



Zuzenbide Fakultatea
Facultad de Derecho

**Euskal Herriko Unibertsitatea/ Universidad
del Pais Vasco**

Zuzenbide Fakultatea/ Facultad de Derecho

Zuzenbide Gradual/ Grado en Derecho

**Arrisku Kapital Entitateen Erregimen
Juridikoa**

Egilea

German Azpiazu Merino

Zuzendaria

Rosa Otxoa-Errarte Goikoetxea

Donostian 2015eko Ekainean

I.Sarrera	3
II.Kontzeptua, ezaugarriak, eta operazio motak	4
1.Kontzeptua eta ezaugarriak.....	4
2. Operazio motak	8
3.Entitate tipologia.....	11
III.Arrisku Kapital Entitateak Espainian:	13
1.Hasiera	13
2.Gaur egungo egoera	15
3.Arrisku Kapital Entitateak Euskadin	16
IV.Sektorearen garrantzia eta funtzio ekonomikoa	16
V.Legedi Aplikagarria	21
1.2011/61/UE Zuzentaraua	21
2.345/2013 eta 346/2013 Erregelamenduak	23
3.22/2014 Legea	23
4.27/2014 Legea	25
VI. Motak	26
1. Arrisku Kapital Funtsak	26
2. Arrisku Kapital Sozietateak	28
3. Inbertsio Kolektibo Itxiko Institutuzioen Sozietate Kudeatzaileak.....	30
4.Arrisku Kapital Funts Europarrak	32
5.AKE-ETE	33
6.Gizarte Ekimenerako Funts Europarrak	34
VII. Alderdi Erregulatzailea.....	35
1.Jarduteko Baldintzak	35
2. Merkaturatzeko Arauak	36
3. Informazio Obligazioak	38
4.Ahal administratiboak	39
5.Inbertsio Eraentza.	40
VIII.Arrisku Kapitalak Etorkizunean	41
1.2015erako aurreikuspena	41
2. Arrisku Kapitalen erronkak	42
3.Ondorioak	43
IV.Balorazioa.....	43
LABURDURAK	47
BIBLIOGRAFIA.....	49

I.Sarrera

2008ko krisi finantziarioaren aburuz, bankuek enpresentzako finantziazio iturri izateari utzi diote. Merkatuko eragile honen gabeziek, merkatu ekonomiaren lehia perfektuaren sistemapean ez luketeen kezkarik ekarri behar, izan ere beste finantziazio bideen koexistentziak, enpresen, eta batez ere proiektu berriek hauen bideragarritasunaren eta erakargarritasunaren arabera, finantziazioa eskuratzeko ateak ez lituzke guztiz itxiko.

Errealitatea tamalez, ez da hau, Espainiar ereduak finantziazio bankarioarekiko izan duen menpekotasuna dela eta proiektu berriak finantziazioa asko zaildu du. Hala ere zailtzea ezinezkoa ez duenez esan nahi, badira azken urteotan, krisiaren poderioz, indarra hartzen ari diren (nahiz eta gutxi izan) finantziazio bide berriak.

Bide alternatibo guzti hauen artean aurkitzen dugu GAL honen objektu diren Arrisku Kapital bidezko finantziazioa. Zeina tradizionalki proiektu berritzaileen finantziazio eta ezagutza iturri gisa izan den, proiektu hauek bide konbentzionalentzako arriskutsuegiak direlako eta honen truke, proiektuaren garapena zailtzen dituzten baldintzetan eskeini dezaketelako soilik finantziazioa eta ez ezagutzarik.

Lanaren antolaketari dagokionez, lanean aspektu hauek jorratu dira: Arrisku Kapital inbertsioaren kontzeptua eta ezaugarriak legalki ekonomikoki zein historikoki, entitateen tipologia eta legedi aplikagarria, alderdi erregulatzaila eta amaitzeko sektorearen erronkak eta balorazio bat egin dugu. Gradu Amaierako Lanak jorratu nahi dituen helburuak ondorengo lerroetan lana hauetara nola egokitu diren azalduko dugu.

1.Iturriak ezagutu eta erabiltzen ditu, baita hauen interpretazioa ere: Hasiera moduan esan behar dugu, Arrisku Kapital Entitateek erregulazio aldetik zuzenbidearen adar ezberdinak besarkatzen dituela (Sozietate Zuzenbidea, Merkatu Finantziarioen Zuzenbidea, Zuzenbide Erregulatzaila, Europar Batasuneko Zuzenbidea etab). Erregulazio aldetik , aipatu arrisku kapital entitateen erregimen juridikoa bai sustantiboki zein zerga aldetik 2014. urte amaieran aldatu direla, hauxen izanik lanaren izaera teorikoa bultzatu duen arrazoietakoa bat. Hauetako legeetako bat dugu 22/2014 zeinaren bidez Arrisku Kapital Entitateen eta Inbertsio Kolektibo Itxiko entitateen erregimen juridikoa arautzen den 2011/61/UE Zuzentarauaren transposizioa gauzatu.

Zentzu honetan legeek ezarritako eraentzaren inguruan barnebilduriko informazioa osatzeko, Abokatu bulego ezberdinek eginiko nota monografikoak, doktrina eta

abokatu ezberdinen iritziaz baliatu gara ahalik eta informaziorik osatuena eskeintzeko helburuarekin.

2.Kontzeptuak ezagutu eta erabiltzen ditu: Gaiak duen jatorri anglosaxoia dela eta, anglizismoez josirik aurkitzen den alor bat jorratu da. Bestetik, lanean sektoreari dagozkion beste hainbat teknizismo eta kontzeptu jorratu dira, hauen artean garrantzitsuena bai legedi komunitarioak eta Espainiarrak inbertsio entitateekiko osatzen duten tipologia guztien azalpena da, Inbertsio Funtz Alternatiboetatik AKE-ETEetaraino, bertan jasotzen diren berezitasunak jorratuz. Hein berean inbertsio eraentzari dagokionez derrigorrezko inbertsio koefizientea eta xedapen askeko koefizientea bezalako kontzeptuak azaltzen dira. Lanean Laburduren atal bat jaso da, lanaren kontzeptu eta laburdurak azalduz.

3.Abstrakziorako gaitasuna du, hipotesiak eta orokortzeak egiten ditu: Gaitasun honi dagokionez, Sektorearen garrantzia eta funtzio ekonomikoa, Arrisku Kapitalak etorkizunean eta Balorazioa puntuetan jorratzen dira, izan ere hau da hausnarketa gehien jasotzen dituen puntua. Nahiko izango ez balitz GAL honen defentsan gaiak eskaini dezaketen heinean alor hau jorratzen saiatuko gara.

4.Ebazpen-aukerak eratu eta proposamenak arrazoitzen ditu: Epigrafe bakoitzaren amaieran ondorio gisa jorratuak ideien inguruko ebazpenak jasotzen dira hauek ahalik eta modu egokienean arrazoituz baita dagokion zorrotasun akademikoari jarraiki.

II.Kontzeptua, ezaugarriak, eta operazio motak

1.Kontzeptua eta ezaugarriak: Arrisku kapitalizat kontsideratzen da finantziarioa lortzeko zailtasunak dituzten enpresei denboran mugatuak diren epe luze zein ertainerako baliabide ematean datzan jarduera finantzieroa¹. Oinarri positiboa 2014ko azaroak 7ko Legea bere 9.1². artikuluan topatzen dugu zeinaren arabera, Arrisku kapital entitateak, entitate finantzieroak dira non beraien objektu nagusia, finantzieroak edo higiezinak ez diren, balioen merkatu primarioan edo EBko edo ELGAko beste edozein merkatu erregulatuan kotizatzen ez duten enpresen partizipazioak epe

¹Cortes, L.J., "Inversión Colectiva, Titulización de activos financieros. Capital Riesgo", Curso de Derecho Mercantil II, R.URIA eta A. Menendez.ek koordinatua, Thompson Civitas, Cizur Menor (Navarra), 2007. 474.orr "una actividad financiera consistente en proporcionar recursos a medio y largo plazo, pero sin vocación de permanencia ilimitada, a empresas que tienen dificultad para acceder a otras fuentes de financiación, como el mercado de valores o el crédito bancario"

² El objeto principal de las ECR consiste en la toma de participaciones temporales en el capital de empresas de naturaleza no inmobiliaria ni financiera que, en el momento de la toma de participación, no coticen en el primer mercado de bolsas de valores o en cualquier otro mercado regulado equivalente de la Unión Europea o del resto de países miembros de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos.

mugatuan eskuratzea den.³Kontzeptu legaletik azpimarratu ditzakegun ezaugarriak hauek dira:⁴

•*Enpresei baliabideak epe luze zein ertainera eskeintzein dizkie*⁵: Arrisku-Kapital enpresek egiten dituzten inbertsioen kasuistikari jarraiki inbertsioaren epea 3 – 7 urte bitartean dago⁶. Ondoren desinbertsioaren bidez inbertsio hauetatik irabaziak eskuratuz. Inbertsioen iraupen mugatua betidanik izan da betekizun⁷. Legeak epeei erreferentziarik ez egitean eta inbertsio politikan nahi dituzten epeak jartzea ahalbidetzean, arrisku kapital entitateak aske dira beraien inbertsioen epeak finkatzeko. Legegilearen iritzia jakiteko Sozietateen gaineko zergak inbertsioei ezartzen dizkien salbuespenak irizpide legal egokia izan litezke⁸,(22/2014 legearen 12.e)⁹ art)

•*Finantziarioak eta izaeraz higiezinak ez diren enpresak*¹⁰:Hau inbertsio debeku bat da. Inbertitu litezken enpresei dagokienez, hauek hasiera batean (1/1986 legeko 12.1 art)¹¹ lehen enpresa teknologikoak izan behar zuten, orain legegileak ez du adierazten zein enpresetan inbertitu liteken, soilik legea aplikagarria egiteko betekizun batzuk adierazten ditu. Honela legeak kudeatzaileei uzten die erabakitzen zer den arrisku kapitala¹² beste AKE batzuetan inbertitzea posible izanik¹³.

Puntu honek garrantzi berezia eskuratzen du 2008ko finantza krisiarengatik, zentzu honetan, Arrisku Kapitalak inbertsio produktiboa zuzenean sustatzen duen tresna izatea nahi da lortu¹⁴. Higieziinei dagokienez, Arrisku kapitalaren objektutzat ulertuko da

³ Urtarrilaren 5eko 1/1999 legearen Zio adierazpenak formulaturiko definizioa "*El Capital-Riesgo es una actividad financiera consistente en proporcionar recursos a medio y largo plazo, pero sin vocación de permanencia ilimitada, a empresas que presentan dificultades para acceder a otras fuentes de financiación. La presente Ley viene a establecer un marco jurídico estable y completo a las entidades de capital-riesgo españolas* " ,

⁴ Serrano Acitores (2012) *El sistema contractual de las adquisiciones apalancadas de empresas por operadores de capital riesgo* Madrid 47. orria eta *Fundación Inverco (2007) Regimen juridico de las IIC en la actualidad "Medio Siglo de inversión colectiva en España"* Madrid <http://www.inverco.es/archivosdb/medio-siglo-de-inversion-colectiva-en-espaa.pdf> 224.orr.

⁵ F.J. López Lubián, "*Algunas claves sobre capital privado (<<private equity>>)*", Revista Española de Capital Riesgo, número 1, 2007, 88. orria eta TORTUERO, J., "*Las entidades de capital riesgo, sus operaciones típicas y la prohibición de asistencia financiera*", Revista Española de Capital Riesgo, 2. zbkia, 2007, 3. orr eta hurr.

⁶ José María Álvarez Arjona eta I. Erlaiz Cotelo, (2006) *Capital Riesgo (Private Equity). Aspectos regulatorios, mercantiles, financieros, fiscales y laborales*, Ed. Thomson Aranzadi.

⁷ J. Iglesias Prada(1990) *Nuevas Entidades Figuras Contractuales Y Garantías En El Mercado Financiero*, Madrid, 1990 84-404-6290-5

⁸ A. Madrid Parra (2014) "*El capital-riesgo y la catalogación de la inversión colectiva conforme a la Ley 22/2014*" *Revista Derecho del Mercado de Valores*, Nº 15, Sección Estudios, Segundo semestre de 2014, Ed. LA LEY 9. orria

⁹ *Se entenderá por política de inversiones el conjunto de decisiones coordinadas orientadas al cumplimiento de su objeto sobre los siguientes aspectos: e) Criterios temporales máximos y mínimos de mantenimiento de las inversiones y fórmulas de desinversión. .*

¹⁰ J. Tortuero (2007),. *Op. Cit* , 3. orr eta hurr.

¹¹ F.J. Bauzá Moré (1994) *.Las Sociedades de Capital-Riesgo*". Derecho del Mercado Financiero. Tomo I Entidades del Mercado Financiero Primera Edición. 646. orr

¹² A. Madrid Parra (2014) "*Op. Cit* 9. orria

¹³ 9.c) *La inversión en otras ECR conforme a lo previsto en esta Ley.*

¹⁴ A. Madrid Parra (2014) "*Op. Cit* 8. orria

Enpresek jaulkiriko balioetan eginiko inbertsioak, enpresa hauen aktiboa %50 baino gehiago higiezinengatik osaturik badago, beti ere higiezinen balio kontable osoaren %85a jarduera ekonomiko bati loturik daudenean etengabe balio hauek Enpresa inbertsiogileak balio hauek dituen unean.(9.2 a) art¹⁵). Legeak aurreko legeen enpresa adiera berdina erabiltzen du eta ez sozietate nahiz eta hau batzuetan aipatu (10 eta 12 art adibidez). Baina doktrinaren gehiengoak interpretatzen duen bezala, praktikan arrisku kapitaletan enpresa sozialari bideratzea du helburu legegileak¹⁶.

•*Partaidetzen eskuratze unean, merkatu primarioetan edo beste edozein merkatu erregulatuetan ez kotizatzea*: Azkenik inbertsioen objektu diren enpresek ezin izango dute burtsan edo beste denadelako merkatu erregulatuan kotizatu. Arau orokor hau 9.2 b) artikuluaengatik distortsionatua izan da Arrisku kapitaletako entitateek beraien objektu nagusia merkatuetan parte hartzen duten enpresen partizipazioetara ere hedatzean, beti ere enpresaren partizipazioak harpidetzetik 12 hilabeteetan kotizatzeari uzten badiote. Hau doktrinarengatik oso kritikatu izan da¹⁷. Ulertzen da eta kotizatzen duten enpresak finantziatzeko arazorik ez dutela.

Zentzu honetan merkatu sekundarioak ez dira nahikoa garatu, horrenbestez desinbertsioak emateko merkatu antolatuetara joan behar izan da¹⁸. Inbertsioa desinbertsioa deritzaion irteera mekanismoaren bidez amaitzen da, arrisku kapital entitatearen diru-sarrerak inbertsio epea igaro ondoren materializatzeko. Modalitate ezberdinak daude, salmenta hirugarren, entitate finantziario edota zuzendari bati, birkapitalizazioa birapalankamentu bidez edo berriz ere erostea.¹⁹ Legeak honen bidez partizipazio unean burtsan ez kotizatzek, desinbertsioa burtsa bidez egitea ahalbidetzen du.

•*Partaidetzaren izaera minoritarioa*: Hau arrisku-kapital kontzeptu klasikoarekin loturiko ezaugarri bat da. Honek enpresa beraren gutxieneko kontrol bat egikaritzea ahalbidetzen du, inbertsioetik espero duen plusbalia sortzeko²⁰. Honela, *Venture-*

¹⁵ *La inversión en valores emitidos por empresas cuyo activo esté constituido en más de un 50 por ciento por inmuebles, siempre que al menos los inmuebles que representen el 85 por ciento del valor contable total de los inmuebles de la entidad participada estén afectos, ininterrumpidamente durante el tiempo de tenencia de los valores, al desarrollo de una actividad económica en los términos previstos en la Ley 35/2006, de 28 de noviembre, del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas y de modificación parcial de las leyes de los Impuestos sobre Sociedades, sobre la Renta de no Residentes y sobre el Patrimonio.*

¹⁶ A.Madrid Parra (2014) 'Op.Cit 8.orria

¹⁷ Adib. M.García Mandaloniz (2006) "Un billete de ida y otro de vuelta para el capital riesgo. Un viaje a partir de la nueva Ley española reguladora de las entidades de capital riesgo y sus entidades gestoras." Revista de Derecho Bancario y Bursatil, enero marzo 2006, n101, año XXV pp 117-149.

¹⁸ A.Madrid Parra (2014) 'Op.Cit 10. orria

¹⁹ J. Ybáñez Rubio, M. López-Brea Prous, J. I. González de Eugenio y M. D. Malpica Cirujano (2007) *Regimen jurídico de las IIC en la actualidad "Medio Siglo de inversión colectiva en España"* Madrid 224.orr.

²⁰ J.Iglesias Prada(1990) *Op.Cit En todo caso, no es difícil advertir como el socio de capital riesgo, no obstante el carácter minoritario de su participación, se ve impulsado a mantener un cierto control sobre la marcha de la empresa y una intervención relevante en la toma de decisiones en el seno de la sociedad participada, para colaborar en la generación de la plusvalía que le asegurara el rendimiento esperado de la inversión, e incluso para velar por la obtención de la misma. Porque, como se ha*

Capitalist delakoaren ezaugarrietako bat ez da enpresaren arriskua elkarbanatzen duela soilik baizik eta honetaz gain enpresaren inbertsiogile aktibo izaera eskuratzen duela.

Puntu honi dagokionez, 22/2014 legeak inbertsioaren irizpide kuantitatiboak Arrisku-kapital sozietatearen politikaren zati egiten ditu, askatasun guztia eskeiniz inbertsioak egiteko. (22/2014 Legeko 12. d)²¹ art). Hau kritikatu izan da²² hain zuzen ere LBOak egitea ahalbidetzen dielako Arrisku Kapital Entitateei enpresak bere osotasunean eskuratuz.

• *Jarduera osagarriak (10.1 eta 2 art²³):* Osagarri gisa partaidetzazko maileguak²⁴

eskeini, baita beste finantziario modu batzuk, beti ere hauek inbertsiorako derrigorrezko koefizientearen²⁵ barne dauden bitartean. Azken erreforma legegileek Arrisku Kapital entitateei Aholkularitza funtzioa²⁶ ahalbidetu die beraien inbertsioen objektu izan litezken enpresen alde, hau da ez daude beharturik enpresa baten partaidetzak izatera honi aholkuak emateko.

Kontzeptu legal honek badu bere adiera ekonomikoa zein historikoa, tradizioak urteen poderioz finkatu duena. Honela <<Arrisku Kapital>> adierak zentzu anglosaxoiean <<Venture Capital>> nahi du esan ohikoa den inbertsio modalitateetik ezberdintzen dena honek inbertsio arrunt batek baino arrisku maila handiago bat asumitzea dakarrelako²⁷.

Doktrinaren gehiengoaren ustetean²⁸ itzulpen hau okerra da "Arrisku" adieraren aspektu negatiboa jasotzen duelako eta honetan ez du negoziaren arriskuak elkarbanatzearen eta bere bertute finantziario eta sozioekonomikoen alderdi positiboa biltzen. Hein berean, zentzu hertsian, *Venture Capital* terminoak proiektu berrien finantziariorako operazioei soilik egiten die erreferentzia. Hala ere arrisku kapitalak zentzu zabalean, ez ditu operazio hauek soilik barnebiltzen, baizik eta LBO bezala

afirmado con razón, el <<Venture-Capitalist>> no se caracteriza solo por la voluntad de compartir el riesgo de empresa sino también por el hecho de ser un inversor activo al contrario de los intermediarios tradicionales.

²¹ Se entenderá por política de inversiones el conjunto de decisiones coordinadas orientadas al cumplimiento de su objeto sobre los siguientes aspectos: d) Porcentajes generales de participación máximos y mínimos que se pretendan ostentar.

²² M.García Mandaloniz (2006). *Op.cit.*

²³ 1. Para el desarrollo de su objeto social principal, las ECR podrán conceder préstamos participativos, así como otras formas de financiación, en este último caso, y sin perjuicio de lo previsto para las ECR Pyme, únicamente para sociedades participadas que formen parte del coeficiente obligatorio de inversión.

²⁴ <http://www.expansion.com/diccionario-economico/prestamo-participativo.html>

²⁵ <http://www.economia48.com/spa/d/coeficiente-de-inversion/coeficiente-de-inversion.htm>

²⁶ Asimismo, podrán realizar actividades de asesoramiento dirigidas a las empresas que constituyan el objeto principal de inversión de las ECR según el artículo anterior, estén o no participadas por las propias ECR. En el caso de los FCR, las actividades anteriores serán realizadas por las sociedades gestoras. En el caso de las SCR, podrán ser realizadas por ellas mismas o bien, en su caso, por sus sociedades gestoras eta J.Tortuero (2007), *Op. Cit.*, 3.orr eta hurr.

²⁷ A.Madrid Parra (2014) "*Op.cit*" 6.orría

²⁸ A.Serrano Acitores (2012) *Op.Cit* 47-48. orriak.

ezagutzen diren salerosketak ere bere modalitate guztiekin.

