

# Los vehículos de inversión alternativa con forma societaria: el posible uso de figuras comanditarias y otras mejoras de ley

## ferenda

**Miguel SÁNCHEZ MONJO**

*Abogado  
Cuatrecasas*

El sector de la inversión alternativa está experimentando un crecimiento importante en nuestro país. Entre los vehículos existentes en nuestro ordenamiento, se encuentran las sociedades de capital-riesgo (SCR) y las sociedades de inversión colectiva de tipo cerrado (SICC), que, conforme a la Ley 22/2014, deben adoptar la forma de sociedad anónima. Sin embargo, el régimen actual de las sociedades anónimas plantea rigideces e ineficiencias al funcionamiento que deben tener estos vehículos de inversión. Este trabajo analiza tales ineficiencias y sus posibles mejoras, y plantea la posibilidad de que las estructuras societarias de corte comanditario sean formas alternativas para este tipo de vehículos.

Inversión alternativa, capital-riesgo, fondos de inversión, sociedades de inversión, sociedad comanditaria.

The alternative investment sector is growing in Spain. Private equity companies (SCR) and closed-ended collective investment schemes (SICC) are some of the possible vehicles under Spanish law. Under Act 22/2014, they must be incorporated as public liability companies. However, the current legal regime for public liability companies is somehow rigid and have inefficiencies for the functioning of these vehicles. This article analyses such inefficiencies and its potential solutions, as well as the possibility that Spanish partnerships (sociedades comanditarias) may be alternative legal forms for these vehicles.

Alternative investment, private equity, investment funds, investment companies, partnership.

## I. Introducción

El sector de la inversión alternativa, en sus múltiples modalidades (capital-riesgo, *venture capital*, inversión inmobiliaria, infraestructuras, *direct lending*) está experimentando, en los últimos años, un importante crecimiento en tanto a nivel internacional, como nacional. Reflejo de ello es el creciente número de sociedades gestoras y de vehículos de inversión constituidos en nuestro país.

Estos vehículos adoptan, por lo general, la forma de fondo en lugar de la de sociedad, básicamente por la mayor flexibilidad que ofrecen en términos de estructuración y gobierno, frente a las sociedades.

Desde el punto de vista legal, los fondos, en la medida en que nacen como una construcción meramente regulatoria, no se encuentran sujetos a reglas y formalidades específicas en cuanto a sus órganos de gobierno (p.ej., juntas de partícipes, comités de inversión o consejos de supervisión). Esto las diferencia de las sociedades, que deben cumplir los requisitos formales y materiales de la Ley de Sociedades de Capital («LSC») y de la normativa registral.

Por ejemplo, los acuerdos que adopten los inversores sobre cualquier cuestión de la sociedad-vehículo deben cumplir las reglas de convocatoria y mayorías de la junta general de accionistas previstas en la LSC. Dichos acuerdos deberán además elevarse a público y, en su caso, inscribirse en el Registro Mercantil, cuando así lo exija la normativa. El cumplimiento de requisitos de este tipo puede, en última instancia, restar flexibilidad y agilidad al funcionamiento del vehículo.

Sin embargo, la preferencia por la constitución de fondos frente a sociedades no es una nota común en los países de nuestro entorno, en los que las sociedades (entendidas de una forma general) pueden resultar también estructuras eficientes y ágiles para instrumentar vehículos de inversión alternativa. En estos países, existen, de hecho, figuras societarias que pueden plantear interesantes ventajas desde el punto de vista de estructuración y gobierno, como es el caso de las sociedades comanditarias. Estas últimas permiten, como se analizará más adelante, una mayor involucración y empeño del equipo gestor en la administración y gestión del vehículo, desde diferentes niveles, ya que el gestor, al adquirir la condición de socio colectivo, tiene responsabilidad ilimitada respecto de las deudas y obligaciones de la sociedad.

El propósito de este trabajo es precisamente analizar las posibles mejoras que, *de lege ferenda*, se podrían introducir en nuestro ordenamiento jurídico con el objeto de dotar a las sociedades que instrumentan vehículos de inversión alternativa de una mayor flexibilidad y agilidad en su funcionamiento y, en definitiva, de favorecer su eficiencia y competitividad en el mercado financiero nacional e internacional.

Estas posibles mejoras van referidas a las sociedades que tengan la condición de vehículos de inversión alternativa de tipo cerrado, esto es, sociedades de capital-riesgo («SCR») y sociedades de inversión colectiva de tipo cerrado («SICC»), previstas en la Ley 22/2014, de 12 de noviembre, 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, y por la que se modifica la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva («Ley 22/2014»). Quedarían excluidas del ámbito de estas mejoras las sociedades de inversión de tipo abierto (1), tanto en su modalidad ordinaria (SICAV) o como de sociedad de inversión libre (SIL), ya que su régimen actual, que permite estructuras de capital social variable, no resulta problemático a tenor de las características y la finalidad que tienen normalmente estos vehículos de inversión.

Asimismo, las posibles mejoras que se proponen en el presente trabajo tienen naturaleza societaria y, en general, mercantil. Esto no significa, empero, que no sean necesarias ciertas mejoras de orden regulatorio en la normativa actual sobre estos vehículos.

Por citar algunas de dichas mejoras, las SCR (y las entidades de capital-riesgo en general) deberían poder invertir, bajo determinadas condiciones, en sociedades financieras en el marco de su coeficiente obligatorio de inversión, a fin de favorecer el crecimiento de entidades del entorno FinTech, interesantes desde el punto de vista del capital-riesgo y del *venture capital* (2).

Asimismo, convendría la extensión de la actividad principal de las entidades de capital-riesgo a la concesión directa de préstamos y créditos a sociedades, sin necesidad de que adquieran previamente una participación en su capital social, a fin de permitir la constitución de fondos de

*direct lending* bajo la forma de entidad de capital-riesgo (3) .

## II. Los vehículos de inversión alternativa de carácter cerrado

De acuerdo con lo apuntado arriba, los vehículos de inversión de carácter cerrado en España se regulan en la Ley 22/2014. Estos vehículos invierten, por regla general, en activos de liquidez reducida, en los que resulta necesario un cierto período de maduración para que las inversiones generen un retorno suficientemente satisfactorio. No son vehículos líquidos que permitan a los inversores solicitar el reembolso inmediato del capital que hayan aportado (4) , sino que éstos deben esperar a que el vehículo desinvierta en los activos subyacentes para poder recibir su aportación y rentabilidad (5) .

Desde el punto de vista regulatorio, estos vehículos pueden ser:

- (a) • Entidades de capital-riesgo («**ECR**»), cuya actividad se centra en la toma de participaciones temporales en el capital de empresas no cotizadas, que no tengan naturaleza inmobiliaria o financiera. Para aquellos vehículos focalizados en *venture capital*, la normativa establece un tipo específico de ECR, las ECR-Pyme, que deben invertir en compañías con menos de 250 empleados, entre otros requisitos.
- (b) • Entidades de inversión colectiva de tipo cerrado («**EICC**»), que pueden invertir en todo tipo de activos financieros y no financieros, siempre bajo una política de inversión definida. Estas entidades constituyen una categoría residual, ya que pueden invertir, por ejemplo, en valores no cotizados, derechos de crédito, inmuebles, obras de arte o concesión de préstamos.

En el proceso de estructuración de cualquiera de estos vehículos, uno de los aspectos esenciales es la elección de su forma jurídica (forma o sociedad), en función de las diversas implicaciones que pueden derivar a nivel regulatorio, fiscal y mercantil.

Los fondos son patrimonios separados que pertenecen a la pluralidad de sus inversores. Carecen de personalidad jurídica, de ahí que su gestión y representación deba encomendarse necesariamente a una sociedad gestora de entidades de tipo cerrado («**SGEIC**») (6) , que ejerce «las facultades de dominio sin ser propietaria del fondo» (artículo 30 de la Ley 22/2014).

