buy-out capital*». <sup>24</sup> Han habido intentos de popularizar un término equivalente al de *private equity* en lengua española, como podría serlo el de «capital privado», pero no parece del todo satisfactorio, ya que *private* suele emplearse en lengua inglesa en distintos contextos, tanto para excluir la alusión al capital de titularidad estatal como para hacer referencia a la inversión en instrumentos no cotizados, que como se verá, es característico de esta actividad mas no esencial.<sup>25</sup>

---

<sup>23</sup> Vid. RECONDO PORRÚA, R. (2024). *Estructura y dinámica del mercado de capital riesgo*. (2ª ed.). Tiran lo Blanch, pp. 32 y 33.

<sup>24</sup> CASTILLO IONOV, R. del (2022). *Op. cit.*, pp. 57 y 58.

<sup>25</sup> Tanto del Castillo Ionov como Recondo Porrúa hacen referencia a estos aspectos en los últimos lugares citados. Sin embargo, más allá de

Por su parte, la ley especial que regula la materia establece que el objeto principal de los entes que desarrollen esta actividad «consiste en la toma de participaciones temporales en el capital de empresas de naturaleza no inmobiliaria ni financiera que, en el momento de la toma de participación, no coticen en el primer mercado de bolsas de valores o en cualquier otro mercado regulado equivalente de la Unión Europea o del resto de países miembros de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos.»<sup>26</sup> Surge así otro aspecto relevante dentro de la actividad del capital riesgo como lo es la participación en sociedades no cotizadas, aunque la evolución legislativa ha admitido a las cotizadas siempre y cuando sean excluidas de cotización dentro de los doce meses siguientes a la toma de participación *ex* artículo 9.2.a) de la LECR.<sup>27</sup>

Son dos los vehículos a través de los cuales se pueden llevar a cabo este tipo de operaciones y están comprendidos bajo el rótulo de «entidades de capital riesgo» (ECR), a saber: las

---

asuntos terminológicos, a nivel legislativo se ha implementado la figura de las ECR-PYME para fomentar las inversiones en empresas en fases tempranas, actividad propia del *venture capital*. *Vid.* Artículos 20 y 21 de la Ley 22/2014, de 12 de noviembre (en adelante LECR). Disponible en: <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2014-11714>. (última consulta realizada en fecha 21/01/2025).

<sup>26</sup> Artículo 9 de la Ley 22/2014, de 12 de noviembre. Disponible en: <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2014-11714>. (última consulta realizada en fecha 21/01/2025). Sobre las distinciones entre mercados primarios y secundarios se puede consultar el manual sobre el Mercado de valores y los productos de inversión de la Comisión Nacional del Mercado de Valores de España, disponible en: <https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Publicaciones/Guias/ManualUniversitarios.pdf>

<sup>27</sup> *Vid.* MARTÍNEZ RODRÍGUEZ, I. «Las Sociedades de Capital-Riesgo y su operativa». Martínez-Echeverría y García de Dueñas, A. (Dir.). (2012). *El Capital-Riesgo: su Operativa*. Aranzadi, pp.40-43. Asimismo, sobre la exclusión de cotización (operaciones *public to private*) ver: AGUAYO, J. A. «Ofertas públicas de adquisición de sociedades cotizadas y exclusión de negociación. *Public to private*». Trías Sagnier, M. (Coord.). (2006). *Op. cit.*, p. 251-267.

sociedades de capital riesgo (SCR) y los fondos de capital riesgo (FCR), estos últimos al carecer de personalidad jurídica dependerán para su dirección y administración de una sociedad gestora de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado (SGEIC) o una sociedad gestora de instituciones de inversión colectiva (SGIIC) de acuerdo con ciertas exigencias adicionales.<sup>28</sup> Es importante resaltar que la utilización de tales vehículos está sujeta a un régimen de autorización y registro por parte de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), la cual además de emitir normativa en materia contable para las ECR, ejerce funciones de supervisión, inspección y aplicación del régimen sancionatorio.

La implementación tanto de la figura de la autorización administrativa como del registro supone un mecanismo típico de control/intervención *ex ante* por parte de la Administración. Siguiendo a Rodríguez Font (2024)<sup>29</sup>, a raíz de los procesos de simplificación y liberalización impulsados desde la Unión Europea<sup>30</sup>, el mantenimiento de los distintos regímenes de autorización sólo podrá deberse a una «razón imperiosa de interés general», procurándose una mayor implementación de

---

<sup>28</sup> También se incluyen las SCR-PYME y los Fondos de Capital Riesgo Europeos como subcategorías específicas. El texto legal vigente ya no prevé la figura de las sociedades gestoras de entidades de capital riesgo (SGEGR). En el caso de las SCR, las mismas pueden optar por la autogestión o por delegar la gestión financiera de sus activos en una sociedad gestora (SGEIC o una SGIIC bajo ciertas especificidades). Para un estudio detallado del régimen jurídico de cada ECR se remite al lector a la bibliografía citada en este trabajo, especialmente: GRIMA FERRADA, J. «El régimen legal de las entidades de capital riesgo en España». Trías Sagnier, M. (Coord.). (2006). *Op. cit.*, pp. 51 -93.