²⁹Arrisku Kapitalak zentzu zabalean, jarduera antolatugabe gisa, giza merkataritza jarduera bezain zaharra kontsideratu litezke. Honela harrigarria iruditu arren lehen arrisku kapital operazioa Espainian eman zela esaten da, Errege katolikoek Kristobal Kolonen bidaiara finantziatzean³⁰. Hala ere bere zentzurik hertsienean 1946. urtean kokatzen da lehen arrisku kapital sozietatea izango den AEBetan American Research Corporation and Development Corporation (ARD) sorrerarekin objektu gisa sektore industrialeko enpresa berrien finantziazioa izanik. Ikuspuntu juridiko batetik garrantzia handia dauka Small Business Investment Companies Act amerikarrak 1958. urtean³¹. Lege honek Small business investment companies direlakoak arautzen ditu Small Business Investment Administration delakoaren menpe egonik³².

Arrisku kapital jarduera AEBen nagusitasunarekin hedatuz joango da mundu guztian zehar. Europan gehien hedaturiko eremua Erresuma Batua da honen atzetik Frantzia Alemania, Italia, Belgika eta Espainia aurkituz. Europan ETEek beraien jarduera teknologia modernoenen erabileraren bidez egiteko finantziazioa esleitzean oinarritu da³³.

Esentzian nahiz eta adiera asko egon, Arrisku kapitala jarduera finantziario gisa kontsideratzen da, zeinaren bidez inbertsiogileak balbiabideak eskeintzen dizkion potentzial handiko ETE bati, ohikoa dena baino arrisku handiago bat asumituz, baino partaidetzen salmentarekin etekin handiago bat eskuratuko duelakoaren itxaropenarekin³⁴.

*2. Operazio motak*³⁵: Arrisku Kapital industria bere zentzu zabalenean ulerturik, alde batetik *Venture-Capital operazioak* ditugu. Hauek proiektu berrien finantziatorako operazio bezala aurkezten dira, hazteko perspektiba handiak dituzten sektoreetako proiektuak izaten ohi dira (kapital beharra izaten dituztenak etab). Finantziazio pauso hauek ezberdintzen dira:

• *Seed Capital*³⁶: Hau Seed-financing bezala ere ezagutzen da, negozioaren ikerketa, ahokularitza eta hasierako garapenerako finantziazioa eskeintzen da. ³⁷Honek ideia

²⁹ A. Madrid Parra (2014) "Op. cit 6. orria

³⁰ A. Serrano Acitores (2012) Op. Cit 47. orria.

³¹ A. Serrano Acitores (2012) Op. Cit 52. orria.

³² F. Alcalá Olid (1995), *El capital riesgo en España: Análisis del procedimiento de actuación*, Madrid, , 96. eta 134-135. orrialdeak

³³ A. Madrid Parra (2014) "Op. cit 7. orria

³⁴ A. Madrid Parra (2014) "Op. cit 6. orria

³⁵ A. Serrano Acitores (2012) Op. Cit 49. orria.

³⁶ J. Haro Perez (1992) *Consideraciones en torno al capital riesgo en EEUU y Francia* 165. orria

³⁷ J. Haro Perez (1992) *op. Cit.* 166. orria

berri bat garatu edo prototipo bat martxan jarriko duen asmatzaile edo enpresari bat finantziazten du. Operazio mota hauen adibide gisa Seed Gipuzkoa eta Fitalent funtsek IRISBOND enpresa finantziatu izanaren kasua dugu. Enpresa Donostiar hau begien bidez maneiatu litekeen teknologia garatzera dedikatzen da, kasu honetan, finantziazioaren helburua konpainiaren negozio plana garatzea da³⁸.

•*Start-up financing*: Antolatzen ari den enpresa bat finantziazten da (Urtebete inguru martxan doana), produktua garatzeko eta merkaturatu baino lehenagoko marketing-a indartzeko³⁹ adib). Adibidea Boletus enpresak Euskadin sorturiko Boletus aplikazioa dugu, zeinaren bidez saltzaile ohikoek eta txikiek aplikazio honen bidez beraien produktuak ezagutarazi eta saldu ditzakete. Aplikazio hau Espainia guztian zehar merkaturatzeko Boletusek finantziazioa eskuratu du hainbat funtsei esker⁴⁰

•*First-Stage financing*: Enpresak ez ditu mozkinak izan eta horrenbestez, produktuaren garapena amaitzean ematen den finantziazioa da bere prestatze eta salmentarako. Enpresak hasieran entregatu zaion kapitala agortu du (Prototipoaren garapena) eta une honetan bere merkatal jarduera garatzeko kapitala behar du (Hainbat produktuen ekoizpena).

Adibide garrantzitsu bat Wattio enpresaren kasua dugu, domotikara bideraturiko enpresa donostiar honek 2014ko Abenduan 1,25 milioi euroko finantziazio txanda bat jaso zuen etxeetan segurtasuna indartzeko bere bigarrenengo produktua finantziazteko⁴¹. Alderdi finantziariotik at, operaziotik ongien baloratzen den alderdia, inbertsiogileek egingo duten jakintza ekarpena da.

•*Hedapen Kapitala*: Enpresaren funts propioen bidez finantziazten da, bere hedapenean laguntzeko, bere ekoizpen gaitasuna, merkaturatua edo produktuaren garapena edo maniobra funtsa handitzeko helburuarekin. Hemen hiru aro ezberdinak ditzakegu⁴²

◦ *Bigarren aroko finantziazioa (Second-stage financing)*: Garapen pauso honetan, enpresak ekoiztu eta saldu egiten du, oraindik ez du mozkinik, baino kreditu kontu eta izakin kopuru handiak ditu. Operazio funtsa nahiko bat izan beharko du bere ustiapen zikloa finantziazteko.

◦ *Hirugarren aroko finantziazioa (Third-stage financing)*: Enpresaren jarduerak mozkinak izaten hasten da. Hala ere funtsa gehiago behar ditu, hauek salmenta maila, marketinga, operazioen funtsa edo produktu berria hobetzeko erabiliko dira. Mota

³⁸IRISBOND "*Irisbond amplía su capital con la entrada de fitalent y Seed Gipuzkoa*"
http://www.irisbond.com/gestor/recursos/archivos/nota_de_prensa_ampliacion_capital_irisbond.pdf

³⁹ Jose Haro Perez (1992) *Op. Cit* 166 orria

⁴⁰ EUSKADINNOVA "*Boletus Network avanza hacia la expansión nacional*"
<http://www.euskadinnova.net/es/enpresa-digitala/noticias/boletus-network-avanza-hacia-expansion-nacional/12083.aspx>

⁴¹ EUSKADINNOVA "*Wattio recibe una ronda de inversión de 1,25 millones de euros*"
<http://www.euskadinnova.net/es/enpresa-digitala/noticias/wattio-recibe-ronda-inversion-125-millones-euros/12465.aspx>

⁴² J. Haro Perez (1992) *Op. Cit* 167. orria

honen barnean CIVETA investment funtsak LeyRespuestas start-up legalean eginiko 50 mila euroko inbertsioa dugu. Diru honen bidez enpresak bere marketing jardueren frogak, eta interneten bere irudian inbertitu ahal izango du.⁴³

◦ *Laugarren aroko finantziazioa (Fourth-stage financing, Mezzanine financing)*: Bide honetan burtsan kotizatzen hasita finantziazioa kontsolidaziora zuzendurik egongo da. Enpresak finantziazio iturri ohikoetara edo aldiberean arrisku-kapital finantziatioak tartekatu ditzake.

• *Bridge Financing*: Finantziatio hau OPS⁴⁴ edo OPV⁴⁵ bat aurrera eraman behar duten sozietateen esku uzten da normalean. Hala ere honek esan nahi duena da, empresa batek finantziatio bideak irekitzeko aurretiaz eskatzen duen finantziatioa da⁴⁶. Adibide garrantzitsu bat Iberiaren kasua da zeina zor merkatuetara jo zuen etorkizunean epe luzeko beste finantziatio bide batzuk konbinatzeko⁴⁷. Beste adibide bat PRISA⁴⁸ taldea dugu, zeinak HSBC eta beste entitateekin zubi-kreditu bat adostu duen SOGECABLE ren OPA finantziatzeko. Hemen ikus dezakegunez, Private Equity operazio baten ezaugarriak biltzen dituen operazio baten aurrean egon gintezke, zeina burtsan kotizatzen duen enpresa baten eskurapena finantziatzen den hirugarrenen funtsen bidez.

• *Erreskate/Birbideratze*: Zailtasunak dituzten sozietateak berregiteko finantziatio bidea. Adibide gisa Espainian eta Estatu Batuetan topatzen ditugun errealitate asimetrikoak ak aipatu behar ditugu. Lehenean El Pais aldizkariaren menpe dagoen PRISA taldeak bere jarduerari aurre egiteko atalak saldu eta inbertsio funts "Putreen" laguntza behar izan duen. Bitartean Washington Post Amerikarraren zuzendari berriak 190 milioi dolarrengatik erosi ondoren aldizkaria berpiztu duen⁴⁹.

• *Ordezkatze kapitala*: Zorra birfinantziatzea bilatzen duena. Adibiderik nabarmenena KKRk Uralita 320 milioi euroekin finantziatu izana da, bere zorrak ordaintzeko eta enpresaren planekin jarraitzeko etorkizunean⁵⁰.

Bestetik, *Private Equity operazioak* aipatu beharrekoak dira. Hauen artean nahiz eta operazio gehiago egon LBO (Leveraged Buy Out) bezala ezagutzen direnak dira

⁴³ WebCapitalRiesgo "Civeta Investment invierte 50000€ en LeyRespuestas"

https://www.webcapitalriesgo.com/dos.php?activo=M1&pagina_noticias=noticias/abr-jun-2014/070514_6_7833.htm

⁴⁴ OPS (Oferta Pública de Suscripción): Operazio honen bidez Merkatu finantziarioetan kotizatzen duen enpresa batek akzio gehiago jaulkitzen ditu hauek salmentan jarri baino lehen sozietatearen bazkideek eskuratzeko lehentasuna izango dutena.

⁴⁵ OPV (Oferta Pública de Venta): Sozietatearen akzioen gehiengoak dituzten bazkideek hauek saldu nahi dituztenean ematen den operazioa da.

⁴⁶ Recari Glosario <http://www.recari.es/detalleGlosario.php?sec=1&id=18>

⁴⁷ El País "Iberia vuelve al mercado de bonos 11 años después "

http://economia.elpais.com/economia/2015/05/21/actualidad/1432231595_412305.html?rel=rosEP

⁴⁸ EuropaPress Prisa suscribe prórroga por un mes de su crédito puente para financiar la OPA sobre Sogecable <http://www.europapress.es/economia/noticia-prisa-suscribe-prorroga-mes-credito-puente-financiar-opa-sogecable-20080620170523.html>

⁴⁹ VozPopuli "Los capitalistas rescatan a la prensa en Estados Unidos, mientras en España le observan ahogarse " <http://vozpopuli.com/economia-y-finanzas/55965-los-capitalistas-rescatan-a-la-prensa-en-estados-unidos-mientras-en-espana-le-observan-ahogarse>

⁵⁰ Cinco Días "KKR y Uralita, el capital riesgo sustituye a la banca"

http://cincodias.com/cincodias/2013/04/29/empresas/1367215036_411200.html

ohikoenak. Hau erosle batek sozietate bat eskuratzea edo honen zati handiena eskuratzean datza, operazio honen finantziaketaren zatirik handiena zorraren erabilera bidez eginez da, zor hau erosi den sozietatearen ondarezko baliabide eta kutxa fluxuen bidez amortizatzeko itzaropenarekin. LBOak enpresen salerosketan barnebiltzen dira, hala ere asko eztabaidatu da erosketa honen izaera merkantila edo zibila den⁵¹. Hauek izanik puntu nabarmenenak⁵²:

1. Eskuraturiko enpresan inbertitzea ez da arriskutsua, hau heldze fasean eta mozkin erakargarriak dituelako. Honek operazioa enpresaren funts propioetatik ordaintzea dakar.

2. Operazioa berriz ere errepikatuko balitz secondary edo tertiary buy-out deituko zaie, eskuratzaillearen arabera operazioak izen ezberdina jasoz: a) MBO (Management Buy-Out), direktiboak direnean, b) MBI (Management Buy-In) eskuratzailleak enpresan ez badute lanik egiten eta c) BIMBO (Buy-In Management Buy-Out) enpresa bertakoak eta kanpokoak direnean.

3. *Entitate Tipologia*: Entitate mota guztien sailkapenaren abiapuntua 2009ko Uztailaren 13an 2009/65/UE Zuzentaraua argitaratzean dugu (UCITS bezala ezagutua). Honen bidez Balio Higiagarrien Inbertsio Kolektiboko Entitateen araudia ematean, hauek adierazgarri nagusi bezala dute beraien inbertsioak egiteko kapitala inbertsiogile minoristengatik eskuratzen dutela.

Hau honela, aipatzekoa da 694/2014 Erregelamenduko 12. artikulua dioena, Inbertsio Kolektibo Irekiko Funtsak edozein partaideren borondatez, likidazio fasea baino lehenago, haren partaidetzak birrerosiak edo birpoltsatuak izan litezke funtsaren aktiboen bidez⁵³. Beren legedi estatala 35/2003 legean aurkitzen da Inbertsio Kolektiboko Instituzioei buruzkoa.

Nahiz eta inbertsio instituzio hauek arautu, beste ibilgailu batzuk (Arrisku Kapital Entitateak, Hedge Fund, Higiezin funtsak, Comodity Fund, Infraestructure Fund etab) araudi armonizaturik gabe aritzen ziren Europar Batasunetik, hauei legedi estatal ezberdinak aplikatuz⁵⁴. Gauzak honela 2011ko Ekainaren 8an beste Zuzentaru bat argitaratu zen, 2011/61/UE, Funts Alternatiboen Kudeatzaileei buruzkoa.

⁵¹ A.Serrano Acitores (2012) *Op. Cit* 170.orria.

⁵² D. A.Mazaira Font A.Guilanya Mercade (2005) *Un repaso a la historia del Capital Riesgo y una mirada hacia su futuro a partir de su funcionamiento y agentes protagonistas*. 3.orria

⁵³ A.Madrid Parra (2014) *Op.cit* 5.orria

⁵⁴ M.de la Morena y P.Gurrea(2014) *Nuevo régimen jurídico de las entidades de capital riesgo y la nueva figura de las entidades de inversión colectiva de tipo cerrado*. Revista de Derecho del Mercado de Valores, n15º, Sección Mercados y Praxis Negocial, Segundo semestre de 2014, Editorial LA LEY 1.orria

Zentzu honetan, zuzentzarauak gutxieneko erantza juridiko bat eratzen du funts hauek kudeatzen dituzten kudeatzaileei, Funts Alternatibo bezala ezagutzen dituen edo bestela 85/611/CE Zuzentzarauaren arabera baimen administratiboa eskatu behar ez dutenak⁵⁵. Hauen berezitasuna da merkataritzazko jarduera batetik, inbertsiogile instituzionaletatik eskuratzen dutela inbertsioak egiteko kapitala eta beraien partaidetzak ezingo dituztela birpoltsatu funtsa likidatu edo desegin arte.⁵⁶

Zuzentzari honen trasposaketa moduan agertzen da 22/2014 Legea zeinaren bidez Arrisku Kapital Entitateen eta Inbertsio Kolektibo Itxiko Entitateen erregimen juridikoa arautzen duten. Bi hauek elkarbatzen dituzten puntuak dira alde batetik desinbertsioak modu berean bazkide guztientzako eragin berdina eta hauengatik jasotakoa eginiko inbertsioaren arabera⁵⁷.

Ezberdintasuna teknika legegile arloan kokatzen da⁵⁸, izan ere legeari erreparatzen badiogu, AKEak inbertsio kolektibo itxiko entitateak dira (3.1 art), hauxen da beraien izaera juridiko zein ekonomikoa. Hala eta guztiz ere 22/2014 Legeak, aldi berean Inbertsio Kolektibo Itxiko Entitateetatik kanporatzen ditu (4.4 art) legearen barnean beraien autonomia juridikoa nabarmentzeko eta legeak Inbertsio Kolektibo Itxiko entitateei erreferentzia egitean ez diela Arrisku Kapital entitateei erreferentzia egiten. Hauxen da orduan, egitura

- Inbertsio Kolektiboko Instituzio Irekiak (UCITS Zuzentzarauak eta 35/2003 Legeak arauturikoak). Hauek kapitala inbertsiogile minoristengatik eta norbanakoengatik eskuratzen dute.

- Inbertsio Kolektibo Itxiko Entitateak (AIFMD Zuzentzarauak eta 22/2014 Legeak arauturikoak) Hauen barnean Arrisku Kapital Entitateak eta kapitala inbertsiogile instituzionaletatik eskuratzen dutenak, hauek partaidetzak funtsaren amaierararte ezingo dituztenak birpoltsatu. Hauen barnean aurkitzen dira lan honetan azalduko ditugun Arrisku Kapital Funts, Sozietate eta hauen Sozietate Kudeatzaileak.

Ondorio moduan inbertsiogile profesional baten existentziagatik ezberdintzen den inbertsio modalitate baten aurrean gaude⁵⁹, baliabide ekonomikoak gehitzeaz gain ezagutza eta harremanak eman ditzaken hazteko potentzialak diren enpresetan inbertituz partaidetza sozietarioen erosketaren bidez, epe luze edo ertainean etekinak eskuratzeko helburuarekin. ⁶⁰Finantziario instrumentu honen bidez ehun enpresarialaren eraketa eta mantenuaz gain enpresari kapitalistak eginiko inbertsioetik

⁵⁵ R.Pala Laguna(2014) " *Op.cit*" 1.orria

⁵⁶ A.Madrid Parra (2014)'*Op.cit*' 1. eta 5.orriak

⁵⁷ M.de la Morena y P.Gurrea *Op. Cit* 1.orria eta A.Madrid Parra '*Op.cit*' 10. orria

⁵⁸ A.Madrid Parra (2014)*Op.cit* 11.orria

⁵⁹ A.Serrano Acitores (2012) *Op. Cit* 47.orria. Madrid

⁶⁰ R.Lara Gonzalez *Aspectos societarios de las entidades de capital riesgo(2000)* 2.orr

etekinak eskuratzeko helburua du behin hau heltzen denean. Hau da inbertsio produktiboa bideratzeko beste bide bat da.

III. Arrisku kapital entitateak Espainian⁶¹

1. *Hasiera*: Arrisku kapitalek, gaur egun ezagutzen ditugun bezala Espainian bere hasiera 1972. urtean dute⁶², urte horretatik 2002. urterarte, industria Venture Capital delakora zuzendu zen⁶³, eskuratze apalankatuak 2003. urtetik aurrera sustatuz.

Venture Capital-en hasierako aro honetan (1972), lehenengo arrisku kapital sozietateek ekimen publikoan oinarriturikoak ziren 1986. urterarte. Prozesuaren aitzindaria 1972 urtean sorturiko SODIGA (Sociedad para el Desarrollo Industrial de Galicia) da, gaur egun XesGalicia SGEICCen menpe dagoena. Behin bidea hasita, Espainiako mapa guztian zehar izaera antzerakoko sozietateak sortzen joan ziren (SODIAN eta SODICAN Andaluzian eta kanariar uharteetan, SODIEX Extremaduran, SODICAMAN eta SODICAL Gaztela la mantxan eta gaztela leoin eta SODIAR Aragoian)

Adibide gisa, SODIGAREN eskutik Alvarez enpresa taldea izan zen 1976. urtean, honengain eginiko inbertsioak bere perspektiba finantziarioak hobetu zituen⁶⁴. Bestetik, SODIANek bere inbertsioak langabezia gehien zegoen lekuetara bideratuz hasi zen⁶⁵, aldiz SODICALek ETE teknologikoetara⁶⁶.

Azken finean, sozietate hauekin Espainiako garapen industriala⁶⁷ zen helburu izan ere eremu hauei erreparatzen badiugu guzti hauetan industriak ez du pisurik. Hala ere, jardueraren garapenean ezagutza eskasa, arrisku-kapitalaren sektorearen ezezagutzak, jardueraren profesionalizazio falta eta marko legal eta fiskalaren faltak eragina izan zuen, desinbertsioak egiteko zailtasuna ekarriz.

Inbertsio pribatuaren aroari erreparatzen badiogu honek hasiera Espainia Europar Erkidegoetako kide izatearen ondorio da, hemendik aurrera Arrisku-Kapital sozietateak eratuko dira Espainian, Arrisku kapital entitateen sozietate kudeatzaileen bidez.

⁶¹ A.Serrano Acitores (2012) *Op.Cit* 106.orr eta hurrengoak

⁶² A.Serrano Acitores (2012) *Op.Cit* 105.orria.

