



# **ANUARIO DE CAPITAL RIESGO 2022**

## **Dirección**

Prof<sup>a</sup>. Dr<sup>a</sup>. María Jesús Peñas  
*Catedrática de Derecho Mercantil  
Universidad de Valladolid*

Prof. Dr. Jaime Martí Miravalls  
*Catedrático (acreditado) de Derecho Mercantil  
Universidad de Valencia*

## **Coordinación**

Prof. Dr. Rodrigo Recondo  
*Presidente, Instituto de Capital Riesgo (INCARI)*



## Sobre el Instituto de Capital Riesgo (INCARI)

El **Instituto de Capital Riesgo (INCARI)**, es una institución académica de naturaleza privada, promovida e impulsada por un conjunto de profesionales del derecho, de las finanzas y de la docencia universitaria. Aunque sus orígenes se remontan a 2006, INCARI fue constituido en 2014 como asociación sin ánimo de lucro. Su actividad se halla centrada en la investigación aplicada y la divulgación científica sobre capital riesgo y private equity, así como en la formación y docencia en estas materias, erigiéndose como una voz independiente en relación con las principales cuestiones que afectan a este sector de la economía española.

Sus asociados, son tanto personas físicas (socios ordinarios) como entidades (socios colectivos y protectores), todos ellos interesados en apoyar y favorecer la investigación, la docencia y la divulgación en estas materias, y en colaborar y participar en las mismas como autores o como profesores.

INCARI edita regularmente, tres publicaciones periódicas (Anuario de Capital Riesgo, Revista Española de Capital Riesgo y Boletín de Actualidad del Mercado Español de Capital Riesgo), que gozan de una notable notoriedad y amplia difusión en los ámbitos profesionales y académicos, tanto públicos como privados. También imparte de forma permanente, tres Cursos avanzados online, en Capital Riesgo y Emprendimiento, en Valoración de Empresas y en Reestructuración empresarial y Capital Riesgo.

Según el ranking 2023 de revistas jurídicas, recientemente elaborado y publicado por la Conferencia de Decanos de las Facultades de Derecho españolas, la REVISTA ESPAÑOLA DE CAPITAL RIESGO se sitúa, dentro de la especialidad de Derecho Mercantil (comprensiva de un total de 91 revistas, de las que 38 editadas en España), en el puesto nº 22, dentro del primer cuartil, y en el puesto nº 7, también dentro del primer cuartil, de la especialidad de Derecho de los mercados financiero, bancario y de seguros (comprensiva de un total de 41 revistas, de las que 14 editadas en España) donde, por su parte, el ANUARIO DE CAPITAL RIESGO se sitúa en el puesto nº 26, dentro del tercer cuartil.

Edita:  
Instituto de Capital Riesgo  
c/Alfonso XII, 20-1º  
28014 Madrid

Diseño, maquetación e impresión;  
Naturprint Comunicación Gráfica

Depósito Legal: M-18452-2015  
ISSN: 2444-2259

Todos los derechos reservados. Quedan prohibidas sin la autorización previa y escrita de los titulares del copyright y/o de la sociedad editora, la reproducción total o parcial, por cualquier medio o procedimiento, con fines comerciales, de los contenidos de esta obra, así como la distribución, alquiler o préstamo de ejemplares de la misma.

El editor no se hace responsable de las opiniones de los autores de los trabajos publicados.

Anuario de Capital Riesgo® es una marca registrada de Anuario y Revista Española de Capital Riesgo, S.L.

## Comité de Redacción del Anuario de Capital Riesgo

**Prof. Dr. Rafael Marimón**  
Catedrático de Derecho Mercantil  
Universidad de Valencia

**Prof. Dr. Jaime Martí**  
Catedrático de Derecho Mercantil  
Universidad de Valencia  
Of Counsel de Roca Junyent

**Prof.ª Dra. María Jesús Peñas**  
Catedrática de Derecho Mercantil  
Universidad de Valladolid

**Prof. Dr. Rodrigo Recondo**  
Presidente del Instituto de Capital Riesgo  
Ex Profesor Titular de Derecho  
Internacional Privado  
Universidad del País Vasco

## Consejo Asesor del Anuario de Capital Riesgo

**María Luisa Alemany**  
Associate Professor  
of Management Practice  
Academic Director, Institute  
Innovation & Entrepreneurship  
London Business School

**José María Beneyto**  
Catedrático de Derecho Mercantil,  
Universidad CEU San Pablo

**Carlos Cuervo-Arango**  
Profesor, Universidad Antonio de Nebrija

**Emilio Díaz Ruiz**  
Profesor Titular de Derecho Mercantil,  
Universidad Complutense de Madrid

**Lourdes Ferrando**  
Catedrática Derecho Mercantil,  
Universidad de Valencia

**Alfonso Martínez-Echevarría**  
Catedrático de Derecho Mercantil,  
Universidad CEU San Pablo  
Socio de Martínez-Echevarría Abogados