El funcionamiento del fondo y las relaciones entre éste, la SGEIC y los inversores, son relativamente libres, en función de lo que se haya establecido en su reglamento de gestión y su folleto, entendidos ambos como «documentos constitutivos». En efecto, dado que los fondos carecen de forma societaria, no les resulta de aplicación el Derecho de sociedades (señaladamente, la LSC), lo que significa que los inversores no disponen de la protección prevista en la normativa mercantil para quienes ostentan la condición de socio de una sociedad. Una consecuencia práctica de esto sería, por ejemplo, la menor capacidad que pueden llegar a tener, formalmente, los inversores de un fondo de cara al cese de la SGEIC como sociedad gestora, lo cual dependerá, en última instancia, de lo que se haya establecido en el reglamento de gestión del fondo en cuanto a quórum y mayorías. Lo anterior se entiende sin perjuicio de determinadas disposiciones imperativas previstas en la Ley 22/2014 (7) .

Alternativamente, las ECR y las EICC también pueden constituirse con la forma de sociedad, ya sea como SCR, o como SICC. Ambas deben adoptar, en todo caso, la forma jurídica de sociedad anónima (artículos 26 y 38 de la Ley 22/2014, respectivamente).

La sociedad anónima es la forma societaria que exige la normativa española a todos los vehículos de inversión regulados. Además de la SCR y la SICC, es el caso también de las sociedades de inversión de carácter abierto, esto es, las sociedades de inversión (SICAV), las sociedades de inversión libre (SIL) y las sociedades de inversión inmobiliarias (SII).

Los órganos de gobierno de las SCR y las SICC son la junta general de accionistas (es decir, de los propios inversores) y un consejo de administración. Sin embargo, salvo que la SCR o SICC sea

autogestionada —para lo cual necesitaría la correspondiente autorización de la Comisión Nacional del Mercado de Valores («**CNMV**»)—, dichas sociedades pueden nombrar a una SGEIC para encomendarle la gestión de sus inversiones, así como el control y gestión de sus riesgos. En tales casos, la actividad diaria de la SCR, o de la SICC, termina siendo dirigida y desarrollada por la SGEIC, cuyo nombramiento como tal es acordado por la junta general de accionistas o, por su delegación, por el consejo de administración.

Ahora bien, la exigencia de que las SCR y la SICC deban adoptar, por imperativo legal, la forma de sociedad anónima plantea ciertas rigideces en la manera en que deben regirse las relaciones entre los inversores, la sociedad y su sociedad gestora, conforme al marco actual previsto para dicha forma societaria. Dichas rigideces son analizadas a continuación, junto con sus posibles mejoras *de lege ferenda*.

### **III. Ineficiencias y posibles mejoras en el régimen mercantil de los vehículos de inversión con forma societaria**

La regulación actual de las SCR y las SICC, con su sometimiento al régimen de las sociedades anónimas, genera ciertas ineficiencias y rigideces. Algunas de éstas pueden, sin embargo, solventarse parcialmente mediante la celebración de pactos parasociales, en los que, junto con los inversores y la sociedad, puede intervenir también el gestor.

#### **1. Constitución de la sociedad-vehículo**

La primera de estas ineficiencias es predicable sólo de las SCR y no está relacionada directamente con la forma de sociedad anónima.

Se genera en el momento de constitución de la SCR, como consecuencia de las exigencias de capital social mínimo previstas en el artículo 26.3 de la Ley 22/2014. Este artículo no es aplicable a las SICC, conforme al artículo 38.2 de la misma Ley, de ahí que no se plantee este problema para estas últimas.

Las SCR deben tener un capital social mínimo de 1.200.000 euros (900.000 euros en el caso de las SCR-Pyme). Este capital social mínimo debe estar desembolsado en un cincuenta por ciento (es decir, en un importe de 600.000 euros) en el momento de la constitución de la SCR, mientras que el cincuenta por ciento restante puede ser desembolsado dentro de los tres años siguientes, en una o varias veces.

Este requisito plantea diversos problemas en la práctica. En primer lugar, una cifra mínima de desembolso de 600.000 euros puede resultar una cuantía relevante para constituir la SCR, ya que dicho importe sólo puede ser aportado por los promotores del proyecto o por la SGEIC. En efecto, conforme a la Ley 22/2014 y la interpretación de la CNMV (8), sólo pueden comercializarse entre inversores potenciales aquellas SCR que estén inscritas en el registro de la CNMV, para lo cual es necesario que, con anterioridad, la SCR se haya constituido e inscrito en el Registro Mercantil. Es decir, desde el punto de vista regulatorio, no es posible que el importe mínimo de 600.000 euros sea aportado por inversores captados por la SGEIC y las entidades distribuidoras, precisamente porque se encuentra prohibida cualquier actividad de «premarketing» de la SCR antes de su registro en la CNMV.

De hecho, seguiría siendo elevada la cifra que resultase de aplicar a las SCR la regla general de desembolso mínimo de una cuarta parte del valor nominal de las acciones que prevé el artículo 79 de la LSC para las sociedades anónimas ordinarias, y que equivaldría a 300.000 euros.

Por otra parte, la obligación de desembolso del cincuenta por ciento del capital social en las SCR genera una cierta asimetría con los requisitos que se establecen para constituir un FCR, ya que, para éstos, resulta suficiente un «patrimonio comprometido mínimo» de 1.650.000 euros (artículo 31.1 de la Ley 22/2014), desembolsado, según el criterio de la CNMV, en un 10% (es decir, 165.000 euros) (9).

En definitiva, lo más razonable sería que la SCR pudiese constituirse con un capital social menor al previsto actualmente en la normativa, y que su desembolso se realizase en una proporción inferior.

## 2. Entrada de inversores y desembolsos de capital

Una vez constituida la SCR o la SICC, e inscrita en el Registro Mercantil y el registro administrativo de la CNMV, es posible la comercialización de la sociedad entre potenciales inversores.

Conforme a la práctica de este tipo de vehículos, es habitual que exista inicialmente un «primer cierre» (*first closing*) en el que se admita al primer conjunto de inversores en la sociedad, adquiriendo la condición de accionistas. Después del primer cierre, pueden existir sucesivos cierres en los que pueden ir entrando nuevos inversores (o bien, en los que los inversores iniciales pueden incrementar su compromiso de desembolso en la sociedad), hasta llegar a un «cierre final» (*final closing*) —normalmente entre doce y dieciocho meses después del primer cierre— a partir del cual no se admite la entrada de nuevos inversores.

En cada uno de estos cierres, la entrada de inversores se articula a través de ampliaciones de capital, en virtud de las cuales los inversores pasan a adquirir la condición de accionistas mediante la suscripción de las acciones emitidas en el contexto de la ampliación. Como para cualquier aumento de capital, se exige el acuerdo de la junta general de accionistas, con los requisitos establecidos para la modificación de los estatutos sociales (artículo 296 de la LSC), así como su posterior elevación a público e inscripción en el Registro Mercantil.

Si bien esto no plantea especiales problemas en el primer cierre —donde el acuerdo social de aumento de capital es adoptado por los socios promotores, o la propia SGEIC en caso de ser accionista—, sí supone cierta rigidez para los cierres sucesivos, en la medida en que es necesario solicitar a los inversores existentes que se reúnan en junta general para aprobar la entrada de nuevos accionistas (10). A ello se suman otros inconvenientes, como es el plazo necesario de convocatoria de la junta general y, en su caso, la necesidad de recabar poderes de representación (*proxies*) por parte de los inversores existentes.

En algunos países de nuestro entorno (p.ej., Luxemburgo) esta rigidez se solventa a través de un mecanismo de capital social variable: a partir de un determinado capital social mínimo, pueden suscribirse nuevas acciones emitidas en el marco de sucesivas ampliaciones de capital que no requieren un acuerdo de la junta general de accionistas, ni tampoco la modificación de los estatutos sociales. Lo mismo resulta aplicable a las reducciones de capital que tengan lugar como consecuencia de la realización de distribuciones de capital y rentabilidad entre los inversores, en las que la sociedad adquiere sus propias acciones para después amortizarlas.

