

Las financiaciones puente a entidades de capital riesgo para financiar un *capital call*

Ander Valverde González-Morejón

Socio de Pérez-Llorca

DEPARTAMENTO DE DERECHO BANCARIO Y
FINANCIERO

I.	Planteamiento de la cuestión	104
II.	La estructura típica de las entidades de capital de riesgo	105
	1. Cuestiones generales	105
	2. Los fondos de capital riesgo	106
	3. Las sociedades de capital riesgo	106
III.	Posibilidad y limitaciones de endeudamiento de las entidades de capital de riesgo	106
IV.	La estructura típica de las financiaciones puente a entidades de capital de riesgo	108
	1. La estructura clásica anglosajona	108
	2. La implementación en España	109
V.	La ley aplicable a las prendas de derechos de crédito y la posibilidad de establecer un recurso adicional frente a los inversores	109
VI.	Los eventuales motivos de oposición a efectuar el <i>capital call</i> por parte del inversor	111
VII.	El eventual derecho de compensación del inversor	112
VIII.	Conclusión	113

Índice/



Resumen: A través de las financiaciones puente a entidades de capital riesgo, los financiadores suscriben con la entidad de capital riesgo una línea de crédito de la que esta puede disponer, una o sucesivas veces, con el objeto de adelantar los *capital calls* de inversores. Las garantías de repago de esta financiación son los derechos de crédito que la entidad de crédito ostenta contra cada uno de los inversores, derivados de las aportaciones comprometidas y no desembolsadas.

Esta estructura de financiación es común en las operaciones de adquisición y financiación anglosajonas. Sin embargo, a fecha de hoy, es más infrecuente en España. Nuestra opinión es que el ordenamiento jurídico español ofrece un marco sólido para permitir que esta estructura de financiación se implemente en España de acuerdo con un esquema similar al anglosajón y con garantías análogas a las existentes en Inglaterra y Estados Unidos.

Abstract: Capital call bridge financings are granted to private equity funds so that these funds can bridge the period of time between when the capital call requests are made and when the investors deliver the committed funds. The payment guarantee in such financings is the credit rights that the private equity firm holds against the investors in respect of uncalled capital commitments.

This financing structure is used frequently in leveraged and acquisition financings in England and the United States. However, these structures are not currently common in Spain. Our opinion is that the Spanish legal system provides a sound legal framework that would enable the implementation of capital call bridge financings with similar security to those implemented in England and the United States.



Palabras clave: Financiación puente, *capital call*, entidades de capital riesgo, garantías.

Key words: Capital call bridge financings, private equity firms, security interests.

Las financiaciones puente a entidades de capital riesgo para financiar un *capital call*

I. Planteamiento de la cuestión

En una estructura clásica de adquisición de empresa por parte de una entidad de capital riesgo, y de la consecuente suscripción de la financiación relativa a la adquisición, la entidad de capital riesgo debe resolver un obstáculo temporal para que la sociedad vehículo a través de la cual se instrumenta la inversión pague –en la correspondiente fecha de pago– el precio en los términos del contrato de compraventa.

Por un lado, en la referida fecha de pago, la sociedad vehículo suscribe la financiación, a través de la cual, apalanca la inversión. Por otro lado, como condición precedente o simultánea a la concesión de la financiación, la entidad de capital riesgo debe aportar fondos propios –mediante capital y/o deuda subordinada– de forma que, a través de estos, la sociedad vehículo abone parcialmente el precio de compra junto con los fondos que obtiene del tramo de adquisición de la financiación.

La aportación de fondos propios por parte de la entidad de capital riesgo a la sociedad vehículo no puede realizarse de forma inmediata porque la entidad de capital riesgo carece, con carácter permanente, de tales fondos. La aportación exige que, previamente, el gestor de la entidad de capital riesgo haya cursado un *capital call* a los inversores que han comprometido aportaciones a la entidad de capital riesgo a cambio de su participación en la misma.