**Guadalupe de la Mata**  
Directora del Fondo Europeo de  
Inversiones (FEI) para España y Portugal

**Reyes Palá**  
Catedrática Derecho Mercantil,  
Universidad de Zaragoza

**Susana de los Ríos**  
Departamento de Gestión Financiera  
Facultad de CC. EE. EE. de la Universidad  
Pontificia de Comillas

**Juan Roure**  
Profesor del Área de Iniciativa  
Emprendedora  
Director del Foro de Inversores  
Privados de IESE Business School



reconoce y agradece la contribución y apoyo desinteresados a la investigación, divulgación y enseñanza del capital riesgo, prestada por sus

## SOCIOS PROTECTORES



SEPI Desarrollo Empresarial



## **Colaboran en esta edición del Anuario de Capital Riesgo 2022**

**Asociación Colombiana de Capital Privado  
(COLCAPITAL)**

**Asociación para la Inversión de Capital Privado en América Latina  
(LAVCA)**

**Paula De Biase**

Partner, Banking & Finance  
Baker McKenzie Madrid, S.L.P.

**Jaime Bragado Yturriaga**

Socio de J&A Garrigues  
Profesor Colaborador – ICADE

**Elisabeth Bustos Contell**

Profesora contratada Doctor. Departamento de Contabilidad  
Universidad de Valencia

**Isabel Fernández Torres**

Profesora Titular de Derecho Mercantil  
Universidad Complutense de Madrid

**D. José Martín García García**

Abogado  
Asesoría Jurídica COSENTINO

**V. Alberto García Moreno**

Profesor Titular de Derecho Financiero y Tributario  
Universidad de Valencia



## **Colaboran en esta edición del Anuario de Capital Riesgo 2022**

### **Daniel Gómez de Arriba**

Selier Abogados

Socio Director Área de Reestructuraciones e Insolvencias

### **Gregorio Labatut Serer**

Profesor Titular del Departamento de Contabilidad  
Universidad de Valencia

### **Salvador Montesinos Oltra**

Profesor titular de Derecho Financiero y Tributario  
Universidad de Valencia

### **Andrew John O'Flynn Bright**

Doctor en Derecho

Investigador del Departamento de Derecho Mercantil  
Universidad de Valencia

### **Javier Portillo**

Asociado de Regulación Financiera  
Baker McKenzie, Madrid, SLP.

### **Miguel Recondo Zabala**

Director del Boletín de Capital Riesgo  
Instituto de Capital Riesgo

# ÍNDICE / INDEX

Presentación .....	9
--------------------	---

## PRIMERA PARTE

### ESTUDIOS DOCTRINALES SOBRE CAPITAL RIESGO

(VENTURE CAPITAL AND PRIVATE EQUITY ACADEMIC RESEARCH)

#### **Reflexiones preliminares sobre las modificaciones a la Ley de entidades de inversión colectiva de capital cerrado introducidas por la nueva Ley del Mercado de Valores**

*(Preliminary thoughts on the amendments to the Law on closed-end collective investment undertakings made by the new Securities Market Act)*

<i>Jaime Bragado Yturriaga</i> .....	11
--------------------------------------	----

#### **El régimen legal de las SPACs en España**

*(The legal regimen of SPACs in Spain)*

<i>Isabel Fernández Torres</i> .....	25
--------------------------------------	----

#### **El uso de las técnicas de titulización por las empresas de capital riesgo**

*(The use of securitisation techniques by venture capital firms)*

<i>Andrew John O’Flynn Bright</i> .....	59
---	----

#### **Las reestructuraciones empresariales: tratamiento contable y fiscal de la fusión inversa**

*(Business restructuring: accounting and tax treatment of the reverse merger)*

<i>Elisabeth Bustos Contell, Gregorio Labatut Serer y José Martín García García</i> .....	93
---	----

#### **El Pre-Pack como modo de adquisición de unidades productivas en fase preconcursal**

*(Pre-pack as an acquisition mode of business units during the pre-insolvency period)*

<i>Daniel Gómez de Arriba</i> .....	115
-------------------------------------	-----

**La regulación europea de criptoactivos: MiCA y el contexto regulatorio español**

*(European crypto-asset regulation: MiCA and the Spanish regulatory environment)*

*Paula De Biase y Javier Portillo ..... 145*

**Las obligaciones de información relacionadas con criptoactivos a efectos tributarios: descripción y régimen sancionador del incumplimiento**

*(Tax reporting obligations on crypto-assets: description and penalty regime for non-compliance)*