<sup>29</sup> RODRÍGUEZ FONT, M. (2024) «Actividad de ordenación y control». Darnaculleta Gardella, M. M. y Velasco Caballero, F. (Dirs.). *Manual de derecho administrativo*. Marcial Pons, pp. 553-568.

<sup>30</sup> En especial por la influencia de la Directiva 2006/123/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, del 12/12/2006, relativa a los servicios en el mercado interior (DSMI).

mecanismos de control *ex post* como las comunicaciones y declaraciones responsables<sup>31</sup>.

Sin duda estamos ante una actividad con un importante grado de control, homologable al resto de entidades o sujetos que actúan en los mercados financieros, tal y como se desprende del Preámbulo de la referida LECR.

#### IV. OTRAS CARACTERÍSTICAS RELEVANTES DE LA ACTIVIDAD DE CAPITAL RIESGO. BREVE REFERENCIA A LAS ADQUISICIONES APALANCADAS (LBO)

Tal y como se señaló anteriormente, existen ciertas operaciones que tienen como objetivo la toma de una participación mayoritaria (o del 100%) en empresas maduras<sup>32</sup> y que se caracterizan por requerir ingentes sumas de recursos económicos. A diferencia de lo que ocurre en las operaciones de *venture capital*, un rasgo característico de este tipo de operaciones es que usualmente no pueden ser asumidas exclusivamente por los operadores de capital riesgo, por lo que entran en juego diversos instrumentos de financieros<sup>33</sup>. De esta operativa surgen

---

<sup>31</sup> Aunque doctrinaria y jurisprudencialmente se han hecho esfuerzos por perfilar el concepto, se sigue sosteniendo su carácter «dinámico». Allende consideraciones críticas, la referencia al «interés general», como paradigma dentro de los conceptos jurídicos indeterminados o «conceptos válvula», puede deberse a una técnica de «indeterminación intencional» (en palabras de Kelsen). Por lo tanto, su contenido y alcance será difícil de precisar *a priori*, sino que irá concretándose en atención a lo que las distintas autoridades dotadas de poderes jurídicos normativos consideren oportuno en cada momento.

<sup>32</sup> En esta oportunidad no se abordará el supuesto de la adquisición de empresas para implementar procesos de reestructuración por problemas de solvencia o *turnaround capital*.

<sup>33</sup> Es común en estos casos observar una conjunción de formas de deuda garantizada (*senior debt*), deuda subordinada (*junior* y *mezzanine debt*) y fondos propios (*equity*). Dado el requerimiento de reunir grandes sumas de dinero, no es infrecuente la práctica de los denominados

las denominadas adquisiciones con apalancamiento financiero o *leveraged buy-outs* (LBO)<sup>34</sup>.

Su implementación usualmente inicia con la constitución de una sociedad vehículo<sup>35</sup> o *NewCo.*, la cual *prima facie* sería la destinataria de los recursos provenientes de los operadores de capital riesgo (*equity*) y quien asumiría la deuda (*debt*) con miras a la adquisición de la empresa objetivo o *target*, produciéndose luego de cumplidos ciertos plazos y expectativas la fusión de ambas entidades con el fin de respaldar el cumplimiento de las obligaciones asumidas «para adquirir la sociedad con los propios activos de ésta y, en particular, conseguir que los flujos de caja que genere la sociedad adquirida se puedan destinar, con carácter prioritario y sin estar sujetos a la más estricta regulación del reparto de dividendos, a amortizar la deuda contraída por la sociedad vehículo para comprarla».<sup>36</sup>

La fusión en cuestión, como proceso de modificación estructural societaria, se puede dar a través de la constitución de una sociedad nueva o bien por absorción. Esta última modalidad admitiría a su vez una subclasificación atendiendo a cuál de las dos entidades sería la absorbente y cuál la absorbida (*forward merger LBO* o *reverse merger LBO*). A pesar de que el resultado práctico es en esencia el mismo al producirse una

---

«créditos sindicados» y los convenios entre acreedores (acuerdo *inter-creditor*) para definir con suficiente antelación y claridad las relaciones entre los acreedores y el orden de prelación de pagos en caso de insolvencia o liquidación (con especial atención a las limitaciones y requisitos de la legislación en materia concursal). PAYÁ PUJADÓ, A. y MARTÍNEZ MAROTO, F. «El sistema contractual». Trías Sagnier, M. (Coord.). (2006). *Op. cit.*, pp. 241-246.

<sup>34</sup> Para una clasificación de las operaciones de capital riesgo por razón de los sujetos intervinientes (MBO, MBI, BIMBO, IBO, SBO) ver: CASTILLO IONOV, R. del (2022). *Op. cit.*, pp. 74-78.