⁶³ D. A.Mazaira Font A.Guilanya Mercade (2005) *Op.Cit.* - 9. orria

⁶⁴ El Pais "*Mejoran las previsiones financieras del grupo Alvarez*"
http://elpais.com/diario/1977/05/21/economia/233013611_850215.html

⁶⁵ El Pais "*Sodian promoverá inversiones por valor de 14.000 millones*"
http://elpais.com/diario/1978/12/15/economia/282524411_850215.html

⁶⁶ El Pais "*Sodical se dedicará al desarrollo de Castilla-León*"
http://elpais.com/diario/1982/03/18/economia/385254021_850215.html

⁶⁷ A.Serrano Acitores (2012) *Op.Cit* 106.orria.

Sozietate kudeatzaileek bere jarduera 1986. urtean hasirik 1991. urte amaieran, sozietate hauek inbertsoreen %31 suposatzen zuten eta sektorearen %65^a kontrolatzen zuten. Beraien partaidetzak kudeaketa kapitalen hazkundera lagundu zuen. Denbora honetan, Arrisku-Kapitalaren batzbesteko baliabideak urtero %31 igotzen joan zen 120 milioi euroko batzbestekora iritsiz. Bestetik ere sektore publikoaren eskuhartzea ere egon zen baino hau ez zen hain garrantzitsua izan. Edozein kasutan bai inbertsore pribatu zein publikoak ASCRI delakoan (Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo) izena eman zuten.

Inbertsio publikoa hala ere eremu geografiko mugatuetan eta sortzear zeuden enpresa txikietara zuzendu zen. Ordea sektore pribatua, gehienbat jatorria atzerrian zuena bere helburua mozkinak sortzean zuen, eta horrela inbertsioak hedapenean eta baita kontsolidaturik zeuden enpresetan egin zituzten.

Denborak aurrera egin ahala 1992-1996 urte bitartean hazkundera moteldu zen nahiz eta inbertsiogile berriak barneratzen joan sektorean, 1990. urtean 201 milioi euroak igaroko dira. Arrazoi nagusiak 1987-1990 urte bitartean enpresa Espainiarrengatik ordainduriko prezio altuak, partizipazio inbertituen desinbertsiorako zailtasunak eta sektorearentzako pizgarri fiskalen falta dira.

Ondoren interneten ezteak porrot fase batean murgilduko da Espainia 1997 eta 2002 urteetan. Hau sektorea gutxinaka gutxianaka 93.urteko krisitik berreskuratzen doalarik 1996-1998 urte bitartean jardueraren gorakada bat eman zen enpresa ez kotizatuetan inbertsioen areagotzeak sustatuko du.

Venture Capitalak bere amaiera 2000. urteko Apirilean topatuko du inbertsioen norabidea enpresa handiago eta teknologiarekin zerikusi gutxiago zuten enpresetara aldatuz. Sektore teknologikoaren porrota kolpe latza izan zen sektorearentzat. Hala ere kolpe honek erreakzionatzeko gaitasuna izan zuen merkatu bat finkatzea lagundu zuen.

Araudiari dagokionez ondorio moduan esan behar dugu 1999 legedia onartu zela honek aurrera pauso nabarmentsua suposatuz. Hala ere esan bezala Europar Batasuneko beste estatu batzuetako araudiarekin alderatuz, ez zituen finantza baliabide posible guztiak entitateen esku utzi.

Ondoren Leveraged Buyout-en aroa hurbilduko da 2003-2007 urteen bitartean LBO eskurapenek protagonismoa eskuratuz joango dira. Hemendik aurrera tamaina handiko enpresen eskurapen operazioen bolumenak gorakada handiak eskuratuz joan zen,

batzuk kotizatuak, honetarako zor bolumen handiak erabili ziren. Adibiderik garrantzitsuena Panrico enpresarena da⁶⁸ zeinean 490 milioi euroko eskurapen batetik zor gehiena erakunde finantziarioen ekarpen izan zen..

Denboraren poderioz LBO eskurapenen bolumenak gora besterik ez zuen egin. Gorakada kuantitatiboki zein kualitatiboki eman zela esan genezake. Garai honen erdian 25/2005 Legea onartuko da arrisku kapital entitateen eta beraien sozietate kudeatzaile buruzkoa.eraentza guztiz distortsionatuz eta malgutuz Venture Capital eta Private Equity kontzeptuen nahasketa bat eginez.

Ondorio moduan Europako beste herri batzuen antzera Arrisku-Kapital kontzeptu ezberdin baten erabilera nabarmena da European Estatu Batuetan jatorriz jorratu zena baino, hau da ETE etara bere osotasunean bideraturik dagoen sektore batean aurkituko gara, eskusiboki enpresa teknologikoetara bideratuta egon ordez.

2.Gaur egungo egoera: 2007ko Abuztua da une nagusia, hemen emango aurreratu dugun bezala Private-Equityak bere urrezkoa aroa biziko du. Hala ere egoera gutxinaka gutxinaka inbertituz joango da, Hipoteka amerikarren krisia eta Zor subiranoaren krisiarengatik. Hau honela, sektore finantziarioak konfidantza itxura txarra emanez joango dira ondoren Burtsan "Crash" bezala ezagutzen diren gertaerak emateko. Gauzak honela 2012an Espainiak bere finantza sistema 100 mila milioi €ko finantziazio bide baten bidez kapitalizatu behar izan zuen. Aurrerakin hauekin ulertu behar dugu 2012. urtea oso txarra izan zela sektorearentzako⁶⁹.

Testuingurua hau izanik LBOen sektoreak izugarritzko beherakada eman zuen izan ere operazio hauek dakigunez gero bere %75ean zorrez finantziatzen dira. Horrenbestez funts propioez hornituriko operazioetara jo zen Arrisku kapital entitateen eskutik. Garapena 2007. urtetik oso adierazgarria da, urte honetan 6.74 mila milioi € inbertitu ziren 50 LBO operazioetan ondoren aipaturiko krisia dela eta beherakada bat emango da 2009an sektorea lur jota geratuz 978.mila milioi€ inbertituz 33 operazioetan. Hala ere 2009tik aurrera gutxinaka gutxinaka sektorea berpiztuz joango da 2011ean 2.96 mila milioi € inbertituz 42 operazioetan guztira.

Espainiako egoera hauxen izanik, esan behar dugu, nahiz eta krisiak merkatuetan eragindako kalteak larriak izan sektoreak ez duela geldiune absoluturik jasan. Kontestu honetan inbertsiogileek bi aukera dituzte a) Espainian inbertitu ala b) Beste merkatu

⁶⁸ El Periodico "Panrico una triste historia" <http://www.elperiodico.com/es/noticias/economia/panrico-una-triste-historia-2833832>

⁶⁹ El Pais "La inversión del Capital Riesgo en España se redujo un 22.5% en 2012" http://economia.elpais.com/economia/2013/01/15/actualidad/1358285846_064275.html

erakargarri batzuetara joatea.⁷⁰ *Honek barne merkatu handi baten beharra aurreikusten du, enpresetan eginiko inbertsioak desinbertitzeko, desinbertitzeko eremu egoki bat egongo balitz emaitzak seguraski ezberdinak izango zirela* ⁷¹. Desinbertsiorako zailtasunek, inbertsiogileak desinbertsioak ahalik eta modu azkarrean eta enpresa kontsolidatu baino lehen egitera behartzen dute. Likidez faltak beharturiko egoera da, honek etekin urria ekarri zuen, eta desinbertsioa orohar parte harturiko enpresaren sortzaileei egiten zitzairen, izan ere partaidetzen balorazioa egitea oso zaila baita eta honek burtsan ez duenean kotizatzen.

*3.Euskal Autonomia Erkidegoaren egoera*⁷²: Euskal Autonomia Erkidegoaren egoerari aipamen bat egite arren, EZTEN (SPRI eta Eusko Jaurlaritzagatik osatua) SEED Capital HAZIBIDE(Arabako foru aldundial eta Gasteizko udaletxeak finantziatua) eta TALDE (Bazki industrial eta finantzierioez osatua Iberdrola, Aurrezki kutxak Elkarkidetza adibidez) Taldea da Euskadiko Arrisku Kapitalaren Kudeaketa aurrera eramaten duen Sozietatea, funtsak kudeatzen dituen finantzazkoak edo higiezin arlokoak ez diren ETEen kapital sozialean parte-hartze minoritarioa eta aldi baterakoa izateko.

Sozietateak, <<Target>> moduan Euskadin kokaturiko enpresak ditu, hauek baldin eta etorkizuneko proiektu bat badute⁷³. Enpresa hauetako adibide gisa Metaposta enpresa teknologikoa dugu zeinak posta online eta kutxa elektronikoa zerbitzuak eskeintzen dituen. Operazioak anitzak dira hazteko kapitaleetatik zein aholkularitza familia enpresei MBO eta MBI operazioetara.

IV. Sektorearen garrantzia eta funtzio ekonomikoa

Puntu honen helburua izango da, arrisku kapital sektoreak sozialki duen ikuspuntua adierazi eta arrisku kapital sektoreak ekonomian izan dezakeen eragina azaltzea.

Egia da *Private equity*-a ez dela modu exhaustibo batean baloratua izan, hala ere arrakasta handiko hainbat pelikulengatik [(Wall Street (1987), Other People's Money (1991), Pretty Woman (1990), Fahrenheit 9-11 (2003) Margin Call (2011)] estereotipoak eratuz joan direla⁷⁴.

⁷⁰ Web Capital Riesgo.com <https://www.webcapitalriesgo.com/dos.php?activo=L5#>

⁷¹ Hemen gogora ekarri behar da Merkatu Alternatibo Burtsatila sortu zela ETEek kotizatu ahal izateko. Hau AKEek beraien desinbertsioak egiteko erabili dezakete.

⁷² R. Otxoa Errarte, I. Altzelai Uliondo y J.M.Velazquez (2010) *Pyme y crisis economica Respuestas normativas de la UE*.63.orr

⁷³ EUSKADINNOVA "*METAPOSTA sigue siendo una apuesta seria y de futuro*" <http://www.euskadinnova.net/es/enpresa-digitala/noticias/metaposta-sigue-siendo-apuesta-seria-futuro/10737.aspx>

⁷⁴ A.Serrano Acitores (2012) Op. cit 116.orr

Sozialki arrisku-kapital sektoreak jasotzen duen iritzi negatiboaren arrazoietakoa bat⁷⁵, bere izen propioa gaztelera itzulera da hau negozio eredu erakargarri bat izan ordez, konnotazio negatibo bat ematen dio *arrisku* hitzarekin, honek adibide komunikabideetan "Capital Riesgo" hitza entzuteak zuzenean espekulazio latzenarekin lotzea eragiten du.

Kulturalki esan behar dugu Espainia inoiz ez dela empresa ekimenagatik ezaguna izan den ekonomia bat⁷⁶, gehienbat ekonomiaren sektorerik ohikoenetara loturik egon den sistema bat izan dela (Nekazaritza, Eraikuntza, Turismoa) honela logikoa da arrisku-Kapital sektorea, ekonomiaren sektorerik berritzailenetan inbertitzen duela jakinik arrakasta askorik ez izatea. Hau kontutan izanik logikoa da sektorea zerbait arrotza bezala ikustea, gizartean kulturalki erroturik dagoen errazenera joateko kulturagatik.

Alderdi finantzieroa azpimarratu beharrekoa da, sektoreak burtsa eta merkatu finantzieroekin duen lotura estua, honek gizartearengain iritzia erakunde guztiz espekulatibotzat kontsideratuz. Helburu bakar gisa inbertituriko enpresaren akzioak saldu eta eperik laburrenean etekin gehien lortzea dela eta honek ekonomiarentzako izan ditzaken arriskuak kontuan izan gabe.

Egia da merkatu finantziarioak 2004-2007 urte bitarteko eskurapenei erreparatuz ez daudela bere une hoberenetik igarotzen ari, hemen aipatu behar ditugu bai CORTEFIEL eta TELEPIZZAren eskurapenek espero ziren emaitzak ez direla ematen ari. Honen ondorioa da operazio hauek ordaintzeko konpromezuak ordaintzeko zailtasunak egotea⁷⁷ Ondorio nagusia zorra birfinantziatzeko neurri larriak hartuz (Pertsonal murrizketak, Aktibo estrategikoen salmenta etab).⁷⁸ Bestetik Telepizzaren operazioari dagokionez, Leveraged Buy Out operazioen sortzaile kontsideratzen den Kravis Kohlberg Roberts entitate dugu, zeinak historian ezagunena den RJR Nabisco enpresaren LBOa bultzatu zuen. Iritzi orokorra aurkaratzeko, modu laburrean Arrisku-Kapital sektorearen alde eman ditzakegun baieztapenak jasoko ditugu⁷⁹;

1. Arrisku-Kapital enpresek beraien inbertsioak epe ertain eta luzerako egiten dituzte:

⁷⁵ A. Serrano Acitores (2012) Op.cit 116.orria

⁷⁶ J. Álvarez, J. Invers G. Palacín eta J. Puigdemóles *El Capital Riesgo: analisis de su industria Universidad Pompeu Fabra (Barcelona)* 33.orria

⁷⁷ <http://www.elconfidencial.com/economia/2012/02/16/telepizza-negocia-una-prorroga-de-su-deuda-con-la-banca-tras-no-poder-salir-a-bolsa-92718> eta http://www.elconfidencial.com/empresas/2014-03-27/la-crisis-hace-un-roto-a-cortefiel-que-negocia-refinanciar-la-deuda-por-cuarta-vez_107569/

⁷⁸ <http://www.eleconomistaamerica.com/mercados-cotizaciones/noticias/44374/07/06/Economia-Empresas-Cortefiel-cierra-la-venta-de-activos-inmobiliarios-por-315-millones-de-euros.html#.Kku86pMPEioIBvO> eta <http://www.eleconomista.es/mercados-cotizaciones/noticias/5659/04/06/Economia-Empresas-Carbal-y-Permira-no-descartan-la-venta-de-activos-y-negocios-de-Telepizza-si-prospera-su-OPA-.html#.Kku8JlGwYB4woGX>

⁷⁹ M. Seco Benedicto "Capital Riesgo y financiación de PYMES" Colección EOI Empresas (2008) http://api.eoi.es/api_v1_dev.php/fedora/asset/eoi:12130/componente12129.pdf 83-85 orriak

Inbertsioak 7 urterako helburuarekin egiten dira. Honek enpresari baliabide egonkorrak eskuragarri izatea ahalbidetzen dio, hazteko aukera handiak dituen enpresa izanik, orokorrean itzultzeko konpromezu gabe ezta kostu finantziero espliziturik gabe (Mailegu mota batzuetan izan ezik). Finantziazioa baliabide propio bezala eskuratuz.

2. Arrisku-Kapital enpresek inbertsioak egiten dituzten enpresen eta inbertsioen jarraipen zorrotz bat ahalbidetzen du. Bestetik, enpresei ezagutzak eta ikuspuntu berriak eskeini ditzakete, aholkulari kostuak aurreztuz. Enpresa partehartuak, bere harreman sarea handitu dezake, batez ere beste erakunde finantziero batzuekin.

Adibide moduan Microsoft-en kasua aipatu dezakegu, zeinak bere teknologia start-up berriei eskeintzen dien, hauekin batera Microsoftek beraiei aholkuak emateko⁸⁰.

3. Parteharturiko enpresak normalean merkatuan balio erantsi handi bat duten sektoreetara bideraturikoak izaten dira, horrenbestez arrisku-kapital entitateak ekonomiaren dinamizazio eta merkatuen egonkortzea eratu dezakete beraien inbertsioen bidez.

4. Finantziazio bide alternatiboa da. Enpresa Espainiarrek bankuen bidez hornituriko baliabide ekonomikoez soilik lortu izan ohi dutela finantziazioa. Hau honela izanik, bankuek ez diote proiektu berritzaileei finantziatzeari ongietorria beti emango, beti dago eta finantziazioaren atea ixteko aukera.

⁸¹Hala ere denak ez dira abantailak, honela arrisku-kapital sektoreak eskeintzen dituen arazorik handienak, kontrolaren galerarekin eta enpresan hirugarrenen interferentziarekin loturik daude, bai arrisku kapital entitatea eta finantza auditoreengatik. AKEarekin harremana erregulatzen dituzten kontratuak normalean oso konplexuak eta oso hertsiak dira. Beste alde batetik finantziazioa ez da kopuru batean soilik jasoko, baizik eta finantziazio hau helburu egiaztagarrien lorpenari loturik egongo da. Grafikoki, modu labur batean hauek dira arrisku kapital erakunde bidezko finantziazioak dituen abantailak eta desabantailak

Hau honela izanik, abantaila eta desabantailen ponderazio bat eginda aipatu bezala Arrisku kapital bidez finantziazioa eskuratzek ez du zertan derrigorrezko espekulazio eta harrapakari sozietarioekin loturik joan behar. Izan ere kontuan izan behar ditugu hainbat enpresen adibidea zeinak arrisku Kapitalen bidez beraien proiektuak sortu

⁸⁰ TicBeat "Microsoft quiere convertir los emprendedores en empresarios"
<http://www.ticbeat.com/emprendedores/microsoft-quiere-convertir-los-emprendedores-en-empresarios/>

⁸¹ M.Seco Benedicto (2008) "Capital Riesgo y financiación de PYMES" Colección EOI Empresas
http://api.eoi.es/api_v1_dev.php/fedora/asset/eoi:12130/componente12129.pdf 85.orria

garatu eta nazioarte mailan merkaturatzea lortu ahal izan dutenak⁸², Adibidez Gas Naturalek SODENA arrisku-kapital funts publikoaren bidez energia alternatiboen erabilera posible egitea lortu du Nafarroan. Baita ere Europa mailan azpimarratu beharreko kasu bat Fluxome⁸³ enpresa Danimarkarrarena da, zeina sortu zenetik hiru urte beranduago bere produktuak Estatu Batuetan merkaturatzea eta 23 milioi euroko irabaziak lortu dituen.

Are gehiago abantailei erreparaturik, arriskuak partekatuz enpresa epe ertain zein luzean kontsolidatzeko harraminta baliagarri bat izan liteke, izan ere finantziarioz gain ezagutzak ere gehitzen dizkiolako enpresari. Honela desabantailei erreparaturik garrantzitsuenak gestio aldetik aurkezten dira. Noski baino kontuan izan behar da entitateak emandako finantziarioa, banku maileguarenarekin alderatuz baldintza mesedegarriagoetan egiten dela Honela izanik inork ez du ezer ere oparitzen, beraz logikoa da finantziario errazagoaren truke enpresak bere kudeaketaren arlo batzuk AKEari lagatzea. Honela Arrisku-Kapital entitate batek jarduera espekulatiboak burutzen baditu, gehiegizkoa da Arrisku-Kapital inbertsioa "Per se" espekulatibotzat akusatzea.

Gauzak honela,⁸⁴ ikerketek dietenez, Arrisku-Kapitalaren bidez bultzaturiko ekonomiak, garapen bat jasaten dute, enpresetan hazkunde maila handi bat eraginez, lanpostu kopuru handi bat eratuz, hauetan gehiago inbertituz eta nazioarte mailan garatuz, beraien esportazioak azkarrago hedatzen direlarik. Ikerketetako bat EVCA⁸⁵k 2013ko Martxoaren 29an aurkezturiko bat da, non honetan Arrisku-kapital sektoreak europar ekonomiaren hazkunderan izan duen garrantzia ikertzen duen.

Ikerketan murgilduz puntu hauetatik aztertzen da Arrisku-Kapital inbertsioak izandako efektuak Ikerketak berrikuntzaren inguruan aurreratzen duen moduan, Arrisku-kapitalei esker enpresek berrikuntzarengatik apustu egitea lortu da. Efektu honen arrazoirik garrantzitsuena AKEek berrikuntzarako eta patente arrakastatsuetarako atea irekitzen dutelako da. Hau emateko bideak izan litezke, alde batetik zuzena, gehienbat AKEngatik zuzenean finantziario gehiago eskeintzean datzana bai produktu berrien ikerketa zein garapenerako. Eta bestetik zeharkakoa, zeina "Start-up" gazteak lagunduz eginikoa normalean teknologikoak izanik.

⁸² SODENA Sociedad Desarrollo Navarra <http://www.sodena.com/index.php/es/empresas-participadas/casos-de-exito/gas-navarra>

⁸³ Euronews "Capital Riesgo una oportunidad para las PYMES " <http://es.euronews.com/2012/05/01/capital-riesgo-una-oportunidad-para-las-pymes/>

⁸⁴ J.Álvarez, J.Invers G.Palacín eta J.Puigdengoles *Op.cit* 15.orria http://www.idec.upf.edu/documents/mmf/06_10_capital_riesgo.pdf

⁸⁵ Frontier Economics Europe 2013) *Exploring the impact of private equity on economic growth in Europe* (http://www.evca.eu/media/61219/Frontier_Economics_Report.pdf 50-51 orriak Londres

Txostenak⁸⁶ adierazten duen berrikuntzak ekonomiei baliabide gero eta gutxiago erabiliz gero eta emaitz hobekoak lortzea ahalbidetzen die, beste hitz batzuetan efizientzia hobetzen dute. Honek ondorio nabari bezala ekoizpena, eta lehiakortasuna erantsiz enpresei, eta ekonomiari oro har. Europar Batzordeak⁸⁷ berrikuntza 2020rako helburu bezala kontsideratzen du. Hau honela izanik AKEetatik pasatzen da helburu hau lortzea edo ez.. Kuantitatiboki hurbilketa gisa, inbertituriko Euro bakoitzeko inbertitzen ez dena baino bederatz aldiz eraginkorragoa izan liteke patenteen ekoizpenari dagokionez. Adibidez AKE inbertsio bidez finantziaturiko patenteak 2011 arte 350 bilioi euroetako balioa eskuratzen dute guztira. Bestetik, pentsatua da ikerketa burutu den 12 estatukideen patenteen %12a AKE bidez finantziatua izan dela bakoitzak 3 milioi euroko balioa izanik.