Este mecanismo de capital variable, de hecho, no es extraño a nuestro ordenamiento jurídico, puesto que ya se encuentra recogido para las instituciones de inversión colectiva con la forma de sociedades de inversión (SICAV). Así, conforme al artículo 32 de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, los estatutos sociales de la SICAV únicamente deben recoger el capital social inicial y capital estatutario máximo. Entre ambas cifras, la SICAV puede aumentar y reducir su capital social en función de las entradas y salidas de inversores, sin necesidad de modificar sus estatutos sociales. Las acciones representativas del capital estatutario máximo que no estén suscritas, o las que posteriormente haya adquirido la sociedad, se mantienen en cartera hasta que sean puestas en circulación por los gestores (es decir, hasta que entren nuevos inversores que las suscriban). Si no existiesen suficientes acciones propias en la cartera de la SICAV, ésta deberá poner en circulación acciones adicionales hasta alcanzar, en su caso, el capital máximo estatutario. Para poder emitir nuevas acciones por encima del umbral de su capital máximo estatutario, sí se necesitaría modificar los estatutos sociales de la SICAV, con la adopción de los correspondientes acuerdos sociales.



Además de la rigidez que añaden el régimen actual de capital social fijo y la adopción e inscripción de acuerdos sociales para poder ampliarlo, también resulta relevante, para las SCR y las SICC, el requisito previsto en el artículo 296.3 de la LSC en cuanto al importe de los desembolsos del capital social. Conforme a dicho artículo, las acciones suscritas en el contexto del aumento de capital de la sociedad anónima deben encontrarse desembolsadas en al menos una cuarta parte. Asimismo, hay que tener en cuenta que, previamente, deben desembolsarse en su integridad las acciones que hayan sido emitidas con anterioridad al aumento de capital, salvo cuando exista una cantidad pendiente de desembolso que no exceda del tres por ciento del capital social (artículo 299 de la LSC).

Todas estas exigencias pueden resultar excesivas en función del importe del capital social de la sociedad, tanto desde el punto de vista de los inversores (que tendrán que desembolsar un importe elevado) como de los propios gestores (en términos de impacto financiero en la sociedad (11) ).

Asimismo, para el desembolso de la parte del capital social que haya quedado pendiente, las formalidades previstas en la LSC pueden ser también ineficientes para la práctica habitual de los vehículos de inversión alternativa. En este sentido, conforme al artículo 81 de la LSC, entre la fecha de envío de la notificación a los inversores para que realicen los desembolsos pendientes (*capital call*) y su fecha del pago debe transcurrir al menos un mes, plazo que puede terminar siendo demasiado largo en función de las necesidades y la premura que pueda tener el gestor para acometer una determinada inversión (12) . La exoneración de este requisito, la reducción del plazo de un mes o una remisión a lo que establezcan los documentos constitutivos de la SCR o SICC, podrían ser propuestas razonables de modificación del régimen actual.

Por su parte, la utilización de aumentos de capital social con prima de emisión puede tener los mismos efectos antes apuntados para los inversores (importe de desembolso elevado) y los gestores (posible exceso de liquidez en la sociedad), ya que la prima de emisión debe satisfacerse en su totalidad por los inversores en el momento de suscribir las nuevas acciones de la sociedad (artículo 298 de la LSC).

Por último, debe citarse el derecho de preferencia establecido en el artículo 304 de la LSC, que permite a los accionistas existentes suscribir un número de acciones proporcional al valor nominal de las que posean, en los distintos aumentos de capital que se realicen.

Sin perjuicio de que este mismo resultado se podría alcanzar mediante fórmulas alternativas, este derecho de preferencia puede ser de interés para aquellos inversores que quieran incrementar su compromiso de inversión en la SCR o SICC en cierres posteriores, pero también puede trastocar los planes del gestor en caso de que quiera dar entrada a nuevos inversores sin aumentar el tamaño objetivo de la sociedad.

Para poder excluir este derecho, es necesario el acuerdo de la junta general de accionistas, adoptado en interés de la sociedad, y siempre que se cumplan los requisitos previstos en el artículo 308 de la LSC (elaboración de un informe por un experto independiente nombrado por el Registro Mercantil sobre el valor razonable de las acciones, inclusión en la convocatoria de la junta general de la propuesta de supresión del derecho de preferencia, y correspondencia entre el valor nominal de las nuevas acciones —más, en su caso, la prima— y el valor real atribuido en el informe del experto independiente).

### 3. Realización de distribuciones entre los inversores

En un vehículo de inversión, las ganancias se obtienen a través de las desinversiones en los activos subyacentes que se hayan adquirido por el gestor durante el período de inversión. Dichas ganancias se reparten a los inversores a través de las llamadas «distribuciones».

En el ámbito de las SCR y las SICC, el reparto de las distribuciones se puede ejecutar de diferentes formas: (i) como reparto de dividendos, prima de emisión o reservas voluntarias (ii) reducción del valor de las acciones, o (iii) reducción de capital social con adquisición de acciones

propias para su posterior amortización.

En esta última modalidad, en la que la reducción de capital se realiza mediante adquisición por parte de la sociedad de sus propias acciones para luego amortizarlas, el artículo 338 de la LSC exige que tales acciones se ofrezcan, con anterioridad, a todos los accionistas por si estuvieran interesados en su adquisición.

En el ámbito de las SCR y las SICC, este derecho carecería, sin embargo, de sentido. La finalidad de la reducción de capital en estas sociedades no es otra que devolver a los inversores el importe de sus desembolsos en la sociedad y, en su caso, hacerles entrega de la rentabilidad generada por la sociedad. La adquisición de las acciones por parte de los inversores en el marco de la reducción de capital sólo retrasaría, innecesariamente, la obtención de las referidas cantidades por parte de estos inversores.

Una exclusión directa de este derecho para las SCR y las SICC las liberaría de tener que cumplir con esta formalidad y sus posibles efectos.

#### **4. Derecho de separación de los inversores en caso de falta de distribución de dividendos**

Aunque se trata de una norma de carácter dispositivo, cuya aplicación puede excluirse mediante estipulación contraria en los estatutos sociales, el derecho de separación en caso de falta de distribución de dividendos previsto en el artículo 348 bis de la LSC puede tener, al menos conceptual y teóricamente, importantes efectos en el funcionamiento general de una SCR o una SICC.

Conforme a dicho artículo, a partir del quinto ejercicio contado desde que la sociedad se haya inscrito en el Registro Mercantil —es decir, por lo general, a finales del período de inversión o inicios del período de desinversión del vehículo de inversión—, el socio que haya hecho constar en el acta su protesta por la insuficiencia de los dividendos reconocidos tiene derecho de separación de la sociedad si la junta general de accionistas no acuerda una distribución de dividendos de al menos el veinticinco por ciento de los beneficios legalmente distribuibles obtenidos durante el ejercicio anterior, siempre que la sociedad haya obtenido beneficios durante los tres ejercicios anteriores (13). Para poder suprimir o modificar esta causa de separación, se necesita el consentimiento de todos los socios (salvo que se reconozca el derecho de separación del socio que no hubiese votado a favor de dicho acuerdo).

El ejercicio de este derecho puede alterar la gestión y administración llevada a cabo por el gestor de la SCR o SICC, especialmente si ésta se encuentra aún en el transcurso de su período de inversión. En este sentido, el ejercicio del derecho de separación puede exigir al gestor el reparto de distribuciones en un momento en el que no tenía previsto hacerlo y la realización de desinversiones apresuradas, además de tener un impacto en los cálculos financieros del gestor y en la potencial rentabilidad del resto de inversores.

Para evitar estos efectos, sería razonable que las SCR y las SICC quedasen excluidas directamente del ámbito de aplicación de este precepto de la LSC, junto con el resto de sociedades que se enumeran en su apartado 5 (sociedades cotizadas, en concurso y sociedades anónimas deportivas, entre otras).

#### **5. Aprobación de operaciones sobre activos esenciales**

Conforme al artículo 160.f) de la LSC, la adquisición, enajenación o aportación a otra sociedad de activos esenciales —es decir, aquellos en los que el importe de la operación supere el veinticinco por ciento del valor de los activos que figuren en el último balance aprobado de la sociedad— debe autorizarse por la junta general de accionistas.

No existe, ni en la LSC ni en la Ley 22/2014, ninguna excepción a la que puedan acogerse las SCR y las SICC para no aplicar este requisito a sus operaciones de inversión y desinversión.