<sup>35</sup> Se evita la utilización de la expresión «sociedad instrumental» dadas las connotaciones que posee en materia fiscal y de legitimación de capitales, lo cual no guarda relación con el objetivo perseguido en estos casos.

<sup>36</sup> *Vid.* PAYÁ PUJADÓ, A. y MARTÍNEZ MAROTO, F. *Op. cit.*, p. 239.

confusión de patrimonios por sucesión universal, se suele optar por la absorción de la *NewCo.* por parte de la entidad *target* (*reverse merger*).<sup>37</sup>

Este *modus operandi* produce el efecto de que la *target* absorbente (o en todo caso la entidad resultante) deba incorporar a su estructura financiera pasivos en los que incurrió la *NewCo.* para efectuar la compra de una de las partes de la fusión, lo cual ha traído interesantes debates en torno a la problemática de la asistencia financiera para la adquisición de las acciones o participaciones propias<sup>38</sup>, ya que hay quienes afirman que podría tratarse de conductas verificadas en fraude de ley, al emplearse un complejo andamiaje jurídico y financiero amparado por normas de cobertura, con el fin de obtener los resultados que la norma defraudada busca impedir.<sup>39</sup> Estos debates han

---

<sup>37</sup> Paráfrasis de lo expuesto por Rafael DEL CASTILLO IONOV en: *Las operaciones de capital-riesgo: nuevas formas de financiación*. Aranzadi, pp. 138 y 139.

<sup>38</sup> Un estudio pormenorizado acerca de los negocios sobre las acciones y participaciones propias (conocidos como de autocartera), así como de la problemática de la asistencia financiera se puede ver en: MORILLAS JARILLO, María J. (2023). *La autocartera y los negocios afines de las sociedades de capital*. Marcial Pons. Existen similitudes con el caso de las acciones en tesorería previstas en el ordenamiento jurídico venezolano.

<sup>39</sup> Sobre este particular Miguel Trías Sagnier afirma que «el resultado de la operación se parece muy poco a lo que la ley pretende prohibir, ya que la sociedad no tendrá ningún crédito contra sus socios anotado en el balance, ni habrá asumido ningún tipo de obligación equiparable a las obligaciones de garantía que la ley prohíbe. Sencillamente porque la operación es de naturaleza y función económica totalmente diversa». *Vid.* «La problemática de la asistencia financiera». Trías Sagnier, M. (Coord.). (2006). *Op. cit.* p. 173. Por su parte, S. Álvarez Royo-Villanova, señala que «lo importante es que la empresa termina pagando la deuda, ya sea manteniendo su estructura societaria, ya sea después de integrarse en la estructura de la adquirente, que a estos efectos no es más que una cáscara vacía en la que se incluye la empresa». P. 431. «Fusión apalancada y capital riesgo: Su relación con la Prohibición de Asistencia Financiera y su Régimen en la Ley de Modificaciones Estructurales». Martínez-Echeverría y García de Dueñas, A. (Dir.). (2012). *El Capital-Riesgo: su Operativa*. Aranzadi, p. 431.

sido reavivados tras la incorporación de una norma que prevé el caso de las fusiones apalancadas, en concreto el actual artículo 42 (antes artículo 35, del que se han efectuado alteraciones) de la Ley de Modificaciones Estructurales (LME)<sup>40</sup>, que hace referencia al «(..) caso de fusión entre dos o más sociedades, si alguna de ellas hubiera contraído deudas en los tres años inmediatamente anteriores para adquirir el control de otra que participe en la operación de fusión o para adquirir activos de la misma esenciales para su normal explotación o que sean de importancia por su valor patrimonial...».

## V. EL VENTURE CAPITAL Y LAS ESTRATEGIAS CORPORATIVAS DE CRECIMIENTO EXTERNO

Ya hemos apuntado antes que las operaciones de *venture capital* se orientan generalmente a empresas en fases iniciales (*seed* o *start-up*) o incluso intermedias (*growth* o *build-up*); se caracterizan en la mayoría de los casos por el empleo casi exclusivo de fondos propios (*equity*) sin apalancamiento (*debt*). Representan una fuente alternativa de financiamiento para aquellas empresas que tienen dificultades para acceder a mecanismos tradicionales (como podrían ser préstamos a largo plazo) o, dados los diversos estándares a cumplir y las exigencias burocráticas, a los mercados de valores.

Usualmente, dependiendo de la fase en la que nos encontremos, el operador de capital riesgo podría participar en la constitución de la empresa junto con los promotores o inyectar recursos a través de la compra de acciones o participaciones en el marco de una ampliación de capital social de la empresa objetivo. Se entiende que la preferencia por un tipo societario específico dependerá de las distintas estrategias en juego ya que, si bien la sociedad anónima se caracteriza por la representación

---

<sup>40</sup> Real decreto-ley 5/2023 de 28 de junio. Disponible en: <https://www.boe.es/buscar/doc.php?id=BOE-A-2023-15135>. (Última visualización en fecha 22/01/2025). Un análisis al respecto excede los límites propuestos para el tema central de esta investigación introductoria.

de las acciones —en cuanto valores mobiliarios— a través de títulos negociables o anotaciones en cuenta, facilitando así su transmisibilidad; la sociedad de responsabilidad limitada podría presentar algunas ventajas. Entre ellas encontramos la matización del principio de proporcionalidad entre el derecho de voto y el nivel de la participación en el capital social<sup>41</sup>. Del mismo modo, no es inusual la celebración de acuerdos entre socios (los conocidos «pactos parasociales») con sus limitaciones inherentes y la emisión de acciones y participaciones sin voto, las cuales permiten a los inversionistas disfrutar de ciertas ventajas<sup>42</sup>.

