

Resumen Ejecutivo

Instituto de Capital Riesgo

El año 2014 ha sido un año especialmente relevante para el mundo del capital riesgo, y ello desde una doble perspectiva, regulatoria y operativa.

De una parte y desde un punto de vista normativo, el ejercicio 2014 nos ha traído, casi justo antes de su cierre, la Ley 22/2014, de 22 de noviembre, que reforma el marco y el régimen jurídico del capital riesgo, nos dejó muy avanzada la discusión y tramitación parlamentaria de la Ley de fomento de la financiación empresarial, Ley 5/2015, que finalmente vio la luz poco después, el 5 de abril del presente año y finalmente nos abrumó –hay que decirlo– con tres por no decir cuatro nuevas reformas de la Ley Concursal que se concretaron en el RDL 11/2014 de medidas urgentes en materia concursal, el RDL 4/2014 por el que se adoptan medidas urgentes en materia de refinanciación y reestructuración de la deuda empresarial, luego convalidado por Ley 17/2014, del mismo nombre, y ya en 2015, el RDL 1/2015 de mecanismo de segunda oportunidad.

De otra parte, y en un plano más propiamente operativo, en el año 2014 hemos sido testigos de algunos acontecimientos especialmente relevantes para el capital riesgo de los que sin duda el de mayor impacto, ha sido la concreción mediante el anuncio y adjudicación de las primeras convocatorias, de la decisión adoptada desde el sector público estatal de participar activamente en el mercado del capital riesgo, a través del lanzamiento de Fond-ICO Global, un fondo de fondos llamado a actuar de catalizador y palanca en el proceso de *fundraising* en el ámbito del capital riesgo, cuya gestión ha quedado encomendada a AXIS. Adicionalmente no podemos pasar por alto y han reclamado igualmente nuestra atención otros sucesos de singular importancia como han sido el cierre de los primeros fondos de activos bancarios y sus efectos en el mercado de capital riesgo, y la constatación de que la Bolsa española también es capaz funcionar como cauce de desinversión para el capital riesgo.

A. Esta doble actuación, regulatoria y operacional, ha de encuadrarse e interpretarse principalmente –aunque no exclusivamente, como se verá– como la respuesta del sector público estatal para superar, o paliar al menos, las negativas consecuencias derivadas de un escenario de restricción y encarecimiento del crédito de origen bancario, fruto a su vez de la crisis desatada en el 2007 y que –resulta ya ocioso recordarlo– sigue afectando de manera especialmente intensa a la pequeña y mediana empresa española cuya economía, como también es bien sabido, adolece de un elevadísimo grado de bancarización o dependencia del crédito bancario en particular.

La intervención de los poderes públicos está pues ordenada en primer término, a impulsar la diversificación de las fuentes de financiación empresarial y a potenciar

el desarrollo de nuevas y viejas fuentes de financiación alternativa, debiendo de buscarse su origen en el año 2012, primero, en el Debate de la Nación de 20 de febrero, donde ya se anticipó la futura puesta en marcha de un Plan de Estímulo Económico y Apoyo al Emprendedor que incluía, en particular, entre otras medidas, el impulso de la desintermediación bancaria, el apoyo al capital riesgo y la flexibilización en el acceso a los mercados de capitales, incluyendo la puesta en marcha en el marco del Mercado Alternativo Bursátil (MAB), de un Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF) que efectivamente se concretó y cristalizó en 2013.

Con posterioridad, en julio de este mismo año, estos mismos objetivos quedaron plasmados en Memorando de Entendimiento entre la Comisión Europea y España sobre condiciones de Política Sectorial Financiera, hecho en Bruselas y Madrid el 23 de julio de 2012, donde se recoge en su apartado nº 27 que "Debe fomentarse la intermediación financiera no bancaria. A la luz de la considerable dependencia de la economía española de la intermediación bancaria, las autoridades españolas prepararán, antes de mediados de noviembre de 2012, propuestas para fomentar la intermediación financiera no bancaria, incluida la financiación del mercado de capitales y el capital riesgo".

B. Ahora bien, junto a este objetivo principal de carácter financiero, cabe señalar al menos otros dos de especial relevancia.

B.1. El primero tiene que ver con el hecho de nuestra pertenencia a la Unión Europea donde, desde 1985, se viene trabajando en la armonización del régimen legal aplicable en los distintos países comunitarios a las Instituciones de Inversión Colectiva (IIC) en vista de hacer además posible la libertad de comercialización de las mismas en el ámbito comunitario ("pasaporte comunitario"). A tal efecto se adoptó entonces una primera Directiva 85/611/CE comprensiva de un *Undertaking for Collective Investment in Transferable Securities (UCITS)*, posteriormente modificada en 2001 y 2002, hasta llegar en 2009 a un texto refundido contenido en la Directiva 2009/65/CE ("Directiva UCITS IV" o simplemente "Directiva UCITS"), que se transpuso al ordenamiento español en 2011, modificando la Ley 35/2003 de IIC.

Con ello puede decirse que al día de hoy contamos con un marco legal europeo armonizado en el ámbito de la inversión colectiva, aunque ha de observarse que éste alcanza exclusivamente a las IIC de tipo abierto que, por hallarse preferentemente dirigidas hacia los inversores minoristas y orientarse más a la rentabilización del ahorro público que a su canalización hacia el mundo empresarial, no pueden propiamente considerarse como una fuente de financiación empresarial alternativa.

Con el fin de continuar con el proceso de armonización de las restantes IIC no armonizadas por la Directiva UCITS, se adoptó en 2011 la Directiva AIFM (*Alternative Investment Funds Managers*) - o también Directiva GFIA (Gestores de Fondos de Inversión Alternativa) - que afecta fundamentalmente a las IIC de tipo

cerrado, y en particular, bajo determinadas circunstancias, a los Fondos de Capital Riesgo y también, aun cuando en algún caso pudieran tener la consideración de IIC abiertas, a los *Hedge Funds* y a los Fondos Inmobiliarios.

La transposición (tardía) de la Directiva GFIA constituye el segundo gran objetivo de la Ley 22/2014 de entidades de capital riesgo, que contiene asimismo como no podía ser de otra manera, una mera referencia a los fondos de capital riesgo europeos (FCRE) y a los fondos de emprendimiento social europeos (FESE) que, al estar regulados por los Reglamentos europeos 345/2013 y 346/2013 respectivamente, son de aplicación directa y, a diferencia de la Directiva GFIA, no necesitan transposición, ni de otro lado, tampoco se centran en la regulación de los gestores sino en la de los vehículos de inversión.

- B.2. El segundo de los objetivos perseguidos por la acción del Gobierno plasmada en el impulso normativo anteriormente mencionado, se encuentra asociado al fenómeno conocido como "*shadow banking*", y es que el contexto de restricción crediticia ha tenido como efecto colateral el haber propiciado y alentado el desarrollo de nuevas iniciativas financieras por parte de entidades no bancarias que han visto una oportunidad de negocio allí donde la banca tradicional había dejado de dar respuesta a las necesidades empresariales.

Es así que han surgido y se han ido desarrollando en la práctica, un conjunto de productos y servicios financieros que han ido conformando esta "banca en la sombra", cuyas principales manifestaciones se han concretado en la reorientación de viejos operadores no bancarios como algunas compañías aseguradoras y la aparición de nuevos operadores no bancarios, como fondos de inversión, ofreciendo en ambos casos, directamente o a través de vehículos especializados, líneas de factoring, descuento de pagarés y efectos comerciales, anticipo de facturas, confirming, préstamos para circulante, etc.

Pero paralelamente a las voces que abogaban por una cierta desbancarización de las finanzas empresariales a través del desarrollo de fuentes de financiación alternativa, se han alzado otras alertando de los riesgos que pueden derivar de estas prácticas no reguladas y que podrían conducir a una nueva crisis financiera.

Con el fin de evitar riesgos mayores en el futuro y asegurar un nivel de protección adecuado a inversores y usuarios, los poderes públicos han iniciado la regulación de algunas de estas prácticas financieras y en este contexto ha de situarse también la Ley 5/2015 de Fomento de la Financiación Empresarial, en la parte correspondiente a la financiación colectiva, participativa o *crowdfunding*, donde se regula una de las iniciativas financieras posiblemente más novedosas y con mayor potencial de crecimiento en nuestros días, y consistente en la puesta en comunicación, mediante la utilización de plataformas en internet que actúan de intermediarios, a demandantes y oferentes de recursos financieros en vista de financiar un determinado proyecto empresarial.

- C. El Anuario que hoy presentamos aborda en profundidad todas estas cuestiones y lo hace desde una perspectiva doctrinal y académica, en la línea de otros anuarios también promovidos y respaldados por la Fundación ICO – como el de la Competencia y del Euro - y que ya cuentan con la tradición y veteranía que este Anuario de Capital Riesgo que hoy se estrena, también aspira y espera alcanzar un día.

El Anuario se ha estructurado en tres partes. Las dos primeras se corresponden con lo expuesto hasta hora y abordan, desde la reflexión teórica, el análisis tanto de las reformas e iniciativas legislativas como la participación directa del sector público como *Limited Partner* en los procesos de capital riesgo, junto a la atracción que para determinados inversores en este ámbito han generado los innovadores fondos de activos bancarios y sin olvidar la virtualidad del mercado de capitales español para canalizar, mediante OPVs, determinadas desinversiones de capital riesgo. Finalmente y como por otro lado no podía ser menos en todo Anuario, se pasa revista en una tercera parte, a la actividad del capital riesgo en España en 2014 y se hace un breve balance de los principales acontecimientos acaecidos en el sector, principalmente en relación con las inversiones y los inversores y sus asesores.

1. Las reformas legislativas con efectos en el capital riesgo en 2014

El primer bloque del Anuario está dedicado al estudio tanto de la nueva Ley de Capital Riesgo, como de la de Fomento de Financiación Empresarial a las que se añade en tercer lugar la Ley Concursal cuyas sucesivas reformas, han ido abriendo paso y propiciando la aparición de nuevas oportunidades para que el capital riesgo despliegue su virtualidad en el ámbito de las crisis empresariales que han terminado desembocando en la apertura de procesos concursales y pre-concursales.

1.1 Ley 22/2014 por la que se regulan las Entidades de Capital Riesgo y otras entidades.

En cuanto a la Ley 22/2014, el análisis ha corrido cargo de un equipo de Clifford Chance, pilotado por **Javier Amantegui** quien ha estado flanqueado por **Samir Azzouzi** y **Thais Garcia**.

En este punto, no podemos olvidar ni dejar de referirnos a los primeros ensayos regulatorios incorporados en el RDL 1/1986, de medidas administrativas, financieras, fiscales y laborales, luego modificado por el RDL 7/1996 sobre medidas urgentes de carácter fiscal y de fomento y liberalización de la actividad económica, así como al régimen tributario específico contenido en la normativa fiscal reguladora del Impuesto sobre Sociedades, pero lo cierto es que hemos debido de esperar hasta el año 1999 para disponer con la Ley 1/1999, reguladora de las Entidades de Capital Riesgo y de sus sociedades gestoras, de una primera ley integral sobre capital riesgo, que fue luego parcialmente desarrollada por la Orden Ministerial de 17 de junio del mismo año, y sustituida por la Ley 25/2005 que ahora deroga la ya vigente Ley 22/2014 por la que se regulan las entidades de capital-riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado.

La nueva Ley constituye así nuestro tercer ejercicio regulatorio de la actividad de capital riesgo y responde primordialmente, tal y como señalan los autores, a un doble objetivo.

De una parte, a la necesidad de adaptar el régimen español a la nueva normativa de la Unión Europea mediante la transposición, en particular, de la Directiva 2011/61/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 8 de junio de 2011, relativa a los fondos de inversión alternativa (“AIFMD”) y que constituye una de las respuestas a la crisis financiera de 2008 y refleja asimismo la voluntad política de armonizar la regulación de las gestoras de fondos de inversión alternativa por las implicaciones que su actividad puede tener en el mercado financiero.

De otro lado, la nueva Ley persigue también solventar un desequilibrio histórico del sector del capital-riesgo español, tradicionalmente más centrado en empresas en fase de consolidación, y fomentar un crecimiento equilibrado del sector en el ámbito de las pequeñas y medianas empresas (pymes), y en este contexto, y a la luz del marco legal introducido por los Reglamentos del Parlamento Europeo y del Consejo 345/2013/UE y 346/2013/EU, de 17 de abril de 2013, sobre los fondos de capital-riesgo europeos y sobre los Fondos de Emprendimiento Social Europeo, introduce en el ordenamiento jurídico español una nueva figura, las entidades de capital-riesgo-pyme.

En relación ya con el contenido que la Ley 22/2014 incorpora, cabe destacar en primer lugar, la introducción de una nueva terminología, ausente en los textos anteriores y que caracteriza a las Entidades de Capital Riesgo (ECR) como Entidades de Inversión Colectiva de tipo Cerrado (EICC) las cuales, por contraposición a las de tipo abierto, son, como es sabido, Instituciones de Inversión Colectiva (IIC) en las que el inversor no tiene individualmente liquidez inmediata, no pudiendo solicitar el reembolso con cargo a los activos de la entidad antes del inicio de la fase de liquidación o disolución (Reglamento Delegado UE 694/2014) o también por haber suscrito un compromiso de inversión que le impide solicitar el reembolso de su participación hasta pasado un plazo (típicamente 5 años).

En este sentido, la nueva Ley caracteriza la inversión colectiva de tipo de cerrado en atención a la política de desinversión de sus socios, que debe de cumplir con los requisitos de simultaneidad y proporcionalidad, y dentro de esta categoría las ECR quedan adicionalmente tipificadas en base a su objeto, que debe de consistir en la toma de participaciones temporales en el capital de empresas consideradas “admisibles” o “aptas”, esto es, de naturaleza no inmobiliaria ni financiera y que, en el momento de la toma de participación, no coticen en bolsa o en un mercado regulado equivalente de la Unión Europea o del resto de países miembros de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE).

Destaca también respecto de la normativa anterior, la eliminación de las figuras de entidad de capital-riesgo de régimen simplificado y de régimen común, la introducción de un tipo especial de ECR como es la “entidad de capital-riesgo-Pyme” (ECR-Pyme) y la sustitución de las antiguas sociedades gestoras de entidades de capital riesgo por las nuevas Sociedades Gestoras de Entidades de tipo Cerrado (SGEIC)

Los abogados de Clifford Chance analizan en su trabajo tanto el alcance de la nueva norma desde un punto de vista subjetivo, puntualizando el tipo de entidades a las que ésta se aplica, como los aspectos más destacables de su régimen de inversión, llamando en especial la atención acerca de la flexibilización de los coeficientes de inversión obligatoria y el mayor grado de concreción del nuevo texto en lo relativo a las reglas de cálculo del activo computable que queda definido como el resultado de sumar el importe de patrimonio neto, los préstamos participativos recibidos y las plusvalías latentes netas de efecto impositivo, con los ajustes que en el futuro prevea el Ministro de Economía y Competitividad o la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV).

Tampoco escapan a su completa revisión, las condiciones de acceso a la actividad de capital riesgo que quedan ahora considerablemente suavizadas al haberse eliminado casi por completo, el régimen de intervención administrativa de la CNMV que queda ahora limitado a las sociedades gestoras y a las sociedades de capital riesgo autogestionadas, mientras que la constitución de fondos y sociedades de capital riesgo cuya gestión haya sido delegada a una sociedad gestora previamente autorizada sólo será objeto de registro *ex post*.

Por el contrario, la nueva Ley, en línea con los objetivos marcados por la AIFMD y con el objetivo de crear mecanismos de control más sólidos, endurece los requisitos que deberán cumplir las nuevas SGEIC para obtener su autorización, los cuales son asimismo analizados con el necesario detalle.

En cuanto a la comercialización para el levantamiento de Fondos, cuyo análisis llevan a cabo los autores de manera detallada, señalan que las reglas no son totalmente uniformes, al no haberse transpuesto de forma homogénea en los distintos países miembros, habiendo conducido a un mosaico de requisitos que está causando trastornos en los procesos de captación de inversores pues estos difieren, dependiendo de si la gestora y/o los fondos están situados en la UE, del tipo de sociedad gestora y de si el inversor es un inversor profesional, semi-profesional o minorista.

Finalmente y como novedades de especial interés y trascendencia, se pasa revista (i) a la figura del depositario, cuyo régimen jurídico queda remitido a lo contenido en la Ley 35/2003 de IIC e imponiéndose a las SGEIC la designación de uno para cada ECR que gestionen (ii) a la política de remuneraciones que las SGEIC deberán establecer para sus altos directivos y responsables de riesgos y control, las cuales habrán de resultar acordes con una gestión racional y eficaz de los riesgos (iii) a las obligaciones de transparencia particularmente en relación con la adquisición de participaciones significativas y con el llamado *asset stripping*, lo que comporta de una parte, la obligación a cargo de la SGEIC, de notificar a la CNMV, cualquier participación significativa superior al 10% que sus ECR gestionados adquieran o transmitan en sociedades no cotizadas, y de otra, la imposición de limitaciones durante los 24 meses siguientes a la toma de participación, en materia de reducciones de capital, adquisición o amortización de acciones propias o distribución de dividendos bajo determinadas circunstancias, todas ellas encaminadas a evitar repartos especulativos de los activos de la empresa no cotizada en cuestión (*asset stripping*), y a (iv) las nuevas competencias delegadas en la CNMV en materia

de normas de conducta, régimen de supervisión inspección y sanción, de entre las que destacan las relativas al análisis y supervisión de los límites al apalancamiento de las entidades sujetas que puedan generar un riesgo sistémico en el sistema financiero, o riesgos de perturbación de los mercados o para el crecimiento a largo plazo de la economía y la vigilancia de la adecuación de los procesos de evaluación crediticia de las SGEIC.

1.2 Ley 5/2015 de Fomento de la Financiación Empresarial

Por lo que respecta a la Ley 5/2015, han sido los profesores **Reyes Palá**, de la Universidad de Zaragoza, y **Carlos Cuervo-Arango**, de la Universidad de Nebrija, a quienes ha correspondido el análisis de sus contenidos.

1.2.1 El acceso a los SMN y el tránsito a los mercados secundarios oficiales de valores.

Al igual que Ley 22/2014 de Entidades de Capital Riesgo, que acabamos de comentar brevemente, también debe de encuadrarse la Ley 5/2015 de Fomento de la Financiación Empresarial (LFFE), en el contexto de la promoción de nuevas formas de financiación más centradas en la actuación de los mercados que en la tradicional actividad bancaria de intermediación en el crédito indirecto.

Esta norma, publicada en 2015 pero gestada y tramitada parlamentariamente durante el año 2014, constituye el objeto del estudio de la Catedrática de la Universidad de Zaragoza, **Reyes Palá**, en la parte del artículo que en coautoría con el Profesor **Carlos Cuervo-Arango**, publicamos en este Anuario, y que versa sobre el acceso a los Sistemas Multilaterales de Negociación (SMN) y el tránsito a los mercados secundarios oficiales de valores.