Produktibitateari dagokionez, AKEak inbertituriko enpresen ekoizpen mailak handitu ditzake, gorakadak ekonomiaren garapenarekin loturik daude. AKE inbertsioa kudeaketaren hobekuntza eta baliabideen erabilera efizientearekin loturik egoteak derrigorrez ekoizpenaren garapen bat dakar. Baliabideen efizientziak AKE inbertituriko diru kopuruak enpresei langileetan inbertitzea ahalbidetzen die, epe luzean ekonomiaren garapenari ekarpenak egiten, baita enpresa berrien eraketari lagundu diezaioke. Eragin nagusienak dira 250 bilioi euro inbertsioetan non urtero, batz bestea 5600 enpresa berrien eraketan laguntzen duen, bertan langile bakoitzagatiko ekoizpena %6.9 igotzen dela pentsatuz. Datu hauek Arrisku-Kapitalak⁸⁸ entitateen bidez eginiko inbertsioak , beste finantziario bide batzuen gabezi egoeretan lagungarria iztea dakar.

Lehiakortasuna ere txostenak aztertutako beste puntu bat da, gehienbat aurreko bi puntuen ondorioz ematen dena. Honela AKEak inbertituriko enpresaren ekoizpen mailak handitzen ditu honek esportaziorako eta garapenerako ateak irekita utziz. Internazionalizaziorako eman litezkeen arazoengatik AKEak aholkularitza zerbitzuak eskeini ditzake, prozesua erraztuz. Ikerketak⁸⁹ gehienbat azpimarratzen duen datua da finantziaturiko enpresak internazionalizaziora gehiago jotzen dutela.

Nahiz eta aipaturiko efektuak direnak izan, azpimarratu behar dugu Espainiar gizartearen AKE duten pertzepzio negatibo hau okerra dela, izan ere, kontuan hartzekoa da arrisku-kapitalak Espainian izan dituen bi operazio handienei (Telepizza eta Cortefiel)

⁸⁶ Frontier Economics Europe (2013) *Op. Cit* 19.orria

⁸⁷ *At a time of public budget constraints, major demographic changes and increasing global competition, Europe's competitiveness, our capacity to create millions of new jobs to replace those lost in the crisis and, overall, our future standard of living depends on our ability to drive innovation in products, services, business and social processes and models. This is why innovation has been placed at the heart of the Europe 2020 strategy.* http://ec.europa.eu/research/innovation-union/index_en.cfm?pg=keydoc

⁸⁸ Frontier Economics Europe (2013) *Op. Cit* 7.orria

⁸⁹ Frontier Economics Europe (2013) *Op. Cit* 7.orria

erreferentzia egiten badiegu, bi enpresa hauen jarduerari erreparatzen badiogu, ez dira zehazki ekonomiaren sektorerik berritzaile eta dinamikoetara zuzentzen diren enpresak. Hauek ez dira enpresa berriak, baizik eta negozio bolumen handi bat duten enpresak dira, horebestez, ez gaude hain zuzen ere arrisku-kapital sektorearen definizioa "stricto sensu" definitzen duen adibide baten aurrean. Aurkezturiko guztia kontuan izanik, ondorio moduan kontuan izan beharreko ideak, azken finean hauexek dira:

- Arrisku-Kapital inbertsioa ez du zertan espekulazioarekin loturik egon behar: Gizartearen ikuspuntu orokorra da Arrisku aurrizki honengatik harrapakari sozietario eta areriotasunezko OPA kontzeptuekin lotzea.

- Arrisku-Kapital inbertsioak Enpresei ekarpenak egin diezaizkiete lehiakortasun ekoizpen eta berrikuntza aldetik.

- Enpresa berriek Funtz hauetan egonik beraiek finantziazioa lortzeko aukera bakarra, beharrezkoa da enpresa hauetan espezializaturik dauden funtsak eratu eta sustatzea. Izan ere enpresa berriak finantziazio gabe ezin dute biziraun ezta askotan sortu ere.

- Enpresa berriak egon daitezten funtsezkoa da, botere publikoen eskutik traba administratiboak ezabatzea. Izan ere onartezina da enpresa berri bat eratzeko gaur egun Espainian dauden traba administratiboak egotea, honen erakusle gisa ditugu lehen aipaturiko Banku mundialaren datuak. Honen bidez azkenean enpresa berriak sortzea errazten da eta enpresa berriak egonez gero AKEek beraien inbertsiorako aukera gehiago dituzte, beraien arriskua gutxitzeko aukera gehiago izanik

- Beharrezkoa da enpresa txiki eta ertain eta enpresa berritzaileak finantziatzera jardungo diren instrumentuak sustatzea: Hau da Arrisku-Kapital funtsak egotea oso ongi dago, baino askoz ere garrantzitsuagoa da hauek beraien inbertsioak enpresa txiki ertain, berri edo berritzaileetan egitea, izan ere hau da eta bilatu behar den helburua. Honetarako Arrisku-Kapital entitateez gain komenigarria da, inbertsio mota hauek bilatzen dituzten instrumentuak sustatzea, Business Angels eta antzerako instrumentu ez instituzionalizatuak esate baterako. Era berean kontuan izatekoa dela azken urteotan AKE inguruan eman diren aldaketak, zeren hauen aburuz AKEei askatasun eta malgutasun gehiago eman zaie inbertsioak egiteko unean, posible izanik entitateek enpresa kotizatueta inbertitzeko aukera izatea eta sektore berritzaileak ere ez izatea.

V.Legedi Aplikagarria

2011/61/UE Zuzentaraua: ⁹⁰Gaur egun oraindik pairatzen ari garen krisi ekonomikoak

⁹⁰ R.Pala Laguna(2009) *Hedge Funds y otros FIAS: Primeras propuestas normativas respecto a sus gestoras, a nivel europeo* Revista de Derecho del Mercado de Valores, N°5, Sección Crónica del Mercado de Valores, Segundo Semestre de 2009, Ed. La Ley. 1.orria

sistema finantziarioaren gabeziak agerian utzi ditu zeinak Europar Legebiltzarraren eta Europar Batasuneko Batzordearen ustetan (Baita azken honen babespean eraturiko IOSCO, G20 eta Egonkortasun finantziariorako Forua, lan taldeentzat) erantzun legal bat behar dute zuzentzeko. Honen ildotik 2011ko Uztailaren 1ean, Europar Batasuneko Egunkari Ofizialean Inbertsio Funtza Alternatiboen Kudeatzaileak arautzen dituzten zuzentzarua argitaratu zen, bi urteko epea emanik, hau implementatzeko urte berdineko Uztailaren 21ean indarrean sartu zenetik. Trasposaketa Espainiaren kasuan berandutua, ondoren azalduko dugun 22/2014 legearen bidez emango da.

⁹¹Zuzentzarauak araudi armonizatu bat eratu nahi du Inbertsio kolektibo alternatiboetako instituzioen kudeatzaileentzako, hau da 2009/65/UE Zuzentzarauaren aplikazio eremuan barneratzen ez direnak (Arrisku Kapital Entitateak, Hedge funtsak, Higiezinetikiko Inbertsio Kolektibo Instituzioak etab), izan ere Estatukideek askatasun guztia zuten inbertsio instrumentu guzti hauek arautzeko⁹². Eduki aldetik arautzen diren puntu garrantzitsuenak dira: baimen, jardueraren egikaritza jarraitua eta honen gardentasuna.

Dena abantailak direla iruditu arren aztertzen ari garen zuzentzarauak gutxieneko eraentza bat ezartzen du Inbertsio Funtz Alternatiboen kudeatzaileentzako, baina ez funtsentzako, horrenbestez Estatukideek beraien zuzentzarua baimenduriko IFAei aplikatzen jarraitu ahal izango dute.⁹³

Aplikazio eremuari dagokionez zuzentzarauaren proposamena argitaratu zen unean, doktrinarengatik eginiko kritika nagusia Europar Batasuneko Itunaren 5. artikuluan jasotako proportzionalitate printzipioaren argudiopean estatukideek funts jakin batzuen kudeatzaileak aplikazio eremutik kanporatzeko ahalmena zen. Funtz alternatibo hauek, ez apalankatuak dira non birpoltsapen eskubidea ematen ez dietena inbertsioa egin denetik 5 urteetan beraiek kudeaturiko aktiboek 500 milioi euroko balioa igarotzen ez dituzten bitartean.⁹⁴ Hedge Fund direlakoentzako aplikazio eremuaren muga 100 milioi euroetan dago, COMek eskuartean dituen datuei erreparatuz, kudeatzaileen %70. Hala ere esan behar dugu akats hauek konponduak izan direla ondoren azalduko ditugun 345/2013 eta 346/2013 erregelamenduengatik.

⁹¹ Cuatrecasas Gonçalves Pereira (2011).- Nota informativa sobre la Directiva 2011/61/UE http://www.cuatrecasas.com/media_repository/docs/esp/notamonograficagestoresdefondosdeinversioncolectiva_879.pdf

⁹² A. O. Cámara Largo (2013) "Los Reglamentos 345/2013 y 346/2013, Sobre Fondos de Capital Riesgo Europeos y Fondos de Emprendimiento Social Europeos" *Actualidad Jurídica Uría Menéndez*/ 35-2013. <http://www.uria.com/documentos/publicaciones/3923/documento/ue2.pdf?id=4810>

⁹³ R.Pala Laguna (2009) *Hedge Funds y otros FIAS: Primeras propuestas normativas respecto a sus gestoras, a nivel europeo Revista de Derecho del Mercado de Valores, Nº5, Sección Crónica del Mercado de Valores, Segundo Semestre de 2009, Ed. La Ley.*(1-2orriak)

⁹⁴ R. Pala Laguna (2009) *Op.Cit* 3.orria

Legea aplikagarria bilakatzearen abantailetakoa bat <<Pasaporte europarra>> delakoa eskuragarri izatea da honek Europar Batasuneko beste estatukide batzuetan funtsak kudeatu eta komertzializatzea ahalbidetzen dituelarik.

Esan behar da zuzentarauaren helburu nagusia dela modu erreal batean, prozedura aplikagarrien eta oztopoen ezabaketa⁹⁵, legedi bakar eta homogeen bat egon dedin, merkatuei eta inbertsiogileei segurtasuna eta konfidantza itzultzea hauekin kudeatzaileen deslokalizazioa bultzatu eta merkatu erkidearen mesedeetan segurtasuna eta trafiko juridikoaren transparentzia hobetuz⁹⁶.

345/2013 eta 346/2013 Erregelamenduak: 2013ko Apirilak 25ean Europar Batasuneko Egunkari Ofizialean Arrisku Kapital Funts Europarren eta Gizarte Ekimenezko Funts Europarren Erregelamenduak argitaratu ziren (345/2013 eta 346/2013 hurrenez hurren). Hau 2011/61 Zuzentaruarekin guztiz elkarloturik dagoen erregelamendua da. Gauzak honela zuzentaru honek bere aplikazio eremutik at uzten ditu bere 3.2 b) artikulua araberak tamaina txikiko (500 milioi euro) funtsak. Ondorio gisa, honek zuzentaruak aurreikusiriko pasaporte europarra eskuratzea ezinezkoa egiten du, merkatu erkidea itxiz⁹⁷. Honela legegile europarrak bi figura hauek sortzen ditu, non beraien azalpena aurrerago egingo dugun.

Zentzu honetan aipagarria da⁹⁸345/2013 Erregelamenduari dagokionez, bere helburu nagusia europar batasuneko ETEentzako finantziatzeko aukerak izatea da Arrisku Kapital Funts Europarren bidez. Gorputz legalean Arrisku Kapital Funts Europar izenpean jarduteko beharrezkoak diren hainbat betekizun eta baldintza uniformeak jasotzen dira. Bestetik funtsak komertzializatzeko arau uniformeak aurreikusten dira.

Azken finean bilatzen dena da 2011/61 Zuzentaruaren jasotako printzipio eta arauak funts hauen kudeatzaileei aplikazioaren bidez, hauek merkatu erkidean jardutea.

22/2014 Legea: Aurreko urteko azaroaren 13an EAOean argitaratu zen legea. Aurretiaz esan dugun bezala, lege hau argitaratzearen arrazoirik nagusia 2011/61/UE Zuzentaruaren implementazioa da. Hala ere legegile Espainiarrak aukera aprobetxatu du Arrisku Kapital Entitateen eraentza malgutzeko eta Inbertsio kolektiboko Instituzioen

⁹⁵ M. Aparicio González (2014) "Nuevo régimen de las entidades de capital-riesgo (Ley 22/2014)" Gomez Acebo-Pombo <http://www.gomezacebo-pombo.com/media/k2/attachments/nuevo-regimen-de-las-entidades-de-capital-riesgo-ley-22-2014.pdf>

⁹⁶ A. García Rodríguez (2013) "La directiva AIFMD y su transposición en España" *Actualidad Jurídica Uribe-Menendez* <http://www.uria.com/documentos/publicaciones/3922/documento/ue1.pdf?id=4809> 154. orria

⁹⁷ A. O. Cámara Largo (2013) *Op. Cit*

⁹⁸ *Reglamento (UE) nº 345/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 17 de abril de 2013, sobre los fondos de capital riesgo europeos.* La Ley Unión Europea 25 de Abr. 2013, Ed. LA LEY

eraentza (35/2003 Legea) aldatu eta aldi berean aipaturiko 345/2013 eta 346/2013 erregelamenduak barne ordenamendu juridikoarekin elkarlotzeko.

Zio adierazpenetik hasita, erabiltzen diren hitzengatik⁹⁹ honek arau iraultzaile baten iragarkia dirudi, enpresa Espainiarren finantziario egitura aldatzera bideratuko balitz bezala. Aldaketa honen antzezle nagusia inbertsio kolektiboa eta bereziki Arrisku Kapitalak izanik¹⁰⁰. Zioak hauek izanik legeak erantzun nahi duen helburu ekonomikoa sistema finantziarioaren finantziatzeko bideak handitu eta orekatzea da¹⁰¹. Izan ere sistema finantziario efiziente batean aurrezkoa inbertsio produktibora bideratzeko bideak orekatuak izatea galdatzen du. Espainiar sistemak jasaten duen desoreka finantziario bankarioaren menpekotasunean eta instrumentu finantziarioen garapen urriagatik ematen da, inefizientea eta patologikoa dena¹⁰².

Legeak barneraturiko berrikuntza nabarmenena da¹⁰³, ez dela bere aurretiazko bi bertsioak bezala, Arrisku Kapital sektorea erregulatzen sartzeko soilik, baizik eta honetaz gain, inbertsio kolektibo itxiko beste entitateen erregulazioari ere ekiten dio.

Nahiz eta legeak denbora gutxi eraman indarrean, bada doktrinaren sektore bat¹⁰⁴ non bere zio adierazpenean jasotako helburuak lortuko ez dituela baieztatzen duena. Arrazoi nagusia da Target enpresak finantziariotik eratorritako diru sarrerek modu berean tributatzen jarraituko dutela, arrisku kapital eraentza berezia aplikaezina bilakatuz. Bestetik Europar Batasuneko beste estatu batzuetan ez bezala, Arrisku Kapitalek ez dute inolako abantailarik eskaintzen enpresen partaidetzen inbertsioetatik irabaziak lortzera dedikatzen diren beste mota batzuetako entitateekiko.

Honela legean barneratzen diren kontzeptuak¹⁰⁵ hauek dira.

• *Tipo itxiko inbertsio kolektiboa*¹⁰⁶: Legearen aplikazio eremuak finkaturiko kontzeptu nagusia da, hau bi motatakoa da irekia (35/2003 legeak arauturikoa) eta itxia (22/2014 Legeak arauturikoa). Inbertsio mota hau inbertsio kolektiboko entitateek buruturikoa da, desinbertsioak bi baldintza betetzen dituen bitartean : a) Partaide guztientzako

⁹⁹ «una de las características tradicionales de la economía española es la alta dependencia de las empresas de crédito bancario, que en el contexto actual se ha visto sometido a fuertes restricciones»; «por ello es fundamental favorecer otras formas de financiación directa, entre las que la inversión colectiva se configura como una alternativa de relevancia creciente»; « es preciso revisar el régimen de capital riesgo para fomentar una mayor captación de fondos y la consiguiente financiación de un mayor número de empresas».

¹⁰⁰ J.Canta Diaz de Guereñu (2014) *Ley 22/2014, más sombras que luces para el Capital Riesgo Español* LA LEY Mercantil, Nº8, Sección Editorial, Noviembre 2014, Ed. LA LEY 1. orria

¹⁰¹ J. Fernandez Alen(2014) *La Ley 22/2014 de entidades de capital-riesgo, entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y sus sociedades gestoras*. Revista de Derecho Bancario y Bursatil nº136 1.orria

¹⁰² J. Fernandez Alen (2014) *Op.Cit* 1. orria

¹⁰³ A.Madrid Parra.(2014) *Op.Cit* 1.orria

¹⁰⁴ J.Canta Diaz de Guereñu(2014) *Op.Cit* 2. orria

¹⁰⁵ M. Aparicio González (2014) *Op.Cit* 2.orria

¹⁰⁶ J. Fernandez Alen(2014) *Op.Cit* 2. orria

aldiberean ematea eta b) etekinak partaide bakoitzaren partaidetza kopuruaren arabera izatea (2. art)

• *Arrisku-Kapital entitateak*¹⁰⁷: Inbertsio kolektiboko entitateak izango dira hainbat inbertsorengatik kapitala eskuratzen dituztenak izango dira jardura komertzial baten bidez, non bere helburu merkantila etekinak edo irabaziak lortzea izango den.

• *Tipo itxiko inbertsio kolektiboko Entitateak*¹⁰⁸: merkataritzazko objektu bat ez duten inbertsio kolektiboko entitateak dira, kapitala inbertsiogileetatik eskuraten dute komertzializazio jardura batenbidez, ondoren aktibo finantziario edo ez-finantziarioetan inbertitzeko, inbertsio politika jakin bati jarraiki. Kontzeptu honetatik Arrisku-Kapital Entitateak eta Inbertsio kolektiboko entitateak kanporatu behar ditugu. Lehena lege berdinaren beste arau batzuegatik arautzen direlako eta bigarrenak 35/2003 legeak arautzen dituelako..

• *Erakunde finantzieroa*¹⁰⁹: Legeko 7.1 artikuluan zerrendaturikoak izango dira.

• *Enpresa ez finantziarioak*¹¹⁰: aurreko zerrendan aurkitzen ez direnez gain, beren jardura garrantzitsuena sektore ez finantziarioei dagozkien enpresek jaulkiriko akzioen edo partizipazioen edukitza duten enpresak kontsideratzen dira 7.2 art.

• *Arrisku Kapital Entitateen eta Inbertsio Kolektibo Itxiko Entitateen komertzializazioa*: 22/2014 Legeak aipaturiko entitateen komertzializazioa norabidearen irizpide klasikoari jarraiki arautzen ditu¹¹¹. Alde batetik, Espainian eginiko sarrera mugimenduak entitate komunitario batengatik edo kudeatzaile komunitario batek kudeaturiko funtsak direnean nahiz eta hauek ez izan egoitza EB.ean. Bestetik, irteera mugimenduak ditugu Espainian baimenduak izan diren entitateek buruturikoak direnak.

*Sozietateen gaineko Zergaren 27/2014 Legea*¹¹²: Hemen, lege berriko 50.artikuluari soilik egingo diogu aipamen, bertan jasotzen da eta AKE-en eraentza juridiko tributariora. *Ezaugarriak azpimarragarriena da Arrisku Kapital Entitateek transmitituriko akzio eta partizipazioen gaineko etekinen gaineko %99ko salbuespen partziala.* Salbuespenaren iraupena transmisioa eskurapenaren bigarren urtetik hemeretzi bitartean egitean aplikatuko da. Posible da epea hogeigarren urtera luzatzea, erregelamendu bidez betetzen diren baldintzak betetzean (Oraindik ezarri ez direnak).