En todo caso será fundamental evaluar los intereses en juego y elegir la vía más adecuada dentro de las posibilidades y limitaciones que ofrece el derecho societario, llegándose en muchos casos a un verdadero «sistema contractual» para

---

<sup>41</sup> Es el caso de las participaciones con voto plural o múltiple, cuya posibilidad deja abierta el artículo 188.1 de la Ley de Sociedades de Capital. Esta disposición admite que, a través de los estatutos sociales o sus modificaciones, se otorgue un mayor poder de influencia en la toma de decisiones a determinados socios, aun cuando su participación en el capital social no sea proporcionalmente tan relevante. *Vid.* PICANYOL ROIG, E. y GARROFÉ PUJOL, A. «La financiación de los proyectos empresariales en expansión». Trías Sagnier, M. (Coord.). (2006). *Op. cit.* pp. 105-106

<sup>42</sup> «La finalidad a la que responde la emisión de estas acciones y participaciones sin voto parece encontrarse en lograr un instrumento de inversión en sociedades de capital que permita conciliar dos intereses. De un lado, el interés por no participar en las decisiones sociales, de modo que los potenciales inversores pueden llevar a cabo su inversión cuando no deseen participar de la vida social mediante el ejercicio de sus derechos de asistencia y voto en la junta general. Pero, también, una inversión de este tipo habría de ser incentivada, razón que explica que la rentabilidad que pudiera obtenerse por esos potenciales inversores fuera mayor a la que pudiera proporcionar la suscripción de acciones o participaciones provistas de tales derechos,» GARCÍA-CRUCES, J. A. (2021). *Op. cit.*, p. 243. Dentro de lo privilegiados que encierran este tipo de acciones y participaciones uno de los principales es el dividendo preferente (con carácter acumulativo).

intentar cubrir la enorme cantidad de factores involucrados y prevenir en la medida de lo posible potenciales riesgos.<sup>43</sup>

En principio, la actividad de invertir en empresas emergentes puede ser llevada a cabo por cualquier persona, y los mecanismos dependerán de si se desea invertir en renta variable a través de instrumentos de patrimonio, conceder préstamos participativos, RBF, etc.; por ello es cada vez más frecuente encontrar formas alternativas de financiamiento en estas fases iniciales del desarrollo de las empresas, como los *business angels*, *pledge funds* y el *crowdfunding*<sup>44</sup>. En oportunidades tales métodos han sido calificados como una suerte de capital riesgo «informal» para diferenciarlo del «formal o institucional» — ampliamente regulado — del cual formarían parte las entidades de capital riesgo (ECR). En un primer momento esto podría generar dudas acerca de los motivos por los cuales podría ser recomendable optar por el capital riesgo formal o institucional.<sup>45</sup>

Para intentar arrojar un poco de luz sobre este tema es necesario remitirnos a la definición legal de las ECR como aquellas «entidades de inversión colectiva de tipo cerrado que obtienen capital de una serie de inversores mediante una actividad comercial cuyo fin mercantil es generar ganancias o

---

<sup>43</sup> Una destacable sistematización, desde las conversaciones iniciales y la fase preparatoria hasta posibles mecanismos de salida (desinversión) se puede ver en: PAYÁ PUJADÓ, A. y MARTÍNEZ MAROTO, F. «El sistema contractual». Trías Sagnier, M. (Coord.). (2006). *Op. cit.*, pp. 177-247.

<sup>44</sup> Sobre la financiación participativa o *crowdfunding*, ver: CASTILLO IONOV, R. del (2022). *Op. cit.*, pp. 90-94.

<sup>45</sup> *Vid.* GRIMA FERRADA, J. *Op. cit.*, pp. 58 y 59; y, CASTILLO IONOV, R. del (2022). *Op. cit.*, pp. 81 y 114, quienes resaltan el beneficioso régimen tributario como motivo principal. En el propio preámbulo de la LECR se admite que se han hecho algunas flexibilizaciones en relación con el régimen anterior, procurando favorecer las operaciones de *venture capital* que han ido siendo desplazadas por parte de las adquisiciones apalancadas o *leveraged buy-outs* (LBO).

rendimientos para los inversores y cuyo objeto principal»<sup>46</sup> ha sido delimitado previamente.