La solicitud del *capital call* debe enviarse con el preaviso mínimo acordado entre la gestora del fondo y los inversores en los documentos constitutivos de la entidad de capital riesgo. El plazo del preaviso puede ser relativamente amplio. Esto significa que, con antelación suficiente a la fecha tentativa de firma de los documentos de compraventa y de los documentos de financiación –que generalmente se suscriben en unidad de acto–, el gestor debe requerir a los inversores el desembolso de los fondos que han comprometido.

¿Qué sucede si la firma de la operación no se materializa una vez se han cursado los *capital calls*? ¿Qué sucede si alguno de los inversores incumple su obligación de desembolso y, en la fecha de pago del precio de la financiación, faltan fondos propios?

La existencia de un ámbito temporal relativamente amplio entre la fecha de solicitud del *capital call* y la fecha de entrega por parte de los inversores presenta riesgos de diversa naturaleza para la entidad de capital riesgo, que su gestor

puede mitigar a través de las denominadas *capital call bridge financings* o financiaciones puente.

A través de estas financiaciones, uno o varios financiadores –bancos o fondos de deuda (*direct lenders*)– suscriben con la entidad de capital riesgo una línea de crédito de la que esta puede disponer una o sucesivas veces con el objeto de adelantar los *capital calls* de inversores.

De esta forma, el dinero que la entidad de capital riesgo aporta a la sociedad vehículo como fondos propios proviene de la financiación puente. Las garantías de repago de esta financiación son los derechos de crédito que la entidad de crédito ostenta contra cada uno de los inversores, derivados de las aportaciones comprometidas y no desembolsadas.

En consecuencia, la financiación puente soluciona el obstáculo temporal y, además, permite al gestor trasladar al financiador el riesgo de incumplimiento de entrega de las aportaciones de los inversores.

Esta estructura de financiación es común en las operaciones de adquisición y financiación anglosajonas. Sin embargo, a fecha de hoy, es más infrecuente en España.

La pregunta que nos planteamos consiste en determinar si el ordenamiento jurídico español ofrece un marco sólido para permitir que esta estructura de financiación se implemente en España de acuerdo con un esquema similar al anglosajón y con garantías análogas a las existentes en Inglaterra y Estados Unidos. La respuesta, en nuestra opinión, es afirmativa.

II. La estructura típica de las entidades de capital de riesgo

1. Cuestiones generales

En España, las entidades de capital riesgo constituyen entidades reguladas y sujetas a supervisión de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. La legislación española –en particular la Ley 22/2014, de 12 de noviembre, por la que se regulan las entidades de capital-riesgo (la “**Ley de Entidades de Capital Riesgo**”), y su normativa de desarrollo–, prevé un régimen especial que establece, entre otras cuestiones, el tipo de entidades que pueden constituirse y su régimen jurídico, las actividades y el régimen de inversiones que estas pueden llevar a cabo, así como las condiciones de ejercicio de la actividad.

En este sentido, la ley prevé que puedan constituirse dos tipos de entidades de capital riesgo, en particular los fondos de capital riesgo y las sociedades de capital riesgo. A continuación se describe sucintamente cada una de estas figuras.

2. Los fondos de capital riesgo

Los fondos de capital riesgo no tienen personalidad jurídica propia y su patrimonio pertenece a los inversores o partícipes. El patrimonio de los fondos de capital riesgo está compuesto por las aportaciones que realizan los partícipes, a cambio de las cuales reciben participaciones en el fondo.

Los fondos de capital riesgo tienen que estar obligatoriamente gestionados por una sociedad gestora.

Cada partícipe es responsable de hasta un importe equivalente al valor/importe de su contribución comprometida al fondo. Además, por lo general, cada uno de los partícipes responde de manera mancomunada, no siendo posible exigir al resto de los partícipes el importe de la aportación que le pueda corresponder a un partícipe incumplidor.

3. Las sociedades de capital riesgo

Las sociedades de capital riesgo constituyen sociedades anónimas especiales y, como tales, están sujetas a la Ley de Entidades de Capital Riesgo y a la Ley de Sociedades de Capital. En consecuencia, las sociedades de capital riesgo tienen personalidad jurídica propia.