*V. Alberto García Moreno y Salvador Montesinos Oltra ..... 169*

**SEGUNDA PARTE**

**ANÁLISIS DEL MERCADO DE CAPITAL RIESGO**

*(PRIVATE EQUITY AND VENTURE CAPITAL  
SPANISH MARKET. SURVEY 2022)*

**El mercado español de capital riesgo en 2022**

*(Private Equity & Venture Capital Spanish Market. Survey 2022)*

*Miguel Recondo Zabala ..... 203*

**Panorama de la industria de capital privado en Latinoamérica**

*(Overview of the private equity industry in Latin America)*

*CoCapital - Asociación colombiana de capital privado, en colaboración con LAVCA - Asociación para la Inversión de Capital Privado en América Latina..... 275*

**Evolución de la industria de fondos de capital privado en Colombia**

*(Private equity industry's evolution in Colombia)*

*CoCapital - Asociación colombiana de capital privado..... 285*

# Presentación

El Instituto de Capital Riesgo (INCARI) se complace en presentar la novena edición de su Anuario de Capital Riesgo 2022

La investigación aplicada y la divulgación científica del Capital Riesgo, en cualquiera de sus manifestaciones y dimensiones, tanto en el ámbito académico, como en el profesional y empresarial, constituye, junto con la docencia y la formación en esta materia, una de las actividades centrales de INCARI, y en este contexto, la elaboración y publicación del Anuario de Capital Riesgo cobra pleno sentido y responde a estos objetivos y preocupaciones.

Como en ediciones anteriores, mantenemos la misma estructura, distribuyendo los contenidos en dos partes, de naturaleza doctrinal la primera, y analítica la segunda. El primer bloque temático está efectivamente dedicado a la reflexión y comentario doctrinal de las principales novedades regulatorias que afectan al Capital Riesgo, e incluye asimismo el estudio de aquellos acontecimientos o fenómenos de particular relevancia para el sector, registrados en el ejercicio transcurrido y merecedores de un comentario académico.

Así en la presente edición y, en el plano normativo, es principalmente objeto de atención, la nueva Ley de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión, cuyo texto articulado, aunque publicado en 2023 como Ley 6/2023, venía siendo objeto de análisis y comentarios desde la aprobación por el Consejo de Ministros del Proyecto de Ley, el 27 junio 2022, y por el Congreso de los Diputados, el 22 de diciembre. Este nuevo texto normativo es doblemente relevante para el sector del capital riesgo en la medida en que, de un lado, modifica (Disposición final novena) en algunos aspectos, la Ley 22/2014 de Entidades de Capital Riesgo, y modifica (Disposición final sexta) de otra parte, el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital aprobado mediante Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio introduciendo, tardíamente, un nuevo Capítulo VIII Bis dedicado a las Sociedades Cotizadas con Propósito para la Adquisición (SPACs) que, como es sabido, constituyen un cauce adicional de desinversión, y también de democratización, para la industria del Capital Riesgo, habiendo vivido un momento de particular esplendor en los años 2020/2021 en los USA.

De otro lado, y en el contexto de la reforma de la Ley Concursal, operada mediante Ley 16/2022 de 5 de septiembre, se analizan las ofertas de adquisición de unidades productivas con la solicitud del concurso (*pre-pack*) lo que abre interesantes oportunidades de inversión para el Capital Riesgo oportunista especializado en “situaciones especiales” y, finalmente, como parte de este bloque regulatorio, se aborda, sin olvidar su dimensión tributaria, la reciente regulación de los criptoactivos en el ámbito europeo comunitario, mediante el Reglamento (UE) 2023/1114, cuya inmediata aplicación se verá favorecida por las medidas ya contempladas en la citada Ley 6/2023 en materia de finanzas digitales.

Desde una perspectiva más teórica y conceptual, menos pegada a los recientes eventos regulatorios, se analizan, desde la doble perspectiva contable y fiscal, las fusiones inversas, con las que típicamente concluyen las operaciones LBO y que sin embargo han recibido una atención doctrinal limitada desde el Capital Riesgo, donde por otra parte, los operadores del mercado han empezado a utilizar técnicas de titulización que merecen una especial consideración en atención a su singularidad.

En la segunda parte, continuista, se ofrece un análisis pormenorizado de la actividad del mercado registrada en 2022 y ello, tanto en el ámbito español como en el latinoamericano que incluye, en esta edición, un análisis particular de la evolución del mercado del capital privado en Colombia.

Confiamos que la elaboración y publicación de este Anuario 2022, siga respondiendo a las expectativas de la comunidad académica, de los profesionales que asesoran desde distintos ángulos las operaciones de capital riesgo y de los actores del mercado que las impulsan y ejecutan, pues a todos ellos va destinado.

Finalmente, el Instituto de Capital Riesgo no puede dejar de agradecer, a los autores su inestimable colaboración y el esfuerzo desplegado, para hacer posible un año más el Anuario de Capital Riesgo.

Rodrigo Recondo  
Presidente del Instituto de Capital Riesgo