Los mercados de capitales han sido junto con la Banca, la otra fuente de financiación tradicional en el mundo empresarial pues como es bien sabido, la Bolsa, no solo proporciona – en su faceta de mercado secundario o de negociación - liquidez a los accionistas facilitando mediante compraventa la adquisición derivativa de los instrumentos financieros, sino que también es un mercado primario o de emisión, donde las empresas pueden financiarse a través de OPS o ampliaciones de capital, o emitiendo y colocando emisiones de deuda, captando así los recursos financieros que precisan para financiar su crecimiento.

Sin embargo la Bolsa no ha sido, y no es, un recurso fácilmente accesible para la Pyme habida cuenta – entre otras razones de carácter más bien subjetivo - de las barreras de entrada que comporta la admisión a cotización, y es por ello que los poderes públicos han tratado de colmar esta insuficiencia, adoptando medidas varias orientadas a favorecer y facilitar el acceso a estos mercados.

En esta línea se inscribe la reforma operada por la Ley 47/2007, por la que se modifica la Ley del Mercado de Valores de 1988, para transponer entre otras, la Directiva 2004/39/EC de Mercados de Instrumentos Financieros (*Markets in Financial Instruments Directive*),

más conocida como MiFID, especialmente en la parte en la que modifica el título XI para autorizar y regular como nuevos sistemas de negociación, en convivencia con los mercados regulados o mercados secundarios oficiales, los sistemas multilaterales de negociación (SMN) y los bilaterales de internalización sistemática.

A esta configuración responden en nuestro mercado, tanto LATIBEX como el todavía relativamente reciente Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF, 2013), pero sobre todo el Mercado Alternativo Bursátil (MAB) cuya creación fue autorizada por el Consejo de Ministros en diciembre 2005, pensando inicialmente en las SICAVs, (Sociedades de Inversión de Capital Variable) que abandonarían, de esta manera, el primer mercado donde cotizaban en el sistema de corros, pero que se extendió con posterioridad (2009) a otras compañías de pequeña capitalización.

La Ley 5/2015 introduce en nuestro derecho financiero, entre otras reformas asociadas a las posibilidades y requisitos de emisión de deuda y a la titulación de activos que afectan a la ley de Sociedades de Capital y a la Ley del Mercado de Valores, algunas que afectan directamente al MAB, de cuyo análisis se ocupan los profesores **Palá y Cuervo-Arango**, llamando en primer lugar nuestra atención acerca de la Directiva 2014/65/UE conocida como MiFID II y que derogará la MiFID I con efectos desde el 3 de enero de 2017.

La novedad de MiFID II reside en el reconocimiento de los "Sistemas Organizados de Contratación" (SOC) u "*Organised Trading Facility*" (OTF), todavía no reconocidos por la LMV y que se configuran como una nueva categoría de sistemas o plataformas de negociación o contratación que - a diferencia de los mercados no organizados u OTCs (*Over The Counter*), en los que no existen normas regladas y las condiciones de negociación se fijan libremente por las partes - quedan definidos por exclusión, como plataformas multilaterales que no tienen la condición de mercado regulado ni de SMN, en las que se negocian valores de renta fija y productos financieros, pero no valores de renta variable.

De la supervisión de estos nuevos mercados, como de los SMN en general, la CNMV es sin lugar a dudas el organismo responsable, y en este punto y frente a algunas otras opiniones que limitan - en relación con el MAB en su segmento de empresas en expansión, y la información que remiten las entidades en él cotizadas - la función de supervisión de la CNMV a la entidad rectora del SMN, se expresa con rotundidad la Profesora **Palá** al afirmar no compartir esta opinión pues, "no puede admitirse que el supervisor deje de ejercer sus funciones sobre la base de que es la sociedad rectora del SMN la obligada a supervisar el buen funcionamiento del mercado y por ello, si no recibe información por parte de la misma acerca de posibles incumplimientos de la LMV en el SMN, poco o nada puede hacer al respecto. [...] Una cosa es que la sociedad rectora del MAB realice la función de supervisión de la información y otra que la CNMV no cumpla con su misión de velar por la transparencia de los mercados, la formación de los precios y la protección de los inversores, sin que pueda limitarse simplemente a supervisar a la entidad rectora del SMN pues las normas de abuso de mercado son también aplicables a los SMN.

En este contexto y para despejar toda duda la LFFE introduce nuevos supuestos de infracciones muy graves y graves de las personas físicas y jurídicas incluyendo

los miembros del sistema, los emisores de instrumentos financieros admitidos a negociación, los asesores registrados y cualquier otra entidad participante en aquellos, por el incumplimiento de las normas por haber puesto en grave riesgo la transparencia e integridad del mercado, o por haber causado un daño patrimonial a una pluralidad de inversores. Adicionalmente la LFFE impone a las entidades rectoras la obligación de remitir con carácter trimestral a la CNMV información sobre sus actuaciones en materia de supervisión del SMN comunicando asimismo todo incumplimiento significativo de sus normas o toda anomalía en las condiciones de negociación o de actuación que pueda suponer abuso de mercado.

En otro orden de cosas y aunque en la práctica hoy por hoy esta disposición parece tener mayor virtualidad, la LFFE también modifica la LMV al establecer un tránsito obligatorio de la sociedad cotizada en el SMN a las Bolsas de Valores si concurre en particular la circunstancia de que sus acciones hayan alcanzado una capitalización superior a los quinientos millones de euros durante un periodo continuado que exceda de seis meses. De esta obligación quedaría exceptuadas en las condiciones que la CNMV determine las sociedades de naturaleza estrictamente financiera o de inversión, como las SICAVs, SILs, ECRs y SOCIMIs.

Concluyen esta parte de su trabajo los autores con una referencia a una nueva subcategoría dentro de los SMNs que recoge MiFID II en un intento de facilitar el acceso a la Pyme a los mercados de valores. Esta nuevo sistema giraría bajo la denominación de “Mercados de PYME en expansión” o “Mercados junior” y estarían centrados en emisores pequeños y medianos con una capitalización no superior a los 200 mil euros que como es sabido resulta muy inferior a la más pequeña de las que cotizan actualmente en el MAB

1.2.2 Las plataformas de financiación participativa

Como su propio nombre indica, el anglicismo comúnmente aceptado, *crowdfunding*, alude a la financiación por la multitud, o a la financiación colectiva, o participativa.

El *crowdfunding* es una fórmula o modalidad de financiación alternativa y emergente, que gracias a las redes electrónicas y de telecomunicación que conforman la llamada Sociedad de la Información, especialmente internet y las redes sociales, conecta a través de una plataforma electrónica en internet, a aquellas personas que quieren invertir, prestar o donar dinero, con aquellos otros que necesitan recursos económicos para financiar un determinado proyecto empresarial o sin ánimo de lucro.

En su actual fase de desarrollo, el *crowdfunding* se halla sustancialmente centrado en la financiación de proyectos de pequeña dimensión o de empresas pequeñas, típicamente en fases muy tempranas de desarrollo, con frecuencia *start-ups*, de base tecnológica que no tienen capacidad de acceso al mercado de capitales y/o experimentan especiales dificultades de acceso a la financiación bancaria especialmente en el actual entorno de restricciones crediticias. Su volumen resulta todavía modesto, como así atestiguan los datos facilitados por Asociación Española de Crowdfunding que sitúa en unos 62 M€ el mercado en España en 2014, frente a los 154 M€ de Francia o a los 140 M€ de Alemania,

como parte de los 3.000 M€ que se estima se habrían movido en el conjunto de la Unión Europea.

Sin embargo existe un amplio consenso en cuanto a su enorme potencial y rápido ritmo de crecimiento, lo que explica la preocupación por parte de los poderes públicos en aportar un principio de protección a los inversores en este novedoso mercado, sensible a los riesgos derivados de posibles conductas fraudulentas, y que hasta la fecha carecía regulación específica, lo que obligaba a acudir, en conexión con determinadas normas particulares en función del modelo de *crowdfunding* de que se trate (compraventa, préstamos participativos, sociedades de capital, mercado de valores e incluso de capital riesgo) y por asimilación al comercio electrónico, a su específica normativa reguladora encarnada en el caso español en la Ley 34/2002 de Servicios de la Sociedad de la Información (LSSI) que incorpora la Directiva 2000/31/CE del Parlamento Europeo y del Consejo sobre determinados aspectos de la sociedad de la información, en particular el comercio electrónico (la "Directiva de Comercio Electrónico").

A esta preocupación responde la Ley 5/2015 de fomento de la financiación empresarial que dedica su Título V a regular las plataformas de financiación participativa las cuales como lúcidamente señalan los profesores **Reyes Palá y Carlos Cuervo-Arango** en el trabajo que publicamos en este Anuario bajo el título "Alternativas a la financiación bancaria en el nuevo régimen de fomento de la financiación empresarial: el acceso a los SMN y el tránsito a los mercados secundarios oficiales de valores. Las plataformas de financiación participativa", suponen "la aparición en nuestro sistema de un instrumento de financiación potencialmente disruptivo al comportar la llegada de la desintermediación al mundo de la banca de inversión, donde las tecnologías de la información y las comunicaciones habían jugado hasta ahora un papel instrumental, sin poner en cuestión los fundamentos del propio negocio". Y también aciertan al afirmar, que "nunca hasta ahora empresas e inversores habían dispuesto de un instrumento de desintermediación tan flexible y capaz de servir de contrapeso a su relación hasta ahora casi unidireccional, con la banca".

Por otro lado, resulta especialmente atinada la reflexión del Profesor **Cuervo-Arango** acerca de la contradicción que existe entre la dinámica operativa y comercial de las plataformas de internet, por su propia esencia internacionales y accesibles desde cualquier punto del globo, y el carácter nacional de su regulación, lo que plantea todo tipo de problemas jurídicos y de protección al inversor, y pone en evidencia que el desarrollo del comercio electrónico avanza mucho más rápidamente que la convergencia de las normativas nacionales que lo regulan, lo que va generando lagunas normativas y, en última instancia, de seguridad jurídica, que no será fácil colmar a medio plazo. En este punto, interesa señalar que la Comisión Europea, está ya trabajando en una posible regulación homogénea, en el marco del Mercado Único Digital.

El régimen jurídico contenido en la Ley 5/2015 deja fuera de su ámbito de aplicación a las plataformas que capten financiación bajo las modalidades conocidas como *donation crowdfunding* y *reward crowdfunding*, y afecta exclusivamente al *equity and debt crowdfunding* cuya regulación recorren en su trabajo, los profesores **Reyes Palá y Carlos**

Cuervo-Arango, con la minuciosidad que les es propia, y que se extiende asimismo tanto a (i) los inversores, donde la intencionalidad del legislador se hace patente al distinguir y establecer distintos niveles de protección para inversores acreditados y no acreditados, como con (ii) los propios proyectos a financiar, quedando únicamente sujetos aquellos que son impulsados por promotores que actúan en nombre propio y persiguen dedicar la financiación captada exclusivamente al proyecto para el cual se solicitó, con lo que quedan fuera del alcance de la Ley aquellos proyectos de inversión que no son finalistas, esto es, que constituyen a su vez vehículos de intermediación en favor de terceros por ser estas actividades reservadas a las Empresas de Servicios de Inversión (ESI) reguladas en la Ley del mercado de Valores.

1.3 Las reformas en el ámbito concursal: los RDL 4/2014 y 11/2014

La potenciación del capital riesgo como fuente de financiación alternativa plasmada en las dos reformas legales que han quedado examinadas (Ley 22/2014 y Ley 5/2015) coincide con el impulso legislativo que desde la promulgación de la Ley 22/2003 Concursal, se ha venido manteniendo de forma casi ininterrumpida para promover y facilitar las refinanciaciones y reestructuraciones de empresas incursas en situaciones de insolvencia, si concurre la necesaria viabilidad.

Este proceso reformador que se inicia con el Real Decreto-Ley 3/2009 de reformas urgentes en materia tributaria, financiera y concursal, y que termina – hasta la fecha - , en el RDL 11/2014 de medidas urgentes en materia concursal, es repasado y analizado por la Profesora **Ana Campuzano** en su trabajo que publicamos bajo el título “Las oportunidades del capital riesgo en la legislación de insolvencia” y en el que además de los dos Reales Decretos citados se pasa revista a las novedades introducidas por Ley 38/2011 de reforma de la Ley Concursal, la Ley 14/2013 de apoyo a los emprendedores, el RDL 4/2014 por el que se adoptan medidas urgentes en materia de refinanciación y reestructuración de la deuda empresarial, luego convalidado por Ley 17/2014, del mismo nombre, sin olvidar, ya entrado el año 2015, el RDL 1/2015 de mecanismo de segunda oportunidad.

El capital riesgo – dice la Profesora de CEU San Pablo - presenta un perfil idóneo para participar, en la refinanciación y reestructuración de deuda empresarial y ello tanto en la fase preconcursal como concursal propiamente dicha, con la ventaja añadida de que la participación en estos procesos, de profesionales cualificados, aporta importantes mejoras en la eficiencia en la gestión de las empresas financiadas y contribuye a la difusión de conocimientos.

Citando el Auto del Juzgado de lo Mercantil núm. 7 de Madrid de 11 de febrero de 2015, desde la entrada en vigor de la Ley Concursal en septiembre 2004, *“Nuestro derecho de la insolvencia ha venido evolucionando desde [...] un sistema en el que los mecanismos preconcursales o paraconcursales de tratamiento y prevención de la insolvencia eran inexistentes, a otro en el que esos mecanismos se han potenciado con la finalidad de constituir una alternativa viable al concurso de acreedores, paliando, en alguna medida, las limitaciones que la situación de concurso producía en la posibilidad de refinanciación*

del deudor [---] que sitúan nuestro sistema en el ámbito de sistemas de derecho comparado como los schemes of arrangement del derecho inglés .”

La finalidad perseguida por el legislador con esta cadena de reformas (todavía inacabadas dado que en el momento del cierre de esta edición del Anuario, todavía, se encuentra en tramitación parlamentaria el Proyecto de Ley 121/000117 de medidas urgentes en materia concursal) es triple: de una parte se busca una reducción del coste temporal y económico de los mecanismos legales existentes para gestionar situaciones de crisis financieras; de otro lado se ha perseguido, en lo posible, la desjudicialización de algunas situaciones de insolvencia, de lo que valga como ejemplo, la inclusión en la Ley Concursal del “acuerdo extrajudicial de pagos” contenido en la Ley 14/2013 de apoyo a los emprendedores, luego modificado por el reciente RDL de mecanismo de segunda oportunidad para las personas físicas, asimilando su regulación a la de los acuerdos de refinanciación; y en tercer lugar y sobre todo, se ha pretendido la búsqueda de la continuidad de la actividad empresarial y profesional del deudor, concediendo así, frente a la tradicional función solutoria del concurso, orientada a la satisfacción de los intereses de los acreedores, una mayor relevancia a su función conservativa, flexibilizándolo y haciendo del mismo una herramienta eficaz para permitir la continuidad de las empresas viables.

En este contexto, la legislación ha ido progresivamente reconociendo nuevas y diversas alternativas tanto en la fase propiamente concursal como en la preconcursal.

Así, en el ámbito concursal, el RDL 11/2014 introduce, siempre con la mirada puesta en el objetivo de la continuidad empresarial si se dan condiciones de viabilidad, medidas dirigidas a flexibilizar el régimen concursal del convenio, ampliando la capacidad de arrastre de los acreedores disidentes y otras especialmente tendentes a facilitar, en cualquiera de las fases del concurso (común, convenio y liquidación) la transmisión del negocio del deudor concursado, o de alguna de sus ramas de actividad, promoviendo la enajenación de unidades productivas que garanticen la continuidad de la actividad económica y el mantenimiento de puestos de trabajo.

En fase preconcursal, el primer paso se dio con el RDL3/2009 que permitió el reconocimiento de los acuerdos de refinanciación aunque ciertamente solo para limitar su rescindibilidad bajo determinadas condiciones, evitando que fueran declarados ineficaces en un proceso concursal ulterior. Estas insuficiencias iniciales, empiezan a superarse con la reforma del 2011, que posibilita la homologación judicial del acuerdo de refinanciación, y sobre todo con la del 2014 a través primero del RDL 4/2014 y de la Ley 17/2014 después, que se dota a las empresas de mayores facilidades para alcanzar acuerdos que eviten el concurso mediante refinanciación y recapitalización de la compañía y encomendando paralelamente al Banco de España la fijación de criterios para la clasificación como riesgo normal de las operaciones restructuradas en virtud de acuerdos de refinanciación homologados judicialmente.

Al análisis de estos acuerdos dedican principalmente su artículo, los abogados de Osborne Clarke, **Angel García, Javier Beltrán, Lourdes Vargas e Isabel Noriega**, quienes coinciden con **Campuzano** al afirmar que las últimas y numerosas reformas de

la Ley Concursal han tratado de buscar fórmulas para evitar la declaración de concurso y la más que segura liquidación de la compañía deudora que suele seguir a la declaración, en un escenario de prolongada crisis económica que ha llevado a numerosas empresas a un proceso de continua reestructuración financiera que en muchas ocasiones finaliza efectivamente en concurso de acreedores.

En particular observan, estos autores, que las últimas reformas de la Ley Concursal han supuesto un gran avance en la promoción de distintas soluciones preconcursales para dar continuidad a negocios económicamente viables bien vía artículo 5 bis, con la comunicación de la negociación de acuerdos de refinanciación preconcursales, bien vía artículo 71 bis, relativo a los acuerdos de refinanciación bilaterales o plurilaterales sin homologación, pero sobre todo a través de la Disposición Adicional Cuarta, reguladora de los acuerdos de refinanciación plurilaterales homologables, inspirada como ya se ha indicado, en el *scheme of arrangement* anglosajón y que inicialmente incorporada en la Ley Concursal con la reforma del año 2009, ha sufrido desde entonces numerosas e importantes reformas (hasta cuatro entre 2013 y 2014) hasta llegar a su actual redacción.

Adicionalmente, aciertan los abogados de Osborne Clarke al advertir que algunas de estas soluciones tienen potencialmente un alcance superior a la mera continuidad del negocio, configurándose como un instrumento idóneo para la adquisición de compañías en situación de precurso por parte de los propios acreedores de pasivo financiero, o de terceros como, en particular, entre otros, los inversores de capital riesgo. El análisis de la realidad del mercado del capital riesgo en 2014, que se recoge de forma resumida en la tercera parte del Anuario, permite ya observar, no obstante la no novedad de la reforma, la existencia de un cierto número de operaciones *turnaround* llevadas a cabo por inversores especializados que confirman esta apreciación.

Y es que el acuerdo de refinanciación homologable representa en efecto una oportunidad singular en manos de los acreedores financieros para entrar a formar parte del accionariado de la empresa concursada pero viable, en condiciones ciertamente ventajosas, y ello como consecuencia de los especiales blindajes que del mismo derivan para el caso de eventual concurso posterior de la empresa objeto de refinanciación homologable, a saber:

- (i) protección de la operación frente a posibles acciones rescisorias, de modo que la operación de refinanciación que haya sido objeto de homologación judicial, no podrá ser rescindida incluso si la misma se ha realizado menos de dos años antes de la declaración de concurso de acreedores de la empresa o de sus socios/accionistas
- (ii) protección para los acreedores que capitalizaron bajo este sistema pues no se les considerará subordinados, dado que quedan excluidos de la definición de personas especialmente relacionadas con el deudor concursado.
- (iii) protección para el dinero nuevo ("*fresh money*") que en su caso se inyecte a la empresa objeto de refinanciación homologable, el cual tendrá la consideración de crédito contra la masa.

