

COLEGIO UNIVERSITARIO DE ESTUDIOS FINANCIEROS (CUNEF)

DOBLE GRADO EN DERECHO Y ADE

Trabajo Fin de GRADO



La Situación del Capital Privado en España

Autor: José Luis Hazas Fernández-cid

Tutor: Carlos Ocaña

Madrid, enero de 2019

ÍNDICE

Índice de Abreviaturas

1. Introducción	5
2. El Capital Privado	7
2.1 Concepto y Tipos de Inversión en Capital Privado	7
2.2 Tipos de Entidades de Capital Riesgo	9
2.2.1 Sociedades de Capital Riesgo	9
2.2.1 Fondos de Capital Riesgo	10
2.3 Fases del Capital Privado	10
2.2.1 La Captación de Fondos	10
2.2.1 La Inversión	11
2.2.1 Creación de Valor y Desinversión	12
3. La Evolución del Capital Privado	14
3.1 Historia del Capital Privado en España	14
3.1.1 Nacimiento e Inicios del Capital Privado en España	14
3.1.2 El Desarrollo y Consolidación del Sector (2000-2008).....	14
3.1.3 La Crisis Económica y la Evolución Reciente (2008-2018).....	16
3.2 El Momento actual del Capital Privado	17
3.1.1 Captación de Fondos	18
3.1.2 Inversión	19
3.1.3 Desinversión	21
4. Factores que Afectan al Desarrollo del Sector	23
4.1 Introducción.....	23
4.2 Factores Generales	23
4.3 Factores que Afectan a la Captación de Fondos	25
4.3.1 Los Rendimientos del Capital Privado	25

4.3.2 Entorno legal y fiscal que proteja al inversor	26
4.4 Factores que Afectan a la Inversión	26
5. Regimen Fiscal e Incentivos: Las Principales Diferencias en la Regulación del Capital Privado	28
5.1 Régimen Fiscal y Regulatorio en España	28
5.2 Diferencias en la Regulación del Capital Privado	29
5.2.1 El Tratamiento Fiscal del retorno adicional a la inversión (<i>Carried Interest</i>) y su Tratamiento en otros países de la UE	30
5.2.2 Regulación de la figura del Fondo de Capital-Riesgo (FCR)	32
5.2.3 Régimen Fiscal de los Fondos de Pensiones y de Empleo	34
6. Conclusiones.....	36
Bibliografía	
Índice de Gráficos	

ÍNDICE DE ABREVIATURAS

- Asociación Española de Capital, Crecimiento e Inversión: ASCRI
- Comisión Nacional del Mercado de Valores: CNMV
- Entidad de Capital Riesgo: ECR
- Fondo de Capital Riesgo: FCR
- Oferta Pública de Venta: OPV
- Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico: OCDE
- *Private Equity: PE*
- Sociedad de Capital Riesgo: SCR
- Sociedad Gestora de Entidades de Capital Riesgo: SGEGR
- *Venture Capital: VC*

1. INTRODUCCIÓN

El Capital privado consiste en la aportación de recursos financieros de forma temporal a través de una participación en empresas no cotizadas. Esta financiación aporta además de recursos financieros, una profesionalización en la gestión y experiencia para el diseño de nuevas estrategias con el fin de crear valor. El sector se puede dividir en:

El *Venture Capital* (VC) que consiste en la aportación de capital a empresas que se encuentran en su fase inicial o de desarrollo. La inversión de VC se dirige principalmente a empresas tecnológicas, requieren una menor cantidad de dinero, y el riesgo es más elevado.

El *Private Equity* (PE) que consiste en la aportación de capital a empresas, o bien en crecimiento, o bien ya consolidadas. Podemos dividir la aportación de capital del PE en distintos tipos de inversión que veremos más adelante.

Históricamente, el sector financiero en España ha estado orientado en mayor medida a operaciones bancarias que a operaciones propiamente financieras. Por ello, las empresas españolas han obtenido sus fondos principalmente de entidades tradicionales como de los bancos en vez de a través de otros mercados financieros como el Capital Privado.