Es decir, ya que las operaciones de capital riesgo comportan el ejercicio de una actividad financiera sometida a autorización y a una cercana supervisión<sup>47</sup>, se intenta dar una mayor confianza en estos vehículos de inversión a potenciales inversionistas y emprendedores o promotores. Además, las entidades de capital riesgo cuentan con equipos especializados en brindar asesoría en varios niveles a la empresa participada, ya que su finalidad no es otra que la de generar valor y que la inversión resulte lo más rentable posible<sup>48</sup>. No se debe pasar por alto que las ECR tienen acceso a un régimen tributario beneficioso diseñado para incentivar esta forma alternativa de financiamiento, como se detallaré más adelante.

No es baladí el papel que ha jugado el capital riesgo en la formación y crecimiento de importantes empresas en las últimas décadas, «a finales de los 90, la industria de *venture capital* comenzó a invertir provechosamente en empresas tecnológicas con gran proyección de futuro dando lugar al despegue, entre otras, de las famosas *Amazon.com*, *America Online (AOL)*, *E-Bay*,

---

<sup>46</sup> Artículo 3 de la LECR.

<sup>47</sup> La política de inversiones de las ECR está sujeta al cumplimiento de coeficientes obligatorios, es decir, que parte de la política de inversión está delimitada *ex lege*. El coeficiente libre les permita cierta diversificación de cartera.

<sup>48</sup> El tiempo es un factor fundamental y los estándares de los inversores suelen ser altos, por lo que las SCR y las sociedades gestoras usualmente tienen premura por acelerar la rentabilidad de las inversiones en pocos años a través de la gestión de equipos altamente cualificados. Sarcásticamente suele hablarse de que cuentan con solo «una bala en la recámara». *Vid.* PAYÁ PUJADÓ, A. y MARTÍNEZ MAROTO, F. *Op. cit.*, p. 231.

*Macromedia, Sun Microsystems y Yahoo!*.»<sup>49</sup> Esta tendencia sobre el sector tecnológico se ha mantenido relativamente estable.<sup>50</sup>

Es precisamente debido al rol que desempeña el capital riesgo en su vertiente de *venture capital* el que adquiere suma importancia dentro de las estrategias corporativas de crecimiento externo que, como se señaló al comienzo, comportan una serie de operaciones usualmente englobadas dentro de la categoría de fusiones y adquisiciones o *M&A*, ya que se emplean vehículos de inversión para la adquisición de participaciones y el control (variable) de otras empresas. De esta forma se les permite identificar y aprovechar oportunidades de inversión en innovaciones disruptivas.

Para ilustrar mejor esta operativa podemos hacer referencia al caso de la compañía Repsol, la cual desde hace varios años ha venido apostando por esquemas de innovación abierta<sup>51</sup> en *star-tups* a través de su fondo de inversión

---

<sup>49</sup> CASTILLO IONOV, R. del (2022). *Op. cit.*, pp. 28 y 29.

<sup>50</sup> Según el Informe de Actividad elaborado en mayo de 2024 por Spain-Cap (anterior ASCRI), asociación que agrupa a entidades de *private equity* en España, desde un punto de vista sectorial se puede apreciar que para el año 2023 el sector informático siguió siendo importante, siendo receptor del 18,8% de los recursos invertidos provenientes de fondos internacionales, seguido por energía/recursos naturales con un 16%. Asimismo, advierten de una reducción de un 58% en el volumen de las inversiones específicas de *venture capital* en start-ups españolas en comparación con los años 2022 y 2021. Dicho informe está disponible para su descarga en: <https://www.spaincap.org/storage/documents/September2024/awKxxjFpMtF BKqde6nWL.pdf>

<sup>51</sup> «En la innovación abierta (...) se aprovechan las sinergias que se generan entre los empleados de una corporación y los conocimientos externos del mercado, mientras que en la innovación cerrada no se toman en cuenta otros agentes de la sociedad como podrían ser proveedores o consumidores. Durante muchos años esta ha sido la forma tradicional de gestionar proyectos de innovación». *Vid.* <https://www.repsol.com/es/energia-futuro/tecnologia-innovacion/tipos-de-innovacion/index.cshtml>. (Última visualización hecha el 22/01/2025). Se suele decir que los diversos modelos de innovación abierta son eficaces

corporativo llamado Repsol Corporate Venturing y del fondo de capital riesgo Net Zero Ventures (en alianza estratégica con la SGEIC Suma Capital) para «abarcar mayores oportunidades en la detección y escalado de tecnologías para avanzar en la transformación de la industria y la transición energética», y acompañar «a empresas que desarrollan tecnologías orientadas a la descarbonización y a la economía circular para fomentar su crecimiento, su expansión internacional y acelerar su aplicación a escala industrial». <sup>52</sup> Asimismo, cuenta con el respaldo de más de 200 científicos especializados del Repsol Technology Lab, donde además se brinda soporte técnico, logístico, científico y a nivel de infraestructura, para testear y validar las diversas tecnologías desarrolladas por las *start-ups* pertenecientes a su programa de *corporate venturing*, incorporando componentes de digitalización, robótica e inteligencia artificial. <sup>53</sup>