- (iv) protección contra los propios socios de la empresa concursada que se negaran injustificadamente a la capitalización de créditos o a una emisión de valores o instrumentos convertibles y como consecuencia de esa negativa no se consiguiera formalizar el acuerdo de refinanciación homologable, pues el eventual concurso posterior podrá ser considerado culpable y, finalmente,
- (v) posibilidad de acordar, bajo determinadas circunstancias, un conjunto de medidas extensibles al resto de los acreedores de pasivo financiero disidentes del acuerdo de refinanciación y susceptibles de reducir y/o aplazar la carga financiera de la empresa adquirida

La inversión protegida podrá naturalmente llevarse a cabo bien directamente por los titulares de los pasivos financieros, mediante la capitalización total o parcial de la deuda, o bien a través de la cesión de su "ticket" a un tercero, inversor de capital riesgo o no, ya con carácter previo, en el marco del acuerdo de refinanciación homologable, ya con posterioridad a su homologación, o incluso después de haberse capitalizado el crédito mediante al transmisión de la participación en el capital de la sociedad deudora.

2. Acontecimientos relevantes para el capital riesgo en 2014.

Como ya se dijo, la segunda parte del Anuario Español del Capital Riesgo, 2014 se centra en los aspectos más operativos que han impactado la industria del capital riesgo en España durante al año.

2.1 La participación del sector público en el fomento del capital riesgo: Fond-ICO Global

Durante el año 2014 hemos asistido a la concreción práctica de la decisión adoptada desde el sector público estatal de participar activamente en el mercado del capital riesgo. El despegue de la actividad de Fond-ICO Global, como fondo de fondos, catalizador y palanca en el proceso de captación de fondos por parte de la industria del capital riesgo, es, sin duda, el fenómeno más relevante para la industria del capital riesgo en el año pasado.

En efecto, la intensa operativa de Fond-ICO Global como *Limited Partner* en los procesos de captación de fondos por parte de los fondos de capital riesgo, que ha celebrado tres de sus cuatro convocatorias en el año, es sin duda el elemento más destacado de la operativa del sector el año pasado y a él se dedican tres de los cinco trabajos que componen la segunda parte de este Anuario. El cuarto, está dedicado a un tema de singular importancia, por su novedad e implicaciones, que se está desarrollando en el contexto de la industria del capital riesgo española, cual es la irrupción de entidades de capital riesgo, fundamentalmente extranjeras, en la gestión de la desinversión de paquetes de activos inmobiliarios, en el marco del proceso de saneamiento y reestructuración bancaria en España. Sin perjuicio de un tratamiento más global de este relevante fenómeno en futuras ediciones de este Anuario, incluimos en éste un tratamiento muy completo de un instrumento crucial en ese proceso de desinversión de activos al que nos referimos, cual es el de los fondos de activos

bancarios, nuevo instrumento de inversión colectiva cuya efectividad probablemente es aún pronto para evaluar.

Cierra esta segunda parte, un trabajo dedicado a estudiar un fenómeno relativamente novedoso en nuestro sistema financiero, cual es la utilización del mercado de valores como instrumento de desinversión por parte de entidades de capital riesgo. Durante el año 2014 se han producido operaciones importantes de esa naturaleza, que quizá marquen el inicio de una tendencia a utilizar las salidas a bolsa como una de las alternativas preferentes de desinversión de las participaciones de los fondos, al igual que es típico en otros mercados de mayor actividad. Es, pues, relevante que este Anuario recoja un estudio detallado de esa operativa.

El primer tema de esta segunda parte se inicia con el trabajo de **Rodrigo Recondo**, que realiza un primer balance de la actividad del Fondo con un trabajo que lleva justamente por título "Fond-ICO Global: primer balance de actividad". Le sigue el trabajo elaborado por un equipo integrado por los economistas del Servicio de Estudios del ICO, **Blanca Navarro**, **Carlos Gómez y Miguel Fernández**, titulado "El capital riesgo en España: evolución y retos. La aparición de Fond-ICO Global", y finalmente, el trabajo del equipo formado por **Isabel Rodríguez**, Socia de King & Wood Mallesons y por las Profesoras de ICADE **Susana de los Ríos y Rocío Sáenz-Diez**, con un artículo titulado "Claves para el éxito de las iniciativas públicas en el sector del capital riesgo: análisis de Fond-ICO Global".

De la segunda cuestión se han ocupado, por una parte, los profesores **Alfonso Martínez-Echevarría y Juan Luis Pulido**, ambos catedráticos de derecho mercantil de las Universidades CEU San Pablo y Cádiz respectivamente, con un minucioso trabajo de análisis de esta novedosa institución de inversión colectiva, que publicamos bajo el título de "Los Fondos de Activos Bancarios (FAB)". Finalmente, las operaciones de desinversión a través de la salida a bolsa de la empresa participada por la entidad de capital riesgo, se discuten en detalle en el trabajo de los socios del despacho Latham & Watkins, **Ori Assa**, **Manuel Deó y Leticia Viedma** titulado "Las operaciones "dual-track" como estrategia de desinversión: salida a bolsa y venta privada".

2.1.1 El presidente del Instituto de Capital Riesgo, Prof. **Rodrigo Recondo**, realiza en su trabajo una primera evaluación de la actividad de Fond-ICO Global, FCR, brazo ejecutor de la política de apoyo al desarrollo de proyectos empresariales en fase temprana y el impulso de la financiación de aquellos otros que se encuentran en etapas más avanzadas de desarrollo.

Comienza **Rodrigo Recondo** encuadrando la iniciativa que constituye Fond-ICO Global en la prevalencia de las instituciones bancarias como financiadores de las empresas en España, notoriamente las medianas y pequeñas empresas, y en la voluntad de la Administración Pública de compensar ese predominio con la apertura de fuentes alternativas de financiación de naturaleza no bancaria, entre las que el impulso a la actividad del capital riesgo constituye un elemento de primordial importancia.¹

¹ Una evaluación actualizada de la dimensión relativa de la financiación bancaria de las empresas españolas respecto de la ofrecida por los mercados financieros la ofrecen los profesores Palá-Laguna y Carlos Cuervo-Arango en el segundo apartado de su aportación a este mismo Anuario.

Por otra parte, tampoco la propia industria del capital riesgo se ha visto sustraída al impacto de la crisis económica general, con la desaparición de las cajas de ahorro como *limited partners* y la resistencia generalizada a los *capital calls* por parte de los inversores institucionales, igualmente afectados por la crisis. Surge así la iniciativa de un fondo de fondos capaz de catalizar el proceso de captación de fondos en el ámbito del capital riesgo, con la finalidad última de favorecer la financiación no bancaria de las pymes españolas, promoviendo su internacionalización y la creación de empleo. La organización de este instrumento se asignó a Axis Participaciones Empresariales, la sociedad gestora de entidades de capital riesgo del ICO y Fond-ICO Global vio la luz a mediados del año 2013.

Fond-ICO Global es un fondo de fondos cuyo único partícipe es el Instituto de Crédito Oficial (ICO) y cuya gestora es Axis Participaciones Empresariales. Está dotado con un importe comprometido de 1.200 millones de euros y tiene una duración de dieciséis años, ampliables por períodos sucesivos de dos años. Su objeto social es la toma de participaciones empresariales en otras entidades de capital riesgo españolas o de países de la OCDE, de nueva creación, de naturaleza privada y gestionadas por sociedades gestoras plenamente privadas. El objetivo último es la movilización de al menos 3.000 millones de euros de nuevos recursos, repartidos en unos 40 fondos de nueva planta.

El período de inversión del Fondo es de cuatro años, a lo largo de los cuales AXIS irá lanzando sucesivas convocatorias con el fin de seleccionar los instrumentos en los que formalizar los correspondientes compromisos de inversión. Hasta la fecha se han realizado cuatro convocatorias, dirigidas a diferentes perfiles de fondos correspondientes a las categorías de incubación, venture, expansión y deuda. Para cada categoría se establece un importe máximo de la aportación, tanto en términos porcentuales respecto al tamaño total del fondo, cuanto en términos cuantitativos absolutos.

A las sociedades gestoras o sociedades de capital riesgo autogestionadas que aspiren a recibir estos fondos, se les exigen una serie de requisitos, tendentes a garantizar su capacidad para la gestión de los fondos asignados. Así, deberán ser de titularidad plenamente privada y estar ya constituidas o, en el caso de los fondos de incubación, constituirse en los doce meses siguientes a su selección como beneficiarias de fondos. Los gestores deben tener experiencia demostrada en la gestión de fondos y comprometerse a realizar al menos el 50% de las inversiones del fondo correspondiente en empresas españolas. Adicionalmente se establecen ciertos requisitos de dispersión, de forma que Fond-ICO Global nunca supere los límites de participación porcentual establecidos para cada tipo de fondos.

El proceso de selección de las entidades cuyos instrumentos de inversión habrán de recibir los fondos públicos, está perfectamente reglamentado y se estructura en dos etapas. En la primera, el Comité de Valoración constituido al efecto deberá verificar que los participantes cumplen con los requisitos de capacidad, mientras que en la segunda se valora la oferta económica efectuada por aquellas gestoras o SCR autogestionadas que hayan superado la primera fase. Las rúbricas sujetas a evaluación en esta segunda fase son públicas y están plenamente especificadas. El compromiso de inversión final

en las propuestas seleccionadas queda entonces sujeto a un proceso de *due diligence* a satisfacción de AXIS. Superado este y formalizada la inversión, los fondos seleccionados dispondrán de seis meses para realizar el primer cierre, igual como mínimo al 50% del tamaño objetivo del fondo excluido el compromiso de Fond-ICO Global.

Como señala el Prof. **Rodrigo Recondo** en su trabajo, una característica peculiar de esta iniciativa es que Fond-ICO Global otorga al resto de los partícipes del fondo una opción de compra sobre la totalidad de sus participaciones y compromisos, ejecutable en las siguientes condiciones: Período de ejercicio, desde el primer año de inversión de Fond-ICO Global hasta un año después de finalizar el período de inversión. Precio de ejercicio, el que asegure un retorno mínimo del 8% TIR al capital invertido vivo y sus comisiones asociadas. La opción debe ejecutarse por el 100% de las participaciones de Fond-ICO Global en el fondo.

Hasta la fecha, Fond-ICO Global ha realizado cuatro convocatorias, a las que se han presentado un total de 85 fondos. De ellos se han seleccionado 29, un 72,5% del total previsto de 40 fondos movilizados. De entre ellos, 4 corresponden a incubación, 11 a venture, 12 a expansión y 2 a deuda. Se han formalizado compromisos de inversión con 15 de ellos, mientras que los 14 restantes se encuentran en fase de *due diligence*. Los compromisos de inversión asumidos por Fon-ICO global han ascendido a 755 millones de euros, el 63% de la dotación total, que han permitido promover una captación de recursos para inversión en España de 2.567 millones de euros, lo que supone un multiplicador de 3,4 veces el compromiso público frente al 2,5 previsto.

Hasta finales de 2014 se habían realizado un total de 27 operaciones de inversión, de las que 17 corresponden a un perfil venture por importe de 45,3 millones de euros, y 10 a capital expansión, por un importe conjunto de 80,7 millones de euros. El Prof. **Rodrigo Recondo** culmina su trabajo con una tabla completa de la totalidad de las operaciones de inversión efectuadas bajo el amparo de este nuevo instrumento de impulso a la financiación empresarial por parte del capital riesgo.

2.1.2 Una perspectiva más general es la que adoptan **Blanca Navarro, Carlos Gómez y Miguel Fernández**, del Servicio de Estudios del Instituto de Crédito Oficial, para englobar la iniciativa Fond-ICO Global en el conjunto de instrumentos públicos de apoyo al capital riesgo, diseñados para solventar las carencias que las peculiaridades del desarrollo de la industria en nuestro suelo y las propias de la estructura económica española han generado en la industria de capital riesgo operante en España.

Comienzan su trabajo los economistas **Navarro, Gómez y Fernández** constatando la tardía introducción del capital riesgo en la economía española, a partir del Decreto/Ley 1/1986, debiendo esperarse hasta la década de los años 90 para encontrar un desarrollo importante de esta industria en nuestra economía. En su trabajo, los autores estudian en detalle la evolución reciente de la industria del capital riesgo en España, desde la captación de fondos por parte de las gestoras de capital riesgo y su estructura, hasta la evolución de las inversiones y desinversiones realizadas por la industria en los últimos doce años. Destaca el parón del año 2009, tanto en términos de captación como de

inversiones, así como el lento declinar de ambos en los peores años de la crisis, 2010-2013, para retomar nuevamente una tendencia al alza en 2014, dinámica que parece tener continuidad en 2015.

Con todo, como señalan los autores, la cartera de inversiones del sector, siguió creciendo incluso en los años de descenso de la actividad, descendiendo únicamente en el año 2014 por el fuerte aumento de las desinversiones. Destacan el carácter presumiblemente coyuntural de este descenso, dado el fuerte aumento de las inversiones en ese mismo año, impulsadas principalmente por la actividad de los fondos extranjeros que supusieron el 79% de la inversión total. Finalmente, estudian también el perfil de las inversiones realizada, centradas en los productos de consumo y los productos y servicios industriales, la hostelería y el ocio, así como el tamaño de las inversiones, la mayoría por debajo del millón de euros, lo que se corresponde con el tamaño medio de las empresas españolas.

Especial interés presenta la comparación que los autores realizan de la industria española de capital riesgo con las correspondientes a otras economías de nuestro entorno. Observan que las inversiones anuales del sector “se vienen situando sistemáticamente por debajo de la media europea”, incluso después de excluir el Reino Unido, dado su peso específico que podría distorsionar los datos. Donde observan una mayor discrepancia es en el tamaño medio de los gestores españoles, sensiblemente inferior a la media europea. Así, este se situaba en el año 2013 por debajo de los 100 millones de euros, menos de la mitad del importe gestionado por el operador medio europeo. En opinión de los autores, este reducido tamaño de los operadores podría convertirse en una desventaja competitiva, al dificultar la realización de operaciones de mediano y gran tamaño.

A partir de esta revisión comparativa del sector en España, **Navarro, Gómez y Fernández** se plantean las causas y condicionantes de la situación del capital riesgo en España, en el inicio de un período de expansión, pero todavía insuficientemente desarrollado. Entre las causas de este menor desarrollo relativo a otros países cercanos, los autores apuntan a la estructura empresarial española, con un tamaño medio de las empresas sensiblemente inferior a la media europea y con un gran protagonismo de las empresas más pequeñas. Un segundo factor es la prevalencia en España de sectores que, como la construcción, no se adecúan a las inversiones típicas de la industria del capital riesgo.

En conjunto, estos factores han conducido a una baja utilización y conocimiento de la financiación vía capital riesgo en España, una realidad que los autores muestran a partir de los datos de la Encuesta sobre el Acceso a la Financiación de las Empresas que elabora el Banco central Europeo. Sin embargo, utilizando datos de la misma encuesta, las empresas españolas no muestran desconfianza hacia la inversión del capital riesgo, más bien al contrario, cuando se compara con la situación en otras economías europeas; sin embargo, esta confianza no conduce a una mayor aceptación de este tipo de inversiones, quizá por falta de conocimiento sobre sus características y operativa.

Un segundo grupo de razones explicativas del reducido desarrollo de la industria del capital riesgo en España, lo encuentran los autores en los factores culturales y de entorno.

Apoyándose en la información del *Global Entrepreneurship Monitor (GEM)*, encuentran que en España las actitudes hacia el emprendimiento son menos positivas que en otros países cercanos, al igual que la consideración social del emprendedor exitoso. Esta menor cultura del emprendimiento en España, podría estar en la base del menor desarrollo de la industria, y esta situación se vería incrementada por la aversión al riesgo de los empresarios, que conduce a planes de negocio de poco riesgo y, también, de menor crecimiento.

En un entorno conservador como el que caracteriza el empresariado español, según los autores, la entrada de un socio capitalista en el marco de una operación de capital riesgo, puede generar rechazo y desconfianza en el empresario, que “prefiere mantener toda su autonomía de gestión y no valora el beneficio que puede tener contar con profesionales altamente preparados que le ayuden en sus decisiones”. Por otro lado, el absoluto predominio de la financiación bancaria como método de financiación de las pymes españolas, agudiza el rechazo a los planes de negocio más arriesgados, lo que puede acabar generando un rechazo a su presentación por parte de los empresarios.

Sin embargo, son numerosas y demostrables las ventajas que la inversión de capital riesgo tiene para las empresas, entre las que cabe destacar el apoyo al crecimiento de la empresa, la mejora de la productividad de su operativa, la creación de empleo, el fomento de la inversión y el incremento de la innovación. Estas, junto con el apoyo a la internacionalización que suponen, constituyen elementos positivos para las empresas que reciben inversiones de capital riesgo, como los autores describen utilizando información aportada por la Asociación Europea de Capital Riesgo, EVCA y de su rama española, ASCRI.

En todo caso, la situación de menor desarrollo del capital riesgo en España respecto a otros países cercanos, que los autores caracterizan en base a los diferentes indicadores que hemos señalado, conduce a **Navarro, Gómez y Fernández** a valorar el deber de una mayor implicación de las instituciones en poner remedio a esta situación. Como señalan, “El capital riesgo debe ser una actividad eminentemente privada. Sin embargo, en países como el nuestro donde el tamaño del sector es todavía pequeño, se hace necesario el apoyo institucional para dar volumen al sector y a los operadores, que los permitan ser más eficaces”. Por supuesto, se trata de un apoyo tanto público como privado, siendo el papel del sector público meramente catalizador de la iniciativa privada, que debe ser el motor del crecimiento del sector. Es en este contexto en el que tanto el papel de AXIS, gestora de fondos de capital riesgo de capital público, como especialmente de Fond-ICO Global, encuentran toda su dimensión.

AXIS, la gestora de capital riesgo del grupo ICO, cuenta con varios instrumentos de apoyo a la industria del capital riesgo, además del recientemente creado Fond-ICO Global. Así, Fond-ICO Pyme, dotado con 250 millones de euros, se orienta tanto a proyectos de inversión como a proyectos de capital semilla, con límites de inversión que oscilan entre 1,5 y 15 millones en el primer caso y entre 0,75 y 1,5 en el segundo. Su límite de inversión es de cinco años, en cualquiera de las dos situaciones, y la participación del Fondo siempre ha de tener un carácter minoritario.

Otro de los fondos gestionados por AXIS es Fond-ICO Infraestructuras, orientado hacia proyectos de nueva planta en los sectores del transporte, la energía y la infraestructura social, tanto en España como fuera de ella, participando con aportaciones de capital o bien con deuda subordinada o préstamos participativos.