Aunque esta exigencia puede llegar a constituir una mera formalidad, no parece adecuado que, en el ámbito de una SCR o una SICC, los inversores tengan que aprobar la ejecución de operaciones, especialmente cuando ellos mismos hayan decidido delegar la gestión directa de los activos de la sociedad en una SGEIC.

Convendría, por tanto, que la normativa exceptuase explícitamente a las SCR y las SICC de tener que cumplir con este requisito que, en última instancia, puede retrasar la ejecución de oportunidades de inversión por parte de la SGEIC.

## 6. Ventajas a los fundadores y promotores

El artículo 27 de la LSC establece determinadas restricciones a los derechos especiales de contenido económico que pueden reservarse los fundadores y los promotores de la sociedad en los estatutos sociales. Tales restricciones son importantes en el ámbito de los vehículos de inversión puesto que éstos son constituidos, normalmente, a instancias del propio gestor.

Conforme al referido precepto, el valor de los derechos que pueden reservarse los fundadores y promotores no puede exceder, en conjunto y por un período máximo de diez años, del diez por ciento de los beneficios netos obtenidos según balance, una vez deducida la cuota destinada a la reserva legal.

Sin perjuicio de la regulación de estas ventajas a través de pactos parasociales, estas limitaciones, en caso de aplicarse en sus estrictos términos, pueden tener impacto en la comisión de éxito (*carried interest*) a la que pueden tener derecho los gestores de la sociedad en caso de que ésta complete sus distribuciones durante los primeros diez años de vida, dado que dicha comisión puede ser, en algunos casos, superior al diez por ciento de los beneficios netos generados por la sociedad (14).

En este sentido, una excepción a las SCR y a las SICC respecto del cumplimiento de este requisito, o una remisión a lo que se establezca en sus documentos constitutivos, podría resultar adecuada *de lege ferenda*.

## IV. El posible uso de las sociedades comanditarias como forma societaria de vehículos de inversión

### 1. Planteamiento general

Los vehículos de inversión necesitan, en su gobierno interno, un cierto equilibrio entre los intereses del equipo gestor y los inversores.

Para el equipo gestor, es relevante tener flexibilidad para ejecutar sus decisiones de inversión; en este sentido, necesitan remover aquellas formalidades que puedan ser innecesarias y que puedan poner en peligro el aprovechamiento puntual de oportunidades de inversión.

Por la parte de los socios inversores, es importante que puedan disponer de cierta capacidad para controlar la actividad del gestor y poder tomar, en último término, determinadas decisiones que sean relevantes para ellos (p.ej., el cese del gestor), sin que, por el contrario, tengan necesidad de adoptar decisiones irrelevantes o de carácter formal. También es fundamental para los inversores asegurar que el gestor cumpla con su compromiso de actuar de manera diligente y en interés del vehículo y de los inversores, más allá de lo que pueda derivar de las condiciones económicas del propio vehículo (15).

Para esto último, una posibilidad sería no sólo que los gestores fueran directamente accionistas de la sociedad, sino también responsables ilimitados de las deudas sociales que puede contraer la sociedad.

Dicho objetivo puede conseguirse a través de la utilización de sociedades con naturaleza comanditaria, en las que los inversores se limitarían a aportar capital (y a participar en



determinadas decisiones relevantes), mientras que el gestor ejercería las facultades de administración, asumiendo responsabilidad ilimitada por las operaciones de la sociedad.

El inicio de la actividad de capital-riesgo se remonta, de hecho, a la utilización de este tipo de estructuras en la Edad Media. Puede citarse, en este sentido, la figura de la *commenda* medieval (16), o su variante *colleganza*, propia de los comerciantes venecianos. En estas estructuras, un socio capitalista (*stans*) aportaba patrimonio (p.ej., la embarcación y las mercancías de origen), mientras que el otro socio (*tractator*) se encargaba de acometer la empresa en cuestión (p.ej., la realización de largos traslados para llevar las mercancías al puerto de destino y de traer nuevas mercancías al puerto de origen), asumiendo el riesgo de la misma (es decir, el asociado a la realización de la travesía). Normalmente, la distribución de las ganancias derivadas de la empresa consistía en tres cuartas partes para el *stans* y un cuarto para el *tractator*.

El uso de estas figuras como formas de vehículos de inversión alternativa es habitual en el sector financiero internacional, dado que permite distinguir entre los inversores puramente capitalistas y aquellos cuyo único propósito es actuar como administradores del vehículo a los efectos de su gestión.

En nuestro país, sin embargo, la utilización de figuras de corte comanditario tiene carácter meramente anecdótico. Sin perjuicio de que la razón principal de su escaso uso sea la preferencia natural por formas societarias en las que la responsabilidad de todos los socios se limita al capital que hayan aportado, el régimen actual de estas figuras puede también desalentar su constitución. Dicho régimen plantea problemas, por ejemplo, para la actividad y la continuidad del gestor (es decir, del socio colectivo) en la sociedad, aspecto que resulta esencial en general, y para los vehículos de inversión constituidos a iniciativa del propio gestor en particular.

En cualquier caso, las formas de carácter comanditario pueden presentar ventajas para instrumentar vehículos de inversión, como se analiza a continuación.

## 2. Las sociedades comanditarias en el Derecho español

En nuestro ordenamiento jurídico, existen dos modalidades de sociedades de naturaleza comanditaria: las sociedades comanditarias simples («SCS») y las sociedades comanditarias por acciones («SCA»).

Ambas figuras se encuentran entre las posibles formas que pueden adoptar las sociedades mercantiles en nuestro ordenamiento jurídico, junto con las sociedades colectivas, las sociedades anónimas y las sociedades de responsabilidad limitada, conforme al artículo 122 del Código de Comercio («CCo»). Sin embargo, sólo las SCA tienen la consideración de sociedades de capital (artículo 1 de la LSC).

### 2.1. Las sociedades comanditarias (SCS)

Las SCS se regulan en los artículos 145 y siguientes del CCo, que se refieren a ellas como «compañías en comandita». Su característica esencial es la distinción entre socios colectivos y comanditarios: los socios comanditarios tienen responsabilidad limitada (hasta el importe de su aportación), pero carecen del derecho a participar en la gestión de la sociedad, mientras que los socios colectivos sí poseen este derecho, a cambio de asumir responsabilidad ilimitada por las pérdidas en que pueda incurrir la sociedad. Las SCS serían, en este sentido, similares a los *limited partnership* que pueden encontrarse en el tráfico jurídico internacional.

Desde el punto de vista conceptual, las SCS cumplirían satisfactoriamente la finalidad antes apuntada de asegurar que los gestores (como socios colectivos) tengan una implicación especial en la administración y gestión del vehículo de inversión, mediante la asunción de responsabilidad ilimitada por las pérdidas de la sociedad.

El régimen general de las SCS prevé, además, otras reglas específicas que pueden ser interesantes a efectos de instrumentar vehículos de inversión, al resultar similares a algunas de

las disposiciones que suelen establecerse en los folletos y documentos constitutivos de los vehículos. Ahora bien, lo anterior no significa que el régimen actual de las SCS no carezca igualmente de ciertas ineficiencias y rigideces en caso de utilizarse para la estructuración de vehículos de inversión.

### A) Clases de socios: derechos y régimen de responsabilidad

Como se ha referido arriba, las SCS tienen dos clases de socios: colectivos y comanditarios.

Los socios colectivos son aquellos que pueden ser gestores de la SCS (17) . Al disponer de facultades de administración y gestión de la sociedad, los socios colectivos quedan obligados personal y solidariamente «a las resultas» de las operaciones de la sociedad, con carácter ilimitado (artículo 127 del CCo, por referencia del artículo 148 CCo). Esta responsabilidad versa sobre todos los bienes presentes y futuros del socio colectivo, en los términos previstos en el artículo 1.911 del Código Civil. Usando la terminología anglosajona propia de la práctica internacional, el socio colectivo sería asimilable al *general partner* de las estructuras de *partnership*.

Los socios comanditarios, por el contrario, no pueden llevar a cabo actos de administración y gestión de la sociedad, ni siquiera como apoderados de los socios colectivos. Por ello, su responsabilidad con respecto a la sociedad se limita a los fondos que hayan aportado, o se hayan comprometido a aportar a la sociedad —la llamada «suma de responsabilidad»— (artículo 148 del CCo). Los socios comanditarios serían, en este sentido, equiparables a los *limited partners* en las figuras internacionales de *partnership*.