¹⁰⁷ M. Aparicio González (2014) *Op.cit* 2.orria

¹⁰⁸ J. Fernandez Alen(2014) *Op.cit* 3. orria

¹⁰⁹ M. Aparicio González (2014) *Op.cit* 2.orria

¹¹⁰ M. Aparicio González (2014) *Op.cit* 2.orria

¹¹¹ J. Fernandez Alen (2014)*Op.cit* 4. orria

¹¹² *CISS Fiscal (2014) Sociedades y fondos de capital-riesgo (art. 50 LIS)*

http://cissfiscal.ciss.es/Content/Documento.aspx?params=H4slIAAAAAAAEAQ029B2AcSZYJi9tynt_SvVK1-B0oQiAYBMk2JBAEOzBiM3mkuwdaUcjKasqgcpIvMvDZhZAZO2dvPfee--999577733ujudTif33_8_XGZkAWz2zkrayZ4hgKriHz9-fB8_In7ROq-v3-Tv2s9OI20xy2Z588k0WxVtVn5SF3lzUX1S5xfIi9-0tbFZN1mdVH9wuZ6WS2vF5-9qdf5L2yzSfPZ7s7O7_5giv_v0v_v0f_36P_79P_7vzCbttuusfFpNP9vF78VI_jab0O9tRb28ypvP9nYf_MKqnuX1k-vPdn5hM6-uXmSXxUXWFtXySVZLN8Vs9tnTNzv07O482Nk7-lWXed1Qg89-srjll23-C-fFxfw5_b-V9lnTFM1JVX629wubPKun85fZRf7Z2bKYFtU4a1bvfmG5fEtlveYvtY_mqyWh12SI_-m0pD-eZm1-kpX5cqYI_T9udEaiOgEAAA==WKE

Logikoki etekin negatiboetan ez da aplikagarria. Enpresa kotizatua izatera iritsiko balitz, salbuespena aplikatzeko kotizatzen hasten den egunetik hiru urteko epean transmititu beharko du.

Zergapetze bikoitza ekiditeko asmoz salbuespena osoa izan liteke beti ere 21. artikuluko betekizunak betetzen direnean, hauengatik inolaz ere atxikipenik egiteko obligazioa izan gabe (128.4 d) artikulua). Salbuespena ez da aplikatuko eskuratzailerak Arrisku Kapital entitatearekin loturik dagoenean edo Paradisu Fiskal batean egoitza duenean.

VI. Entitate Motak

1. Arrisku Kapital Funtsak¹¹³

Kontzeptua eta ezaugarriak¹¹⁴: 2014 legearen 30.1 artikulua zehazten duen bezala, arrisku kapital funtsak, pertsonalitate juridikorik gabeko Ondare bananduak dira. Hauek inbertsore anitzen menpe daude. Pertsonalitate Juridiko propioa ez izatean, ezin dute beren kabuz jardun¹¹⁵ horrenbestez kudeaketa eta ordezkaritza sozietate kudeatzaile bati dagozkion. Sozietate Kudeatzaileak funtsaren domeinu ahalak egikaritzeko dituzten funtsaren jabe partaideak izanik.

Tradizionalki, inbertsio funtsak, entitate finantziarioekin lotu izan dira, hala ere aipatu beharra dago enpresa gero eta gehiagok, beraien arrisku kapital funts propioak eratzen ari direla¹¹⁶.

Partaide eta kudeatzailearen arteko harremana fiduziariora da (Trust Anglosaxoiarra)¹¹⁷ konfidantzaz oinarriturikoa. Jardunak legearen 9 eta 10 artikuluetan aurreikusirikoa da Sozietate kudeatzaileari dagokiona egikaritzea, bere ordezkaritza legala nabarmenduz hauetatik. Hauen inskripzioa borondatezkoa da Balioen Merkatuko Batzorde Nazionalerako erregistroan.

Funtsen harpidetza da inbertsio funtsek duten objektu eskusiboa hauek kudeatu eta

¹¹³ M. Aparicio González (2014) *Op.Cit* eta A. Serrano Acitores(2012) *Op.Cit.* (128-133.orriak),

¹¹⁴ *Los FCR son patrimonios separados sin personalidad jurídica, pertenecientes a una pluralidad de inversores, cuya gestión y representación corresponde a una sociedad gestora, que ejerce las facultades de dominio sin ser propietaria del fondo.*

¹¹⁵ A.Madrid Parra (2014) *Op.Cit* 17.orria

¹¹⁶ Hauek Telefonica, Google, France-Telecom eta Orange kasuak dira adibide
http://tecnologia.elpais.com/tecnologia/2012/09/04/actualidad/1346747984_454464.html
http://tecnologia.elpais.com/tecnologia/2009/03/31/actualidad/1238488078_850215.html
<http://www.programapublicidad.com/france-telecom-orange-y-publicis-groupe-ponen-en-marcha-un-fondo-de-capital-riesgo-para-impulsar-el-desarrollo-de-la-economia-digital/>

¹¹⁷ A.Madrid Parra (2014) *Op.Cit* 18.orria.

beste ondasun, eskubide, balio edo beste instrumentu batzuetan inbertitzeko. Inbertsioak dibertsifikatuz arriskuak gutxitzen saiatzen den inbertsio herraminta da¹¹⁸. Arrisku Kapital Funtsei espezifiki inbertsioak funtzio espezifiko eta nagusi bat esleitzen zaie Arrisku Kapitalean inbertitzea. Horrenbestez inbertsio arauak eta politika askoz ere zurrunagoak dira. Gordailatzailea izendatzea ez da beharrezkoa kudeaturiko aktiboek 100 milioi euroak ez badituzte igarotzen (apalankatuak barne) edo 500 milioi ez badaude apalankatuak eta birpoltsapena inbertsio egunetik 5 urteetara ezin bada egikaritu. Inbertsio minoristei kometzializatuaz gero gordailatzailea derrigorrezkoa da.

Arrisku Kapital Funtz bat eratzeko Legearen 30.2¹¹⁹ artikuluari jarraiki, partaide egoera funts erkideari efektiboki ekarpena egina lortzen da, lehen esan bezala partaideak funtsaren ondarearen jabe izanik. Kontratuak jaso beharreko edukia 32. artikuluan jasotakoa da: a) funtsaren izena b)Objektua c)Funtsaren ondarea eraketa unean d)Sozietate kudeatzailearen izena eta egoitza e)Funtsaren kudeaketa erregelamendua.

Erregelamenduari dagokionez bere edukia ondorengo izango da: a) Funtsaren iraupen epea b) partaidetzen jaulkipen eta birpoltsapen eraentza c) Suskripzio eta birpoltsapen debeku epeak d) Partaidetzen balia zein maiztasunekin birkalkulatuko den e) Funtsaren kudeaketa, zuzendaritza eta ordezkariak arauak. f) Eraitzen banaketa g) Kontratuaren aldaketarako betekizunak h) Kudeatzailea aldatzeko, fusio, disoluzio eta likidaziorako supostuak eta mekanismoak j) Kudeatzaileen soldatak k) Inbertsio politika l) eraitzen banaketa politika.

Ondarea eta partaidetzen eraentzari dagokionez gutxieneko ondarea 1.650.000€ koa izango da. Ekarpinak egiteko aktiboak onartutakoak izango dira. Funtzen ondarea egindako ekarpenez eta banatu ez diren funtsez osatzen da. Ondarezko erantzunkizuna mugatua da, partaideek egindako inbertsioarekin erantzunez soilik, honek hala ere ez du esan nahi partaide batek bere partaidetzen bidez beste partaide baten zorrez ezingo duenik erantzun¹²⁰. Ondarea partaideari hauengan jabetza eskubidea ematen dien zati alikuotaz osaturik egongo da. Partaidetek ez dute balio nominalik izango, balore negoziagarri baldintza izanik, ziurtagiri nominatibo edo kontu anotazio bidez ordezkaturik.

Funtzen posible dute beste funts batzuekin fusionatzea bai absortzio zein funts berri baten sorreraren bidez. Fusioak funts ezberdinen sozietate kudeatzaileen aurretiazko akordioa eskatzen du.(36.1 eta .2 artikulua).

¹¹⁸ A.Madrid Parra (2014) *Op.Cit'*18.orria

¹¹⁹2. *La condición de partícipe se adquiere mediante la realización de la aportación al fondo común.*

¹²⁰ A.Madrid Parra (2014)*Op.Cit* 20.orr

Disoluzioa eta likidazio eraentzari dagokionez, lehena 37. artikuluan jasotzen da, honela funtsa errefelamentuan aurreikusiriko arrazoinetatik edo epearen amaieragatik emango da. Sozietate kudeatzaileak bere funtzioak bertan behera utziko balitu honek ondorio bezala beti ekarriko du disoluzioa. Kudeaketa erregelamenduak disoluzio akordioa adosteko mekanismoak eta funtsaren disoluzio eta likidazio arauak aurreikusiko ditu. Akordioa MBBN jakinaraziko zaio, zeinak bere argitaratzeari ekingo dio, jakinarazpena ere partaideei egin beharko zaie.

Behin akordioa harturik, likidazio epea irekitzen da, partaidetza suskripzio eskubideak esekiturik geratuz, likidazioa sozietate kudeatzailearen esku geratuz. Sozietate Kudeatzaileak, ahalik eta eperik laburrenean eta zuhurtzia gehienarekin funtsaren aktiboak eta balioak besterendu eta kredituak kobratu eta asetuko ditu. Behin operazio hauek eginda funtsaren egoera finantziarioak jasoko ditu funtsaren erregelamenduari jarraiki soberakinak banatuko ditu partaideen artean, hau espezie bidezkoa izan liteke beti ere erregelamenduak aurreikusten badu.

2. Arrisku Kapital Sozietateak¹²¹:

Kontzeptua eta ezaugarriak: Arrisku-Kapital Sozietateak¹²², (AKS hemendik aurrera) Sozietate anonimoak dira non beraien objektu nagusia 9¹²³ eta 10¹²⁴ artikuluetakoa izango den beren kabuz edo Sozietate kudeatzaile baten bidez. (26.1 art). Lanean aipatzeko aukera izan dugun bezala, posible dute enpresa kotizatuetan inbertitzea, beti ere enpresa honek kotizazioetatik hurrengo 12 hilabeteetan irteten bada. Bestetik AKSek beste AKE batzuetan ahal izango dute inbertitu beraien aktiboaren %100a¹²⁵ (14.1 art). AKS ezberdintzen dituzten ezaugarriak hauek dira:

• *Sozietate Anonimoa*¹²⁶: Eraentza orokorra, 22/2014 Legean aurreikusirikoa izango da, eta subsidiarioki 1/2012 Errege Dekretu Legegilea Kapitalezko Baltzuei buruzkoa

¹²¹ M. Aparicio (2014) *Op.Cit* <http://www.gomezacebo-pombo.com/media/k2/attachments/nuevo-regimen-de-las-entidades-de-capital-riesgo-ley-22-2014.pdf>

¹²² Euskadin Sozietate baten adibidea TALDE sozietatea izan liteke, zeina 2000 urtetik arrisku kapital funts ezberdinak kudeatzera dedikatu den.

¹²³ *El objeto principal de las ECR consiste en la toma de participaciones temporales en el capital de empresas de naturaleza no inmobiliaria ni financiera que, en el momento de la toma de participación, no coticen en el primer mercado de bolsas de valores o en cualquier otro mercado regulado equivalente de la Unión Europea o del resto de países miembros de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos.*

¹²⁴ *Para el desarrollo de su objeto social principal, las ECR podrán conceder préstamos participativos, así como otras formas de financiación, en este último caso, y sin perjuicio de lo previsto para las ECR-Pyme, únicamente para sociedades participadas que formen parte del coeficiente obligatorio de inversión. Asimismo, podrán realizar actividades de asesoramiento dirigidas a las empresas que constituyan el objeto principal de inversión de las ECR según el artículo anterior, estén o no participadas por las propias ECR. En el caso de los FCR, las actividades anteriores serán realizadas por las sociedades gestoras. En el caso de las SCR, podrán ser realizadas por ellas mismas o bien, en su caso, por sus sociedades gestoras.*

¹²⁵ Hau azken legeak barneraturiko aldaketetako bat da lehen %20a zen muga.

¹²⁶ A.Serrano Acitores 2012) "Op.Cit 133.orria

aplikatuko da (26.2.art). Hau honela izanik, funtsekiko alderatuz pertsonalitate juridikoa dute.

• *Kapital soziala eta akzioak*¹²⁷: Arrisku kapital sozietate honen kapitala gutxienez 1.200.00 eurokoa izango da, kopuru honen %50a eratzen den unean jarri beharko da, eta gainontzekoa behin edo hainbat alditan hiru urteko epean, sozietatea eratu zenetik. Hauek eskudirutan, AKSak inbertitu ditzakeen aktiboen edo sozietatearen aktibo higiezin osatuko dutenen bidez.(26.3art)¹²⁸. Etorkizunean egin litezken kapital gehikuntzak modu berdinean asetu litezke. Honela Rafael Larak¹²⁹ azpimarratzen duen bezala, gutxienerako kapitala ezartzearen teknika, izaera bereziko sozietateekin jarraiturikoa da. Egilearen¹³⁰ ustetan legeak bilatzen duena da erakundeak baliabide ekonomiko aldetik indartsuak izatea da, hala ere helburu hau lortzeko benetan gomendatzen duena zera da, entitate hauek burutzen dituzten inbertsioak dibertsifikatzeko arauak ematea. Kapital sozial honen titularitatea pertsona juridiko publiko zein pribatuen eskuetan egon liteke. Kapital Soziala akzio bidez ordezkatuak egongo dira, hauek tiulu bidez ordezkatuak, zeintzuk nominatiboak edo kontu anotazio bidez.

• *Kudeaketa*: AKSek bere estatutu sozialetan beraien aktiboen kudeaketa Inbertsio Kolektiboko Entitate Kudeatzaile batek, Inbertsio kolektiboko instituzioen sozietate kudeatzaile batek edo 24/1988 legearen arabera inbertsio zerbitzuak eman ditzaken sozietate batek egitea aurreikus dezake batzar orokorren akordio bidez. Akordioa eskritura publikora igorriko da eta Merkataritza erregistroan inskribatuko da, efektuak inskripzioetik eraginik (29.1 eta .2 artikulua).

• *Transformazio, Fusio, banatze eta gainontzeko operazio sozietarioak (28.art)*: AKS baten transformazio, fusio¹³¹, banatze eta gainontzeko operazio sozietarioak, ondorio bezala AKS baten sorrera dutenean MBBNri jakinarazi beharko zaizkie 8¹³².artikuluaren arabera. Fusio adibide bat inverseed sozietatea da zeina andaluziako sozietate ezberdinen esku sortu den.

• *Ondarearen balorazioa (28.art)*: AKS baten ondarearen balioa aktibo errealari

¹²⁷ A.Serrano Acitores (2012) "Op.Cit 133.orria

¹²⁸ 2005eko legeak higiezinetan eginiko ekarpenari AKSren kapital sozialaren %20ko muga jartzen zion orain ez.

¹²⁹ R.Lara González (2000)Op.Cit 25.orria

¹³⁰ R.Lara González (2000)Op.Cit 25.orria

¹³¹ TTRECORD "Nace Inverseed fruto de la fusión de las Sociedades de Capital Riesgo Andaluzas" <http://www.ttrecord.com/es/ttr-in-the-press/Nace-Inverseed-fruto-de-la-fusion-de-las-sociedades-de-capital-riesgo-andaluzas/450/>

¹³² *Para constituir una ECR o EICC y dar comienzo a su actividad, las SGEIC deberán:*

a) *Remitir la información relativa a la entidad de inversión prevista en el artículo 45.3 a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, bien durante su proceso de autorización como sociedad gestora, o bien en el momento de constitución de la entidad. La documentación anterior deberá encontrarse actualizada en todo momento.*

b) *Constituir la ECR o EICC mediante escritura pública e inscribirla en el Registro Mercantil. Para los FCR y FICC estos requisitos serán potestativos.*

c) *Presentar la documentación señalada en los apartados anteriores para su inscripción en el registro correspondiente de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Dicha Comisión procederá a efectuar el registro una vez comprobado que la documentación presentada está completa.*

hartzekodunen kontuen arteko kenketa bat izango da. Akzio bakoitzaren balioa ondare netoa akzio kopuruarekin zatituz kalkulatu da.

Estatutu sozialak: Estatutuetan Kapitalezko Sozietateen betekizunak galdatzeaz gain, legeak aurreikusiriko inbertsio politikaren bidez zehaztuko dira, Inbertsioen kudeaketaren eksuordetza eta akzioen eraentzaren berezitasunak aurreikusiz bertan.

3. Inbertsio Kolektibo Itxiko Entitateen Sozietate Kudeatzaileak:

Kontzeptua ¹³³ 22/2014 legeak txertaturiko berrikuntzetako baten aurrean gaude. Entitate hauek legearen 41.1¹³⁴ artikuluari jarraiki AKE eta Inbertsio kolektibo itxiko entitateen inbertsioak kudeatzera dedikatzen diren Sozietate Anonimoak dira. Inbertsioaren kudeaketaz¹³⁵ hitz egiten ari garenean aktiboen konbinazioaren prozesu bati buruz hitz egiten ari gara, inbertsio zorro hau inbertsiogilearen lehentasunen arabera sortzetik honen emaitzak eta eboluzioaren jarraipen bat eginez. Hala ere bi inbertsio ibilgailu hauek Inbertsio kolektiboko sozietate kudeatzaileengatik kudeatuak izan litezke kudeatzaile bat izan beharko dute gutxienez. Esan bezala lege berriarekin entitate berri hauek Arrisku Kapital Entitateen Sozietate Kudeatzaileen eboluzioa dira, horrenbestez, bai lan honetan eta bai beste edonon Arrisku-Kapital Entitateen Sozietate Kudeatzaileei aipamen egiten zaienean entitate mota hauetaz ari gara¹³⁶. Hauek eraketari dagokionez MBBN emango du baimena zuzenean.

Ezaugarriak: Eraentzatik eratorri ditzakegun ezaugarriak hauek dira.

1. *Forma sozietarioa:* Sozietate kudeatzaile hauek sozietate anonimo bezala eratuak beharko dute egon. Kapital sozialaren akzio ordezkatzailak, titulu nominatibo zein kontu idazpen bidez ordezkaturik egon litezke.

2. *Gutxieneko Kapitala:* 300 mila eurotik 125 mila euroetara gutxitzen da. Kudeaturiko aktiboen balioa 250 milioi euroak igarotzen dituen baliabide propioetan baldintza berriak exijituko dira. Gehituko den zenbatekoa 250 milioietatik igarotzen den kopuruaren %0.02a izango da.

3. *Antolakuntza eta bitartekariak:* antolakuntza administratibo eta kontable egoki batekin jardun behar dute, baita giza baliabide eta tekniko egokiak ere, beraien jardueraren

¹³³ Cuatrecasas, Gonçalves-Pereira (2014) *Nota monográfica sobre la ley 22/2014*
http://www.cuatrecasas.com/media_repository/docs/esp/flipbook/Nota_Monografica_Ley_22_12_Noviembre_2014/assets/common/downloads/publication.pdf (6-7 .orriak)

¹³⁴ *Las SGEIC son sociedades anónimas cuyo objeto social es la gestión de las inversiones de una o varias ECR y EICC, así como el control y gestión de sus riesgos.*

¹³⁵ Expansión "Gestión de Carteras" <http://www.expansion.com/diccionario-economico/gestion-de-carteras.html>

¹³⁶ Adibidez, Euskadiko Seed Capital, Gestion de Capital-Riesgo del Pais Vasco eta Talde kudeatzaileak, SGEIC bezala inskribatu ziren, baino orain lege berriaren arabera gaztelerazko SGEICC dira.
<http://www.cnmv.es/portal/consultas/ECR/Gestora.aspx?nif=A-48177760>
<http://www.cnmv.es/portal/consultas/ECR/Gestora.aspx?nif=A-48419329>
<http://www.cnmv.es/portal/consultas/ECR/Gestora.aspx?nif=A-95110771>

ezaugarri eta bolumenaren arabekoak. Baliabide¹³⁷ hauen artean arlo informatikoko segurtasun, barne kontrol eta kudeaketa prozedurak, arrisku kontrola, kapital zuritzea ekiditeko organuak eta jarduera arauak.

4. *Jarduera osagarriak*: Legearen 43. artikuluan arautzen da, hauek izan litezke.

a) Inbertsio zorroen kudeaketa diskrezionala hauek pentsio funtsen jabetzan badaude, kasu honetan kudeatzaileak ezin izango du kudeatzen dituen entitateetan inbertitu ez bada inbertsiogilearen adostasunarekin. b) Inbertsio arloan aholkularitza zerbitzuak eman ditzakete instrumentu finantziarioen inguruan. c) AKE eta IKIE akzio eta partizipazioen kudeaketa d) Instrumentu finantzieroen inguruan bezeroen ordenak jaso eta transmititu.

5. *Jarduera debekatuak*: 44. artikulua arabera hauek dira Sozietate Kudeatzaile batek debekaturik dituen jarduerak: a) Jarduera osagarriak eskusiboki eskeintzea¹³⁸ b) Aholkularitza eta ordenen harrera eta transmisio zerbitzuak ez baditu inbertsio zorroak diskrezionalki kudeatzen. c) Zorroaren kudeaketa funtzioa egitea arriskuaren kudeaketa funtzioa egin gabe edo alderantziz.

Funtzioak: Funtzio nagusia 41.1 artikulua dioen bezala, AKE edo IKIEen inbertsioak kudeatzea da. Gehigarri gisa, Sozietate kudeatzaileek ondorengo funtzioak egikaritu ditzakete kudeatzen dituzten AKE edo IKIE.