Con todo, el proyecto estrella, por su magnitud y alcance es, sin duda, Fond-ICO Global, puesto en marcha en el año 2013, como instrumento de apoyo y promoción para la captación de fondos privados de capital riesgo. Como ya se ha dicho, este Fondo tiene una dotación de 1.200 millones y aspira a impulsar no menos de 40 fondos privados y un volumen de inversión superior a los 3.000 millones de euros. En cuanto al objeto de inversión, el proyecto exige que los fondos invertido por Fond-ICO Global inviertan al menos el 50% de sus recursos en España o, como mínimo, el doble de la aportación del Fondo. Los autores resaltan que el Fondo apoya la creación o el crecimiento de fondos que atiendan a las diferentes fases de la vida empresarial, incubación, venture capital y expansión, así como que el Fondo no se involucra en la gestión de los fondos en los que participa, si bien se asegura del cumplimiento de las condiciones establecidas en las diversas convocatorias efectuadas.

Como conclusión, **Navarro, Gómez y Fernández**, estiman que la crisis iniciada en 2007 va a suponer un cambio en el paradigma de la financiación empresarial en España, lo que presumiblemente implicará un papel creciente para las inversiones de la industria de capital riesgo. Quizá la nueva fase de expansión no sea suficiente para resolver todas las carencias del tejido productivo que los autores han analizado, pero “el crecimiento y consolidación de un potente sector de capital riesgo en nuestro país es necesario para consolidar la recuperación económica a la que estamos asistiendo” y, desde esta perspectiva, Fond-ICO Global se configura como un factor de arrastre de primera magnitud en la consecución de una industria mejor adaptada a los retos que se le plantearán en los años venideros.

2.1.3.- Dentro del bloque de trabajos destinados a explicar y analizar el papel y la función de Fond-ICO Global, como el elemento nuevo de mayor alcance en la promoción de la industria del capital riesgo en España, el tercer trabajo corresponde a **Susana de los Ríos Sastre**, profesora de gestión financiera en la Universidad Pontificia Comillas, **Isabel Rodríguez García**, socia responsable de Private Equity del despacho King&Wood Mallesons y **Rocío Sáenz-Diez Rojas**, del departamento de Gestión Financiera de la Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales de la Universidad Pontificia Comillas.

Inician su trabajo las autoras resaltando el papel del emprendimiento para el mejor desarrollo del sector empresarial en Europa. En efecto, desde que en el año 2003 la Comisión Europea sometió a debate público el *Green Paper sobre Entrepreneurship in Europe*, se han sucedido los llamados y las iniciativas en pro de impulsar un nuevo dinamismo en las empresas europeas y al papel del capital riesgo en ese empeño. Sin embargo, como revela la última encuesta sobre *Entrepreneurship in the EU and beyond*, publicada a finales del año 2012 por la Comisión Europea, sólo un 37% de los ciudadanos europeos preferiría trabajar por cuenta propia, algo que contrasta mucho con la situación de países como Brasil, Estados Unidos o China, donde más de un 50% de los ciudadanos prefieren un trabajo por cuenta propia. Además, alrededor de un 50% de los europeos

creen que no se debería poner en marcha una empresa si existe el riesgo de que el negocio pueda fallar, mientras que esta cifra se reduce al 25% en el caso de Estados Unidos o China.

Para corregir esta situación, la Unión Europea puso en marcha hace dos años el Plan de Acción sobre Emprendimiento 2020, destinado a apoyar el papel de los emprendedores como motor del crecimiento económico en Europa, proponiendo tres áreas prioritarias de intervención: 1) La educación y formación en materia de emprendimiento; 2) la mejora de las condiciones marco para los emprendedores, eliminando barreras estructurales y 3) un gran impulso a la cultura del emprendimiento en Europa. Como señalan las autoras, se trata de “medidas indirectas” de promoción del emprendimiento, por oposición a los programas de ayuda directa.

Por otra parte, la crisis ha puesto de relieve una situación de dificultad generalizada para la financiación de las empresas europeas, con las encuestas del Eurobarómetro de la Comisión Europea ofreciendo cifras de hasta el 80% de los encuestados considerando que es difícil emprender un negocio debido a la falta de apoyo financiero, que suben hasta más del 90% en países como Grecia, Irlanda, Portugal o Rumanía. Además, el peso de la financiación bancaria en los sistemas financieros europeos continentales dificulta la financiación de las empresas pequeñas, incapaces de acceder a los mercados de capitales.

En estas condiciones, es fácil ver el papel del capital riesgo como alternativa de financiación a largo plazo para las pymes europeas más dinámicas e innovadoras. Igualmente, dadas las dificultades para que el conocimiento generado a través de la I+D se traslade a las empresas, “son los emprendedores los encargados de canalizar el conocimiento desde las fuentes donde se origina hacia las empresas que lo comercializan y generan rentabilidad con estas nuevas ideas”. Por esa misma razón, si bien el capital riesgo puede invertir en cualquier fase de la vida empresarial, es especialmente valiosos para las empresas de nueva creación, con un gran potencial de crecimiento e innovación, pero sin una trayectoria ya contrastada.

Finalmente, el valor del capital riesgo para un emprendedor no se agota en la pura aportación financiera que supone, sino que se extiende a otros muchos aspectos de la vida empresarial, incluida la estrategia, donde la visión y las aportaciones de los gestores del capital riesgo suponen una aportación de enorme importancia para el emprendedor, sea cual sea la fase en que se encuentre su desarrollo empresarial. Los inversores de capital riesgo, se configuran así como intermediarios cualificados, que anulan las asimetrías de información propias de los emprendedores, al ponerlos en contacto con los inversores que disponen de recursos.

Ahora bien, la oferta de capital riesgo con la que cuentan los emprendedores europeos es insuficiente y así se ha reconocido reiteradamente por las instituciones europeas. En este sentido, la reciente iniciativa *Building a Capital Markets Union*, impulsada por la Comisión Europea, pretende liberar a medio plazo la financiación no bancaria de las empresas europeas, eliminando los obstáculos que impiden una conexión eficiente

entre oferentes y demandantes de recursos, una situación igualmente característica del mercado de capital riesgo europeo.

Se trata de una situación que afecta tanto a la oferta como a la demanda de recursos. Por el lado de la oferta, los emprendedores requieren fondos que frecuentemente exceden las aportaciones de los Business Angels y otros inversores de venture capital, pero que no justifican la atención de las gestoras de capital riesgo debido a los altos costes de gestión de estas inversiones y el elevado nivel de riesgo asociado. Por el lado de la demanda, con frecuencia los nuevos empresarios, o bien no conocen o bien desconfían de este fuente de financiación, por razones que se han comentado más arriba.

En resumen, en opinión de las autoras de este trabajo, los emprendedores y las pequeñas y medianas empresas innovadoras tienen un gran potencial como generadoras de crecimiento económico y empleo, pero únicamente podrán cumplir ese papel si se mejora adecuadamente su acceso a la financiación. Eso supone la eliminación de los obstáculos existentes para el acceso a la financiación bancaria así como favorecer su acceso a nuevas fuentes de financiación a través de los mercados financieros y otras alternativas, entre las que destaca el capital riesgo.

A partir de este punto, las profesoras **de los Ríos, Rodríguez y Sáenz-Diez** se adentran en la valoración de las iniciativas públicas destinadas a la promoción de la industria del capital riesgo. Inician su tratamiento del tema con una afirmación atrevida que, sin embargo, justifican adecuadamente en su trabajo, "Prácticamente todos los centros considerados punteros hoy día en cuanto a actividad emprendedora en el mundo, han tenido su origen en una intervención pública proactiva". En efecto, como muestran, desde que se estableció en 1953 la *Small Business Administration* en los Estados Unidos, germen del auge posterior de la industria del capital riesgo, hasta Silicon Valley, centro del ecosistema emprendedor más importante del mundo, y posteriormente, cuando el protagonismo pasa a Europa, ha sido decisiva la intervención pública en la promoción de programas destinados a cubrir los segmentos de financiación a los que otros proveedores de financiación no acceden con facilidad.

¿Cuáles deben ser las bases de esa intervención pública en la promoción de empresas? Las autoras se refieren a un Informe de la OCDE sobre el tema, en el que se especifican las razones para una intervención pública, en este caso para el fomento de empresas tecnológicas: 1) tratar de cubrir carencias en la financiación de empresas cuyo negocio sería viable si obtuvieran capital suficiente en condiciones razonables y 2) tratar de elegir aquellas empresas con mayor potencial de creación de empleo y con un desarrollo tecnológico que pueda influir a largo plazo en el crecimiento económico. Esto es, se fundamenta la intervención pública en la existencia de externalidades positivas que pueden generar beneficios sociales superiores a la pura rentabilidad de la inversión. Posteriormente, en el año 2009, Josh Lerner, en su libro *"Boulevard of Broken Dreams. Why Public efforts to Boost Entrepreneurship and Venture Capital Have Failed and What to Do About it"* mantiene básicamente la misma idea, en el sentido de valorar las externalidades positivas que la promoción de la innovación tiene sobre el crecimiento económico y la relevancia de los emprendedores para el fomento de la innovación tecnológica.

Tanto el Informe citado como el libro de J. Lerner proponen una caracterización de los diferentes tipos de intervención pública, distinguiendo entre los programas de intervención directa, destinados a la financiación directa o indirecta de los emprendedores con capital público, y las medidas indirectas, que afectan al entorno institucional y tratan de crear un clima adecuado para el desarrollo del ecosistema emprendedor. Las autoras utilizan esta distinción para adentrarse en el estudio de los mecanismos de apoyo al emprendimiento.

Así, entre las medidas indirectas destinadas a crear un entorno económico, institucional y regulatorio adecuado para favorecer el flujo de fondos hacia las empresas jóvenes e innovadoras se encontrarían: 1) Un régimen fiscal adecuado; 2) un régimen de propiedad intelectual ágil 3), una corriente de información sobre el sector que facilite la puesta en contacto de inversores y emprendedores y 4) un desarrollo de los mercados de capitales que facilite alternativas de desinversión. Este último punto parece fundamental; el desarrollo de los mercados financieros proporciona al capital riesgo una de las más cruciales posibilidades de desinversión, cual son las salidas a bolsa. La creación del Mercado Alternativo Bursátil en España, en 2006, apunta en esa dirección de dotar de financiación a las pequeñas empresas en expansión y facilitar la desinversión del capital riesgo por la vía de la cotización de sus empresas invertidas en el mercado, un objetivo este último, sin embargo, que no parece haberse cumplido por ahora.²

Pero la creación de un mercado de capital riesgo activo en Europa no depende sólo de la disponibilidad de fondos o de la existencia de mercados ágiles que favorezcan la liquidez, sino también de las posibilidades que los emprendedores y los inversores tengan de recibir los frutos económicos de su actividad. Es aquí donde se inscriben elementos de entorno tan importantes como un régimen fiscal adecuado, o una regulación del mercado laboral flexible y, también, la regulación adecuada de la propiedad intelectual o el gasto público en I+D.

Se consideran medidas directas de apoyo a la promoción de empresas los programas públicos que incrementan la financiación de capital riesgo por el lado de la oferta, bien de inversión directa o a través de fondos. El informe Red.es elaborado en el año 2008 por el Ministerio de Industria, Turismo y Comercio del Gobierno de España, ofrece una síntesis de los modelos de políticas públicas implantados internacionalmente en este ámbito. De acuerdo con este informe, los principales modelos de intervención pública directa son los siguientes:

- Proporcionar préstamos o garantías a los fondos por la deuda adquirida.
- Participar en fondos de fondos, siendo estos últimos los que canalizan la inversión hacia las empresas. Fond-ICO Global pertenece a esta categoría.
- Participar en fondos mixtos, público-privados

2 C. Cuervo-Arango, El Capital Riesgo en Tiempos de Crisis. Recursos, Inversión y Mercado de Valores, en El Capital Riesgo: Su Operativa; A. Martínez-Echevarría, Editor. Madrid, 2012. En sentido contrario, Ori Assa, Manuel Deó y Leticia Viedma, Las operaciones "dual-track" como estrategia de desinversión: Salida a bolsa y venta privada, en este mismo Anuario.

- Co-inversión de capital público y privado directamente en las empresas.
- Inversión pública en empresas, frecuentemente en las de nueva creación.
- Participación en redes de *Business angels*. El fondo Isabel la Católica desarrollado por el Fondo Europeo de Inversiones y Axis, es un ejemplo de esta categoría.

A partir de aquí, las profesoras **de los Ríos, Rodríguez y Sáenz-Diez** se adentran en el análisis de la experiencia que constituye el ejemplo más exitoso de políticas públicas orientadas a impulsar el sector del capital riesgo. Se trata de la experiencia de Israel, centro mundial del emprendimiento y que según el *Startup Ecosystem Report* del año 2012, cuenta en Tel Aviv con el segundo ecosistema emprendedor del mundo. Es cierto que algunos factores de esta experiencia son propios de ese País y difícilmente trasladables a otros, como la función del ejército en el desarrollo de innovaciones tecnológicas o la inmigración de personas de alta cualificación provenientes de todo el mundo. Sin embargo, otros muchos son instrumentos de uso normal en la mayoría de los países desarrollados.

Por ejemplo, el programa *Yozma*, iniciado por el gobierno de Israel en 1993 para financiar empresas nuevas en el sector de alta tecnología, tuvo éxito en la atracción de fondos de capital riesgo extranjeros que aportaron su experiencia y su red de contactos. De esta forma, se consiguió que los 100 millones de dólares de dotación del fondo atrajeran al menos otros 150 millones adicionales de capital privado, en un contexto de simplificación del acceso de las empresas a los fondos ofrecidos y una estructura legal y fiscal adecuada. El programa *Yozma* creció hasta incluir 10 fondos de capital mixto público-privado y atrajo socios de los principales países. Su éxito puede evaluarse teniendo en cuenta que en el año 1996 el gobierno vendió su participación en 9 de los fondos creados al amparo del programa y en 1998, el proceso de privatización de *Yozma* había finalizado.

Esta no fue la única iniciativa de promoción del emprendimiento en Israel. La Oficina Estatal de Investigación Científica del Ministerio de Economía, proporcionó ayudas y subvenciones para financiar proyectos de I+D, con el resultado de que en la actualidad, más de 250 empresas multinacionales cuentan con centros de I+D en Israel, entre ellas, Microsoft, Cisco o Apple. Por su parte, el Programa de Incubadoras Tecnológicas se estableció en 1991 con el objetivo de transformar ideas innovadoras en el campo de la tecnología que fueran demasiado arriesgadas para los inversores privados en empresas viables. Desde su inicio, el programa puso en marcha más de 1.900 compañías y en la actualidad hay 20 incubadoras en el País, dando servicio a más de 160 empresas.

Es claro que el éxito de la experiencia israelí se debió en parte a las peculiaridades del emprendedor en Israel, lo que refuerza la importancia de los factores de demanda, como la valoración del espíritu emprendedor, la educación o la política de inversión en I+D, más allá del puro estímulo a la oferta de fondos para el emprendimiento. En resumen, como señalan las autoras, “El caso de Israel,... es un ejemplo de cómo el sector público cumplió una misión esencial como impulsor del despegue de la industria, generando un círculo virtuoso por el que la actividad de capital riesgo y la creación de empresas eran rentables y eficientes, y producían un aumento de dichas actividades en el futuro”.

No cabe duda que el éxito del programa *Yozma* y su carácter de referente internacional, ha servido de inspiración en el diseño de Fond-ICO Global, igualmente establecido con el objetivo de atraer fondos privados para el impulso de la industria española de capital riesgo. Este proyecto constituye el intento más ambicioso desarrollado hasta ahora por el gobierno español con el propósito de estimular fuentes alternativas a la financiación bancaria para aquellas empresas que combinen innovación y emprendimiento en cualquiera de sus posibles fases de desarrollo, buscando la mejora de su competitividad y su internacionalización.

La evaluación concreta de Fond-ICO Global, la realizan las autoras desde la consideración de los riesgos a los que se enfrenta la intervención pública a la hora de fomentar la actividad emprendedora. Es por ello, que inician su exposición de este apartado formulando una serie de recomendaciones para las autoridades públicas que deseen acometer programas de inversión directa orientadas a impulsar el ecosistema emprendedor. Estas recomendaciones se estructuran en cuatro bloques, que corresponden a otros tantos aspectos del diseño de los programas, su implementación, el procedimiento de concurrencia y acceso a los mismos y la vigilancia y supervisión de sus resultados.

Las autoras concluyen que contrastando las propuestas aportadas con la realidad de Fond-ICO Global, se obtiene una visión optimista. Quizá esta circunstancia explica el éxito internacional cosechado por el programa, que ha recibido informes favorables de la Comisión Europea, el FMI y el BCE, tras las visitas de evaluación realizadas.

Además, en la consideración de las autoras de este trabajo, puede afirmarse que la repercusión del programa sobre la actividad del capital riesgo en España está siendo positiva. Desde el comienzo de su actuación, se ha conseguido multiplicar casi por cinco el tamaño del sector en España, en términos de captación de fondos, comparado con los importes de los seis años posteriores a la crisis de 2008. En suma, "a la luz de los parámetros analizados, parece fácil concluir que Fond-ICO Global es un programa correctamente concebido, que cuenta con unos principios preestablecidos en cuanto al desarrollo del mismo que son acordes con las prácticas y recomendaciones identificadas en el mercado como clave del éxito".

2.2 Los fondos de activos bancarios y el capital riesgo

Entrando ahora en el segundo bloque de artículos de esta segunda parte del Anuario, los profesores **Alfonso Martínez-Echevarría** y **Juan Luis Pulido**, catedráticos de derecho mercantil en la Universidad CEU San Pablo y Cádiz, respectivamente, y ambos socios del despacho Martínez-Echevarría Abogados, analizan en su trabajo los Fondos de Activos Bancarios (FAB), nueva figura del sistema financiero español, nacida al calor de la desinversión por parte de SAREB de los activos problemáticos adquiridos en el contexto de la reestructuración de las entidades de crédito ocurrido en años pasados.

Los fondos de activos bancarios (FAB), constituyen una nueva institución de inversión colectiva, ideada para facilitar la desinversión a la Sociedad de Gestión de Activos Procedentes de la Reestructuración Bancaria (SAREB), permitiendo que esta sociedad

transmita a esos fondos bloques de sus activos y pasivos problemáticos, procedentes de la reestructuración de entidades de crédito ocasionada por la crisis del año 2007. Por esta razón, su regulación subsidiaria corresponde a la Ley 35/2003, de Instituciones de Inversión Colectiva, si bien su regulación básica se recoge en la Ley 9/2012, de reestructuración y resolución de entidades de crédito y en el Real Decreto 1559/2012, por el que se establece el régimen jurídico de las sociedades de gestión de activos.

Como señalan los autores, en los procesos de reestructuración y resolución de entidades de crédito, una de las actuaciones fundamentales consiste en la transmisión de activos o pasivos a una sociedad de gestión de activos. Así se establece en la normativa reguladora del Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB), que es el instrumento de reestructuración bancaria existente en nuestro sistema financiero, que puede obligar a una entidad de crédito a transmitir a una sociedad de gestión de activos determinados activos y pasivos cuando se encuentren particularmente dañados o cuando su permanencia en los balances de esas entidades sea perjudicial para su viabilidad. Una de estas sociedades de gestión, es, justamente, la SAREB, constituida en el año 2012 por el FROB para ese fin específico.