Las sociedades de capital riesgo pueden estar autogestionadas por su propio órgano de administración o, alternativamente, pueden estar gestionadas por una sociedad gestora de entidades de capital riesgo. Por lo general, las sociedades de capital riesgo están gestionadas por una sociedad gestora independiente.

Las aportaciones de los accionistas pueden consistir en efectivo o en activos (por ejemplo, valores negociables, instrumentos financieros o préstamos participativos a sociedades en cuyo capital participe la sociedad de capital riesgo). La responsabilidad de los accionistas queda limitada al capital social aportado.

III. Posibilidad y limitaciones de endeudamiento de las entidades de capital de riesgo

Las entidades de capital riesgo tienen la capacidad de endeudarse. En este sentido, la Ley de Entidades de Capital Riesgo establece que los documentos constitutivos de la entidad deben establecer el nivel máximo de apalancamiento de la entidad. Al establecer este límite, la sociedad gestora de la entidad debe tener en cuenta, entre otras circunstancias, la estrategia de inversión de la entidad, las fuentes de financiación, la interconexión con acreedores significativos que pueda implicar un riesgo sistémico, el colateral susceptible de ser ofrecido como garantía y la proporción entre activos y pasivos de la entidad.

Asimismo, la capacidad de endeudamiento de las entidades de capital riesgo está sujeta a las restricciones que prevé el Reglamento de la Unión Europea número 231/2013, de 19 de diciembre de 2012, por el que se complementa la Directiva 2011/61/UE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo referente a las exenciones, las condiciones generales de ejercicio de la actividad, los depositarios, el apalancamiento, la transparencia y la supervisión. Este reglamento, que tiene eficacia directa en España, no establece un “número mágico” en cuanto a apalancamiento máximo. Se limita a recoger normas generales a las cuales debe atenerse la gestora de la entidad al fijar la política de endeudamiento y otorga amplio margen de discrecionalidad a los reguladores locales para establecer restricciones específicas.

Por ello, la capacidad de endeudamiento de cada entidad de capital riesgo debe analizarse caso por caso por el financiador en el contexto de un proceso de revisión legal previo.

Los inversores y la Comisión Nacional del Mercado de Valores deben ser periódicamente informados del nivel de endeudamiento de la entidad de capital riesgo y de su política de apalancamiento. La Comisión Nacional del Mercado de Valores tiene la facultad de supervisar el nivel de endeudamiento de las entidades de capital riesgo y puede, en última instancia, establecer restricciones específicas a determinadas entidades en caso de ser necesarias para evitar el riesgo sistémico y mitigar eventuales rupturas de mercado.

Las limitaciones específicas al endeudamiento de cada entidad de capital riesgo se contienen, por lo general, en el Reglamento de Gestión de la entidad y, en el caso de sociedades de capital riesgo, en sus estatutos sociales. Tales limitaciones deben examinarse caso por caso y dependen de la naturaleza de las inversiones de cada entidad y de su perfil inversor.

En conclusión, antes de prestar dinero a una entidad de capital riesgo debe llevarse a cabo una revisión exhaustiva de los documentos constitutivos de la entidad para determinar si la línea de financiación propuesta está comprendida dentro de los límites de endeudamiento de la entidad.

IV. La estructura típica de las financiaciones puente a entidades de capital de riesgo

1. La estructura clásica anglosajona

La estructura clásica anglosajona de financiación puente a una entidad de capital riesgo incluye como documento principal un contrato de línea de crédito de naturaleza circulante (*revolving*) susceptible de sucesivas disposiciones durante un plazo de disposición que, por lo general, coincide con el periodo de inversión establecido en los documentos constitutivos de la entidad de capital riesgo.