1. Entitatearen administrazioa: Entitatearen administrazio kontzeptua zabala denez gero, legezko kontzeptu bat ematen da, zeina den Zerbitzu juridiko eta kontableak, bezeroen kontsultak, balio likidoaren balorazio eta zehaztapena, eraentza fiskalaren aplikazioa barnebilduz. Bestetik legedia aplikagarriaren betearazpenaren kontrola, etekinen banaketa kasuan kasu, partaidetzen inguruko kudeaketa (Suskripzio, birpoltsaketa, eskurapen edo besterentzea) erregistroen edukitza eta kontratuen likidazioa.

2. Entitatearen komertzializazioa: Hemen komertzializazio moduan, entitatearen partaidetzak eta akzioak saltzea ulertzen da.

3. Entitatearen aktiboekin erlazionaturiko jarduerak.

Obligazioak: Lege berriak gure zuzenbidean 2011/61/UE zuzentaraua barneratzen du,

¹³⁷ A.Serrano Acitores (2012) *Op.Cit* 140.orria

¹³⁸ a) *La administración de la entidad, comprendiendo: 1.º Servicios jurídicos y contabilidad, 2.º tratamiento de las consultas de clientes, 3.º valoración y determinación del valor liquidativo, incluyendo la aplicación del régimen fiscal correspondiente, 4.º control del cumplimiento de la normativa aplicable, 5.º llevanza del registro de partícipes o accionistas, 6.º distribución de rendimientos, en su caso, 7.º suscripción y reembolso de participaciones, y adquisición o enajenación de acciones, 8.º liquidación de contratos incluida la expedición de certificados, y 9.º teneduría de registros.* b) *La comercialización de la entidad.* c) *Actividades relacionadas con los activos de la entidad, en particular, los servicios necesarios para cumplir con las obligaciones fiduciarias de los gestores, la gestión de inmuebles y servicios utilizados en la actividad, las actividades de administración de bienes inmuebles, el asesoramiento a empresas con respecto a estructuras de capital, estrategia industrial y materias relacionadas, el asesoramiento y los servicios relacionados con fusiones y adquisición de empresas, así como otros servicios conexos con la gestión de la entidad y de las empresas y activos en los que ha invertido.*

bertan entitate hauen praktikak eta politikak barneratuz. Gehigarri moduan baliabide hauen inbertsiorako debekuak eta obligazio gehigarriak ezartzen dira erantzunkizun profesionala babesteko. Honela hauek dira obligazio nagusiak: a) Obligazio generiko¹³⁹ moduan esan dezakegu Sozietate Kudeatzaileen obligazio nagusia *partaide eta akzionisten interesen arabera jardutea dela*. Hauen aurrean erantzule izango dira kudeatzaileak legezko obligazioen ezbetzetik erator litezkeen kalteengatik. b) *Kudeaturiko entitate bakoitzeko gordailatzaile bat izendatzea*, kudeaturiko aktiboen hainbat muga igarotzean. Gordailatzaile honen jarduera 35/2003 legearen arabera arautuko da. c) *Interes gatazka, arriskua, likidezia, aktiboen balorazioa kalkulatzeko*. Bestetik legeak informazio obligazioa handitzera dator. Obligazio hauek handitzen diren heinean legeak hainbat baldintza bete eta gero ahalbidetzen du funtzio hauek hirugarrenei eskuordetzea, hala ere erantzunkizunaz ez du salbuetsiko.

Kudeaketa: Arrisku-Kapital Entitate bakoitzak eta Inbertsio Kolektibo Itxiko Entitate (EICC) bakoitzak sozietate kudeatzaile bakar bat izango du. Sozietateen kasuan sozietateak propioki sozietate kudeatzaile gisa ahal izango du jardun, gobernu organuak hala erabakitzen badu. Kasu honetan Sozietateak Sozietate kudeatzaileen eraentzara sometiturik geratuko dira legeak aurkakoa adierazten ez duen bitartean. Kudeaketan, sozietate kudeatzaileak, kudeatzen duen funts batek legea betetzea ezin badu bermatu, egitate honen berri emango dio BMBNri eta beharrezkoa izango balitz E. Bari. BMBNak neurriak hartzea proposatuko dio. Hauek hartuta ere egoera mantentzen bada BMBNak funtsak bere jarduera etetea egingo du, funtsa eta kudeatzailea estatukide batekoak ez badira ezingo dute Europar Batasunean jardun.

4. Arrisku Kapital Funts Europarrak:¹⁴⁰Funts mota komunitario hauek beraien egongua estatuki batean dute. Hauek tamaina txikiagokoak dira (kudeaturiko aktiboek ez dituzte 500 milioi euroak igarotzen eta apalankatu gabeko operazioak burutzen dituzte. Bestetik Funts Onargarriak kudeatzera bideratzen dituzte beraien kapitalaren %70a.

Funts onargarriak, kontzeptu legal bat da, hau erregelamendu bertan aurreikusten dena, hauek dira 250 langile baino gutxiago, 50 edo 43 milioi euro baino gutxiagoko negozio bolumena edo balantzea dituzten Europar Batasuneko enpresa ez-kotizatuak, beti ere beste inbertsio kolektiboko entitateak ez diren bitartean. Inbertsioaren nolakotasunari dagokionez, Kapital edo kuasikapital (partaidetza maileguak adib) instrumentuak behar dute izan daude beti ere Enpresagatik igorria edo enpresa onartuaren partaidetza gehiengoa duen enpresak igorria bada, Maileguak, bermatuak edo ez beti ere hauek funtsaren kapitalaren %30a ez badute suposatzen, akzioak eta

¹³⁹ A. Serrano Acitores (2012) *Op.Cit* 139.orria

¹⁴⁰ A. O. Cámara Largo (2013) *Op.Cit* 3. orria

beste funts europar batzuen partaidetzak beti ere funts hauek ez badute bere kapitalaren %10a beste funts baten inbertsioak izan litezke.

Komertzializaziorako, funtsek beren partaidetzak inbertsiogile profesionaletara bideratuko dituzte MiFID zuzentarauaren arabera, eta ez balira 100 mila euro konprometituko balituzte, dokumentu batean operazioaren arriskuez oharturik izan direla sinatu beharko dute. Jokabide arauak hauek eraentzen dute: a) Diligentzia eta leialtasuna b) Politika eta prozeduren aplikazioa praxi txarrak ekiditeko c) Funtsen interesak, eta merkatuaren osotasuna defendatzea d) Diligentzia maila altu bat aplikatu inbertsioen hautaketarako e) Inbertsiogileen artean lehentasunezko trataerak ekiditeko. Honela Funtzioen eskuordetzeak ez du inoiz erantzunkizunean aldaketarik ekarriko. Funtzaren erregelamenduak Aktiboen balorazio arauakzehaztuko ditu

Urteroko txostena: GFIA Zuzentarauak exijitzen duten moduan, kudeatzaileek urteroko txosten bat egin beharko dute agintari eskudunaren esku geratuko dena, funtsaren egoera eta urteroko kontuak auditaturik izan beharko dituen. Erregistro eta komertzializazio araei dagokienez, Estatukideen ikuskarien aurrean emango da erregistro prozedura hau, ab initio beste estatukide batzuetara sartzeko aukera lortuz, ikuskaritza funtsaren jatorrizko estatukidearen kontu egongo da.

5. ETE Arrisku Kapital Entitateak: Entitate berri hauek 22/2014 legeak eraturiko Arrisku-Kapital entitate mota berezi bat da (9.2.c. art) gazteleraz ECR-PYME bezala ezagutuak. Izen hau jasotzeko, 22/2014 Legeko lehen tituluko bigarren kapituluko hirugarren sekzioko betekizunak izan behar ditu (3.4 art). Espainian adibiderik garrantzitsuenak Fondlco PYME funtsa eta Fenisa funtsak dira ¹⁴¹

Hau honela izanik, AKE hauek uneoro betebeharko dituzte inbertsio eraentzari dagokionez, gainontzeko AKEei exigituriko betekizunak. Hein berean parteharturiko entitateen aholkularitza harreman bat ezarri beharko dute (20.art). Inbertsio politika erakundeak bere estatutu zein erregelamenduetan ezarritakoa izango da, 12. artikuluko esanahia izanik.

Derrigorrezko inbertsio koefizienteari dagokionez, beti gutxienez beraien aktibo komputagarriaren %75a ondorengo tresna finantziarioetan mantendu beharko dituzte: a) Akzioak b) Partaidetza maileguak c) Tresna finantziario hibridoak, hauen errentagarritasuna enpresaren irabazi edo galeretara loturik dauden bitartean, eta enpresaren konkurtso kasuan kapitalaren itzulera bermaturik ez dagoenean d) Zor tresnak AKE-ETEak partaidetza duen enpresa baten bermearekin edo gabe.

¹⁴¹ MBBN <http://www.cnmv.es/portal/consultas/ECR/Fondo.aspx?nif=V80625601>

e) Legearen arabera eraturiko beste AKE-ETE batzuk

Enpresa motei dagokionez, AKE-ETEak ondorengo enpresetan ahal izango du inbertitu derrigorrezko inbertsio koefizienteari dagokionez:: a) Inbertsio garaian, Merkatu sekundario erregulatu edo negoziazio sistema aldeanitz batean onarturik ez egotea b) Inbertsio unean 250 langile baino gutxiago izatea c) Inbertsioaren unean bere urteroko aktiboak 43 milioi euroak ez igarotzea edo bere negozio bolumenak urtero 50 milioi euroak ez igarotzea.d) Inbertsio erakunde kolektibo bat, enpresa finantziarioak edo izaeraz higiezinak diren entitateak ez izatea eta Ebeko edo hirugarren estatu batean egotea beti ere honek Nazioarteko Kapitalen Zuritzeen Akzio Finantziarioarekin lankidetzan ez dagoen estatu bat ez izatea.

Xedapen askeko koefizienteari dagokionez, ondorengoetan ahalko da mantendu: a) Merkatu erregulatuetan negoziaturiko errenta finkoko balioak. b) Bere jardueratik ezberdinak diren enpresen partaidetzak Inbertsio kolektiboko instituzioak ere posible izanik.

Inbertsioaren dibertsifikaziorako mugapen bat aurreikusten da AKE-ETEak ezin izango du bere aktibo komputagarriaren %40a baino gehiago enpresa berdin batean inbertitu ezta %40a ere sozietate talde berari dagozkion enpresetan, enpresa gisa Merkataritza Kodeko 42. artikuluan xedaturikoa ulertuz.

Inbertsioen ez-betetze tenporalak AKEen arau berberak aurreikusten dira.

Modalitate hau 345/2013 Erregelamenduan barneraturiko Arrisku Kapital Funts Europarren kopia Espainiar bat da, non bere izaera estatalarengatik ez dituzte Arrisku Kapital Funts Europarren abantailak izango, erabilera asko mugatuz¹⁴².

*6. Gizarte Ekimenerako Funts Europarrak*¹⁴³: Motibazio etiko batean oinarria duten inbertsio tipologia espezifiko baten sorreraren demandari erantzuten diote, inbertsioak irizpide ekonomikoez gain, irizpide sozialen bidez hautatzen direnak.

Inbertsio etikoaz hitz egiten ari garenean, sozialki onuragarria nahi dugu esan. Irizpide honek erabaki finantziarioetan ingurugiroarentzako edo gizartearentzako eraginaren irizpidea barneratzea dakar. Kontzeptu honek bere sorrera 60. hamarkada amaieran du, 80.goa helduz joan zena enpresen erantzunkizun sozial eta banku etikoarekin errotuz joan zena.

¹⁴² J. Cantá Díaz de Guereñu (2014) *Op.Cit* 3. orria

¹⁴³ A. O. Cámara Largo (2013) *op.cit* 6. orria

Espanian adibide izan behar dugu Karina Peña eta Miriam Reyes espainiarren proiektua, zeinaren bidez *Global Fellows* Nazioarteko saria irabazi duten¹⁴⁴. *Aprendices Virtuales* izeneko proiektuak, piktogrametara egokituriko ipuinak ikasketarako zailtasunak dituzten umeentzako sortzea eta hedatzea du helburu.

Etekinen eskuratzearen eta kapitalaren babesaren helburu nagusiak ezeztatu gabe, inbertsio estrategia hau aktiboen hautaketa aurretiaz finkaturiko irizpide etiko bati jarraituz egitean datza. Hauek positiboak (Sektore jakin batzuetan inbertituz edo negatiboak (Sektore jakin batzuetan inbertsioak egin gabe).

Eraentza juridikoari dagokionez, Arrisku Kapital Funts Europarren berdina da, inbertsio mota izan ezik. Honela 346/2013 erregelamendua izango da arau nagusia 2011/61/UE zuzentarauaren 3.2 b) artikuluan aurkitzen diren entitateei zaie aplikagarri.

Inbertsio etikoak erregelamenduan jasotzen duen definizioa ondorengoa izan liteke. a) Enpresa ez-kotizatua, non bere helburua estatutuetan jasota dagoen eragin sozial positibo neurgarri bat lortzea den, zerbitzu edo ondasunak ematea talde ahulei, ekoizpen metodo berezi bat aurkeztea beraien helburu soziala suposatzen duena, edo laguntza finantziarioa ematea helburu hau duten enpresei. Bestetik beraien mozkinak helburu sozialak lortzera bideratu behar dituzte kudeaketa garden eta arduratsu baten objektu diren bitartean. Eta batez ere Europar Batasunean finkaturik egotea. Beraien helburuen jarraipen bat egiteko neurriak hartu beharko dituzte funtsek lana, eta merkatu laborala, lanaren kalitatearen arauak eta eskubideak bezalako irizpideei erantzunaz.

VII.Alderdi erregulatzaileria

1. *Jarduteko Baldintzak*: Logikoa denez gero, jarduteko baldintza baimen administratibo bidez gauzatuko da. Baimen honek izaera komunitarioa izango du¹⁴⁵. Honela, entitate kudeatzaileak bere egongua duen agintariari (Kasu honetan Merkatu Balioen Batzorde Nazionala) informazio hau igorriko dio: a) Kudeatzailearen akziodunen partaidetza portzentaiak eta hauen identitatea b) Jarduera programa c) Kudeaturiko funtsen ezaugarriak eta egoitza d) Funtsen kudeaketa erregelamendua e) Eskuordetza eraentza.

Eskuordetzari buruz, baimen administratibo menpe dagoen egintza bat da zeina debekaturik dagoen gordailatzaileari edo aktiboen balorazioa egiten duen adituari egitea. Arau honek kudeatzaile eta gordailatzaile arteko ezberdinketa printzipioaren

¹⁴⁴ *Emprender Social "Emprendedoras Sociales Españolas Ganan Premio Internacional"*

<http://www.emprendedorasocial.org/emprendedoras-sociales-espanolas-ganan-premio-internacional/>

¹⁴⁵ R.Pala Laguna (2009) *Op.cit 4.orria*

ondorio da. Eskuordetzaren baimenen artean posible da edozein estatuko entitate finantziario bati esleitzea beti ere bi estatuen artean lankidetzaz hitzarmen bat badago zerga arloan. Zerbitzu administratiboaren eskuordetza posible da beti ere hauek zuzentarauaren betekizunak betetzen baditu gordailatzarekiko baita hirugarren estatuetako kudeatzaileei baimena ematekoak. Baloratzailari esleitzeko baloratzailak Europar batasuneko balorazio arau berdinak jarraitu beharko ditu. Obligazio generiko moduan kudeatzaileak beti baliabide propio gisa 125.000 € izan behar ditu. Jarduera arautuko duten printzipioen artean hauek dira nagusienak:

Estatuko legediari erreparatuz, 22/2014 Legeak barneratu duen hauek dira 8. artikulua araberako Sozietate Kudeatzaileak eta Arrisku kapital Sozietateak beren kabuz kudeatzen direnak soilik sometitzen direla Balioen Merkatuko Batzorde Nazionalaren baimen eraentzara¹⁴⁶, gainontzekoak nahi izanaz gero egin dezakete¹⁴⁷. Kudeatzen dituzten funtsekiko, inbertsio estrategia eta apalankamentu estrategiak, arrisku profilak, leku informazioa, estatutuak eta gordailatzailearen izendapena eta honetarako jarraituriko irizpideak aurreikusi beharko dituzte. Ondoren Arrisku Kapital Entitate hauek eratzeko¹⁴⁸ (Sozietatea edo Sozietate Kudeatzailea) eskritura publiko bidez eratuko dira, ondoren Balioen Merkatuko Batzorde Nazionalaren erregistro administratiboan inskribatzeko.

2. *Merkaturatzeko arauak*: 2011/61/UE Zuzentarauak prozedura administratibo bat aurreikusten du kudeatzaileak bere kudeaketa zerbitzuak E.Beko beste Estatukide batean eskeintzeko eta kudeaturiko funtsak komertzializatzeko inolako baldintza gehigarririk gabe. Honela hauek dira komertzializazio arauen inguruan eman litekeen kasuistika¹⁴⁹:

¹⁴⁶ *Las SGEIC españolas y las SCR o SICC autogestionadas españolas que soliciten autorización deberán asimismo presentar a la Comisión Nacional del Mercado de Valores la siguiente información en relación con las ECR y EICC que tengan previsto gestionar:*

a) *Información sobre las estrategias de inversión, incluidos los tipos de fondos subyacentes y la política de la sociedad gestora en relación con el uso de apalancamiento, así como los perfiles de riesgo y otras características de las entidades que gestione o tenga previsto gestionar, con información sobre los Estados miembros o terceros países en cuyo territorio estén establecidos o esté previsto que se establezcan.*

b) *Información sobre el lugar en que se encuentra establecida la entidad principal si la entidad que tenga previsto gestionar es una entidad subordinada.*

c) *El reglamento o los documentos constitutivos de cada una de las entidades que tenga previsto gestionar la sociedad gestora.*

d) *Información sobre las disposiciones adoptadas para el nombramiento del depositario de conformidad con el artículo 50 para cada una de las entidades que tenga previsto gestionar la sociedad gestora.*

e) *Toda información adicional contemplada en el artículo 68 en relación con cada una de las entidades que gestione o tenga previsto gestionar la sociedad gestora.*

f) *En su caso, el contrato de delegación de la gestión de las SCR y SICC.*

¹⁴⁷ Cuatrecasas Gonçalves Pereira Nota Monográfica sobre la Ley 22/2014"(2014)

http://www.cuatrecasas.com/media_repository/docs/esp/flipbook/Nota_Monografica_Ley_22_12_Novembre_2014/assets/common/downloads/publication.pdf 9. orria

¹⁴⁸ http://www.viraudit.com/wp-content/uploads/2015/01/Viraudit_Ley-22_2014.pdf

¹⁴⁹ Cuatrecasas Gonçalves Pereira (2011) *Op. Cit* 5. orria

I)*Europar Batasuneko kudeatzaileak estatukide batean merkaturatzen den funts bat EB-ean merkaturatu nahi izatea:* Honetarako prozedura nahiko azkarra dela esan liteke, bertan kudeatzaileak ordezkari baten bidez¹⁵⁰ bere agintaritzari egikaritu behar dituen jarduerak jakinarazten dizkio, ondoren agintariak hauek emateko beste estatukidearen agintariari. Informazioa beste estatukidearen agintaritzara iritsi den unetik posible da bertan jardutea.

II)*Europar Batasuneko kudeatzaileak EB-tik kanpo merkaturatzen den funts bat kudeatzea:* Hau beti posible izango da, kudeatzaileak zuzentaraueko arauak betetzen dituenean. Hala ere hirugarren estatuaren eta estatukidearen artean informazioa trukatzea ahalbidetzen duen lankidetzaren hitzarmen bat sinaturik dagoen heinean.

III)*Europar Batasuneko kudeatzaileak EB-ean Ebekoa ez den funts bat kudeatzea:* Honi dagokionez, 2015 arte Estatukideek baimena eman ahal izango dute inbertsiogile profesionali. 2015Ean ESMA agintaritzak supostu hauetara hedatzea egokia den ala ez erabakitzeko txosten bat igorriko du. 2015etik 2018rarte pasaporte bidez edo estatukidearen legediaren arabera ahal izango dira merkaturatu.

Pasaporte bidezko komertzializazioari dagokionez, Europar Batasunean baimenduriko Funts alternatibo baten kudeatzaileak, inbertsiogileen artean EB kanpo dagoen edo Kanpoko funts baten menpe dagoen beste funts bat zeina Ebeko kudeatzaile batengatik kudeaturik dagoenentzako da posible. Honetarako arau batzuk bete behar dira. Lehena Zuzentaraueko betekizunak betetzea (Informazio obligazioa, gutxienezko baliabide propioak, kudeatzaile eta gordailatzaile ezberdinak etab), bigarrenik lankidetzaren akordioak egotea kudeatzailearen eta funtsaren estatuen artean informazioa trukatzea ahalbidetzen duena, Azkena funtsaren estatuan estatu ez kooperatzaile batean ez egotea.

Jatorrizko estatukidean funtsaren partaidetzak merkaturatu nahi dituenak hainbat dokumentazioz osaturiko jakinarazpen bat aurkeztu beharko dio, prozedura EB funtsei buruzko berbera da.