Con los activos y pasivos que le han sido previamente transferidos, la SAREB constituye patrimonios separados, sin personalidad jurídica propia, que, junto con las aportaciones de otras sociedades de gestión, constituyen los Fondos de Activos Bancarios, o FAB. Al carecer de personalidad jurídica, los FAB deben contar con una sociedad gestora, que tendrá que ser una sociedad gestora de fondos de titulización (SGFT), adaptada a su regulación específica, contenida en la Ley 9/2012, el Real Decreto 1559/2012 y la Ley 5/2015, de fomento de la financiación empresarial, en cuyo Título III se contiene el régimen jurídico de las titulizaciones y la regulación de este tipo de sociedades gestoras.

Estas SGFT podrán emitir valores negociables como parte de su gestión del FAB, si bien estos valores sólo podrán ser distribuidos entre inversores profesionales o institucionales. Finalmente, es función de las SGFT ordenar el proceso de adquisición de los activos del fondo por parte de inversores finales, destinatarios últimos de todo el proceso de saneamiento. Para los autores, si bien existen alternativas factibles, el proceso bosquejado de adquisición y disposición de activos dañados a través de los FAB, que implica competencia entre las distintas SGFT y asegura una gestión eficaz de los activos de los FAB, es una alternativa eficiente para la solución de un proceso complejo, de especial importancia en el cierre final de los procesos de saneamiento de entidades financieras que ha conllevado la pasada crisis financiera en España.

La iniciativa para la constitución de cada FAB corresponde a la SAREB, que segrega y saca de su balance activos y pasivos, aislándolos conforme a los criterios que en cada caso faciliten su transmisión a terceros. Por supuesto, esos criterios pueden ser adoptados de acuerdo con los inversores profesionales o institucionales interesados en el FAB cuya constitución se va a producir. Como es lógico, con la constitución de cada FAB, la SAREB elimina de su balance el riesgo asociado a los activos y pasivos que transmite al fondo.

Señalan los autores que los FAB han de crearse mediante escritura pública, cuyo contenido mínimo está regulado en detalle por su normativa, muy centrada en dar garantías a los

potenciales inversores que suscriban los valores emitidos por estos fondos. De especial interés es el requerimiento de que en la escritura figuren las reglas que van regir la subcontratación de funciones que pretenda realizar la sociedad gestora. En efecto, por la naturaleza de su patrimonio, los FAB van a requerir una gestión muy activa, buena parte de la cual no va a ser desarrollada directamente por la sociedad gestora. Por esta razón, deben ser los inversores del correspondiente FAB en proceso de constitución los que determinen las políticas de gestión y las entidades que se deban encargar de la misma, extremos todos ellos que deben constar en la escritura de constitución, con el detalle suficiente para evitar conflictos futuros. Este último punto adquiere especial relevancia si se tiene en cuenta que con frecuencia, la gestión de los FAB supondrá el uso de productos derivados de cobertura de diferentes riesgos, fundamentalmente de interés y de pagos, cuya política de gestión y el rango de instrumentos a utilizar deben quedar claramente definidos.

En el mismo acto de constitución del FAB por medio de la escritura, se procede, además, a realizar la cesión de los derechos de crédito y/o inmuebles y a la emisión de los pasivos que han de financiar al FAB, junto con los pasivos aportados por la SAREB y las aportaciones de inversores institucionales, que les dará derecho al remanente originado con ocasión de la liquidación del FAB, una vez satisfechos los derechos de crédito del resto de los acreedores. Es reseñable que los valores emitidos por los FAB deberán tener un nominal unitario de 100.000 euros y sólo podrán distribuirse entre inversores profesionales o institucionales.

En cuanto al activo, los FAB podrán disponer de los activos transferidos directa o indirectamente por una sociedad de gestión de activos, incluida SAREB, así como otros adquiridos por subrogación o transformación de los anteriores, con efectivo y depósitos en entidades de crédito y con valores de renta fija admitidos a negociación en mercados oficiales.

La transmisión de activos de la SAREB a los FAB se realizan sin necesidad de obtener el consentimiento de terceros y habrá de ser plena e incondicionada, sin que la SAREB conceda ninguna garantía que asegure el buen fin de los derechos de crédito transmitidos o el valor o la calidad de los activos. Los acreedores de un FAB solo podrán hacer efectivos sus créditos contra el patrimonio del mismo.

El patrimonio de un FAB puede articularse en compartimentos independientes, con sus propios administradores y política de gestión, y contra los cuales pueden emitirse valores o asumirse obligaciones de diferentes clases. Estos compartimentos, así como los FAB en su conjunto, pueden escindirse y fusionarse, lo que facilita posibles reestructuraciones. Estas transformaciones deben estar previstas en la escritura de constitución del FAB, en la que deben establecerse las reglas de actuación pertinentes.

Señalan los autores que la regulación de los FAB es muy cuidadosa a la hora de garantizar la máxima transparencia en la constitución, gestión y liquidación de estos instrumentos. La gestora debe publicar en su página web la escritura de constitución y demás documentos públicos posteriores relativos al fondo, así como el informe semestral y anual de cada

uno de los FAB que gestione, al igual que la información significativa sobre el régimen de transmisión de activos y pasivos. El contenido de estos informes está regulado, pero la Comisión Nacional del Mercado de Valores puede requerir la inclusión de cualquier otra información o advertencia que juzgue relevante. Por supuesto, las cuentas anuales tienen que ser sometidas a auditoría de cuentas, que la sociedad gestora del FAB tiene que remitir a la CNMV, al igual que las propias cuentas y los informes semestral y anual.

Los FAB y sus partícipes tienen un régimen fiscal especial, que incentiva la inversión en estos instrumentos. Así, los FAB tributan al 1% en el impuesto de sociedades, al igual que las demás instituciones de inversión colectiva, durante el período de exposición del FROB a los FAB, que termina cuando finalice la existencia de la SAREB, esto es, pasados 15 años desde su constitución en noviembre de 2012. Pasado este plazo, los FAB quedarán sometidos al régimen general de tributación del impuesto de sociedades.

Los partícipes de los FAB que tengan un establecimiento permanente en territorio español, tributarán conforme al régimen fiscal previsto en el artículo 94 de la Ley del Impuesto de la Renta de las Personas Físicas y el artículo 58 del texto refundido de la Ley del Impuesto sobre sociedades, según sea el caso. Por su parte, los partícipes no residentes en España y carentes de un establecimiento permanente en territorio español, gozarán de la exención prevista en la ley reguladora del impuesto sobre la renta de no residentes para los rendimientos derivados de la deuda pública española.

En cuanto al impuesto sobre transmisiones patrimoniales y actos jurídicos documentados, están exentas las transmisiones de activos y pasivos de la SAREB a los FAB, las transmisiones de activos y pasivos realizadas entre los FAB y las operaciones de disminución del patrimonio o de disolución de estos fondos, así como las actuaciones notariales o registrales correspondientes a modificaciones del plazo o tipo de interés de los préstamos hipotecarios cuyo acreedor sea un FAB.- Este tratamiento fiscal es de aplicación únicamente durante el plazo de existencia de la SAREB, como se ha dicho anteriormente.

En el registro especial de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, estaban registrados a finales de enero del año 2015 cinco FAB, de los cuales tres se habían constituido en el año 2013, y dos en el año 2014. La participación de la SAREB en estos fondos ya constituidos oscila entre un máximo del 100% y un mínimo del 15%.

2.3 La Bolsa como cauce de desinversión para el capital riesgo

Finalmente los abogados de Latham & Watkins, **Manuel Deó, Ori Assa y Leticia Viedma** se han servido de su larga y amplia experiencia como asesores legales en procesos de desinversión por el capital riesgo, para producir un muy ilustrativo y revelador artículo, que publicamos bajo el título de “Las operaciones “dual-track” como estrategia de desinversión: salida a bolsa y venta privada”, en el que analizan los pros y contras de una OPV *versus* una venta privada como cauce de desinversión, y las ventajas de seguir en lo posible esta *dual track* de forma paralela para decidir llegado el momento, cuál de las dos vías emprendidas resulta más adecuada en función de las circunstancias.

El mercado de español de capital riesgo, ha conocido en 2014 tres operaciones de desinversión, de cierta relevancia, protagonizadas por fondos de capital riesgo. Nos referimos a las ventas de ONO liderada por CCMP, Thomas H. Lee y otros, de eDreams Odigeo por Permira, Ardian y otros, y de Applus por The Carlyle Group, Intermediate Capital Group (ICG) y otros. En dos de ellas, al menos, ONO, que fue finalmente vendida a Vodafone, y en Applus + que efectivamente salió a cotizar en junio 2014 mediante una operación combinada de OPV y OPS, se siguieron estrategias dual track.

Una operación “dual-track”, la definen los autores, como una “estrategia de desinversión consistente en iniciar, paralela y simultáneamente, un proceso de salida a bolsa y de venta privada o subasta, entre varios postores, de una participación accionarial en una compañía”.

Estas estrategias que, por otra parte no resultan incompatibles entre sí, tienen por principal objetivo la maximización del precio de salida del vendedor, creando cierta tensión competitiva en el mercado, y de que esto resulta efectivamente así, dan buena prueba las conclusiones del estudio publicado recientemente en el *Journal of Business Venturing*, citado por los autores, que tras haber examinado 679 desinversiones accionariales entre los años 1995 y 2004, cuantifica dentro de un rango del 22% al 26% la prima obtenida por las operaciones en las que se siguió un *dual track* frente a las estrategias únicas de desinversión.

No ha de extrañar en consecuencia que estas técnicas se hayan extendido y popularizado en los últimos años entre los inversores de capital riesgo, cabiendo destacar, entre otras muchas de sus ventajas adicionales, que son minuciosamente analizadas por los abogados de L&W, las siguientes: (i) la flexibilidad en la decisión sobre el momento oportuno de la desinversión y en la elección de una estrategia de desinversión total o parcial (ii) el incremento del poder de negociación del vendedor.(iii) la agilización de la negociación y (iv) la mayor probabilidad de éxito de la desinversión.

Sin embargo también recuerdan los autores que estos procesos no carecen de inconvenientes y presentan complejidades adicionales tales como la distracción y posible planteamiento de conflictos de interés con el equipo directivo y el riesgo de fugas y trasvases de información, sin olvidar la circunstancia de que la salida a Bolsa no suele permitir una desinversión total debido a las habituales cláusulas de *lock-up*.

Con todo, y a modo de conclusión, terminan **Assa, Deó y Viedma** diciendo que “un proceso de “dual-track” exige una importante inversión de recursos y tiempo para su materialización. Asimismo exigirá una elevada coordinación y cooperación entre el accionista vendedor, los miembros del equipo directivo de la sociedad target, los asesores financieros, los bancos de inversión, los auditores y los asesores legales de las partes intervinientes. Sin embargo, si se lleva a cabo de forma eficaz, se incrementan las posibilidades de que un inversor consiga una desinversión favorable y obtenga el máximo valor posible para las condiciones de mercado existentes”.

Executive Summary

Instituto de Capital Riesgo

2014 has been a particularly outstanding year for the world of venture capital, both in regulatory and operational terms.

Firstly and from a regulatory viewpoint, just before it drew to close 2014 brought us Act 22/2014, of 22 November, amending the framework and legal status of venture capital. By the end of the year, the Spanish Parliament had almost finished debating the Promotion of Business Financing Bill, which was finally enacted as Act 5/2015 shortly afterwards, on 5 April this year; and finally it overwhelmed us (as must be said) with three, not to say four, new reforms of the Spanish Bankruptcy Act, embodied in Royal Decree-Act 11/2014 on urgent bankruptcy matters, Royal Decree-Act 4/2014 on urgent matters in relation to refinancing agreements and debt restructuring, later converted into a law by Act 17/2014, of the same name, and at the start of 2015, Royal Decree-Act 1/2015 on the second chance mechanism.

Secondly, and from a more operational perspective, 2014 has witnessed certain events of particular significance for venture capital: undeniably the biggest impact came with the announcement and award of the first rounds, following the Spanish government's decision to play an active role on the venture capital market, by setting up Fond-ICO Global, a fund of funds intended to act as a catalyst and lever in venture capital fundraising, and whose management has been entrusted to AXIS. Other eye-catching highlights not to be overlooked include the closure of the first bank asset funds and its effects on the venture capital market, and the evidence that the Spanish stock market is also capable of operating as a means of disinvestment for venture capital.

- A. These regulatory and operational measures must be framed and interpreted mainly (though not exclusively, as we will see) as the state public sector's solution to overcome, or at least mitigate, the negative consequences of a bank-generated credit squeeze and crunch scenario. This in turn was triggered by the crisis that struck in 2007 and that (needless to recall) is still seriously hampering Spain's small and medium-sized enterprises, whose economy, as is also well-known, depends to a very large extent on banks, and on bank loans in particular.

The government's involvement is geared, first and foremost, towards encouraging the diversification of sources of corporate finance and fostering the development of new and old sources of alternative finance, and dates back to 2012. On 20 February that year, during the State of the Nation debate, the Government announced it would be implementing an Entrepreneurship Support and Economic Stimulus Plan that, in particular, included measures such as the promotion of banking disintermediation, **support for venture capital** and easing access to capital markets, including the

launch, as part of the Alternative Equity Market (MAB in Spanish) of an Alternative Fixed-Income Market (MARF in Spanish) that was set up in 2013.

Subsequently, in July 2012, the same objectives were set out in the Memorandum of Understanding between the European Commission and Spain on Financial-Sector Policy Conditionality, signed in Brussels and Madrid on 23 July 2012, paragraph no. 27 of which stated that “Non-bank financial intermediation should be strengthened. In light of the high dependence of the Spanish economy on bank intermediation, the Spanish authorities will prepare, by mid-November 2012, proposals for the strengthening of non-bank financial intermediation including capital market funding and venture capital”.

B. However, apart from this main financial objective, there are two other particularly significant objectives.

B.1. The first has to do with Spain’s membership of the European Union, which has been working since 1985 to harmonise the legislation applicable in different EU countries to Collective Investment Undertakings (CIUs) with a view to giving them a EU passport to permit freedom of marketing within the community. To this end, that year it adopted a first Directive, 85/611/EC, on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to *Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities (UCITS)*, subsequently amended in 2001 and 2002, until in 2009 a consolidated text was approved in Directive 2009/65/EC (also known as “UCITS IV Directive” or simply the “UCITS Directive”), which was transposed into Spanish law in 2011, amending the Collective Investment Undertakings Act 35/2003.

This means that today collective investment is regulated by a harmonised European legal framework, though it should be noted that this only covers open-ended funds, which are preferably intended for retail investors and geared more towards making public savings profitable than to channelling them into the business world. Therefore they cannot properly be deemed an alternative source of corporate financing.

To continue with the process of harmonising the remaining CIUs not harmonised by the UCITS Directive, in 2011 the EU adopted the AIFM (Alternative Investment Funds Managers) Directive, which mainly has refers to closed-ended CIUs and, in particular, under certain circumstances, Venture Capital Funds; also, even though some might be regarded as open CIUs, to Hedge Funds and Real Estate Funds.

The (late) transposition of the AIFM Directive was the second major objective of the Venture Capital Entity Act 22/2014, which also contains, as to be expected, a mere reference to European venture capital funds (EVCF) and European social entrepreneurship funds (ESEF). These are covered by EU regulations 345/2013 and 346/2013 respectively, which are directly applicable and, unlike the AIFM

Directive, do not have to be transposed nor, on the other hand, do they focus on regulating managers but on investment vehicles.

- B.2. The second goal pursued by the Government in passing these regulations has to do with what is now known as “shadow banking”, one of the credit crunch’s side effects, which has prompted the development of new financial initiatives by non-bank institutions that have seen a business opportunity where traditional banks had stopped responding to business needs.

In practice, a whole range of financial products and services have emerged and steadily developed, giving rise to this “shadow banking” sector. The main players are old non-banking operators, such as some insurance companies, who have reoriented their businesses, together with new non-banking operators, such as mutual funds, both of which offer factoring lines, discounting of promissory bills and trade bills, advance payment of invoices, reverse factoring, working capital loans, etc., directly or through specialised vehicles.

Yet while some argued that corporate finance should be unbanked to a certain extent by developing alternative sources of finance, others raised their voice to warn of the risks posed by such unregulated practices, which could trigger a new financial crisis.

So as to avoid greater risks in the future and ensure that investors and users are suitably protected, the authorities have begun to regulate some of these financial practices, one such example being the aforementioned Promotion of Business Financing Act 5/2015. Part of this Act regulates what right now is possibly one of the most path-breaking financial initiatives, and with the largest growth potential, namely crowdfunding, in which people who want to borrow money to fund a business venture are put in touch with lenders by Internet platforms that act as intermediaries.

- C. The Yearbook we are unveiling today addresses all these issues in depth and does so from a doctrinal and academic perspective, in line with other yearbooks also promoted and backed by the ICO Foundation (like the Competition Yearbook and Euro Yearbook) and that already enjoy the tradition and seniority that this Venture Capital Yearbook being published today, also aims and hopes to reach one day.

The Yearbook is divided into three parts. The first two address the issues broached so far and, from a theoretical standpoint, analyse both the legislative reforms and initiatives and the public sector’s direct participation as a Limited Partner in venture capital processes, and also why certain that investors in this field are attracted by the new bank asset funds. Not forgetting the Spanish capital market’s potential for channelling certain venture capital divestments through IPOs. Finally, and like any other Yearbook, part three takes a look at what happened with venture capital in Spain in 2014 and provides an overview of the sector’s main events, chiefly with regard to investments, investors and their advisers.

1. Legislative reforms with effects on Venture Capital in 2014

The first section of the Yearbook looks at the new Venture Capital Act, the Promotion of Business Financing Act and, thirdly, the Bankruptcy Act, whose successive reforms have brought new opportunities for venture capital to demonstrate its potential as a result of the business crisis that has forced many firms to file for pre-bankruptcy and bankruptcy proceedings.

1.1. Venture Capital Entity Act 22/2014

The Venture Capital Entity Act 22/2014 has been reviewed by a team from Clifford Chance, led by **Javier Amantegui**, assisted by **Samir Azzouzi** and **Thais Garcia**.

At this point, reference must be made to the first regulatory attempts embodied by Royal Decree-Act 1/1986 on urgent administrative, financial, tax and labour measures, subsequently amended by Royal Decree-Act 7/1996 on urgent measures of a fiscal nature and to foster and liberalise economic activity, and the specific tax arrangements laid down in Corporation Tax regulations, but the fact is that we have had to wait until 1999 to see Act 1/1999, regulating venture capital firms and their management companies, the first comprehensive venture capital law, that was later partially developed by the Ministerial Order of 17 June that year, and replaced by Act 25/2005, which has now been repealed by the recently enacted Act 22/2014, regulating venture capital and private equity entities, other closed-ended investment entities and investment managers for closed-ended investment entities.

The new Act is Spain's third piece of venture capital legislation and, as the authors point out, mainly pursues two objectives.