La finalidad de esta línea de crédito consiste en adelantar (“puentear”) las contribuciones comprometidas y no desembolsadas de los inversores de la entidad de capital riesgo. De esta forma, en el momento en el cual la entidad de capital riesgo pretenda acometer una compra de empresa a través de la correspondiente sociedad vehículo, puede suscribir la correspondiente financiación de adquisición y, simultáneamente, aportar a la sociedad vehículo el importe de fondos propios, los cuales se fondean en primera instancia a través de la financiación puente suscrita por la entidad de capital riesgo.

Posteriormente, una vez los partícipes desembolsan las aportaciones correspondientes a la inversión que acaba de llevarse a cabo, la entidad destina tales aportaciones a reducir la línea de crédito puente de la que previamente se ha dispuesto. Esto permite a la entidad de capital riesgo solucionar el obstáculo temporal planteado por el preaviso mínimo y permite gestionar adecuadamente el cierre financiero de la adquisición de empresa.

Las garantías de la financiación puente consisten en: (i) una prenda de primer rango sobre las aportaciones comprometidas y no desembolsadas por los inversores; (ii) la cesión (*assignment*) al financiador de todos los derechos del gestor de la entidad de capital riesgo frente a los partícipes de la entidad; y (iii) una prenda de primer rango sobre las cuentas bancarias de la entidad de capital riesgo, en particular, aquellas en las cuales los inversores deban desembolsar sus aportaciones.

Entre estas garantías destaca la cesión (*assignment*) al financiador de todos los derechos del gestor de la entidad de capital riesgo frente a los partícipes de la entidad. Entre tales derechos destacan el derecho a cursar los *capital call* y el derecho a reclamar el pago de los mismos a cada partícipe, así como, en general, el derecho a todas las acciones y reclamaciones a las que pudiera tener derecho el gestor de la entidad de capital riesgo frente a los inversores.

Esta cesión de derechos se refuerza en virtud de un poder irrevocable otorgado por el gestor de la entidad a favor del financiador, en virtud del cual, el gestor apodera al financiador para que, en nombre y representación del gestor, pueda realizar solicitudes de aportación de capital a los inversores (*capital call requests*), llevar a cabo acciones tendentes a reclamar el pago de tales aportaciones, tanto extrajudicial como judicialmente, e incluso la facultad de emitir participaciones de la entidad, de forma que estas puedan entregarse a los partícipes a cambio de la aportación de capital requerida.

Finalmente, es habitual que el financiador centralice la gestión de tesorería de la entidad de capital riesgo en cuentas bancarias abiertas en el financiador. Estas cuentas quedan pignoradas en virtud de derechos reales de prenda otorgados, en el caso de financiaciones sujetas a Derecho inglés, al amparo del régimen especial de colateral financiero derivado de la Directiva 2002/47/CE del Parlamento europeo y del Consejo de 6 de junio de 2002 sobre acuerdos de garantía financiera ("*Financial Collateral Directive*").

2. La implementación en España

Nuestra opinión es que la estructura anglosajona puede implementarse en gran medida en España. Como matiz, en nuestro país aplican ciertas limitaciones respecto de la posible cesión general de derechos del gestor de la entidad de capital riesgo al financiador.

En efecto, en España, esta cesión general de derechos queda limitada por restricciones relativas a la naturaleza de entidad regulada de la sociedad gestora de entidades de capital riesgo y a la circunstancia de que, en virtud de la Ley de Sociedades de Capital Riesgo, las sociedades gestoras pueden delegar en terceros prácticamente todas sus funciones excepto aquellas que por su naturaleza sean esenciales.

Por lo demás, el paquete de garantías en España es asimilable al anglosajón en términos de solidez y protección.

V. La ley aplicable a las prendas de derechos de crédito y la posibilidad de establecer un recurso adicional frente a los inversores

En España rige el principio de "*lex rei sitae*" en virtud del cual la ley aplicable a los derechos reales es aquella del lugar en el que esté situado el bien dado en garantía. Esto significa que, si un bien está situado en España, una garantía real sobre tal bien (por ejemplo, una prenda) debe sujetarse a la ley española y

la ejecución de la garantía debe seguirse ante la jurisdicción de los tribunales españoles.