En una estructura de vehículo de inversión alternativa, los gestores tendrían, por tanto, la condición de socios colectivos, mientras que los inversores se limitarían a aportar fondos a la sociedad como socios comanditarios. Salvo que se disponga lo contrario en el contrato social, ambos tipos de socios participarían en los beneficios de la sociedad a prorrata de su participación en la misma. Por tanto, cualquier derecho adicional que puedan tener los socios colectivos como gestores en la sociedad —como, por ejemplo, a obtener una participación diferente en las ganancias de la sociedad (*carried interest*)— debería reflejarse de forma explícita en el contrato social.

La misma regla de proporcionalidad se aplicaría a la participación en las pérdidas de la sociedad, si bien los socios comanditarios sólo responden hasta la aportación realizada al capital de la sociedad. Del remanente que pudiera existir responderán los socios colectivos de manera solidaria e ilimitada (artículo 237 del CCo).

Ahora bien, sin perjuicio de los debates doctrinales existentes en esta materia, nada impide explícitamente en la normativa que los socios colectivos tengan la condición de persona jurídica. Ésta respondería también con todos sus bienes presentes y futuros, si bien dicha responsabilidad ilimitada no afectaría personalmente a sus accionistas (que podrían ser las propias personas físicas que actúen como gestores efectivos de la sociedad).

Por otro lado, aunque los socios comanditarios no tengan facultades de gestión de la sociedad, sí tienen derecho a controlar y examinar la administración que desarrollen los socios colectivos, cuestión básica en cualquier sociedad, y en especial en vehículos de inversión. En este aspecto, las reglas del CCo son flexibles: las facultades de control y examen de los socios comanditarios serán aquellas que se establezcan en el contrato de constitución. Sólo en caso de que éste no previese un régimen específico, resultará aplicable la regla del artículo 150 del CCo: los socios gestores únicamente tendrán que rendir cuentas frente a los socios comanditarios a fin de año, facilitándoles información sobre la situación de la sociedad con una antelación no inferior a quince días (18) . Lo anterior debe entenderse sin perjuicio del derecho de inspección y examen genérico de la documentación contable que reconoce el artículo 173 del CCo a todos los socios de compañías mercantiles.

Además, como apunta PAZ ARES (19) , desde el punto de vista de gobierno interno de la

sociedad, nada en la normativa impide que se establezca un deber de los gestores de consultar previamente determinadas decisiones a los socios comanditarios, como sucede, por ejemplo, en los llamados «comités de supervisión» de los vehículos de inversión, formados por algunos de los inversores y encargados, normalmente, de resolver conflictos de interés entre el gestor y los inversores.

Las decisiones especialmente relevantes, como son la transformación, fusión, escisión y disolución de la sociedad, deben someterse a la aprobación de los socios comanditarios, a fin de evitar que el contrato social quede sujeto al arbitrio de los socios colectivos (artículo 1.256 del Código Civil) (20) .

El régimen de responsabilidad de los socios se cierra con la regla prevista en el artículo 149 del CCo, que se remite al artículo 144 aplicable a las sociedades colectivas. Todos los socios que generasen un daño a la sociedad por dolo, negligencia grave o abuso de facultades quedarán obligados a resarcirlo si así lo exigen el resto de socios. Este régimen de responsabilidad es habitual encontrarlo en los documentos constitutivos de vehículos de inversión, especialmente respecto de la actividad de los gestores.

### **B) Constitución de la sociedad: escritura y aportaciones**

Las SCS, antes de comenzar sus operaciones, deben constituirse en virtud de escritura pública, que deberá identificar los socios colectivos y los socios comanditarios, y el capital que cada socio aporte o se comprometa a aportar a la sociedad (artículo 125 del CCo por remisión del artículo 145).

El hecho de que el documento constitutivo de la SCS prevea las aportaciones que cada socio se compromete a realizar en la sociedad resulta un aspecto relevante en caso de constituir vehículos de inversión alternativa con esta forma jurídica. En dichos vehículos, los inversores no suelen desembolsar toda su aportación a la sociedad en el instante en el que adquieren la condición de socios, sino que realizan dichos desembolsos a medida que el gestor lo solicite (a través de los llamados *capital calls*) para acometer las correspondientes inversiones, siempre con el límite de su compromiso de aportación.

Ahora bien, las SCS plantearían, a día de hoy, el mismo problema apuntado anteriormente para el régimen actual de las SCR y SICC. Conforme al artículo 212 del Reglamento del Registro Mercantil («RRM»), cualquier modificación del contrato social requiere el consentimiento de todos los socios colectivos y, por tanto, su reflejo en escritura pública (21) . Es decir, en el caso de entrada de nuevos socios comanditarios (inversores) en la SCS, o incremento del compromiso de aportación de los socios comanditarios existentes, sería necesario modificar la escritura de constitución y proceder a su inscripción en el Registro Mercantil, lo que, en última instancia, terminaría añadiendo cierta rigidez al funcionamiento de la sociedad.

Otros pactos específicos que deban regir la sociedad deberán figurar en la escritura de constitución.

Mención aparte merece la denominación que puede tener la SCS. Debe corresponderse con el nombre de todos, o algunos, de los socios colectivos, o bien el de uno sólo de ellos (artículo 146 del CCo) (22) . No es posible que en la denominación aparezca el nombre de socios comanditarios, pero, si así fuera, aquellos que figuren en la denominación asumirán la misma responsabilidad ilimitada frente a terceros que la asumida por los socios gestores (artículo 147 del CCo).

### **C) La rescisión parcial de la sociedad. Salida de inversores**

En la SCS, es posible la separación de cualquiera de los socios cuando concurran determinadas causas, permaneciendo la sociedad vigente y activa para el resto de socios.

Las causas de rescisión parcial están relacionadas con comportamientos ilícitos o perjudiciales para la sociedad por parte de cualquiera de los socios. Dichas causas se enumeran en el artículo

218 del CCo, siendo comunes para las sociedades colectivas y las SCS: (i) la utilización de fondos comunes de la sociedad por cuenta e interés propio (ii) la realización de operaciones por cuenta propia que no sean lícitas conforme al contrato social (iii) injerencia en la administración de la sociedad cuando no se tuviera derecho a ello (iv) fraude por parte de los socios colectivos (v) incumplimiento del deber de desembolsar en la sociedad la aportación comprometida, tras su requerimiento (vi) la ausencia a prestar oficios personales en la sociedad, sin acreditar justa causa, cuando el socio estuviese obligado a ello, y (vii) el incumplimiento de otras obligaciones previstas en el contrato de la sociedad, siempre que tengan carácter grave (23) . Estas causas son las que habitualmente se recogen en los documentos constitutivos de vehículos de inversión, tanto por lo que respecta a los socios colectivos como a los socios comanditarios.

En la resolución parcial, el socio causante se considerará excluido de la sociedad. Ésta puede exigirle responsabilidad por la parte de las pérdidas de la sociedad que pueda corresponderle (24) , y, en su caso, retener cualesquiera ganancias a las que pudiera tener derecho hasta que estén terminadas y liquidadas todas las operaciones pendientes en el momento de la rescisión (artículo 219 del CCo).

Ahora bien, hay que tener en cuenta que, si la sociedad se resuelve parcialmente porque el socio colectivo ha causado un perjuicio a la sociedad, la inscripción de dicha resolución necesita verificarse en virtud de resolución judicial firme (artículo 212 del RRM). Este requisito puede estar agilidad al funcionamiento de la SCS como vehículo de inversión en la medida en que salida del gestor-socio colectivo por este motivo (conocida como un supuesto de «salida con causa» en la terminología de los vehículos de inversión) debe realizarse con cierta premura, a fin de sustituirle por otro gestor que permita preservar el valor de la sociedad y sus inversiones.