Firstly, the need to bring the Spanish system in line with the new European Union regulations by implementing, in particular, Directive 2011/61/EU of the European Parliament and of the Council of 8 June 2011 on Alternative Investment Fund Managers ("AIFMD"). This represents one of the responses to the 2008 financial crisis and also reflects the political will to harmonise regulation of the AIFMD managers in view of how their activities are likely to impact the financial market.

The new Act also aims to settle a historical imbalance in the Spanish venture capital sector, which traditionally focused on firms that are consolidating, by promoting the sector's balanced growth among small and medium enterprises (SMEs) and in this context, and in light of the legal framework introduced by Regulations 345/2013/EU and 346/2013/EU of the European Parliament and of the Council of 17 April 2013, European Risk Capital Funds and European Social Entrepreneurship Funds, has introduced a new category into the Spanish legal system, namely SME venture capital entities.

Moving onto the contents of Act 22/2014, the first highlight is that it introduces new terminology that was missing from previous legislation. As such, it defines Venture Capital Entities (VCEs) as Closed-Ended Collective Investment Entities (EICCs in its

Spanish acronym) which, in contrast to the open-ended type, are, as we know, Collective Investment Undertakings (CIUs), where investors have no individual immediate liquidity, and cannot ask the fund to repurchase their shares or units, out of its assets, prior to the commencement of its liquidation phase or wind-down (Commission Delegated Regulation (EU) No 694/2014), or because they have signed an investment commitment that prevents them from requesting the repurchase of their shares or units until after an initial period of at least 5 years.

In this respect, the new Act defines closed-ended collective investment schemes in terms of their investor disinvestment policy, which must comply with the requirements of simultaneity and proportionality. Inside this category, VCEs are also classified in terms of their purpose, which must consist of taking temporary stakes in the capital of companies considered “acceptable” or “suitable”; in other words, non-real estate or non-financial and that, at the time the stake is acquired, are not listed or traded on an equivalent regulated market in the European Union or the other member countries of the Organization for Economic Cooperation and Development (OECD).

The Act also does away with the simplified regime and ordinary regime venture capital entities categories, brings in a special type of VCE known as “SME venture capital entities” (SME-VCEs) and replaces the former venture capital managers with the new Closed-ended Collective Investment Entity Managers (SGEIC in its Spanish acronym).

In their contribution, the Clifford Chance lawyers first discuss the scope of the new Act from a subjective point of view, pointing out the types of entities to which it applies, and the investment regime highlights, drawing special attention to the easing of the capital requirement ratios. They also note that the Act is far more specific about the rules for calculating qualifying assets, which are defined as the result of adding the amount of equity, equity loans received and unrealised gains net of tax effect, as adjusted in the future by the Minister of Economy and Competitiveness or the Spanish Securities and Exchange Commission (CNMV).

They also review the requirements for engaging in venture capital activities, which have been relaxed considerably. Administrative intervention by the CNMV has been removed almost completely, and is now limited to management companies and self-managed venture capital companies, while the establishment of venture capital companies and funds whose management has been delegated to a previously authorised management company will only be subject to *ex post* registration.

In contrast, in line with the goals laid down by the AIFMD and in order to create sounder control mechanisms, the Act strengthens the requirements that new SGEICs must meet to be authorised, and these requirements are analyzed in depth.

The authors continue with a detailed analysis of fundraising rules and regulations, which are not entirely uniform, as they have not been transposed homogeneously in the different member countries, thus leading to a patchwork of requirements that is causing problems in attracting investors. This is so because requirements differ depending on whether

the manager and/or funds are based in the EU, the type of management company and whether the investor is a professional investor, semi-professional or retailer.

The authors end with an overview of other new and highly interesting issues, namely (i) the role of the custodian, for which the Act refers to the legal arrangements set forth in the Collective Investment Schemes Act 35/2003, and makes it mandatory for SGEICs to designate one for each VCE that they manage (ii) the remuneration policy that SGEICs must establish for its senior executives and risk and control managers, which must be consistent with sound and effective risk management, (iii) transparency obligations, particularly with regard to the purchase of significant holdings and to asset stripping. As a result, SGEICs must inform the CNMV of any significant interest of more than 10% that their managed VCEs purchase or transfer in unlisted companies. Furthermore, the Act imposes restrictions, during the 24 months following the shareholding acquisition, on capital reductions, the acquisition or redemption of treasury stock, or payment of dividends under certain circumstances, all aimed at preventing asset stripping of the unlisted company in question; and (iv) the CNMV's new powers regarding codes of conduct, supervision, inspection and sanction arrangements, which include powers to analyse and supervise the leverage ceilings of any regulated entities likely to contribute to the build-up of systemic risk in the financial system, risks of disorderly markets or for long-term growth of the economy; and ensuring that SGEIC credit rating procedures are appropriate.

1.2. Promotion of Business Financing Act 5/2015

Professor **Reyes Palá**, from the University of Zaragoza, and Professor **Carlos Cuervo-Arango**, from the University of Nebrija, have analysed the contents of Act 5/2015.

1.2.1. Access to MTFs and transit to the official secondary stock markets.

Just like the Venture Capital Entities Act 22/2014, which we have discussed briefly, the Promotion of Business Financing Act 5/2015 also falls into the context of promoting new forms of finance that focus more on market performance than on the traditional banking intermediation in indirect lending.

This piece of legislation, which was enacted in 2015 but went through Parliament during 2014, has been reviewed by the Professor of the University of Zaragoza, **Reyes Pala**, in the part of the article that she has co-authored with Professor **Carlos Cuervo-Arango** and we have published in this Yearbook, in which she addresses the issue of access to Multilateral Trading Facilities (MTFs) and transit to the official secondary stock markets.

Along with Banks, capital markets have been the corporate world's other traditional source of financing because, as is well known, the stock market not only provides (in its role as a secondary or trading market) liquidity to shareholders by allowing them to buy and sell financial instruments, but it is also a primary or issue market, where businesses can be funded through IPOs or capital increases, or by issuing and placing debt issues, thus obtaining the financial resources they need to finance their growth.

Yet SMEs have not and do not find it easy to access the Stock Market, taking account (to name just some rather subjective reasons) of the entry barriers to being listed, and which is why the authorities have sought to address this drawback by implementing several measures designed to promote and facilitating access to these markets.

This led to the reform contained in Act 47/2007, amending the 1988 Securities Market Act, and which transposed, inter alia, the Markets in Financial Instruments Directive (2004/39/EC), better known as MiFID, especially the part in which it amends title XI to authorise and regulate multilateral trading facilities (MTFs) and bilateral systematic internalisation facilities as new trading systems, alongside the official secondary markets or regulated markets.

Examples of these on our market are the relatively recent Alternative Fixed-Income Market (MARF, 2013), but especially the Alternative Equity Market (MAB), which got the go-ahead from the Spanish Government in December 2005. Initially it was devised for SICAVs (open-ended collective investment schemes), which would leave the primary market where they were traded on the trading floor, but which subsequently spread (2009) to other, small-cap companies.

Act 5/2015 has changed Spanish financial law by enacting reforms associated with debt issuance requirements and possibilities and asset securitization that affect the Corporate Enterprises Act and the Securities Market Act, and some that directly affect the MAB and are analysed by Professors **Palá and Cuervo-Arango**, who first draw our attention to Directive 2014/65/EU, better known as MiFID II, and which will repeal MiFID I from 3 January 2017.

The novelty of MiFID II lies in its recognition of “Organised Trading Facilities” (OTFs), not yet recognised by the Securities Market Act. Unlike non-organised markets or OTCs (over the counter), in which there are no official rules and parties are free to negotiate terms and conditions, OTFs are a new category of trading systems that are defined, by exclusion, as multilateral platforms that are not deemed regulated markets or MTFs, and which trade in fixed interest securities and financial instruments, but not equity securities.

Even though the CNMV is unquestionably the body responsible for overseeing these new markets, and MTFs in general, certain opinions regarding the MAB's growing companies' submarket, and the information that it listed companies disclose, limit the CNMV's supervisory role to the MTFs' governing body. The authors strongly challenge this opinion, stating that they do not share it because, “it is unacceptable for the supervisory body to stop exercising its powers on the basis that is the MTFs' governing body that is responsible for ensuring proper functioning of the market and therefore, if it does not receive any information from the latter about possible breaches of the Securities Market Act in MTFs, there is little or nothing it can do in this respect. [...] It is one thing for the MAB's governing body to perform the information oversight function and another for the CNMV not to do its duty of ensuring market transparency, price setting and investor protection, without this being limited simply to supervising the MTFs governing body because market abuse rules also apply to MTFs.”

In this context and for the avoidance of doubt, the Promotion of Business Financing Act 5/2015 lists new categories of very serious and serious breaches by legal and natural persons, including system members, issuers of financial instruments admitted to trading, registered advisers and any other entity involved in such breaches, for breaching the rules, for putting market transparency and integrity at serious risk, or causing financial damage to a large number of investors. Under the Promotion of Business Financing Act 5/2015, governing bodies also have an obligation to send the CNMV quarterly information about their actions in supervising MTFs, and disclose any significant breach of their rules or disorderly trading conditions or conduct that may involve market abuse.

In this respect and though in practice right now this provision has greater potential, the Promotion of Business Financing Act 5/2015 also amends the Securities Market Act by stating that an MTF listed company must move to the Securities Market if, in particular, its market capitalization exceeds €500 million for a continuous period of more than six months. Companies of a strictly financial or investment nature, such as SICAVs, SILs, VCEs and SOCIMIs, would be exempt from this obligation in the conditions determined by the CNMV.

The authors conclude this part of their article with a reference to a new subcategory of MTFs established by MiFID II in an endeavour to make it easier for SMEs to gain access to stock markets. This new system would operate under the name of “Expanding SME markets” or “Junior Markets” and would be oriented to small and medium-sized issuers with a market capitalization not exceeding €200,000 which, as we know, is much lower than the smallest issuer currently listed on the MAB.

1.2.2. Crowdfunding platforms

As its very name suggests, and as defined in wikipedia, crowdfunding is “the practice of funding a project or venture by raising monetary contributions from a large number of people...”.

This alternative source of finance has emerged with the advent of the Information Society’s electronic and telecommunication networks, especially internet and social networks, and basically involves an Internet platform putting people who want to invest, lend or donate money in touch with people who need to borrow funds for a business or not-for-profit venture.

At the present time, most crowdfunding is geared towards small-scale projects or undertakings, typically at the early stages of development, and very often technology-based start-ups that are unable to gain access to capital markets, or find it extremely hard to get a bank loan, especially due to the current credit squeeze. Its volume remains quite modest, according to figures from the Spanish Crowdfunding Association, which estimated the Spanish market to be worth around €62 Mn in 2014, as compared to €154 Mn in France and €140 Mn in Germany. In the European Union as a whole, the market is estimated to have provided €3 Bn of funds.

Yet there is a broad consensus regarding its enormous potential and rapid pace of growth, which explains the authorities' concern with providing some sort of protection to anyone investing in this new market, sensitive to the risks tied to possible fraudulent conduct, and that to date lacked any specific regulation. For this reason, they were forced to resort, in connection with certain specific regulations depending on the type of crowdfunding in question (sale, equity loans, corporations, stock market and even venture capital companies) and by assimilation to e-commerce, to the laws regulating this matter; and in Spain, e-commerce is regulated by the Information Society Services and Electronic Commerce Act 34/2002, implementing Directive 2000/31/EC of the European Parliament and of the Council on certain legal aspects of information society services, in particular electronic commerce, in the Internal Market (Directive on electronic commerce).

The Promotion of Business Financing Act 5/2015 responds to this concern in Title V, which regulates crowdfunding platforms, as professors **Reyes Palá** and **Carlos Cuervo-Arango** underscore in the article published in this Yearbook and entitled "*Alternativas a la financiación bancaria en el nuevo régimen de fomento de la financiación empresarial: el acceso a los SMN y el tránsito a los mercados secundarios oficiales de valores. Las plataformas de financiación participativa*" ["Alternatives to bank financing in the new business financing promotion system: Access to MTFs and transit to the official secondary stock markets. Crowdfunding platforms"], represent "the appearance in our system of a potentially disruptive financing instrument as it heralds the arrival of disintermediation to the investment banking world, where the information and communication technologies had played an instrumental role until now, without calling into question the fundamentals of the business itself". They are also right to say that "never until now had companies and investors had a disintermediation instrument so flexible and capable of acting as a counterweight to what, until now, has been an almost one-way relationship with banks".

These two professors are particularly on the right track when they reflect on the contradiction between the operational and commercial dynamics of Internet platforms, which by their very essence are international and can be accessed from anywhere in the world, and the national character of their regulation. This raises all kinds of legal and investor protection issues, and shows that e-commerce is developing far faster than its respective national regulations are converging, giving rise to gaps in regulations and, ultimately, legal certainty, that will not be easy to fill in the medium term. On this issue, it is worth noting that the European Commission is already working on a possible uniform regulation under the Digital Single Market.

The scope of application of the legal system enshrined in Act 5/2015 does not cover the types of platforms that operate through *donation crowdfunding* and *reward crowdfunding*, and only affects *equity and debt crowdfunding*. In their contribution, Professors **Reyes Palá** and **Carlos Cuervo-Arango** review these regulations, as thoroughly as usual, and also take a look both at (i) investors, where the lawmakers' intention is evident from the fact that they distinguish and set different levels of protection for accredited and unaccredited investors, and at (ii) the projects to be funded. The only kind subject to the regulations are those promoted by promoters acting on their own behalf and who intend to allocate the funds obtained exclusively to the project for which it was requested, so

the Act does not apply to any non-finalistic investment projects, that is, which in turn are intermediation vehicles for third parties, because these activities are reserved for Investment Services Undertakings (ESI in its Spanish acronym) regulated in the Securities Market Act.

1.3. Bankruptcy-related reforms: Royal Decree-Acts 4/2014 and 11/2014

The strengthening of venture capital as an alternative source of financing via the two legal reforms that have been reviewed (Act 22/2014 and Act 5/2015) coincides with the legislative support which, following the entry into force of Act 22/2003, the Spanish Bankruptcy Act, has been maintained virtually uninterruptedly in order to facilitate the refinancing and restructuring of enterprises in situations of insolvency, provided they are feasible.

This reform process, which commenced with Royal Decree-Act 3/2009, on urgent reforms in tax, financing and bankruptcy matters, and has thus far ended with Royal Decree-Act 11/2014, on urgent measures in the field of bankruptcy, is reviewed and analysed by Professor **Ana Campuzano** in a paper published under the title *Las oportunidades del capital riesgo en la legislación de insolvencia* [Opportunities for Venture Capital under Bankruptcy Law], in which, aside from the two Royal Decrees, she reviews the novelties introduced by Act 38/2011, on the reform of the Bankruptcy Act, Act 14/2013, on support for entrepreneurs, Royal Decree-Act 4/2014, adopting urgent measures for the refinancing and restructuring of company debt, subsequently validated by Act 17/2014, with the same name, and now in 2015, Royal Decree-Act 1/2015 on the second chance mechanism.

Venture capital, according to this Professor from CEU San Pablo, has an ideal profile to participate in the refinancing and restructuring of company debt, both prior to bankruptcy and once the company has been declared bankrupt, with the added advantage that the participation of qualified professionals in these processes contributes important efficiency enhancements in the management of financed enterprises and contributes to the dissemination of knowledge.

Citing the Order of the Commercial Court no. 7 of Madrid of 11 February 2015, since the entry into force of the Bankruptcy Act in September 2004, *"Our insolvency law has been evolving from [...] a system in which pre-bankruptcy and bankruptcy related mechanisms for the treatment and prevention of insolvency were non-existent, to another system in which these mechanisms have been strengthened with the purpose of establishing a feasible alternative to bankruptcy proceedings, relieving to a certain extent the limitations that the situation of bankruptcy caused regarding the debtor's possibility of refinancing [---], which place our system within the scope of comparative law systems such as schemes of arrangement in English Law."*

The purpose sought by the lawmakers with this chain of reforms (as yet unfinished insofar as at the time of closing this edition of the Yearbook, Bill 121/000117, on urgent measures in the field of bankruptcy, is still being discussed in Parliament) is triple: on the one hand they seek a reduction of the temporary and economic cost of the existing

legal mechanisms for managing situations of financial crises; the other thing sought, to the extent possible, is the dejudicialisation of some situations of insolvency, of which an example is the inclusion in the Bankruptcy Act of the “out-of-court payment arrangement” contained in Act 14/2013, on support for entrepreneurs, later amended by the recent Royal Decree-Act on the second chance mechanism for private individuals, assimilating its regulation to that of refinancing arrangements; and thirdly and especially, what is sought is the continuity of the debtor’s business and professional activity, thereby granting, as opposed to the traditional bankruptcy solution, oriented to satisfying creditors’ interests, greater relevance to the conservation function, making it flexible and an effective tool to permit the continuity of feasible enterprises.

In this context, legislation has gradually recognised new, various alternatives both in the bankruptcy stage and prior to the bankruptcy.

Thus, in the field of bankruptcy, Royal Decree-Act 11/2014 introduces, always with a view to continuing the business if there are feasibility conditions, measures geared to making the bankruptcy regime of the arrangement more flexible, extending the drag effect on dissident creditors and other measures especially geared to facilitating, in any of the stages of bankruptcy (common, arrangement and settlement), the transfer of the bankrupt debtor’s business, or of some of its branches of activity, promoting the disposal of production units guaranteeing the continuity of economic activity and the maintenance of jobs.

In the pre-bankruptcy stage, the first step was taken with Royal Decree-Act 3/2009, which allowed the recognition of refinancing arrangements, although only to limit their possibility of termination under certain conditions, preventing them from being declared ineffective in subsequent bankruptcy proceedings. These initial insufficiencies started to be overcome with the reform of 2011, which allowed the judicial approval of refinancing arrangements, and especially with the reform of 2014, first via Royal Decree-Act 4/2014 and then through Act 17/2014, when enterprises were granted greater facilities to reach agreements to prevent bankruptcy by refinancing and recapitalising the company, while at the same time entrusting the Bank of Spain with the establishment of the criteria for classifying restructured operations as being of normal risk by virtue of refinancing arrangements approved by the Court.

These arrangements are analysed in the article by the Osborne Clarke lawyers **Angel Garcia, Javier Beltrán, Lourdes Vargas and Isabel Noriega**, who coincide with CAMPUZANO when they state that the latest, numerous reforms of the Bankruptcy Act have tried to seek formulas to avoid declarations of bankruptcy and the subsequent inevitable liquidation of the debtor company that usually follows that declaration, in a scenario of prolonged economic crisis that has led many companies to a process of continuous financial restructuring that on many occasions effectively ends in bankruptcy proceedings.

These writers in particular point out that the latest reforms of the Bankruptcy Act have represented a great advancement in the promotion of various pre-bankruptcy solutions in order to provide continuity to economically feasible businesses either via article 5 bis,

with the communication of pre-bankruptcy refinancing arrangement negotiations, or via article 71 bis, in relation to bilateral or multilateral refinancing arrangements not approved by the Court, but especially through the Fourth Additional Provision, regulating approvable multilateral refinancing arrangements, inspired, as it was mentioned above, in the Anglo-Saxon scheme of arrangement, which being initially incorporated in the Bankruptcy Act with the 2009 reform has since then undergone a number of important reforms (up to four in 2013 and 2014) until reaching the current wording.