Lo anterior es una regla sencilla que es fácil de aplicar en el caso de bienes inmuebles o bienes muebles tangibles y corporales. Sin embargo, surgen complejidades de aplicación e interpretación cuando el bien dado en garantía tiene naturaleza incorporal, como en el caso de los derechos de crédito de una entidad de capital riesgo frente a los inversores. Así, ¿dónde está situado el derecho de crédito en este caso?

La legislación española no establece una regla específica que determine dónde debe entenderse situado un derecho de crédito. La jurisprudencia tampoco establece un criterio uniforme en este sentido. En consecuencia, debemos acudir a la opinión de la doctrina y esta, lamentablemente, no es unánime.

Existen cuatro posibilidades.

- En primer lugar, someter la prenda de derechos de crédito a la ley del domicilio del deudor cedido, es decir, del deudor frente al cual se tiene el derecho de crédito que se pignora (la ley del domicilio del inversor).
- En segundo lugar, someter la prenda de derechos de crédito a la ley del domicilio del acreedor pignoraticio (la ley del domicilio del financiador).
- En tercer lugar, someter la prenda de derechos de crédito a la ley del domicilio del pignorante (la ley del domicilio de la entidad de capital riesgo).
- En cuarto lugar, someter la prenda a la ley a la que esté sujeta el contrato del que deriva el derecho de crédito pignorado (la ley aplicable a los documentos constitutivos de la entidad de capital riesgo –entre otros, el acuerdo de inversión– en los que se establezca el régimen de responsabilidad de los inversores).

En nuestra opinión, las cuatro opciones son válidas y creemos que lo importante es acudir a la ley del lugar que presente más puntos de conexión desde un punto de vista de derecho internacional privado y, lo que es más importante –y con independencia de la ley escogida–, lo esencial es cumplir con todos los requisitos de constitución que apliquen en las jurisdicciones involucradas. Por ejemplo, en el caso de España, cumplir con el requisito de traslado posesorio consistente en notificar al deudor cedido la constitución de la prenda.

Explicamos todo lo anterior por lo siguiente. Ya que existe la posibilidad de elegir cualquiera de las leyes anteriormente mencionadas a la hora de constituir el derecho real de prenda, en aquellos casos en los cuales los partícipes de la entidad de capital riesgo sean de una nacionalidad diferente a la española –es frecuente que los inversores participen en la entidad de capital riesgo a través

de estructuras luxemburguesas– la posición más garantista para el financiador es establecer un mecanismo de pluralidad de prendas.

En este sentido, además de constituirse un paquete de garantías sujeto a Derecho español –ya que aplicarían varios puntos de conexión con España, por ejemplo el domicilio del pignorante, el domicilio del acreedor pignoraticio y la ley aplicable al contrato del que derive el crédito pignorado–, podría otorgarse una prenda adicional sujeta a la ley del país del domicilio de los inversores, cuando estos no sean españoles.

Si se implementa este sistema de pluralidad de prendas –que evidentemente no siempre está justificado, ya que implica un coste adicional que debe valorarse caso por caso, aplicando un análisis coste-beneficio y un ejercicio de ponderación de los riesgos–, en caso de que un inversor en particular incumpla su obligación de desembolsar su aportación comprometida, o en caso de que incumpla cualquier otra obligación de pago, el financiador podrá dirigirse contra el inversor tanto ante los tribunales españoles como ante los tribunales del país en el cual esté domiciliado el inversor.

VI. Los eventuales motivos de oposición a efectuar el *capital call* por parte del inversor

Una pregunta habitual que se plantean los financiadores en el contexto de este tipo de operaciones consiste en los motivos que los inversores podrían invocar para oponerse al desembolso de la aportación. En este sentido, existen ciertas circunstancias con base en las cuales un partícipe de una entidad de capital riesgo puede negarse a realizar el desembolso de fondos que le corresponde, si bien existen acciones de mitigación sólidas que permiten reducir el riesgo, tal y como se indica a continuación.