Por otro lado, los socios tienen un derecho de separación voluntaria conforme al artículo 225 del CCo, que permite que la sociedad continúe su actividad sin necesidad de disolverse. Ahora bien, la separación por vía de la transmisión a otra persona del interés, como socio comanditario, en la sociedad requiere el consentimiento de los socios colectivos, que deberá constar en escritura pública (artículo 212 del RRM). En última instancia, esto significa que el gestor tiene el control de las entradas de nuevos inversores en la sociedad como consecuencia de transmisiones, facultad que resulta interesante en la práctica porque permite garantizar que en la sociedad sólo participen inversores que el gestor haya admitido expresamente (25) .

#### **D) La disolución total de la sociedad**

Respecto de las causas de disolución total de las SCS, el artículo 221 del CCo prevé el cumplimiento del término fijado en el contrato social, la conclusión de su objeto, la pérdida entera del capital, y la apertura de la liquidación de la sociedad en concurso.

El artículo 222 del CCo añade además: (i) el fallecimiento de uno de uno de los socios colectivos (salvo que el contrato social previese la continuación por parte de los herederos o por el resto de socios sobrevivientes) (ii) la demencia u otra causa que produzca la inhabilitación de un socio gestor para administrar sus bienes y (iii) la apertura de la fase de liquidación en el concurso de cualquiera de los socios colectivos. Estas causas, en definitiva, reflejan el carácter personalista que tienen estas sociedades, en las que, como sucede, en particular, en los vehículos de inversión, la involucración personal del equipo gestor resulta un factor fundamental. Este tipo de causas resultan, de hecho, similares a las que se recogen en los documentos constitutivos de los vehículos de inversión, como supuestos de «salida» de ejecutivos clave (*key man events*), que permiten la disolución del vehículo en caso de que el gestor cese de dedicar tiempo suficiente a la administración del mismo.

Asimismo, como indica PAZ-ARES, faltarían otras posibles causas que necesariamente deben considerarse disolutorias de la SCS, como es el caso del acuerdo unánime de los socios, así como cualesquiera otras que pacten los socios en el contrato social (26) .

La disolución puede realizarse en virtud de escritura pública otorgada por los socios colectivos,

siendo título suficiente para su inscripción en el Registro Mercantil (artículo 239 del RRM).

Salvo que se opusiera alguno de los socios, la liquidación de la sociedad corresponderá a los gestores, como socios colectivos, lo cual es habitual en vehículos de inversión alternativa.

## 2.2. Las sociedades comanditarias por acciones (SCA)

La sociedad comanditaria por acciones («**SCA**») es la otra estructura de corte comanditario prevista en nuestro ordenamiento jurídico, asimilable a los *partnerhip limited by shares* que se pueden encontrar en el tráfico internacional.

Las SCA son sociedades de capital, al igual que las sociedades anónimas y las sociedades de responsabilidad limitada (artículo 1 de la LSC) (27). Tienen su regulación propia en la LSC, siendo de aplicación de forma supletoria las reglas establecidas para las sociedades anónimas (artículo 3 de la LSC). Sin embargo, en ningún momento se refiere la LSC a la posibilidad de que las reglas para las SCS previstas en el CCo se apliquen de forma supletoria a las SCA. De esta forma, nuestro ordenamiento asimila las SCA a las sociedades anónimas —siguiendo así el modelo suizo e italiano— en lugar de caracterizarlas como sociedades mixtas entre las SCS y las sociedades anónimas — como reconoce el modelo franco-alemán, con mucho más éxito en la práctica— (28).

En cualquier caso, el régimen legal de la SCA adolece de ciertas ineficiencias que explican su escasa utilización en la práctica. Como afirma VICENT CHULIÁ, la sociedad comanditaria por acciones es «una institución mercantil clásica, desaprovechada entre nosotros, que la hemos convertido en una reliquia» (29).

Entre los posibles usos que podrían tener las SCA, puede citarse su aplicación a empresas familiares que necesiten aportaciones de capital que no diluyan el control de los accionistas originarios, o a empresas dedicadas a las gestión de servicios públicos en las que los ciudadanos actuarían como accionistas comanditarios (30).

Otro de estos posibles usos podría ser la instrumentación de vehículos de inversión alternativa, al permitir también la distinción entre socios que aportan capital y los que se dedican a la gestión de la sociedad (asumiendo, en consecuencia, un mayor nivel de responsabilidad). Ahora bien, como se analizará más adelante, para ello resultaría conveniente a realización de algunos ajustes en su régimen legal actual.

### A) Clases de socios y responsabilidad

La nota característica de las SCA frente a las otras sociedades de capital es la distinción entre dos tipos de socios: socios colectivos y socios comanditarios.

Los socios comanditarios, al igual que los socios de cualquier otra sociedad de capital o de los socios comanditarios de las SCS, no responden personalmente de las deudas sociales, más allá de su aportación de capital a la sociedad.

Junto con los socios comanditarios, al menos uno de los socios «responderá personalmente de las deudas sociales como socio colectivo» (artículo 1.4 de la LSC). Sólo los socios colectivos pueden ejercer la administración de la SCA, teniendo las mismas facultades, derechos y deberes que los administradores de la sociedad anónima (artículo 252 de la LSC).

Como describe VICENT CHULIÁ, el socio colectivo administrador asume tres niveles de responsabilidad: como accionista, como administrador y como socio colectivo (31).

Sin perjuicio de los debates doctrinales a este respecto, no existe ningún impedimento explícito en la normativa vigente a que los socios colectivos puedan también aportar capital a la sociedad y suscribir acciones de la misma. En tales casos, el socio colectivo estará obligado a realizar los desembolsos que correspondan por las acciones que hubiese suscrito.



En cuanto a su responsabilidad como administrador, las reglas aplicables a las SCA en este punto se remiten al régimen de las sociedades anónimas. Conforme al artículo 236 de la LSC, el socio colectivo-administrador responderá frente a la sociedad, los socios y los acreedores sociales, de cualquier daño que causen por sus actos u omisiones contrarios a la ley o a los estatutos, o por incumplir los deberes inherentes a su cargo, siempre que medie dolo o culpa. En este sentido, la sociedad tendrá su acción social de responsabilidad, mientras que los socios y terceros dispondrán de su correspondiente acción individual contra el socio colectivo-administrador. Éste será también responsable solidario de las obligaciones sociales en caso de no convocar la junta general cuando exista causa legal de disolución, en los términos del artículo 367 de la LSC.

Respecto a su responsabilidad como socio colectivo, responderá personalmente con sus bienes presentes y futuros por las deudas sociales conforme a la regla de responsabilidad patrimonial universal prevista en el artículo 1.911 del Código Civil. Ahora bien, dicha responsabilidad tiene carácter subsidiario —previa excusión del patrimonio de la sociedad (artículo 237 del CCo). Si hubiera más de un socio colectivo, su responsabilidad será solidaria, en los términos del artículo 1.137 del Código Civil.

Precisamente, y cómo se apuntaba también para las SCS, para limitar esta responsabilidad, resultaría posible que quién actuase como socio colectivo en la SCA fuese una sociedad anónima o una sociedad de responsabilidad limitada. Ésta respondería también de las deudas sociales con sus bienes presentes y futuros, pero no así sus propios accionistas, que podrían ser los gestores efectivos de la SCA y que responderían sólo hasta el importe de su participación en el capital social de dicha sociedad intermediaria (32). Ahora bien, el representante persona física de esta sociedad, cuando actúe como socio-colectivo administrador de la SCA, asumirá responsabilidad solidaria con aquélla (artículo 236.5 de la LSC).

Por la importancia que tienen los socios colectivos en términos de administración y responsabilidad, deben identificarse en los estatutos sociales de la SCA (artículo 23 de la LSC) (33)

## B) La administración de la SCA

La administración de la SCA debe recaer en los socios colectivos. No es posible el nombramiento de terceros para que desempeñen el cargo de administrador, ni tampoco que existan socios colectivos que carezcan de la condición de administradores de la sociedad.

La forma en que se organice la administración de la SCA es la misma que en el caso del resto de sociedades de capital: puede nombrarse un administrador único, administradores solidarios o mancomunados, o bien un consejo de administración.

En caso de que un socio colectivo transmitiese su condición de tal en la sociedad, no podrá continuar desempeñando el cargo de administrador en la SCA.