Additionally, these lawyers from Osborne Clarke are right in pointing out that some of these solutions potentially have a greater reach than the mere continuity of the business, and become an ideal instrument for the acquisition of companies in a situation of pre-bankruptcy by the financial liability creditors themselves, or by third parties, particularly and among others by investors in venture capital. The analysis of the reality of the venture capital market in 2014, which is set down in summarised form in the third part of the Yearbook, allows one to observe, in spite of the non-novel nature of the reform, a number of turnaround operations carried out by specialised investors that confirm this assessment.

Yet the fact is that the approvable refinancing arrangement effectively represents a singular opportunity for financial creditors to become shareholders of a bankrupt yet feasible company, in truly advantageous conditions, and this is a consequence of the special armour-plating deriving therefrom in the event of a possible subsequent bankruptcy of the company subject to approvable refinancing, namely:

- (i) protection of the operation against possible action for termination, such that a refinancing operation that has been approved by the Court may not be terminated even if it has been done less than two years before the declaration of bankruptcy proceedings affecting the enterprise or its partners/shareholders.
- (ii) protection for creditors who capitalised under this system; they shall not be deemed junior creditors because they are excluded from the definition of people especially related to the bankrupt debtor.
- (iii) protection for any fresh money which is injected into the enterprise subject to approvable refinancing, which shall be deemed to be a claim against the insolvency estate.
- (iv) protection against the partners of the bankrupt enterprise who unjustifiably opposed the capitalisation of credits or the issuance of securities or convertible instruments, the consequence of such refusal being that an approvable refinancing arrangement cannot be formalised because the possible subsequent bankruptcy may be deemed culpable, and finally,
- (v) the possibility, under certain circumstances, of resolving upon a set of measures extensible to the rest of financial liability creditors who dissent from the refinancing arrangement, which are susceptible of reducing and/or postponing the financial burden of the acquired enterprise.

The protected investment may naturally be carried out directly by the holders of financial liabilities, via the full or partial capitalisation of the debt, either by granting a ticket to a third party, who may or may not be a venture capital investor, either beforehand, within the scope of the approvable refinancing arrangement, or subsequent to the approval, or even after the credit has been capitalised via the transfer of the holding in the debtor company's capital.

2. Venture Capital highlights in 2014

As stated above, Part Two of the 2014 Spanish Venture Capital Yearbook focuses on the operational aspects with an impact on the venture capital industry in Spain during the year.

2.1. Public sector involvement in venture capital development: Fond-ICO Global

During the year 2014 we witnessed the practical concretisation of the state or public sector's decision to actively participate in the venture capital market. The activity deployed by Fond-ICO Global, as a fund of funds serving as a catalyst and a lever in the process of raising funds in the venture capital industry, was surely the most relevant phenomenon for the venture capital industry last year.

In effect, the intensive operations of Fond-ICO Global as a limited partner in the fund-raising processes of venture capital funds, which held three of its four rounds during the year, is surely the most prominent development in the sector's operations last year; three of the five papers in Part Two of this Yearbook are dedicated to this. The fourth paper is dedicated to a topic of singular importance, because of its novelty and implications, which is developing within the context of the Spanish venture capital industry, namely the arrival of venture capital entities, mainly from abroad, managing packages of real estate assets, benefiting from the disinvestments by SAREB and by various Spanish financial entities. Notwithstanding a more global treatment of this relevant development in future editions of this Yearbook, here we are including a complete treatment of a crucial instrument for the disinvestment process we are referring to, funds of bank assets, which are a new collective investment instrument; but it may be too soon to assess the effectiveness of this instrument.

Part Two ends with a paper dedicated to studying a relatively new development in our financial system, the use of the equity market as a disinvestment instrument by venture capital entities. During the year 2014 there were significant operations of this nature, which might signal the beginning of a pattern of using IPOs as a preferred means of disinvesting in fund holdings, as it typically occurs in other active markets. It is therefore relevant for this Yearbook to include a detailed study of these operations.

The first topic of this Part Two begins with the paper by **Rodrigo Recondo**, who provides a first balance of the Fund's activity with a paper titled Fond-ICO Global: primer balance de actividad [Fond ICO-Global: First activity balance]. It is followed by a paper drafted by a team made up by economists from the ICO Research Service, **Blanca Navarro, Carlos Gomez and Miguel Fernandez**, titled *El capital riesgo en España: evolución y retos. La*

aparición de Fond-ICO Global [Venture Capital in Spain: Evolution and challenges. The establishment of Fond-ICO Global], and last of all a paper by a team consisting of **Isabel Rodríguez**, Partner of King & Wood Mallesons, and by the ICADE Professors **Susana de los Ríos and Rocio Sáenz-Díez**, titled *Claves para el éxito de las iniciativas públicas en el sector del capital riesgo: análisis de Fond-ICO Global* [Keys to the Success of Public Initiatives in the Venture Capital Sector: Analysis of Fond-ICO Global].

The second matter has been dealt with, on the one hand, by professors **Alfonso Martínez-Echevarría** and Juan Luis Pulido, who teach Commercial Law at CEU San Pablo and Cadiz Universities, with a paper in which they closely analyse this novel type of collective investment institution, published under the title *Los Fondos de Activos Bancarios (FAB)* [Bank Asset Funds (FAB)]. Last of all, disinvestment operations via an IPO of a company partly owned by a venture capital entity are discussed in detail in a paper by three partners from Latham & Watkins, **Ori Assa, Manuel Deó and Leticia Viedma**, titled “*Las operaciones “dual-track” como estrategia de desinversión: salida a bolsa y venta privada* [Dual track transactions as a Disinvestment Strategy: IPO and private sale].

2.1.1. The chairman of Instituto de Capital Riesgo, Professor **Rodrigo Recondo**, carries out in his paper a preliminary assessment of the activities of Fond-ICO Global, a venture capital fund acting as the executor of the policy supporting the development of business projects in the early stages and boosting financing for other projects in more advanced stages of development.

Rodrigo Recondo begins by setting the initiative of Fond-ICO Global within the prevalence of banking institutions as sources of finance for companies in Spain, notably for SMEs, and in the Administration’s intention to offset set that prevalence by opening up alternative sources of financing of a non-banking nature; among these, venture capital represents a prominent source.¹

On the other hand, the venture capital industry has not been oblivious to the impact of the general economic crisis, including the disappearance of savings banks as limited partners and the widespread resistance to capital calls on the part of institutional investors, who have likewise been affected by the crisis. In this way there arises the initiative of a fund of funds capable of acting as a catalyst for fund raising processes within the scope of venture capital, with the ultimate goal of aiding towards the non-banking financing of Spanish SMEs, promoting their internationalisation and creating jobs. The organisation of this instrument was allocated to Axis Participaciones Empresariales, ICO’s management company for venture capital entities, and Fond-ICO Global was subsequently established in mid-2013.

Fond-ICO Global is a fund of funds whose sole holder is the Instituto de Crédito Oficial (ICO) and it is managed by Axis Participaciones Empresariales. It has a committed amount

¹ In the second section of their contribution to this Yearbook, Professors Palá-Laguna and Carlos Cuervo-Arango offer an updated appraisal of the dimension regarding bank financing of Spanish companies compared to the financing offered by financial markets.

of €1.2 billion and its initial duration is sixteen years, extendable by successive two-year periods. Its corporate purpose is taking holdings in other venture capital entities in Spain or in OECD countries, which must be newly established, private and managed by private management companies. The ultimate goal is to mobilise at least €3 billion of new resources, divided across around 40 newly created funds.

The Fund's investment period is four years, throughout which AXIS will arrange a number of rounds in order to select the instruments for the corresponding investment commitments. Thus far four rounds have been arranged, geared to different fund profiles corresponding to the incubation, venture, growth and debt categories. A maximum contribution ceiling is established for each category, both as a percentage of the overall size of the fund and in absolute quantitative terms.

Management companies or self-managed venture capital companies wishing to receive these funds must meet a number of requirements, with a view to guaranteeing their capacity to manage the allocated funds. Thus they should be privately owned, must already have been established or, for incubation funds, they must be incorporated in the twelve months following their selection as recipients of funds. Managers must have proven experience in fund management and must commit to investing at least 50 percent of the corresponding fund in Spanish enterprises. In addition, certain dispersal requirements are established, such that Fond-ICO Global must never exceed the holding percentage limits established for each type of fund.

The selection process of the entities whose investment instruments will receive public funds is fully regulated and is structured in two stages. In the first one, the Assessment Committee set up for the purpose must verify that the participants meet the capacity requirements, while in the second stage the economic offer made by management companies or by self-managed VCEs that have made it past the first stage will be valued. The items subject to evaluation in this second stage are publicly disclosed and fully specified. The final investment commitment in the selected proposals will then be subject to a due diligence process approved by AXIS. Once this is passed and the investment is made, the selected funds will have six months for the first closing process, which shall be equal to at least 50 percent of the target fund size excluding the amount committed by Fond-ICO Global.

As pointed out by Professor **Rodrigo Recondo** in his paper, this initiative has a peculiar feature insofar as Fond-ICO Global grants the rest of the fund participants a purchase option over the entirety of its holdings and commitments, which may be executed under the following conditions: The exercise period runs from the first year of investment by Fond-ICO Global to a year after the end of the investment period. The exercise price must ensure a minimum return of 8% IRR of the outstanding invested capital and the associated fees. The option must be exercised so as to include 100% of Fond-ICO Global's holding in the fund.

Thus far Fond-ICO Global has called four tenders, with offers submitted by a total 85 funds. Of these 29 were selected, 72.5% of the scheduled total of 40 mobilised funds. Of

these 29 funds, 4 correspond to the incubation stage, 11 to venture, 12 to growth and 2 to debt. Investment commitments have been formalised with 15 of them, while the remaining 14 are going through the due diligence process. The investment commitments assumed by Fond-ICO Global amount to €755 million, 63% of the total endowment, which have made it possible to raise investment funds in Spain totalling €2.567 billion, a multiple of 3.4 times the state commitment compared to the expected 2.5.

Through year-end 2014 a total of 27 investment operations had taken place, of which 17 correspond to venture capital, amounting to €45.3 million, and 10 to growth capital, amounting to €80.7 million. Professor **Rodrigo Recondo** ends his paper with a full table of all the investment operations taking place under this new instrument boosting business financing by way of venture capital.

2.1.2. A more general approach is adopted by **Blanca Navarro, Carlos Gómez** and Miguel Fernández, from ICO's Research Department. They include the Fond-ICO Global initiative within the public instruments supporting venture capital, designed to make up for the shortfalls that the peculiarities of the development of this industry in Spain and those of the Spanish economic structure have generated in the venture capital industry operating in Spain.

The economists **Navarro, Gómez and Fernández** begin their paper by stressing the late arrival of venture capital in the Spanish economy, starting with Decree-Act 1/1986, although it was not until the 1990s that this industry began to develop noticeably in Spain. In their paper, these researchers closely study the recent evolution of the venture capital industry in Spain, from fund raising by venture capital managers and their structure to the evolution of the investments and disinvestments in the industry over the last twelve years. There was a notable standstill in the year 2009, both in terms of fundraising and investments, as well as a slow decline of both these activities in the worst years of the crisis, 2010-2013, eventually rising again in 2014 and seemingly continuing to climb in 2015.

Altogether, the writers state that the volume of the investment portfolio in the sector continued to grow even in the years when activity declined, falling only in 2014 due to the strong increase of disinvestments. They underscore the presumably circumstantial nature of this decline, given the strong rise of investments in the same year, boosted mainly by the activity of foreign funds, which accounted for 79% of the total investment volume. Last of all, they analyse the profile of the investments, mainly in consumer products, industrial products and services, the hotel and restaurant trade and entertainment, as well as the volume of the investments, most of which were below €1 million, corresponding to the average size of Spanish companies.

The comparison between the Spanish venture capital industry and that of neighbouring economies is particularly interesting. They observe that annual investments in the sector "are systematically below the European average," even after excluding the United Kingdom, whose specific weight could distort the figures. The greatest discrepancy is found in the average size of Spanish managers, which is sizeably smaller than the

European average. Thus in 2013 the average volume was below €100 million, less than half the amount managed by the average European operator. These researchers are of the opinion that the small size of Spanish operators may become a competitive disadvantage, insofar as it hinders the performance of medium and larger operations.

Following this comparative review of the sector in Spain, **Navarro, Gómez and Fernández** look into the causes and conditions determining the situation of venture capital in Spain, at the beginning of a growth period that is as yet insufficiently developed. Among the causes of this lesser relative development in relation to other neighbouring countries, these writers mention the Spanish business structure, where the average size of companies is substantially smaller than the European average and where smaller enterprises play a prominent role. A second factor is the prevalence in Spain of sectors such as construction, which are not suitable for the typical investments of the venture capital industry.

Altogether, these factors have led to little use and little knowledge of venture capital financing in Spain, a reality shown by the authors based on the ECB's Survey on Access to Finance of Enterprises in the Euro Area. But using data from this same survey it appears that Spanish companies are not mistrustful of venture capital investment; quite the contrary, compared to other European economies. This greater trust, however, does not lead to a greater acceptance of this type of investments, maybe due to the lack of knowledge of its characteristics and how it operates.

These authors find a second group of reasons for the small development of the venture capital industry in Spain in cultural and environmental factors. Based on information from the Global Entrepreneurship Monitor (GEM), they find that in Spain the attitude to entrepreneurship is less positive than in neighbouring countries, and the same goes for the social status of successful entrepreneurs. The relative weakness of entrepreneurial culture in Spain could be at the basis of the lesser development of this industry, and this situation is heightened by risk aversion among entrepreneurs, which leads to business plans where risk is scarce but growth is likewise smaller.

According to the authors of this paper, in a conservative environment such as that of Spanish entrepreneurs, the entry of a capitalist partner within the scope of a venture capital operation may generate rejection and mistrust in the entrepreneur, who "would rather manage the company independently and does not value the benefit of relying on highly prepared professionals who may assist in making decisions." On the other hand, the strong prevalence of bank financing as the core financing method for Spanish SMEs heightens the rejection of riskier business plans, which may even cause rejection of the mere presentation of those plans among entrepreneurs.

However, the benefits of venture capital investment for enterprises are many and they may be proven. Among these benefits is the fact that it supports the growth of the company, the productivity of its operations is improved, jobs are created, investment is encouraged and innovation increases. These, together with support for internationalisation, are positive elements for companies receiving venture capital investments, as described by

the authors using information from the European Venture Capital Association (EVCA) and from its Spanish branch ASCRI.

In any event, the situation of weaker development of venture capital in Spain compared to other neighbouring countries, which the authors attribute to the indicators we have mentioned, leads **Navarro, Gómez and Fernández** to value the duty of greater involvement of institutions to remedy this situation. They state that “Venture capital should be an eminently private activity. However, in countries such as Spain, where the size of the industry is still small, institutional support is necessary to add volume to the sector and to its operators, allowing them to be more effective.” Of course support should come from both the public and private sectors, and the public sector could act as a mere catalyst for private initiative, which must be the engine of growth in the sector. This context is the ideal setting for the role played by AXIS, a state-owned venture capital fund manager, and especially by Fond-ICO Global.

AXIS, ICO’s venture capital manager, has a number of instruments to support the venture capital industry aside from the recently established Fond-ICO Global. Thus, Fond-ICO Pyme, with an endowment of €250 million, is geared both to investment projects and to seed capital projects, with investment ceilings ranging between €1.5 and €15 million in the former case and from €0.75 to €1.5 million in the latter case. The investment is limited to five years in either of the two situations and the Fund must always have a minority holding.

Another one of the funds managed by AXIS is Fond-ICO Infraestructuras, geared to newly established projects in the transportation, energy and social infrastructure industries, both in Spain and abroad, participating by way of capital contributions or with junior debt or participation loans.

All in all, the star project due to its volume and scope is surely Fond-ICO Global, established in the year 2013 as a support and promotion instrument for raising private venture capital funds. As it was already mentioned, this fund is endowed with €1.2 billion and seeks to boost at least 40 private funds and an investment volume of over €3 billion. Regarding the investment target, the project requires that the funds chosen by Fond-ICO Global invest at least 50% of their resources in Spain or at least twice its contribution to the Fund. The authors underscore the fact that the Fund supports the creation or growth of funds catering to the different stages of the life of a business—incubation, venture capital and growth, and the Fund is not involved in the management of the funds in which it has holdings, but it does make sure that the conditions established in its tenders are met by the chosen funds.

As a conclusion, **Navarro, Gómez and Fernández** estimate that the crisis that started in 2007 will lead to a shift in the business investment paradigm in Spain, presumably entailing that investments in the venture capital industry will play an increasingly important role. The new growth stage may not suffice to solve all the shortfalls in the productive fabric analysed by these authors, but “the growth and consolidation of a powerful venture capital sector in Spain is necessary to consolidate the ongoing economic recovery.” From

this standpoint, Fond-ICO Global appears a first rate pull factor for the attainment of an industry that is better adapted to the challenges that will arise in forthcoming years.

2.1.3. Among the papers dedicated to explaining and analysing the role and function of Fond-ICO Global, as a new item with a large scope in the promotion of the venture capital industry in Spain, the third paper is by **Susana de los Ríos Sastre**, Professor of Financial Management at the Universidad Pontificia Comillas, **Isabel Rodríguez García**, partner in charge of Private Equity at King&Wood Mallesons, and **Rocío Sáenz-Díez Rojas**, from the Financial Management Department of the Economics and Business School of Universidad Pontificia Comillas.

They begin their paper by highlighting the role of entrepreneurship in the better development of the business sector in Europe. Ever since the European Commission in 2003 put the *Green Paper on Entrepreneurship in Europe* at the disposal of the general public, there have been a number of appeals and initiatives to boost dynamism among European enterprises, as well as the role of venture capital in that effort. However, the latest survey on *Entrepreneurship in the EU and beyond*, published in late 2012 by the European Commission, shows that only 37% of European citizens would like to be self-employed, in sharp contrast to Brazil, USA or China, where over 50% of citizens prefer to be self-employed. Also, around 50% of Europeans think that a company should not be started if there is a risk of the business failing, whereas that figure drops to 25% in USA and China.

To correct this situation, the European Union set up the Entrepreneurship 2020 Action Plan, with the aim of supporting the role of entrepreneurs as drivers of economic growth in Europe, proposing three priority areas of intervention: 1) Entrepreneurial education and training; 2) improvement of conditions for entrepreneurs, eliminating structural barriers; and 3) strong support for the entrepreneurial culture in Europe. The authors state that these are 'indirect measures' for the promotion of entrepreneurship, as opposed to direct aid programmes.

On the other hand, the crisis has laid bare the widespread difficulties for financing European enterprises: The European Commission's Eurobarometer surveys show that up to 80% of those surveyed consider that it is hard to set up a business due to lack of financial support, and the figure rises to 90% in countries such as Greece, Ireland, Portugal and Romania. Also, the importance of bank financing in continental Europe's financing systems makes it difficult for smaller companies to obtain financing because they are unable to access capital markets.