## VI. SOBRE LAS VÍAS DE DESINVERSIÓN

La vocación de temporalidad de las inversiones realizadas por los operadores de capital riesgo (usualmente entre 3 y 10 años), que como se mencionó anteriormente es una de sus principales características, necesariamente nos lleva a exponer

---

para contrarrestar los efectos perjudiciales de las actitudes inerciales, que desembocan en una suerte de solipsismo corporativo. En ese sentido también se puede ver el artículo titulado «Innovación abierta contra el síndrome “nunca se han hecho las cosas así”» escrito por Santiago Cantalapiedra Alcobeda y publicado en la página web de la divulgadora Openexpo Europe; disponible en: <https://openexpo-europe.com/es/innovacion-abierta-contra-el-sindrome-nunca-se-han-hecho-las-cosas-asi/> (Última visita el 21/01/2025).

<sup>52</sup> Vid. <https://www.repsol.com/es/sala-prensa/notas-prensa/2024/sc-net-zero-ventures-capta-125-millones-euros-primer-cierre-inversion-impulsar-transicion-energetica/index.cshtml>. (última visualización en fecha 22/02/2025).

<sup>53</sup> Paráfrasis de la información publicada por la compañía en: <https://www.repsol.com/es/tecnologia-digitalizacion/corporate-venturing/index.cshtml>. (Consultada el 22/01/2025).

de forma resumida la que es considerada su última fase operativa: la desinversión.

El tipo de inversión al que más hemos hecho referencia en este trabajo, y que forma parte del objeto principal de la ECR, está relacionado con activos financieros de renta variable, específicamente instrumentos de patrimonio.<sup>54</sup> Esto plantea la cuestión de su liquidez y su clasificación como activo corriente o no corriente atendiendo a los plazos previstos para su negociación<sup>55</sup>. Entendiendo que la liquidez de un activo hace referencia a su capacidad para transformarse en efectivo, será necesario evaluar las posibles dificultades que podrían presentarse al momento de proceder a la enajenación de las acciones y participaciones.

En el caso de que la empresa participada se haya decantado por adoptar la forma jurídica de una sociedad de responsabilidad limitada nos vamos a enfrentar a las dificultades consustanciales a este tipo societario ya que, si bien puede presentar ventajas para los promotores en sus fases iniciales, el principio informador de las mismas es la transmisión limitada de las participaciones<sup>56</sup>, por lo que, aun cuando se traten de establecer flexibilizaciones estatutarias, «tales pactos no podrán

---

<sup>54</sup> Una clasificación de las inversiones en instrumentos de patrimonio, así como los aspectos referidos a sus criterios de valoración se puede ver en: MUÑOZ ORCERA, R. *et al.* (2021). *Contabilidad financiera*. McGraw Hill, pp. 215-237.

<sup>55</sup> Dado que las inversiones en instrumentos de patrimonio realizadas por la ECR dentro de los parámetros de los coeficientes obligatorios suelen ser por varios años, se calificarán como activos financieros a largo plazo dentro del activo no corriente. Ello no impide que dentro del coeficiente de libre disposición efectúen inversiones en activos financieros mantenidos para negociar a corto plazo.

<sup>56</sup> El régimen legal supletorio admite la libre transmisibilidad de las participaciones sociales en favor otro(s) socio(s), de su cónyuge, familiares ascendentes, etc. *ex* artículo 107.1 LSC.

hacer prácticamente libre la transmisión voluntaria de las participaciones sociales por actos *inter vivos* (art. 108.1 LSC)». <sup>57</sup>

Caso contrario es el de la sociedad anónima, donde el principio informador es la libre transmisibilidad de las acciones y, a pesar de que se quieran hacer valer elementos personales de los socios, las restricciones impuestas estatutariamente «no pueden derivar, en ningún caso, en el resultado de hacer intransmisibles éstas (art. 123.2 LSC)». <sup>58</sup>

Siguiendo a del Castillo Ionov<sup>59</sup>, podríamos sintetizar la fase de desinversión destacando los mecanismos más importantes empleados como salida (*exit*), a saber:

1) **La salida a bolsa. «El horizonte bursátil»**<sup>60</sup>: El acceso a los mercados de valores no es sencillo, se requiere cumplir con diversos estándares y regulaciones que podrían entorpecer las aspiraciones de los inversores. Además, si se ha optado por la forma societaria de responsabilidad limitada habría que dar marcha a los trámites de su transformación en sociedad anónima. Los potenciales retornos que ofrece el mercado de valores pueden resultar atractivos por lo que no se debe descartar su utilización.

2) Se han ensayado otras opciones a los mercados de valores tradicionales como el Mercado Alternativo Bursátil (MAB), con la intención de que pudiesen participar PYMES para obtener financiamiento con menores cargas burocráticas.

---

<sup>57</sup> GARCÍA-CRUCES, J. A. (2021). *Op. cit.*, p. 111.