Más problemas prácticos plantea la separación de los administradores de la SCA. En primer lugar, se requiere la modificación de los estatutos sociales (artículo 252 de la LSC), con el quórum reforzado del artículo 194 de la LSC (esto es, al menos el cincuenta por ciento del capital suscrito con derecho a voto para la primera convocatoria, y el veinticinco por ciento en segunda convocatoria, aunque se pueden elevar por estatutos sociales) y las mayorías reforzadas del artículo 201 de la LSC (mayoría absoluta en primera convocatoria y dos terceros del capital presente en segunda convocatoria), además del consentimiento de los otros socios colectivos, si los hubiera. En dicho acuerdo, el socio colectivo administrador deberá abstenerse de participar en la votación (artículo 252.4 de la LSC).

Ahora bien, como apunta VICENT CHULIÁ, esto significa que el socio colectivo necesita asegurarse el control de la mayoría de los derechos de voto de la SCA para evitar que pueda ser cesado por acuerdo de la junta general de accionistas (34). En el caso de las SCA que pretendiesen servir como vehículos de inversión, se haría imprescindible, teniendo el marco legal

actual, que la permanencia del gestor, y las consecuencias en caso de ser cesado, aparecieran reguladas debidamente a nivel contractual en el correspondiente acuerdo de gestión.

En caso de cese, el socio colectivo-administrador sólo tendrá derecho a la indemnización de daños y perjuicios que prevé el artículo 252.2 de la LSC si prueba que no hay justa causa para su cese. Naturalmente, dejará de tener responsabilidad ilimitada por las deudas sociales contraídas con posterioridad a su cese.

El nuevo administrador deberá adquirir la condición de socio colectivo desde la aceptación de su nombramiento.

En cuanto a otras decisiones relevantes en la sociedad, se necesita el consentimiento de todos los socios colectivos, además del correspondiente acuerdo de junta general. Es el caso de las modificaciones estatutarias que tengan por objeto el nombramiento de administradores, la modificación del régimen de administración, el cambio de objeto social o la continuación de la sociedad más allá del término inicialmente (artículo 294 de la LSC).

De la misma forma, se necesita la autorización de la junta general de accionistas para la adquisición, enajenación o aportación a otra sociedad de activos esenciales, conforme al artículo 160.f) de la LSC, como sucede en el resto de sociedades de capital, por lo que resultan extensibles los comentarios referidos anteriormente para las SCR y SICC con forma de sociedades anónimas sobre las implicaciones de aplicar este requisito a vehículos de inversión alternativa.

### C) La resolución parcial en la SCA

En cuanto a la rescisión parcial de la SCA, algunos autores como GÓMEZ CALERO (35) defienden que pueda aplicarse análogamente el artículo 218.2 del CCo, antes analizado para las SCS, ya que se refiere a «contratos de compañía mercantil colectiva o en comandita». En este sentido, la resolución parcial se referiría al socio que hubiese incumplido sus deberes y obligaciones en la sociedad.

No serían de aplicación a las SCA, sin embargo, aquellas causas de resolución parcial del CCo que ya tienen un tratamiento específico en la LSC, como es el caso de la mora del accionista en el desembolso de sus aportaciones.

### D) La disolución de la SCA

Las SCA pueden disolverse por cualquiera de las razones previstas para las sociedades de capital. Esto es, por el cese en el ejercicio de su actividad, la consecución de su objeto o imposibilidad de la misma, la paralización de los órganos sociales, por pérdidas que reduzcan su patrimonio neto por debajo de la mitad del capital social, por reducción del capital social por debajo del mínimo legal, porque el valor nominal de las acciones sin voto exceda de la mitad del capital social desembolsado, o por cualquier otra causa establecida en los estatutos (artículo 363 de la LSC).

Ahora bien, dado su carácter personalista respecto a la identificación de los socios colectivos, las SCA tienen como causas adicionales de liquidación el fallecimiento, el cese, la incapacidad o la apertura de la fase de liquidación en concurso de acreedores de todos los socios colectivos. No obstante, es posible que la sociedad continúe operando si en el plazo de seis meses se incorpora algún socio colectivo, mediante modificación de los estatutos sociales (artículo 363.2 de la LSC). Estas causas de disolución conjugan bien con las peculiaridades que tienen las sociedades que instrumentan vehículos de inversión, en los que, tal y como se apuntaba anteriormente para el caso de las SCS, la participación personal de un equipo de gestores determinado resulta fundamental para la continuidad del vehículo. Dichas causas pueden dar lugar a supuestos de salidas de ejecutivos clave (*key man events*), que pueden resolverse mediante la búsqueda de sustitutos.

### E) Implicaciones en otros aspectos para inversores y gestores

Sin perjuicio de que las SCA puedan resultar interesantes para articular vehículos de inversión alternativa, con dos tipos de socios, en los que el socio colectivo (el gestor) puede terminar asumiendo una mayor implicación por su nivel de responsabilidad en la sociedad, las SCA, precisamente por el marcado carácter capitalista que le confiere la LSC, plantean las mismas ineficiencias y rigideces apuntadas anteriormente para las SCR y las SICC con forma de sociedad anónima.

En efecto, la entrada de inversores en el capital social de la SCA requeriría la ejecución de aumentos de capital, con los mismos problemas referidos anteriormente, en términos de modificación de estatutos sociales y desembolso, dado el mecanismo de capital fijo previsto para este tipo de sociedades.

El reparto de las distribuciones a los accionistas se realizaría a través de las distintas modalidades indicadas para las sociedades anónimas, generando las mismas implicaciones, particularmente en los casos de reducción de capital.

Los accionistas de las SCA también tendrían derecho de preferencia en caso de aumentos de capital y separación en caso de falta de distribución de dividendos, por lo que las ineficiencias generadas por estos dos derechos en el marco de las sociedades anónimas serían extrapolables a las SCA.

## V. Bibliografía

- FERNANDEZ DE LA GÁNDARA, Luis, «La sociedad comanditaria por acciones», en URÍA, R., MENÉNDEZ, A. y OLIVENCIA, M. (Dirs.), *Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles*, Civitas, Madrid, 1992, t. XIII.
- GÓMEZ CALERO, Juan. *La sociedad en comandita por acciones*, J. M. Bosch Editor, Barcelona, 1991.
- GOXENS, Antonio, GOYENS, María Ángeles, *Las sociedades limitadas y las comanditarias por acciones, alternativa a las pequeñas sociedades anónimas*, Miquel, Barcelona, 1990.
- PAZ ARES, Cándido. «La sociedad colectiva y la sociedad comanditaria» (Lección 17), en MÉNENDEZ, Aurelio y ROJO, Ángel (Dirs.). *Lecciones de Derecho Mercantil*, Ed. 13, Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2015, Volumen I.
- TRÍAS SAGNIER, Miguel. *Régimen jurídico y tributario del capital riesgo en España*, Marcial Pons, Madrid, 2006.
- VICENT CHULIÁ, Francisco. «Reivindicación de la comanditaria por acciones ante el Anteproyecto de Código Mercantil» en MORILLAS, María José *et al.* (dirs.). *Estudios sobre el futuro Código Mercantil: libro homenaje al profesor Rafael Illescas*, Universidad Carlos III de Madrid, Getafe, 2015.

- 
- (1) La inversión en estas sociedades tiene carácter líquido, ya que recompran con su propio patrimonio las acciones de aquellos inversores que quieran deshacer su inversión. Como establece el artículo 2.1 de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, «se entenderá por IIC de tipo abierto aquella cuyo objeto sea la inversión colectiva de los fondos captados entre el público y cuyo funcionamiento esté sometido al principio del reparto de riesgos, y cuyas unidades, a petición del tenedor, sean recompradas o reembolsadas, directa o indirectamente, con cargo a los activos de estas instituciones».