Under these conditions, it is easy to grasp the role of venture capital as a long-term financing alternative for the most dynamic and innovative European SMEs. Likewise, given the difficulty for the transfer to companies of knowledge generated via R&D, "entrepreneurs are left with the task of channelling knowledge from the sources where it originates to the companies that market and generate returns with these new ideas." This is why, in spite of the fact that venture capital may be invested in any stage of business life, it is especially valuable for newly established enterprises—those with a great growth and innovation potential but without a proven track record behind them.

Last of all, the value of venture capital for an entrepreneur does not end with the mere financial contribution, but reaches many other aspects of business life, including strategy, where the vision and suggestions of venture capital managers represent a substantial contribution for the entrepreneur, regardless of the stage of business development. Thus venture capital investors become qualified intermediaries who cancel out the information asymmetries pertaining to entrepreneurs by putting them in contact with investors with funds.

Now the supply of venture capital available for European entrepreneurs is insufficient and this has been recognised repeatedly by European institutions. In this respect, the European Commission's *Building a Capital Markets Union* initiative seeks to liberate, in the medium term, the non-bank financing of European enterprises, doing away with the obstacles preventing efficient connections between those offering and those requiring funds, which is likewise a characteristic of the European venture capital market.

This is a situation affecting both the supply and the demand of funds. On the supply side, entrepreneurs require funds that often exceed the contributions by business angels and other venture capital investors, but they do not draw the attention of venture capital managers due to the high cost of managing these investments and the high level of associated risk. On the demand side, new entrepreneurs often do not know about or are mistrustful towards this source of financing, for the reasons commented above.

In summary, the authors of this paper are of the opinion that innovative entrepreneurs and SMEs have great potential as generators of economic growth and jobs, but they will only be able to fulfil this role if their access to financing is adequately improved. This requires the elimination of existing obstacles for access to bank financing as well as favouring their access to new sources of financing via financial markets and other alternatives, among which venture capital stands out.

Starting from this point, Professors **De los Ríos, Rodríguez and Sáenz-Díez** go on to make an appraisal of the public initiatives seeking to promote the venture capital industry. They approach the topic with a bold statement that they adequately justify in their paper, "Nearly all centres in the world that are considered state-of-the-art in terms of entrepreneurial activity began thanks to proactive public sector intervention." They show that from the establishment in 1953 the *Small Business Administration* in the United States, a forerunner of what would later become the venture capital industry, to Silicon Valley, the centre of the world's most important entrepreneurial ecosystem, and subsequently when Europe took to the stage, public sector intervention has been decisive in the promotion of programmes destined to filling the financing segments that are not easily accessed by providers of financing.

What should be the bases for this public intervention in the promotion of enterprises? These three researchers refer to an OECD Report on this subject, which specifies the reasons for public intervention, in this case for the development of technology companies: 1) trying to cover shortfalls in the financing of enterprises whose business would be feasible if they were able to obtain sufficient capital under reasonable conditions; and 2) trying to

choose companies with greater growth potential and with technology development that may have a long-term influence on the growth of the economy. In other words, public intervention is grounded on the existence of positive externalities that may generate social benefits beyond the mere ROI. Subsequently, in 2009, in his book *"Boulevard of Broken Dreams. Why Public efforts to Boost Entrepreneurship and Venture Capital Have Failed and What to Do About it"*, Josh Lerner basically contended the same idea, assessing the positive externalities that the promotion of innovation has on economic growth and the relevance of entrepreneurs in fostering technology innovations.

Both the above-mentioned report and the book by J. Lerner propose a characterisation of the different types of public sector intervention, distinguishing between direct intervention programmes, destined to directly or indirectly finance entrepreneurs using public capital, and indirect measures, which affect the institutional environment and seek to create a suitable climate for the development of the entrepreneurial ecosystem. The authors use this distinction to look into the mechanisms for supporting entrepreneurship.

The indirect measures destined to create a suitable economic, institutional and regulatory environment to favour the flow of funds into young and innovative enterprises include: 1) An adequate tax system; 2) an agile intellectual property system; 3) an information flow on the sector facilitating contacts between investors and entrepreneurs; and 4) development of capital markets such as to facilitate disinvestment alternatives. This last item appears as essential, insofar as the development of financial markets provides venture capital with a crucial disinvestment possibility: IPOs. The establishment of the Alternative Stock Market (MAB) in Spain in 2006 provides financing to small companies that are growing and facilitates the disinvestment of venture capital by listing the investee companies on the market; the latter goal, however, does not seem to have been fulfilled thus far.²

The creation of an active venture capital market in Europe depends not only on the availability of funds or on the existence of agile markets favouring liquidity, but also on the possibility for entrepreneurs and investors to receive the economic returns on their activity. This is where such important environmental items come to the fore such as an adequate tax system or flexible labour market regulations, as well as the adequate regulation of intellectual property and public expenditure on R&D.

The direct measures supporting the promotion of enterprises include public programmes increasing venture capital financing on the supply side, whether by direct investment or via funds. The Red.es report prepared in 2008 by the Spanish Ministry of Industry, Tourism and Commerce provides a synthesis of the public policy models implemented internationally in this field. According to this report, the main models of direct public intervention are the following:

2 C. Cuervo-Arango, *El Capital Riesgo en Tiempos de Crisis. Recursos, Inversión y Mercado de Valores*, in *El Capital Riesgo: Su Operativa*; A. Martínez-Echevarría, Editor. Madrid, 2012. For a different opinion, see: Ori Assa, Manuel Deó and Leticia Viedma, *Dual-track transactions as a disinvestment strategy: Public offering and private sale*, in this same Yearbook.

- Providing loans or guarantees to funds for the debt they acquire.
- Participating in funds of funds. The latter channel investments towards enterprises Fond-ICI Global falls in this category.
- Participating in mixed, public-private funds.
- Co-investment of public and private capital directly into enterprises.
- Public investment in enterprises, often newly established companies.
- Participation in business angel networks, the Isabel la Católica fund developed by the European Investments Fund and Axis is an example of this.

From this point, Professors **De los Ríos, Rodríguez** and Sáenz-Díez go on to analyse the most successful example of public policies geared to boosting the venture capital sector. It is the case of Israel, a world entrepreneurship centre which, according to the Startup Ecosystem Report for 2012, states Tel Aviv as the world's second most important entrepreneurial ecosystem. It is true that some of the factors of this experience are Israeli developments that would be hard to transfer elsewhere, for instance the role of the army in the development of technology innovations and the immigration of highly qualified people from all over the world. Many others, however, are normal instruments used in most developed countries.

For instance the *Yozma* programme, commenced by the government of Israel in 1993 to finance new enterprises in the technology sector, was successful in attracting foreign venture capital funds that contributed their experience and their contacts. Thus the 100 million dollar endowment of the fund attracted an additional 150 million dollars of private capital, in a context simplifying the access of companies to the funds on offer and the adequate legal and fiscal structure. The *Yozma* programme grew to include 10 mixed public-private capital funds and attracted partners from major countries. The success of the programme can be assessed by considering that in 1996 the government sold its stake in 9 of the funds established under the programme and in 1998 the privatisation of *Yozma* had been completed.

This was not the only initiative for the promotion of entrepreneurship in Israel. The Ministry of the Economy's State Office for Scientific Research provided aids and subsidies to finance R&D projects, the result being that at present over 250 multinational corporations have R&D centres in Israel, including Microsoft, Cisco and Apple. On the other hand, the Technology Incubator Programme was established in 1991 with the goal of transforming innovative ideas in the field of technology that appeared to be too risky for private investors into feasible companies. From the beginning the programme set up over 1,900 companies and there are currently 20 incubators in the country servicing over 160 enterprises.

Clearly the success of the Israeli experience was partly due to the peculiarities of entrepreneurs in Israel, which reinforces the importance of demand factors, for instance the valuation of the entrepreneurial spirit, education or the investment policy in R&D, beyond merely stimulating the supply of funds for entrepreneurship. In summary, as the authors state, "The case of Israel... is an example of how the public sector fulfilled the essential mission of supporting the take-off of the industry, generating a virtuous

cycle whereby the activity of venture capital and the establishment of enterprises was profitable and efficient, yielding the increase of those same activities in the future.”

There is no doubt that the success of the *Yozma* programme and its status as an international benchmark inspired the design of Fond-ICO Global, which was likewise established with the goal of attracting private funds to boost the Spanish venture capital industry. This project is the most ambitious attempt developed thus far by the Spanish government to stimulate alternative sources to bank financing for enterprises combining innovation and entrepreneurship in any of their stages of development, seeking enhanced competitiveness and internationalisation.

These three researchers specifically evaluate Fond-ICO Global by considering the risks faced by public intervention when fostering entrepreneurial activity. That is why in this section they make a number of recommendations for public authorities wishing to carry out direct investment programmes geared to boosting the entrepreneurial ecosystem. These recommendations are structured in four blocks, corresponding to the design of programmes, their implementation, tender procedures and the monitoring and supervision of results.

The authors conclude that, by matching the proposals and the reality of Fond-ICO Global, the result they arrive at warrants an optimistic outlook. This circumstance may explain the international success of this programme, which has been reviewed favourably by the European Commission, the IMF and the ECB after the relevant evaluation visits.

Also, the authors of this paper consider that the repercussion of the programme on venture capital activity in Spain is positive. Since it began to operate, the size of industry in Spain has grown nearly five-fold in terms of funds raised, comparing the amounts of the six years subsequent to the 2008 crisis. In short, “in light of the parameters that have been analysed, it may easily be concluded that Fond-ICO Global is a programme that is correctly designed, with pre-established principles regarding its development that are suited to market practices and recommendations that are identified as being successful. ”

2.2. Bank asset funds and venture capital

Moving onto the second block of articles of this second part of the Yearbook, Professors **Alfonso Martínez-Echevarría** and **Juan Luis Pulido** who lecture in merchant law at the San Pablo CEU University and Cadiz University, respectively, and are both partners at the Martínez-Echevarría Abogados law firm, review Bank Asset Funds (FAB in Spanish). This new category within the Spanish financial system was devised to make it easier for the SAREB (Spain’s “bad bank”) to disinvest from the troublesome assets acquired during the restructuring of Spain’s financial institutions in recent years.

Bank asset funds are a new kind of UCITS, designed to allow the SAREB, or Management Company for Assets Arising from the Banking Sector Reorganisation, to divest and sell off blocks of the problem assets and liabilities that it received when many of Spain’s banks had to be reorganised following the 2007 financial crisis. For this reason, its subsidiary regulation is the Collective Investment Institutions Act 35/2003, although its

basic regulations are set forth in the Restructuring and Resolution of Credit Institutions Act 9/2012 and in Royal Decree 1559/2012, establishing the legal regime applicable to asset management companies.

As the authors point out, in the credit institution restructuring and resolution processes, one of the main courses of action consists in transferring assets or liabilities to an asset management company. This is as established in the legislation regulating the Bank Restructuring Fund (FROB in its Spanish acronym), which is the Spanish financial system's bank reorganisation instrument and can order a financial institution to transfer certain assets and liabilities to an asset management company if they are particularly impaired or, if they were kept on the financial institution's balance sheet, it might harm its viability. One of these management companies is precisely the SAREB, which the FROB set up in 2012 for that very purpose.

The SAREB uses the assets and liabilities that have been transferred to incorporate separate funds, devoid of legal status which, together with the contributions from other management companies, constitute the Bank Asset Funds, or FAB. As they have no legal status, FABs must have a management company that must be a securitisation fund manager (SGFT in Spanish), adapted to its specific regulations which are set forth in Act 9/2012, Royal Decree 1559/2012 and the Promotion of Business Financing Act 5/2015, Title III of which outlines the legal system regime applicable to securitisation and the regulations governing this type of fund manager.

These SGFT can issue marketable securities as part of their management of the FAB, although these securities can only be distributed among professional or institutional investors. Finally, SGFTs are responsible for arranging how the fund's assets are acquired by end investors, who are at the receiving end of the entire restructuring process. The authors consider that, despite the feasible alternatives, the outlined process of acquiring and disposing of impaired assets disposals through the FABs, which implies the different SGFT competing with one another and ensures effective management of the FABs' assets, is an efficient alternative for solving a complex process, and one that is particularly important for completing the bank reorganisations brought about by Spain's past financial crisis.

It is up to the SAREB to take the initiative to set up each FAB, by segregating assets and liabilities and removing them from its balance sheet, isolating them according to the criteria selected in each case to transfer them to third parties. Of course, those criteria can be adopted in accordance with the professional and institutional investors interested in the FAB that is going to be set up. Naturally, when each FAB is set up, the SAREB removes the risk associated with the assets and liabilities transferred to the fund from its balance sheet.

The authors note that FABs have to be created through a public deed, and that the regulations clearly state the minimum amount of information that the deed must contain, in an endeavour to provide guarantees to the potential investors who subscribe to the securities issued by these funds. Particularly interesting is the fact that the deed must

specify the rules governing any functions that the fund manager intends to outsource. Indeed, on account of its assets' very nature, FABs require highly active management, much of which the fund manager will not be able to perform directly. That is why whoever is going to invest in the future FAB has to decide the management policies and which institutions should handle such management, and all this information has to be included in the deed of incorporation, in sufficient detail to avoid future conflicts. This latter point is especially significant if one takes into account that very often, managing FABs will involve using products to hedge against different risks, mainly interest and payment, and their management policy and the range of instruments to be used must be clearly defined.

At the same time as the FAB is incorporated in the notarised deed, the credit rights and/or property are sold or assigned and the liabilities to be financed are issued to the FAB, together with the liabilities provided by the SAREB and any contributions of institutional investors, which will entitle them to the remainder left over when the FAB is liquidated, once the other creditors' receivables have been paid. It is worth noting the securities issued by FABs must have a nominal unit value of €100,000 and can only be distributed to professional or institutional investors.

A FAB's assets can consist of assets transferred to it directly or indirectly by an asset management company, including SAREB, and others acquired by subrogation or conversion of such assets, cash and deposits in credit institutions and officially listed fixed interest securities.

The SAREB can transfer assets to the FAB without having to obtain any third party's consent and the assets must be transferred fully and unconditionally, without the SAREB giving any guarantee to ensure the success of the transferred credit rights, or the value or quality of the assets. A FAB's creditors only make claims against the FAB's assets, which can be divided into independent compartments, with its own administrators and management policy, and can be used to back the issue of securities or to acquire obligations of different kinds. These compartments, as well as the FABs as a whole, can be spun off and merged, facilitating possible restructuring transactions. These possible changes must be foreseen in the FAB's Deed of Incorporation, which must specify the pertinent rules and procedures.

The authors say that FAB regulations are very careful when it comes to guaranteeing the highest level of transparency in the incorporation, management and settlement of these instruments. The management company must publish its deed of incorporation, and any other subsequent other fund-related public documents on its website, together with the half-yearly and yearly report of each of its managed FABs, and significant information about how the assets and liabilities are transferred. The contents of these reports is regulated, but the Spanish Securities and Exchange Commission can request the inclusion of any other information or warning that it deems relevant. Of course, the annual financial statements have to be audited by a chartered accountant, and the management company has to send the audit to the CNMV, together with the financial statements and the half-yearly and yearly reports.

FABs and their investors are subject to special tax regulations that encourage investments in these instruments. FABs are subject to a 1% rate of corporation tax, just like other collective investment undertakings, during the period of the FROB's exposure to FABs, which will end when the SAREB ceases to exist, in other words, 15 years after it was incorporated in November 2012. After this 15-year period, FABs will pay corporation tax at the general rate.

FAB unit holders who have a permanent establishment in Spain will be taxed according to the tax regime provided for in section 94 of the Personal Income Tax Act and section 58 of the revised Corporation Tax Act, as applicable. Unit holders who are not resident in Spain and lack a permanent establishment in Spain will be exempt from tax on income derived from government stock, according to the law regulating non-resident income tax.

Transfer Tax and Stamp Duty is not charged on any transfers of assets and liabilities from the SAREB to FABs, transfers of assets and liabilities between FABs or no transactions to decrease the equity of these funds or to liquidate them, nor on any notarial or mercantile registry procedures involved in amending the term or interest rate of mortgage loan whose creditor is a FAB. This tax treatment will only apply as long as the SAREB exists, as explained earlier.

At the end of January 2015, five FABs were registered in the special register of the Spanish Securities and Exchange Commission. Of these five, three had been incorporated in 2013, and two in 2014. The SAREB's interest in these incorporated funds ranges between a maximum of 100% and a minimum of 15%.

2.3. The Stock Market as a means of divestment for venture capital

Finally, **Manuel Deó, Ori Assa** and **Leticia Viedma** from the Latham & Watkins law firm, have leveraged on their long and extensive experience as legal advisers in venture capital divestment processes, to produce a highly illustrative and revealing article that we have published under the title "Dual-track transactions as a divestment strategy: IPO and private sale", in which they analyze the pros and cons of an IPO versus a private sale as a divestment channel, and the advantages of following this dual track at the same time and as far as possible so that, when the time comes, one can decide which of the two tracks to take, depending on the circumstances.

In 2014, the Spanish venture capital market witnessed three major divestment transactions involving venture capital funds. We refer to the sale of ONO, led by CCMP, Thomas H. Lee and others, the sale of eDreams Odigeo led by Permira, Ardian and others, and the sale of Applus by The Carlyle Group, Intermediate Capital Group (ICG) and others. In two of them, at least, ONO, which eventually was sold to Vodafone, and in + Applus, which was floated in June 2014 in a combined public offering and initial public offering, dual track strategies were followed.

The authors define a dual-track transaction as a "divestment strategy consisting in starting, in parallel and at the same time, an IPO and private sale or an auction, among several bidders, for a stake in a company".

These strategies, which are not incompatible with one another, primarily aim to maximise the seller's starting price, triggering a certain amount of competitive tension in the market. The fact that this is indeed the case is backed by the findings of the study published recently in the *Journal of Business Venturing*, cited by the authors, and which after examining 679 equity disinvestments between 1995 and 2004, calculated that transactions that followed a dual track strategy, as compared to a single divestment strategy, obtained a premium ranging from 22% to 26%.

It not surprising, therefore, that these techniques have spread and become popular in recent years among venture capitalists. The following are just some of its key advantages, which L&W's lawyers have analysed in great depth: (i) flexibility in deciding the right time to divest and in choosing a total or partial divestment strategy, (ii) the seller has greater bargaining power, (iii) negotiations are quicker and (iv) the disinvestment is more likely to succeed.

Yet the authors also add that these processes are not without their drawbacks, and pose additional complexities such as distractions and that conflicts of interest might arise with the management team, the risk of information being leaked, not to mention the fact that a stock market flotation does not usually allow a total divestment due to the usual lock-up clauses.

All the same, and by way of conclusion, **Asa, Deó and Viedma** finish by saying that "a significant amount of resources and time have to be invested in completing a dual-track process. It also calls for extensive coordination and cooperation between the selling shareholder, members of the target company's management team, financial advisers, investment banks, and the auditors and legal advisers of all the parties involved. Nonetheless, if everything is done properly, an investor is far more likely to obtain a favourable divestment and get the maximum possible value for existing market conditions".