<sup>58</sup> *Ibidem*.

<sup>59</sup> CASTILLO IONOV, R. del. (2022). *Op. cit.*, pp. 158 y ss. Se han excluido el procedimiento de liquidación y aquellos de implementación controvertida en algunos países.

<sup>60</sup> Señala Miguel TRÍAS que «la perspectiva bursátil se ha presentado tradicionalmente como paradigma de la realización de las plusvalías». *Vid. Trías Sagnier, M. (Coord.). (2006). Op. cit. p. 29.*

3) **La venta a terceros:** Es la opción más utilizada en la práctica<sup>61</sup> debido a sus menores tiempos de ejecución y costes de transacción, además de poder llevarse a cabo independientemente del tamaño de la inversión o de la fase en la que se encuentre la empresa participada. En este contexto, destacan los llamados *secondary buy-outs* (SBO), que consisten en la adquisición de la participación por parte de otra ECR, una práctica que ha ganado terreno en los últimos años; así como el *buy-back* o compra de los activos por sus anteriores dueños.<sup>62</sup>

## VII. COMENTARIOS SOBRE LOS INCENTIVOS FISCALES

Ahora bien, tal como se mencionó anteriormente, las ECR cuentan con un régimen tributario favorable sobre sus rentas pasivas, lo que cobra especial relevancia durante esta fase de desinversión. En términos generales, el régimen fiscal especial que les asiste afecta principalmente<sup>63</sup> a las rentas obtenidas con motivo de la transmisión de valores, a los dividendos percibidos por la ECR y las rentas obtenidas por los socios de las ECR.

---

<sup>61</sup> «(...) el propio escenario de atonía bursátil que desincentiva la salida a Bolsa supone un incentivo a la afluencia de capitales hacia la inversión en capital riesgo. Consecuentemente, el procedimiento más común de desinversión es a través de la venta a un tercero». *Ibidem*, p. 30.

<sup>62</sup> Es común en la doctrina encontrar la mención de posibles acuerdos en los que la sociedad se comprometa, una vez cumplidos ciertos extremos y bajo condiciones pactadas, a adquirir las acciones o participaciones del inversor de capital riesgo como medida para facilitar la desinversión. En estos casos se tendría que revisar minuciosamente el régimen de adquisición derivativa de acciones o participaciones propias, así como de la prohibición de asistencia financiera, tema que excede los límites de este trabajo.

<sup>63</sup> Para esta parte del trabajo se han extraído las ideas principales y la esquematización seguida por Manuel JUSTE y Adolfo ROVIRA en: «Régimen tributario de las entidades de capital riesgo». Trías Sagnier, M. (Coord.). (2006). *Op. cit.* pp. 339 y ss. Si bien han ocurrido cambios legislativos las ideas básicas se mantienen.

En ese sentido, tenemos que el artículo 50.1 de la LIS<sup>64</sup> establece una exención parcial del 99% sobre las rentas obtenidas a raíz de la transmisión de los valores representativos de sus participaciones típicas, es decir, aquellas que estén incluidas en su coeficiente de inversión obligatorio, siempre y cuando la desinversión se produzca a partir del inicio del segundo año de tenencia computado desde el momento de su adquisición o de la exclusión de cotización de la empresa participada y hasta el decimoquinto, inclusive, pudiendo ser prorrogado dicho plazo hasta el vigésimo año, inclusive. Así, la exención parcial sobre las plusvalías generadas por las ECR en la transmisión de los referidos instrumentos de patrimonio está sujeta, también, a límites temporales.<sup>65</sup>

En relación a los dividendos y participaciones en beneficios generados por las sociedades o entidades que promuevan o fomenten, se establece que las ECR podrán beneficiarse de la exención establecida en el artículo 21.1 LIS, independientemente del porcentaje de participación o del tiempo durante el cual se mantengan las acciones o participaciones.

Por su parte, a tenor de lo dispuesto en la LIS, los dividendos o participaciones en beneficios percibidos por los socios de las entidades de capital riesgo estarán exentos conforme al referido artículo 21.1, independientemente del porcentaje de participación y del tiempo de tenencia de las acciones o participaciones, siempre y cuando el perceptor sea un contribuyente del Impuesto sobre Sociedades o del Impuesto sobre la Renta de no Residentes con establecimiento permanente en España.

---

<sup>64</sup> Ley 27/2014, de 27 de noviembre, del Impuesto sobre Sociedades, disponible en: <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2014-12328>

<sup>65</sup> Estos aspectos temporales evidentemente están ligados a la propia operativa configuradora del capital riesgo como tipo específico de inversión.