- (2)** El artículo 9 de la Ley 22/2014 establece que la actividad principal de las entidades de capital-riesgo consiste en la toma de participaciones temporales en el capital de empresas de naturaleza no inmobiliaria ni financiera, lo que excluye, por tanto, a entidades que presten servicios financieros (bancarios, de inversión o seguros). Sin embargo, a la fecha de este trabajo, está en proceso un Anteproyecto de Ley de medidas para la transformación digital del sistema financiero que permitirá a las ECR incluir dentro de su objeto principal la inversión en entidades financieras cuya actividad se encuentre sustentada principalmente en la aplicación de tecnología a nuevos modelos de negocio, aplicaciones, procesos o productos.
- Ver Texto
- (3)** Conforme al artículo 10 de la Ley 22/2014, la concesión de financiación sólo puede ser una actividad complementaria de las entidades de capital-riesgo, referida únicamente a las sociedades participadas por la entidad.
- Ver Texto
- (4)** Una posibilidad que pueden tener los inversores para obtener liquidez consistiría en la transmisión de sus participaciones en el vehículo a un tercero (o a otro inversor del vehículo) que pudiera estar interesado en su adquisición.
- Ver Texto
- (5)** Como establece el artículo 2 de la Ley 22/2014, en las ECR y las EICC, las desinversiones se producen de forma simultánea para todos los inversores, una vez ha transcurrido un periodo suficiente de tiempo (que dependerá del tipo de vehículo y de su política de inversión).
- Ver Texto
- (6)** También pueden actuar como sociedad gestora las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva (SGIIC), reguladas en la Ley 35/2003, siempre que incluyan la actividad de gestión de ECR o EICC en su programa de actividades.
- Ver Texto
- (7)** Por ejemplo, se prevé que el fondo se disuelva y liquide cuando se haya cesado a su sociedad gestora sin que otra la sustituya, por el cumplimiento de la duración del fondo, o por las causas que se establezcan en el propio reglamento de gestión (artículo 37 de la Ley 22/2014).
- Ver Texto
- (8)** Preguntas y respuestas sobre la normativa de IIC, ECR y otros vehículos de inversión colectiva cerrados, CNMV, actualizado a 23 de noviembre de 2018 (consulta número 39).
- Ver Texto
- (9)** Según la CNMV, a los FCR, se les debe aplicar por analogía la normativa de instituciones de inversión colectiva (IIC), de tal forma que «se podrán constituir FCR con un desembolso de, al menos, un 10% del patrimonio mínimo, con el compromiso del desembolso del resto en un plazo máximo de 6 meses» (Preguntas y respuestas sobre la normativa de IIC, ECR y otros vehículos de inversión colectiva cerrados, CNMV, actualizado a 23 de noviembre de 2018 (consulta número 39)).
- Ver Texto
- (10)** Todo ello sin perjuicio de que dicha formalidad pueda mitigarse relativamente a través de la delegación prevista en el artículo 297 de la LSC, en virtud de la cual la junta general de accionistas puede delegar en los administradores las facultades de señalar la fecha en que el acuerdo adoptado deba llevarse a efecto y de acordar en una o varias veces el aumento del capital social en la cuantía que ellos decidan sin previa consulta a la junta general.
- Ver Texto
- (11)** Principalmente en relación con la tasa interna de rentabilidad (TIR) del vehículo de inversión y, en definitiva, del *carried interest* que puedan percibir los gestores, como consecuencia de los efectos que puede tener un exceso de liquidez en la sociedad, no invertido en activos subyacentes rentables.

Ver Texto

**(12)** De ahí la necesidad que tienen los gestores, en algunas ocasiones, de suscribir líneas de financiación externas que cubran los importes que aún no hayan sido desembolsados por los inversores.

Ver Texto

**(13)** No hay derecho de separación si, en cambio, el total de los dividendos distribuidos durante los últimos cinco años equivale, por lo menos, al veinticinco por ciento de los beneficios legalmente distribuibles registrados en dicho periodo por la sociedad.

Ver Texto

**(14)** En la práctica, el *carried interest* suele oscilar entre el 10% y el 20% de las ganancias generadas por la sociedad.

Ver Texto

**(15)** En efecto, ya existiría una alineación básica de intereses entre inversores y gestores, ya que una parte relevante de la remuneración de los gestores suele consistir en una parte de las ganancias obtenidas por la sociedad, una vez satisfecha una rentabilidad básica (*hurdle rate*) a los inversores.

Ver Texto

**(16)** GÓMEZ CALERO, Juan. *La sociedad en comandita por acciones*, J. M. Bosch Editor, Barcelona, 1991, p. 9.

Ver Texto

**(17)** Los socios colectivos también podrían no ser gestores de la sociedad, aunque esto no les eximiría de su obligación de asumir responsabilidad por las pérdidas de la sociedad ilimitadamente.

Ver Texto

**(18)** Desde un punto de vista práctico, esta frecuencia anual puede resultar insuficiente, dado que es habitual que el gestor de los vehículos de inversión deba rendir cuentas frente a los inversores con una frecuencia superior, remitiendo información sobre la evolución del vehículo con carácter semestral o trimestral.

Ver Texto

**(19)** PAZ ARES, Cándido. «La sociedad colectiva y la sociedad comanditaria» (Lección 17), en MÉNENDEZ, Aurelio y ROJO, Ángel (Dirs.). *Lecciones de Derecho Mercantil*, Ed. 13, Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2015, Volumen I.

Ver Texto

**(20)** *Ibidem*.

Ver Texto

**(21)** Adicionalmente, el contrato social puede prever el consentimiento de los socios comanditarios (bien en su totalidad o una mayoría de ellos).

Ver Texto

**(22)** Si no aparecen todos los socios colectivos en la denominación, figurará en la denominación la expresión «y Compañía». En la denominación, sólo pueden utilizarse las abreviaturas «S. en C.» o «S. Com.».

Ver Texto

**(23)** *Ibidem*.

Ver Texto

**(24)** En este sentido, el socio causante responderá de todos los actos y obligaciones que se practiquen, en nombre y por cuenta de la sociedad, con terceras personas, mientras en el Registro Mercantil no se practique el asiento de la rescisión parcial (artículo 220 del CCo).



Ver Texto

**(25)** Por ejemplo, permite al gestor garantizar el cumplimiento de sus obligaciones en materia de prevención del blanqueo de capitales y la financiación del terrorismo, o evitar que la entrada de un nuevo inversor active el cumplimiento de requisitos regulatorios o fiscales adicionales que puedan resultar gravosos para el gestor o la sociedad.

Ver Texto

**(26)** *Ibidem*.

Ver Texto

**(27)** Como indica GÓMEZ CALERO, la SCA, a día de hoy, es una verdadera «sociedad por acciones», en línea con el modelo de la sociedad anónima, y no una mera variante estructural de la SCS. *Op. cit.*, p. 34.

Ver Texto

**(28)** VICENT CHULIÁ, Francisco. «Reivindicación de la comanditaria por acciones ante el Anteproyecto de Código Mercantil» en MORILLAS, María José *et al.* (dirs.). *Estudios sobre el futuro Código Mercantil: libro homenaje al profesor Rafael Illescas*, Universidad Carlos III de Madrid, Getafe, 2015, p. 993.

Ver Texto

**(29)** *Ibidem*, p. 989. En países de nuestro entorno, como Alemania, las sociedades comanditarias sirven para sociedades de múltiples sectores, desde financieras (Merkur Bank KGaA) hasta deportivas (Borussia de Dortmund), *op. cit.*, p. 993.

Ver Texto

**(30)** *Ibidem*, pags. 991 y 993.

Ver Texto

**(31)** *Ibidem*, p. 1002.

Ver Texto

**(32)** GÓMEZ CALERO, *op. cit.*, p. 90. Como apunta el mismo autor, llegó a plantearse en borradores de modificación del CCo que sólo fueran personas físicas quienes pudiesen actuar como socios colectivos en la SCA, si bien dichas propuestas no llegaron a prosperar.

Ver Texto

**(33)** Las SCA no tienen las restricciones de la SCS en cuanto a su denominación. Es posible incluir el nombre de todos o alguno de los socios colectivos, pero también pueden utilizar una denominación objetiva, a la que añadieran la indicación «Sociedad comanditaria por acciones» o su abreviatura «S. Com. por A.» (artículo 6 de la LSC).

Ver Texto

**(34)** Como dice VICENT CHULIÁ, «debería parecer estúpido que en tales condiciones un empresario o familia empresarial decidiera aportar su empresa a una comanditaria por acciones, y más estúpido aún que el legislador incluya este supuesto de hecho en su regulación legal». *Op. cit.*, p. 995.

Ver Texto

**(35)** *Op. cit.*, pags. 121 y siguientes.

Ver Texto