En primer lugar, un inversor puede oponerse a desembolsar la aportación comprometida si el importe del desembolso que se le solicita es superior al importe del compromiso asumido en los documentos de constitución de la entidad de capital riesgo. Este riesgo puede mitigarse contractualmente en el contrato de financiación, exigiéndose como condición de disposición la acreditación documental de que los *capital calls* que van a efectuarse están comprendidos dentro de los importes comprometidos –y no desembolsados a fecha de disposición– por los inversores.

En segundo lugar, podría argumentarse que un inversor puede oponerse a desembolsar la aportación comprometida si el desembolso solicitado es para realizar una inversión que no es consistente con la política de inversión de la entidad de capital riesgo prevista en sus documentos de constitución. Este riesgo puede mitigarse en el contrato de financiación, exigiéndose como condición de disposición la acreditación documental de que la inversión que pretende

efectuar la entidad de capital riesgo es acorde con el perfil inversor establecido en los documentos constitutivos.

Asimismo, debe tenerse en cuenta que los documentos constitutivos de las entidades de capital riesgo generalmente prevén la responsabilidad de los partícipes respecto del pasivo asumido por la entidad, todo ello hasta el límite de la aportación comprometida. Por tanto, la entidad, o incluso el financiador, –vía poder irrevocable, en caso de ser necesario– podrían cursar un *capital call* cuyo objeto no tendría que ser necesariamente el fondo de una inversión sino simplemente atender las obligaciones contraídas por la entidad de capital riesgo de acuerdo con la política de endeudamiento reflejada en los documentos constitutivos y aceptada por los partícipes como consecuencia de su suscripción.

VII. El eventual derecho de compensación del inversor

En caso de que la entidad de capital riesgo tenga deudas frente a sus partícipes estos podrían invocar el régimen legal de compensación. Las principales deudas que puede tener una entidad de capital riesgo frente a sus partícipes se derivan de las distribuciones que la entidad de capital riesgo debe realizar a los partícipes.

La práctica de mercado habitual es que las distribuciones a los partícipes no puedan realizarse ni exigirse hasta que no haya finalizado el periodo de inversión de capital riesgo. En consecuencia, en la medida en que el referido periodo de inversión no haya finalizado (esto tendría que confirmarse mediante un ejercicio exhaustivo de *due diligence*) la entidad de capital riesgo no tendría la obligación de realizar distribuciones. En consecuencia, no habría un importe líquido, vencido y exigible susceptible de compensación.

Para mitigar este riesgo es recomendable, además de realizar una *due diligence* de los documentos de constitución de la entidad de capital riesgo, para comprobar la regulación del eventual derecho de compensación, que:

- (a) en el contrato de financiación, la entidad de capital riesgo (actuando a través de su sociedad gestora) realice una declaración a favor de los financiadores estipulando que la entidad de capital riesgo no tiene ninguna deuda frente a los partícipes que pueda ser objeto de compensación; y que
- (b) en la notificación que se remita a los partícipes informándoles de la constitución de las prendas, se solicite la renuncia de los partícipes a cualquier derecho de compensación que puedan ostentar frente a la entidad de capital riesgo. La aceptación de esta renuncia puede plantearse como una condición de disposición de los fondos de la financiación.

VIII. Conclusión

A través de las financiaciones puente a entidades de capital riesgo, uno o varios financiadores suscriben con la entidad de capital riesgo una línea de crédito de la que esta puede disponer, una o sucesivas veces, con el objeto de adelantar los *capital calls* de inversores. Las garantías de repago de esta financiación son los derechos de crédito que la entidad de crédito ostenta contra cada uno de los inversores, derivados de las aportaciones comprometidas y no desembolsadas.

Esta estructura de financiación es común en las operaciones de adquisición y financiación anglosajonas. Sin embargo, a fecha de hoy, es más infrecuente en España. Nuestra opinión es que el ordenamiento jurídico español ofrece un marco sólido para permitir que esta estructura de financiación se implemente en España de acuerdo con un esquema similar al anglosajón y con garantías análogas a las existentes en Inglaterra y Estados Unidos.