## VIII. CONCLUSIONES

- Si bien hay quienes remontan el origen de la actividad del capital riesgo a varios siglos atrás, lo cierto es que su operativa tal y como la conocemos hoy en día ha tenido su evolución y perfeccionamiento en las últimas décadas, sobre todo en el entorno del mundo anglosajón, lo que ha traído como consecuencia dificultades a la hora encontrar términos en la lengua española que hagan referencia a conceptos equivalentes y que salven las posibles diferencias o incompatibilidades entre los distintos sistemas o corrientes jurídicas. En todo caso, se han podido extraer características comunes a toda actividad de capital riesgo para poder establecer un marco conceptual común.
- No se debe pasar por alto el papel que ha jugado el capital riesgo en el campo del desarrollo e impulso de pequeñas y medianas empresas, por lo que el sector público ha demostrado un gran interés por la adopción e implementación de prácticas de índole similar dentro las políticas públicas de fomento, mucho antes de que se estableciese un marco jurídico específico para la materia.<sup>66</sup>
- Las operaciones de capital riesgo (*private equity*), independientemente de que se traten de *venture capital* o de *buy-out capital*, constan de tres fases comunes y que

---

<sup>66</sup> El caso de las Sociedades de Desarrollo Industrial (SODI) resulta muy representativo. *Vid.* CASTILLO IONOV, R. del (2022). *Op. cit.*, pp. 37-42; y HERNÁNDEZ BENGOA, A. (2006), *Op. cit.*, pp. 33-39.

caracterizan este tipo de actividad: <sup>67</sup> 1) inversión o entrada, 2) desarrollo<sup>68</sup> y, 3) desinversión o salida.

- El capital riesgo, especialmente en su modalidad de *venture capital*, constituye una herramienta clave en las estrategias corporativas de crecimiento externo, al adoptar modelos de innovación abierta y fomentar la inversión en I+D. La utilización de estos vehículos de inversión para impulsar el desarrollo de nuevas tecnologías puede generar relaciones de beneficio mutuo (ganar-ganar) para las empresas y promotores que decidan apostar por este enfoque.
- Si bien a través de la regulación de la actividad se pretende generar cierta confianza tanto en inversores como en promotores (o cualquier persona interesada en recurrir a este tipo de financiación), el régimen tributario luce como uno de los mayores incentivos para optar por acudir al denominado «capital de riesgo formal o institucional», por lo que sería recomendable seguir pautas claras de flexibilización.

---

<sup>67</sup> Por razones de claridad expositiva, se omiten en este caso la fase preliminar de selección de la empresa objetivo (target), las auditorías o *due diligence*, así como la negociación y consecución de acuerdos previos, cuya complejidad y variedad dependen de cada caso particular.

<sup>68</sup> La consecución de los objetivos trazados por los operadores de capital riesgo dependerá en gran medida de cómo se estructuren las cuotas de control con los socios y directivos de la empresa objetivo, con el fin de minimizar posibles conflictos de intereses que puedan paralizar los órganos sociales. Estos niveles de control estarán condicionados por diversos factores, cuyo análisis detallado no puede abordarse en este lugar.

## IX. FUENTES BIBLIOGRÁFICAS

CASTILLO IONOV, R. del (2022). *Las operaciones de capital-riesgo: nuevas formas de financiación*. Aranzadi.

DARNACULLETA GARDELLA, M. M. y Velasco Caballero, F. (Dir.) (2024). *Manual de derecho administrativo*. Marcial Pons.

GARCÍA-CRUCES, J. A. (2021). *Derecho de sociedades mercantiles*. (3ª ed.). Tirant lo Blanch.

IBORRA, M. et al. (2014). *Fundamentos de dirección de empresas*. (2ª ed.). Paraninfo.

MARTÍNEZ-ECHEVERRÍA y García de Dueñas, A. (Dir.). (2012). *El Capital-Riesgo: su Operativa*. Aranzadi.

Morillas Jarrillo, M. J. (2023). *La autocartera y los negocios afines de las sociedades de capital*. Marcial Pons.

Muñoz Orcera, R. et al. (2021). *Contabilidad financiera*. McGraw Hill.

\_\_\_\_\_. (2021). *Fundamentos de contabilidad*. McGraw Hill.

RECONDO PORRÚA, R. (2024). *Estructura y dinámica del mercado de capital riesgo*. (2ª ed.). Tirant lo Blanch.

ROSSI, G. y PROPERSI, A. (2016). *I consorzi*. Giufre Editore.

TRÍAS SAGNIER, M. (Coord.). (2006). *Régimen jurídico y tributario del capital riesgo en España*. Marcial Pons.

### **Enlaces de interés**

- Página web de la Revista Española de Capital Riesgo:  
<https://www.recari.es/>
- Página web de la Asociación SPAINCAP Capital por un futuro sostenible:  
<https://www.spaincap.org/>
- Página web del Instituto de Capital Riesgo (INCARI)  
<https://www.incari.org/index.php/es/>

- Notas de prensa:

<https://sumacapital.com/suma-capital-y-repsol-se-alian-para-lanzar-un-nuevo-fondo-de-scale-ups-en-cleantech/>

<https://www.repsol.com/es/sala-prensa/notas-prensa/2024/sc-net-zero-ventures-capta-125-millones-euros-primero-cierre-inversion-impulsar-transicion-energetica/index.cshhtml>