Pasaporte gabeko merkaturatzeari dagokionez, baimenduriko kudeatzaile europar batek bere eremuan soilik ahal izango ditu kudeatu europar batasunetik kanpo dagoen funts bat eta europar batasuneko funts baten menpe dagoen funts bat funts nagusia ez denean europar batasuneko eta ebeko kudeatzaile batengatik ez dagoenean kudeaturik.

IV)*EB kanpoko kudeatzailearen baimena EB-eko funtsak kudeatzeko EB-ean:* 2015etik

aurrera ESMAren txostena beharko dute pasaportea lortzeko. Ebean funtsa

¹⁵⁰ Cuatrecasas Gonçalves Pereira (2011) *Op.cit* 6-10 orriak

kudeatzeko zein merkaturatzeko bere agintaritzarengatik aurretiazko baimen bat eskuratu beharko du bere ordezkari baten bidez. Honetaz gain agintarien artean informazio trukaketa hitzarmen bat egon beharko du. Prozedura azalduko berdina da ESMari igorriko zaiona.

ESMAk informazioa baloratuko du eta bere egokitasunaren arabera erabakiko du. Ondoren baiezkota emanaz gero ESMAK Estatukideetako agintariak aholkatuko ditu inguruabarraren inguruan, aholkuak ez dira lotesleak.

V) *EB-ean pasaporte bidez EB-koa ez den funts baten merkaturatzea EB-koa ez den kudeatzailearengatik kudeatua*: Kudeatzaileak inbertsiogile profesionalen artean ahal izango du merkaturatu. Baldintzak kudeatzailea EB-ekoei eskaturikoak izango dira.

VI) *EB-eko kudeatzaile batek EB-eko beste estatukide bateko funts bat kudeatzea*: Zuzenean edo sukurtsal bat irekiz eman liteke hau. Kudeatzen duen lehen funtsa bada jatorria duen estatukidearen agintariei jakinarazi beharko die funtsaren inguruan. Prozedura aipaturiko berdina da.

VII) *EB-ean pasaporterik gabe EB-etik kanpo dagoen Kudeatzaile batek EB-eko funts bat merkaturatzea*: Funtsak partaidetzak dituen estatuan inbertsiogile profesionalak ahal izango dizkie funts hauek merkaturatu beti ere hainbat baldintza betetzen diren heinean (Lankidetzak hitzarmena eta Estatu kooperatzailea izatea).

Norbanakoei merkaturatzea ere posible da, honetarako Estatukideek ahalbidetzean soilik izango da posible, izan ere Funts Alternatiboek duten ezaugarri nabarmenena da, hauek zuzentzen diren inbertsiogileak instituzionalizatuak edo profesionalak direla, ez norbanakoak.

*3. Informazio obligazioak*¹⁵¹: Kudeatzaileek urtero txosten bat osatzeko obligazioa dute. Bertan, auditaturiko egoera finantziarioak eta jardueri buruzko memoria bat jasoko da. Izenpetzea edo partaidetzen eskurapena baino lehen inbertsiogileek -Hasiara batean profesionalak- funtsaren inbertsio politika, auditorearen identitatea, baloratzaile eta gordailatzailearen informazioa jaso beharko luke baita honek izan ditzakeen likidezi arriskuak (Zuzentarauaren 20.art). 21. artikuluari jarraiki kudeatzaileak agintariei hiruhilabetero igorri beharreko informazio publikoa jasotzen da.

Arriskuei dagokienez, bertan apalankamentuaren kontzeptua tratatzen da bertan hainbat irizpide ezarriz. Honela zuzentarauaren helburua arrisku sistemikoa ekiditea denez apalankamentuaren bidez bi kudeatzaileek edo gehiago arrisku sistemikoa eragiteko aukera ikusten duenean EB ikuskari batek, kaltetu litezkeen estatukideak bilduko ditu egoerari buruz informatzeko.

¹⁵¹ A.Madrid Parra (2014) *Op Cit* 20-22 orriak

Bestetik, eskurapenetan eskuraturiko enpresa informatzeko obligazioa ere ezartzen da eskurapena eragin duen arrazoia eta alderdien identitateari buruzko informazioa batez ere. Obligazio hau eskuraturiko enpresaren %30a eskuratu bada eta honek 250 langile eta negozio bolumena 50 milioi eurokoa bada edo 43 milioi euroko balantzea igarotzen duenean soilik emango da.

*4 Ahal administratiboak*¹⁵²: Gainbegiraketa eta Ikuskaritzari dagokionez 86. artikuluan Balio merkatuen batzorde Nazionalak arlo honetan dituen eskumenak arautzen dira, hemen ez da zerrendatze zehatz bat ematen, baizik eta zuzenean ordenamendu juridikoak ematen dizkion ahal guztiei egiten die erreferentzia, horrenbestez ahalmen zerrenda handia duela ulertu genezake. Hala ere kontuan izan behar dugu 86.2 artikulua zeren honi erreparatuz, 35/2003 Legeko 70 eta 70 bis artikuluetako xedapenen berrigorpen bat egiten du legeak , Inbertsio kolektiboko instituzioei buruzkoa. Arlo komunitarioari dagokionez 2003/6/UE zuzentaraua ere aplikagarria izango da.

Arauei so eginez, ikuskapen hau esan bezala bai pertsona fisiko eta bai pertsona juridikoei zuzendurik egongo da, honela artikulua honetan Merkatu balioen legeari igorpen zehatz bat egiten zaio 85 eta 90 artikulua bitartean aurreikusten diren eskumenetara, zehazki hauek izanik: a) Edozein dokumentura iritsi eta honen kopia bat jaso. b) Batzordeak aipaturiko epe racionalean edozein pertsonari informazioa igortzeko edo honi informazio eske aitortzea eskatu. c) Instituzioaren bulegoetan pertsona fisiko baten presentzia bidezko ikuskaritza d) Trafiko eta telefono erregistroen errekerimendua e) Legearen aurkako jardueren gelditzea eta etorkizunean ez gertatzeko errekerimendua. f) Aktiboen izoztea edo enbargua eskatu dezake g) Jarduera profesionala egikaritzeko debekua epe baterako h) Auditoreei beraien jardueraren egikaritzan inbertsio zerbitzuei buruz lorturiko informazioa eskatzea. i) Pertsona eta entitate sometituak legea betetzen dutela egiaztatzeko edozein neurri, elburu honetarako edozein aditu txosten, auditore edo barne kontrolerako organuen informazioa. j) Instrumentu finantziario baten negoziazioa eta merkaturatzea eseki. h) Auditore eta adituei ikerketak aurrera eramateko baimena ematea. i) Prozesatze penalerako gaien igorpena.

Ikuskatze jarduera honek, beti helburu bezala entitateen legezko egoera, tekniko, ekonomiko finantziario, barne kontrol, kontabilitate edo baloraziokoak, edota beraien jarduera zein baldintzetan egikaritzen duten. Azterketa izaeraz orokorra edo gai konkretuei buruzkoa izan liteke.

¹⁵² A.Madrid Parra (2014) *Op Cit* 22-24 orriak

Aipaturikoaren ildo beretik MBBN-ak partaide, akzionisten edo interes publikoaren babesean, hainbat produktu finantziarioen merkaturatzea debekatu dezake, bere prezioaren zehaztapena zein ezinbesteko kasuetan. Europar Batasuneko entitateak balira, estatukideen autoritateei jakinaraziko zaie neurri hau. Hein berean esan behar da ikuskaritzak modalitate bereziak dituela entitatea Ebean jarduten badu eta bestetik Apalankamendu eta egoera kreditizioaren inguruko arazoak aztertzeko denean.

Azkenik, aipatu MBBN-ak beste estatukideekin informazioa trukatzeko betebeharra du, hau beharrezkoa den supostuetarako, helburu bezala garrantzia sistemikoa duten entitate finantziarioen egonkortasuna bermatzeko eta merkatuaren funtzionamendu ordenatua bermatzeko hauen jardueran. Obligazio hau MiFID zuzentarauak eraturiko araudia da.

5. *Inbertsio eraentza*¹⁵³: 22/2014 legeak 13-19 artikuluen bitartean Sozietateek eta funtsek (ETE-AKE izan ezik) eginiko inbertsioei aplikagarri zaizkien arauak ezartzen ditu. Bertan koefizienteak, baldintzak eta jarduera pausoak biltzen dira, legearen helburua lortzeko: Proiektu berritzaile bat aurrera eramateko helburua dituzten enpresei garatzeko eta kontsolidatzeko finantziarioa eskeintzea, zeinak finantziario bide konbentzionalen bidez ezingo lituzkete lortu. Hauek dira kontzeptu ezberdinak.

•*Derrigorrezko inbertsio koefizienteak*: aipaturiko helburua lortzeko, legegileak 13.3 artikulua bidez beraien aktibo konputagarriaren %60a ondorengo aktiboetan inbertitu beharko du: a) Akzioak edo enpresen kapitalean partaidetzak suskribatzeko edo eskuratzeko eskubidea ematen duten gainontzeko balioak. b) Enpresaren emaitzengatik baldintzaturik dauden Partaidetza maileguak c) Bere jarduera nagusia osatzen duen sektoreko enpresei partaidetza maileguak gehienez %30a osatuko dutenak eta d) Beste AKE-etako akzioak edo partaidetzak.

•*Bestalde, legeak, aipatu dugun bezala enpresa kotizatuetan inbertitzea ahalbidetzen du. Honela enpresa kotizatuak ondorengo merkatu batean kotizatu beharko du:* a) Merkatu bat zeinaren onarpen betekizunak araudi Espainiarraren antzekoak diran b) ETEen balioetan espezializaturiko merkatua c) EB-eko estatukideetan kokaturik egotea, beti ere estatukideak lankidetzaren hitzarmena sinatu badu kapitalen zurriztean aurka eta Espainiarekin zergapetze bikoitza ekiditen duena. Koefizientea jarduera soziala amiatzean bete beharko da

•*Dibertsifikazio koefizienteak*: Zuhurtzia finantziarioaren funtsezko irizpide gisa, arriskuen kontzentrazioa ekiditeko mugak jartzen dira. 16. artikulua arabera, AKEek ezingo dute bere aktibo konputagarriaren %25a enpresa bereberetan inbertitu inbertsioa egiteko unean, ezta %35a sozietate talde bereko sozietateetan, sozietate gisa MK.ko 42. artikulua oinarri gisa izanik.

¹⁵³ A.Madrid Parra (2014) *Op Cit* 22-24 orriak

- Sozietate Taldea AKErena edo bere kudeatzailearena bada hau %25era gutxitzen da, beti ere betekizun hauek ematen badira a) Estatutuek edo erregelamentuek hau aurreikustea b) Entitateak edo sozietate kudeatzaileak prozedura formal bat izatea interes gatazkak ekiditeko c)Informazio publikoan eta folletoetan taldean eginiko inbertsioak azaltzea.

- Xedapen askeko koefizientea:* Legearen 15.artikuluari jarraiki, gainontzeko %40a ahalko da mantendu a) Merkatu erregulatuetan edo sekundario antolatuetan negoziaturiko errenta finkoko balioetan b) AKEren sektorekoak ez diren enpresen kapitaleko partaidetzetan. c) Partaidetza maileguak e) Finantziazioa objektu nagusiaren edozein enpresari f) Sozietate autokudeatuen kasuan beraien kapitalaren %20a bere jarduera aurrera eramateko higiezinetan.

VIII.Arrisku-Kapitalak etorkizunean

*1.2015erako aurreikuspena:*¹⁵⁴ Oro har esan liteke sektorearengain hobekuntza bat aurreikusten dela ondorengo arrazoiengatik¹⁵⁵:

- Ingurugiro enpresarial eta instituzionala: Egoera esan beharra dago, Ingurugiroa inbertsioetarako begi hobetoekin ikusten dela inkestaturen aldetik. Arrazoiaren artean badira batzuk, baino garrantzitsuenak hiru dira. Alde batetik Ekonomia Espainiarraren hobetze espektatibek inbertsio eremu erakargarri bat egiten dute hau, hein berean Arrisku-Kapital sektoreetan inbertitzeko. Bestetik, azalduriko Business angels direlako ezusteko garapena da. Beste arrazoi garrantzitsua Fond-ICOren sorrera da. Finantziario bankarioari dagokionez, optimismo gehiago behatu liteke 2013ko inkestarekin alderatuz, hau kontuan izateko aldagai bat da izan ere bide honetatik enpresen lehen faseak finantziatu ohi izan dira eta.

- Funts Berrien harpidetza: 2014.urtean nabarmenki handitu da fundraising delakoa Espainian. Honek inkestaturen aurreikuspenak hobetu ditu 2015erako. Funts hauen harpidetza ahalbidetu duten eragile nagusia enpresa familiarretan inbertsioak burutzen dituzten enpresak dira (Family offices).

- Jarduera inbertsiogilea 2015: Hemen ere inkestaturek ekonomia Espainiarrean emandako hobekuntza azpimarratzen dute. Bestetik baliabide finantziarioen eskuragarritasuna de aukeren existentzia da. Aukera hauen identifikazioa gehien diote erabaki propioz eginikoak direla, hau da inbertsiogileak inbertituriko enpresa hautatzearen zergatia irizpide propioak erabiltzea da.

- Desinbertsioariko aukerak ere optimismoarekin hartu dira, izan ere inkestaturen gehiengoak sektorearen erronka garrantzitsua dela uste du. Direktibo gehien

¹⁵⁴ Etorkizunerako aurreikuspen gehiago Ernst & Young (2011)"*Global Venture Capital Insights and Trends Report*" <http://www.ey.com/GL/en/Services/Strategic-Growth-Markets/Global-venture-capital-insights-and-trends-report---The-future-of-venture-capital>

¹⁵⁵ KPMG (2014) "*Perspectivas Capital-Riesgo*" 20-25 orriak. <http://www.kpmg.com/ES/es/Actualidad/Novedades/Articulos/Publicaciones/Documents/perspectivas-capital-riesgo.pdf>

ustez desinbertsio mekanismo ohikoena sektore berdineko enpresa bati saltzea ikusten dute.

2.Arrisku Kapitalen erronkak: Bere garrantzia azaltzerako unean, ikusi dugu Arrisku Kapital entitateek enpresa berrien eraketan zeresan handia izan dezaketela. Hau honela izanik, hauek dira GEM¹⁵⁶ ikerketak arrisku kapital finantziarioaren erronkak perspektiba ezberdinetatik aipatzen ditu.

Ikerketaren ustetan sektore publikoak Arrisku-Kapital entitateen inbertsioak erraztu behar ditu, Frantzia, Erresuma batua zein Israel bezalako beste herrialde batzuetan arrakastatsuak izan diren formulak erabiliz. Formula hauen artean azpimarratu beharrekoa Funtzen funtsen eraketa da, inbertsiogile berriak erakartzeko helburuarekin. Ondoren inbertsiogile hauen funtsak eskuratzean, funts hauek lehen faseetan espezializaturik dauden arrisku kapital funts baten antzera funtzionatzeko. Zentzu honetan, 2013. urtean ICO bere AXIS AKEaren bidez, FOND-ICO funtsa eratu zuen 1.200 milioi euroko ondarearekin, honek helburu bezala kapital pribatua eskuratzeko efektu biderkatzailea du. Funtzionamendu aldetik, lizitazio publiko bidezko sistema baten bidez jardungo du. Arrisku-Kapital funts eta kudeatzailerik egokienak hautatuz. Hautaketarako irizpideak hauek dira¹⁵⁷

Bestetik kapital espezializatuaren existentzia funtsezkoa da atzerriko eragileak erakartzeko, izan ere hauen borondatea inbertitzeko esponenzialki handitzen da hau modu sindikatuan egin baliteke funts lokal batekin, honek gertutasuna eta ezagutza handiagoak dituelako. Adibide gisa azken urteotan, arrisku kapital eragile pribatu batzuen sare txiki bat eratzen joan da Espainian, non hauen filosofia seed eta start-up faseetara bideratzen den¹⁵⁸. Eragile hauek funts bat eratzea aurretiazko Business angels esperientziatik dator eta kasu askoetan sektore espezifikotan kapital espezializatua eskeintzen dute.

Korporazio handien interesa Start-up etan baliatu behar da gero eta gehiago dira funts korporatiboak eratzen dituzten enpresak, hauek sortu berriak diren enpresetan inbertitzeko eta beraien gaitasunak osatzeko (Berritasunetara iristea adib). Start-upek finantziario bide berri bat dute hemen. Finantziarioaz gain aipaturiko enpresek, beraien ekipamendu propioak eskeintzen dizkiete ideien eta proiektuen garapenerako. Proiektuak oso espezializatuak izaten dira eta oro har enpresaren jarduerarekin

¹⁵⁶ Global Entrepreneurship Monitor(2013) "*Informe GEM España 2013*" <http://www.gemconsortium.org/docs/download/3312> 129-131.orriak

¹⁵⁷ Informazio gehiago AXIS Grupo ICO <http://www.axispart.com/our-funds/fond-ico-global/selection-of-funds/?lang=en>

¹⁵⁸ Eragile hauek dira, Okuri Ventures, Cabiedes & Partner, Kibo Ventures, Inveready, Vitamina k, Nauta Capital edo Bullnet Capital.

loturiko proiektuak izaten dira.

Kapitalaren eskaerak asetzeko funtsezkoa da desinbertsio eta kotizatze aukerak eskaintzea. AEBekin alderatuz¹⁵⁹, Balioen merkatuen garapen murrizta dago, hau da enpresa txiki eta ertainek ez dute burtsan kotizatzen hasteko aukera handirik. Zentzu honetan 2008an MAB (Mercado Alternativo Bursatil) ren sorrera kontuan izan behar dugu, honen bidez ETEak kotizatzea ahalbidetzen da, desinbertsioa erraztuz. Hala ere emaitzak ez dira guztiz positiboak izan. Praktikan gehien erabiltzen diren desinbertsio metodoak beste inbertsio funts bati saltzea edo parteharturiko enpresaren partaideei saltzea izanik.

3. Ondorioak: Ondorio moduan nire ustetan, bilduriko informazio guztia kontuan izanik, ondorengo puntuak azpimaratuko nituzke etorkizuneko "Venture Capital" sektorea definitzeko:

- *Orohar ETEei bideraturikoa:* Funtzio publiko hauekin loturik eta sektoreak izan duen garapen historikoari erreparatuz, nik uste det langabeziari aurre egiteko, sektore berritzailez gain sektore oron egingo dira inbertsioak, batez ere enpresen lehen faseetan.

- *Finantziario murriztua:* Inbertsioa, sektore askoetara bideratuko denez, helbide asko egongo dira eta horrenbestez finantziarioa urria izango da, enpresaren lehen pausoak emateko nahikoa ez da izango, beharrezkoa eginez finantziario bide alternatiboak. Hein berean, enpresen lehen faseetan inbertitzea ez da oso erakargarria dakartzan arriskuengatik eta ez delako Private Equity operazioak bezain probetxugarria. Honen ondorio nagusiak bi dira lehena *finantziarioa lortzeko lehia handia*, enpresek baliabideen erabilpen efizienteago bat eginez eskuraturiko dirua ahalik eta gehien aprobetxatuz. Bigarrena *Finantziario partziala:* Finantziario bide honek ez ditu enpresak beharko dituen baliabide guztiak asetuko, beste bide batzuen beharrasortuz (Crowdfunding, Business Angels, Bankuak etab)

- *Heterogeneoa funtsen ikuspegitik:* Venture Capital sektoreak izan duen garapen historikoari, eta legegileak azken erreformetan hau definitu duen modua kontuan izanik, mota guztietako funtsen sorrera ahalbidetzen du esfortzuak mota guztietako jardueretara bideratuz, lehen faseetatik hasita (seed eta start-up) funts filantropikoetaraino. Zentzu honetan *Sektorean eskuhartze publiko indartsu bat emango da:* Fond-ICOren esperientzia ikusirik, eta SPRI rena euskadin, eta Europar Batasuneko Batzordeak finantziario bide honi emandako garrantzia dela eta, ondorengo urteetan eskuhartze publiko indartsuago batengatik nabarmenduko den sektore bat izango dugula, izan ere izan dezakeen funtzio publikoa dela eta gobernu ezberdinen helburu artean topatzen da.

¹⁵⁹ J.Álvarez, J.Invers G.Palacín eta J.Puigdemonges (2006) *Op.cit* 32.orria

IX. Balorazioa.

Lan honen azken epigrafe honetan, oro har lana egin bitartean entitate mota hauen eta inbertsio mota honen inguruan bururaturiko ideiak eta hausnarketak plasmaturiko dira. Honela puntu honen bidez jasoko alde batetik entitateen eta hauen eboluzioaren inguruko balorazio bat egingo da, bere erabilgarritasunaren hausnarketa bat eginaz eta bestetik sustatu beharko litzatekeen inbertsio eraentza azaldu.

Puntua hasteko, gogora ekarri behar dugu, askoetan merkatu ekonomiari kritika moduan leporaturiko esaldi bat "No hay capitalismo sin crisis". Honela testuinguru ekonomiko honen arauen baitan bizi nahi baldin badugu, funtsezkoa da onartzea, nahitanahiez ekonomia zikliko batean biziko garela. Uneoro errepikatuko den sistema gorabeheratsu honi aurre egiteko, beharrezkoa da ziklo hauek deuseztatu, edo gutxienez bere efektuak lausotuko dituzten neurriak sustatzea.

Neurri hauen adibide izan liteke Arrisku-Kapital inbertsioa, zeinaren bidez ekonomian beharrezko aurre egiteko egokia izan litekeen baliabidea izan daiteken, honek, adierazi dugun bezala ekonomian etorkizun handia izan dezaketen sektoreetako enpresa txiki eta ertainetan inbertituz. Honek ekonomia dinamizatuz eta horrenbestez arriskuak gutxituz, izan ere ekonomia baten garapen ekonomikoa sektore askoen gorabeheren esku uzten duelako, eta horrenbestez sektore hauetako baten porrotak ez du ekonomian izan dezakeen inpaktua gutxituz.

Helburua horrenbestez, Arrisku-Kapital inbertsiogileek lortu nahi dituzten mozkinen aratago, ekonomiaren dinamizazioa izan behar du, jarduera ekonomikoak uneoro berritzeko grina sustatuz ekonomia ahalik eta antiziklikoena izan dedin.

Hau esanda, zein da sektore publikoak izan duen portaera Arrisku-Kapital inbertsioari dagokionez? Irakurleak galdera honen erantzunaren zantzu bat izan dezan, esan behar dugu legegilearen jarduna praxi finantziarioa jarraitzea besterik ez dela izan, inolako jaramonik egin gabe sektoreak benetan dituen helburuei. Hauek dira modu laburrean azpimarratu ditzakegun puntuak sektore publikoari dagokionez:

I. Balioen Merkatuan kotizatzen duten enpresetan inbertitzea ahalbidetu da enpresak 12 hilabeteetan kotizatzeari uzten badio, honek enpresa txiki eta ertainetan eginiko inbertsioa jeitsiz eta enpresa kontsolidatuenetan inbertituz hauen orde. Enpresan behin inbertitu ondoren kotizatzen hasten bada inbertsioa baliozkoa da derrigorrezko koefizientean barneratuz.

II. Sozietateen Zergari dagokionez, pizgarri gutxi batzuk aplikatzen, lorturiko etekinaren %99ko salbuespena igaro gara, honek aurrekoarekin elkarlotuz Arrisku-Kapital inbertsioa distortsionatu eta gainera altxortegi publikoarentzat diru sarrera gutxiago suposatuz ogasunetik enpresara balio transferentzi bat emanez honen kaltetan.

Bi aldaketa hauek 2005. Urtean eman zirela jakinik, burura etorri behar zaigun hitza Desregulazioa da. Hau da sistema finantziarioak denborak aurrera egin ahala jasotako erregulazioa gero eta kaskarragoa dela. Nahiz eta legedia gero eta garatu eta sistematizatuago bat izan, honek mugak gero eta distortsionatuagoak ditu. Aldaketen ondorio nagusia Private Equity-an nabarmen diren Leveraged Buy Out operazioen gorakada eta hauek Arrisku-Kapital inbertsio gisa kontsideratzea ahalbidetu da. Hauek dira modu laburrean operazio hauek ekonomian eragin ditzakeen ondorioak

Hasiera batean, operazio hauen jatorria ez da kapitala kreditu baten bidezko zorra baizik. Honek enpresa eskuratua zorpetzea ekarriko du, honek epe luzean izan ditzakeen helburuak eta inbertsioak ezabatuz, erabakiak gero eta kontserbadoreagoak eginez eskuraturiko zorra kitzatze arren. Helburu berdinarekin, enpresa eskuratuak berregituraketa fase latz bat igarotzen dute (Kaleraketak, soldata jaitsierak eta enpresarentzat errentagarriak ez diren lantokien salmenta batez ere).

Era berean zorpetze honek balio transferentzi bat eratzen du merkatuaren eragile ezberdinetatik. Operazio honen lehenengo kaltetuak, operazioa burutu baino lehenago enpresa eskuratuarekiko kreditu eskubideak zituzten hartzekodunak dira, izan ere zorpetzeak hartzekodun hauek beraien kredituak aseturik ikustea zailtzen du.

Adierazi beharra dago, operazio hauengatik kaltetuak ikusten diren enpresak, urteen poderioz hartzekodunen konkurtso egoera batean erortzeko arriskuak areagotu egiten direla, honek modu generikoan ekonomiarentzako izan ditzakeen kalteak kontuan izanik.

Kalteturik suertatzen diren beste eragileen artean enpresaren langileak ditugu, hauen kaleraketen eta soldata jeitsieren ondorioz. Honengatik ere Estatuak kalteturik suertatzen da, langabezi prestazioak eta eman eta kotizazioen bidez gero eta diru gutxiago eskuratzen duelako.

Baino estatua gehien kaltetuko duena operazioa finantziatu duen bankuak bere kreditua ez kobratzea izango da, izan ere azken urteotan ikusi dugun bezala estatuak bankuekiko isilbidezko abal-emaile gisa funtzionatzen du, honek bere egoera

finantzieroa seriozki kaltetuz.

Kontestua hau dela jakinik, zein da estatuak izan behar duen funtzioa? Nire ustetan sustatu beharrekoa inbertsioa da, ez inbertsioen tipologia jakin bat zeren ikusi dugunez gero, inbertsio tipologia honen legezko kontzeptuaren aldaketa batek, izugarritzko kalteak eragin ditzake ekonomiarentzako.

Honela tipologia konplexu eta anitz baten eraketak, ez du helburu hau asetzen, nahiz eta hasiera batean logikoa izan sektoreak orain dela 40 urte ez zuelako orain duen izaera. Konplexutasunak, legea ulertzina egiteaz gain, irizpide bezala entitateek egiten dituzten inbertsioak dira (AKE-ETE, Ekimen Sozialeko Funt Europarrak etab). Honela praxiari erreparatuz kudeatzaile eta funts arteko ezberdintasunaz gain, gainontzeko tipologia ekidingarria da, izan ere inbertsio motak dira azken finean sustatu nahi direna.

Honela proposamen moduan, inbertsiorako funts Inbertsiorako Sozietate eta Inbertsio Funtsen Sozietate Kudeatzaileen artean ezberdinduko nukeen, hauek inbertsioak egiteko askatasuna izanik, ez Arrisku-Kapital sektorean baizik eta beste batzuetan ere, ondoren pizgarriak eta onurak egiten dituzten inbertsioen arabera eskeiniz eta ez entitateak duen tipologiaren arabera. Honekin lortuko zena hauxen izango zen:

I. Inbertsio motak egiteko askatasuna sozietate beraren izenpean eta horrenbestez entitateek askatasuna izango luketeen nahi izango dituzten inbertsioak egiteko, funtsen eraentza lege berdin batera sometituz eta horrenbestez errazagoa eta ziurragoa izanik legedi aplikagarria.

II. Pizgarriak egindako inbertsio motaren arabera aplikatzea: Izan ere legegileak, onura fiskalen bidez bilatu nahi duena, inbertsio mota batzuk sustatzea da, hauek ekonomiarentzako onuragarriak diren heinean. Honela inbertsio onuragarri hauek egiteari lagunduko zaio zuzenean, eta ez inbertsio hauek egin behar dituztenei zuzenean laguntzea, ondoren hauek egiten dituzten inbertsioak zeintzuk diren erreparatu gabe.

III. Leveraged Buy Out operazioak debekatzea hauek orden publikoaren aurkakoak izateagatik (KZren 1255.art).

Honela erantzun beharreko beste galdera bat entitate hauek finantziatu ahal dituzten enpresena da, izan ere AEBetan tradizio aldetik enpresa teknologikoak finantziatu dira, Europan aldiz mota guztietako enpresak beti ere txikiak eta ertainak diren heinean.

Aurrerapen gisa galdera honen erantzunerako Espainiar Konstituzioaren VIII Tituluaren hainbat artikuluez baliatuko gara.

Lehenik eta behin adierazi behar dugu estatuak ekonomiaren bidez lortu beharreko helburua langabezirik ez egotea dela (EK 40.1. art). Honen adibide gisa dugu ICO-ren bidez sorturiko funtsa ETEak finantziatzekoa. Honela dinamizazioa helburua dela jakinik, mota askotariko ETEetan inbertitzea baino zer hobe?

Bestetik EK-ren 130.1 artikulua ere plazaratu behar dugu, bertan estatuaren jarduera ekonomiako sektore guztiak berritzera bideratu behar duelaren adierazgarri gisa. Hau esanda argi dago estatuak interes publikoaren defentsan eta baita sektore pribatuak interes publikoan muga izanik, Arrisku-Kapital inbertsioa ekonomiako sektore guztietan jarduten duten Enpresa Txiki eta Ertainetara bideratzea posible dela eginiko interpretazioaren bidez.

Finantziatu litezkeen enpresez gain, desinbertsioa nola egin behar den, erantzun beharreko beste galdera bat da, hemen ere Espainiar Konstituzioko VIII Tituluko 129.2 artikulua kontuan izatea komenigarria da, kooperatiben sustatzaile gisa. Hau esanda argi dago, sektore publikoa gutxienez inbertsioak burutzen dituen enpresen partizipazioak desinbertitzeko, gomendagarria izango zela hauek enpresa bertako langileei saltzea, honek lanpostuak egotea bermatuko lukeelako (EK.ko 40.1 art) eta hauen ezean zuzendariei Management Buy Out bat izanik.

Hau honela lehengo urteko azaroaren 13an arrisku kapital jarduera sustatzeko aukera handi bat galdu zen Europar Batasuneko beste sektore batzuen mailan kokatzeko erregulazio zein zerga aldetik. Hauei, Industriak desinbertsio garaian koefizienteen malgutzerako proposaturiko hobekuntza teknikoen faltak legegilearen jaramonik eza adierazten du sektore honekiko, lanean behin baino gehiago esan dugun bezala enpresaritza sektorea dinamizatzeko aproposa.

LABURDURAK

AEB: Amerikako Estatu Batuak

AIFMD: Alternative Investment Funds Management Directive.

AKE: Arrisku Kapital Entitatea.

AKE-ETE: Arrisku Kapital Entitatea- Enpresa Txiki eta Ertaina

AKF: Arrisku Kapital Funtsa.

AKS: Arrisku Kapital Sozietatea.

ARD: American Research Corporation and Development Corporation

BIMBO: Buy- In Management Buy-Out.

CNMV: Comision Nacional del Mercado de Valores

DGFIA: Directiva de Gestores de Fondos de Inversion Alternativa.

EB: Europar Batasuna

ECR: Entidad de Capital-Riesgo.

ECR-PYME: Entidad de Capital-Riesgo Pequeña y Mediana Empresa

ELGA: Ekonomia Lankidetzarako Garapen Antolakundea (OCDE)

ESMA: European Markets and Securities Authority

EVCA: European Venture Capital Asociation.

FCR: Fondo de Capital-Riesgo.

FCRE: Fondos de Capital-Riesgo Europeos.

FESE: Fondos de Emprendimiento Social Europeos.

GEFE: Gizarte Ekimenerako Funtz Europarrak.

ICO: Instituto de Credito Oficial

IKIISK: Inbertsio Kolektibo Itxiko Instituzioen Sozietate Kudeatzailea.

IOSCO: International Organization of Securities Commissions

KZ: Kode Zibila

LBO: Leveraged Buy Out.

MAB: Mercado Alternativo Bursatil

MBN: Merkatu Balioen Batzorde Nazionala

MBI: Management Buy In.

MBO: Management Buy Out.

MiFID: Markets in Financial Instruments Directive

OICVM: Organismos de Inversion Colectiva en Valores Mobiliarios

OPA: Oferta Publica de Adquisicion

OPS: Oferta Publica de Suscripción

PE: Private Equity.

Start-Up: Sortu berri den enpresa

UCITS: Undertakings for the Collective Investment in Transferable Securities

VC: Venture Capital.

BIBLIOGRAFIA

- A.García Rodríguez (2013) "La directiva AIFMD y su transposición en España"
Actualidad Jurídica Uria-Menendez
<http://www.uria.com/documentos/publicaciones/3922/documento/ue1.pdf?id=4809>
- A.Madrid Parra (2014) "El capital-riesgo y la catalogación de la inversión colectiva conforme a la Ley 22/2014" Revista Derecho del Mercado de Valores, Nº 15, Sección Estudios, Segundo semestre de 2014, Ed. LA LEY
- A.Serrano Acitores (2012) *El sistema contractual de las adquisiciones apalancadas de empresas por operadores de capital riesgo* Madrid.
- A. O. Cámara Largo (2013) "Los Reglamentos 345/2013 y 346/2013, Sobre Fondos de Capital Riesgo Europeos y Fondos de Emprendimiento Social Europeos" *Actualidad Jurídica Uria Menéndez/ 35-2013*
<http://www.uria.com/documentos/publicaciones/3923/documento/ue2.pdf?id=4810>
- *AXIS Grupo ICO* <http://www.axispart.com/our-funds/fond-ico-global/selection-of-funds/?lang=en>
- Cuatrecasas Gonçaves Pereira (2011).- *Nota informativa sobre la Directiva 2011/61/UE*
http://www.cuatrecasas.com/media_repository/docs/esp/notamonograficagestor esdefondosdeinversioncolectiva_879.pdf

- Cuatrecasas, Gonçalves-Pereira (2014) *Nota monografica sobre la ley 22/2014* http://www.cuatrecasas.com/media_repository/docs/esp/flipbook/Nota_Monografica_Ley_22_12_Noviembre_2014/assets/common/downloads/publication.pdf
- D. A.Mazaira Font A.Guilanya Mercade (2005) *Un repaso a la historia del Capital Riesgo y una mirada hacia su futuro a partir de su funcionamiento y agentes protagonistas.*
- Ernst & Young (2011) "Global Venture Capital Insights and Trends Report" [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Global_venture_capital_insights_and_trends_2014/\\$FILE/EY_Global_VC_insights_and_trends_report_2014.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Global_venture_capital_insights_and_trends_2014/$FILE/EY_Global_VC_insights_and_trends_report_2014.pdf)
- F. Alcala Olid(1995) *El capital riesgo en España: Análisis del procedimiento de actuación*, Madrid,
- F.J.Bauzá Moré (1994) *.Las Sociedades de Capital-Riesgo". Derecho del Mercado Financiero. Tomo I. Entidades del Mercado Financiero Primera Edición.*
- Frontier Economics Europe (2013) *Exploring the impact of private equity on economic growth in Europe* (London) <https://www.evca.eu/media/12929/Frontier-Economics-Report.pdf>
- Global Entrepreneurship Monitor (2013) "Informe GEM España 2013" <http://www.gem-spain.com/wp-content/uploads/2015/03/Informes%202013/GEM2013.pdf>
- I.Erlaiz y C.Fernandez-Loeches *Principales novedades de la Ley 22/2014, de 12 de noviembre, respecto a las entidades de capital-riesgo, las denominadas <<otras entidades de inversion colectiva de tipo cerrado>> y sus sociedades gestoras.* <http://www.gomezacebo-pombo.com/media/k2/attachments/principales-novedades-de-la-ley-22-2014-de-12-de-noviembre-respecto-a-las-entidades-de-capital-riesgo-las-denominadas-otras-entidades-de-inversion-colectiva-de-tipo-cerrado-y-sus-sociedades-gestoras.pdf>
- J.Álvarez, J.Invers G.Palacín eta J.Puigdengoles (2006) *El Capital Riesgo: analisis de su industria* Universidad Pompeu Fabra (Barcelona) http://www.idec.upf.edu/documents/mmf/06_10_capital_riesgo.pdf
- J.Canta Diaz de Guereñu (2014) *Ley 22/2014, más sombras que luces para el Capital Riesgo Español LA LEY Mercantil, N°8, Seccion Editorial, Noviembre 2014, Ed. LA LEY*
- J. Fernandez Alen (2014) *La Ley 22/2014 de entidades de capital-riesgo, entidades de inversion colectiva de tipo cerrado y sus sociedades gestoras. Revista de Derecho Bancario y Bursatil N°136.*
- J.Haro Perez (1992) *Consideraciones en torno al capital riesgo en EEUU y Francia.*
- J.Iglesias Prada(1990) *Nuevas Entidades Figuras Contractuales Y Garantías En El Mercado Financiero*, Madrid,
- J.M. Alvarez Arjona eta I. Erlaiz Cotelos *Capital Riesgo* (2006) (*Private Equity*).

Aspectos regulatorios, mercantiles, financieros, fiscales y laborales”, Ed. Thomson Aranzadi.

- J. Tortuero,(2007) “Las entidades de capital riesgo, sus operaciones típicas y la prohibición de asistencia financiera”, *Revista Española de Capital Riesgo*, 2.znbkia.
- J. Ybáñez Rubio, M. López-Brea Prous, J. I. González de Eugenio y M. D. Malpica Cirujano (2007) *Regimen juridico de las IIC en la actualidad "Medio Siglo de inversión colectiva en España"* Madrid <http://www.inverco.es/archivosdb/medio-siglo-de-inversion-colectiva-en-espaa.pdf>
- KPMG(2014) "Perspectivas Capital-Riesgo 2014" 2ª Edicion Diciembre 2014 <http://www.kpmg.com/ES/es/ActualidadNovedades/ArticulosyPublicaciones/Documentos/perspectivas-capital-riesgo.pdf>
- L.J. Cortes (2007), "Inversión Colectiva, Titulización de activos financieros. Capital Riesgo", *Curso de Derecho Mercantil II*, R.Uria eta A. Menendez.eko koordinatua, Thompson Civitas, Cizur Menor (Navarra).
- Lopez Lubían, F.J.,(2007)" *Algunas claves sobre capital privado (<<private equity>>)*", *Revista Española de Capital Riesgo*, numero 1
- M. Aparicio González (2014) "Nuevo régimen de las entidades de capital-riesgo (Ley 22/2014)" Gomez Acebo-Pombo. <http://www.gomezacebo-pombo.com/media/k2/attachments/nuevo-regimen-de-las-entidades-de-capital-riesgo-ley-22-2014.pdf>
- M.de la Morena y P.Gurrea (2014) Nuevo régimen jurídico de las entidades de capital riesgo y la nueva figura de las entidades de inversión colectiva de tipo cerrado. *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, n15º, Sección Mercados y Praxis Negocial,.
- M.García Mandaloniz(2006) "Un billete de ida y otro de vuelta para el capital riesgo. Un viaje a partir de la nueva Ley española reguladora de las entidades de capital riesgo y sus entidades gestoras."
- M.Seco Benedicto(2008) "Capital Riesgo y financiación de PYMES" Colección EOI Empresas http://api.eoi.es/api_v1_dev.php/fedora/asset/eoi:12130/componente12129.pdf
- *Reglamento (UE) nº 345/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 17 de abril de 2013, sobre los fondos de capital riesgo europeos. La Ley Unión Europea 25 de Abr. 2013, Ed. LA LEY*
- R.Lara Gonzalez (2000) *Aspectos societarios de las entidades de capital riesgo*.
- R. Otxoa Errarte, I. Altzelai Uliondo y J.M.Velazquez (2010) *Pyme y crisis economica Respuestas normativas de la UE*.
- R.Pala Laguna (2009) Hedge Funds y otros FIAS: Primeras propuestas normativas respecto a sus gestoras, a nivel europeo *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, Nº5, Sección Crónica del Mercado de Valores,, Ed. La Ley.

- S. Álvarez Royo-Villanova (2013) *Capital Riesgo, Private Equity y LBOS: Crisi financiera y necesidad de un cambio de modelo*. *Revista de Derecho del Mercado de Valores, N° 13, Sección Estudios*, Editorial LA LEY
-
- *Sociedades y fondos de capital-riesgo (2014) (art. 50 LIS) CISS Fiscal*
http://cissfiscal.ciss.es/Content/Documento.aspx?params=H4sIAAAAAAAAAEAO29B2AcSZYIji9tynt_SvVK1-B0oQiAYBMk2JBAEOzBiM3mkuwdaUcjKasggcplVmVdZhZAzO2dvPfee--999577733ujudTif33_8_XGZkAWz2zkrayZ4hgKrlHz9-fB8_In7ROq-v3-Tv2s9OI20xy2Z588k0WxVtVn5SF3lzUX1S5xfFII9-0tbFZN1mdVH9wuZ6WS2vF5-9qdf5L2yzSfPZ7s7O7_5giv_v0v_v0f_36P_79P_7vzCbtuusfFpNP9vF78VI_iab0O9tRb28ypvP9nYf_MKqnuX1k-vPdn5hM6-uXmSXxUXWFtXySVZLN8Vs9tnTNzv07O482Nk7-IWXed1Qg89-srjll23-C-fFxfw5_b-V9lnTFM1JVX629wubPKun85fZRf7Z2bKYftU4a1bvfmG5fEtlveYvtY_mqyWh12SI_-m0pD-eZm1-kpX5cqYI_T9udEaiOgEAAA==WKE
- *WebCapitalRiesgo(2015)*<https://www.webcapitalriesgo.com/dos.php?activo=L5#>