La inversión del Capital Privado se dirige fundamentalmente a financiar el nacimiento y la expansión de las empresas en las que invierte, denominadas empresas participadas. Estos recursos se dirigen de manera general a las pequeñas y medianas empresas¹.

El carácter familiar de la mayoría de las pymes españolas junto con algún recelo cultural histórico, han dificultado la entrada de personas ajenas en los equipos directivos de las empresas; dificultando así la aplicación de proyectos innovadores de crecimiento aportados por el sector del Capital Privado.

¹ Este sector está constituido en España (2017) por 342 gestoras nacionales e internacionales que habían participado en el capital de más de 2.200 empresas españolas que emplean a más de 400.000 trabajadores de las que el 92% son PYMES.

El tamaño de la pyme española sigue por debajo de la media europea, siendo su crecimiento uno de los principales retos. Para lograr dicho crecimiento medio es necesario la entrada de socios financieros en la gestión empresarial.

El sector del Capital Privado ha demostrado históricamente ser un generador de sinergias que sirve para reforzar la competitividad de la economía. Ha sido a lo largo de los últimos años muy eficiente tanto en la potenciación de la innovación, suponiendo un soporte para los emprendedores con talento; como en permitir el acceso a las empresas participadas a nuevos contactos o a nuevos mercados que difícilmente podrían haberse conseguido sin la entrada del Capital Privado. En general, ha sido muy eficiente en la creación de valor.

Esta industria es una fuente de financiación relativamente reciente en nuestro país. Los datos de la última década en España nos indican que el sector ha experimentado un gran desarrollo, convirtiéndose en un gran dinamizador del sector empresarial. No obstante, cabe destacar que los niveles tanto de inversión como de desinversión y sobre todo de captación de fondos, siguen lejos de niveles europeos, y en especial de niveles de países como Estados Unidos.

En el año 2017, la inversión de Capital Privado en España se situó en el 0,43% del PIB, aún lejos del 0,56% de Francia o 0,53% de Holanda,² pero logrando por primera vez situarse en la media europea. Es necesaria la ayuda a este instrumento de financiación a través de medidas que fomenten el sector, para alcanzar así desarrollar la empresa española: que sea más grande, más global y más competitiva; contribuyendo así a un mayor crecimiento de la economía.

En el presente trabajo interpretaremos la evolución del Capital Riesgo a lo largo de los años; analizaremos la influencia que tiene el sector en la economía española en términos macroeconómicos; y trataremos de entender los motivos por los que el sector del Capital Privado en España sigue lejos de niveles de otros países punteros internacionales.

² Invest Europe, 2017 “2017 European Private Equity Activity”

2. EL CAPITAL PRIVADO

2.1 CONCEPTO Y TIPOS DE INVERSIÓN EN CAPITAL PRIVADO

El Capital Privado o Capital Riesgo consiste en una aportación temporal de recursos financieros por parte de una entidad especializada a cambio de una participación en dicha empresa, que ha de ser no cotizada. A esta inyección de capital le sigue un valor añadido que aporta dicha inversión: Asesoramiento a la empresa, apertura hacia nuevos mercados, y experiencia y profesionalización en la gestión de la compañía.

La actividad inversora en Capital Privado comprende desde la inversión en empresas de reciente creación, hasta la inversión en compañías próximas a su salida a bolsa. El objetivo final del Capital Privado es el de aumentar el valor de la empresa, contribuyendo en su nacimiento, en su expansión, y en su desarrollo.

Transcurridos una serie de años, y cuando la empresa ha generado el valor esperado, estará lista para ser desinvertida. La entidad organizará un proceso de venta en el que tratará de maximizar el valor de su inversión, la de los demás accionistas y la de los gestores que hayan acompañado el proyecto.

Los dos tipos de inversión que engloba el Capital Privado se establecen en función de la etapa de la empresa en el momento de la inversión. Las operaciones de VC son aquellas en las que se aporta capital a una empresa que se encuentra en su fase inicial o de desarrollo temprano. Las operaciones *de PE*, son aquellas en las que la aportación de capital se dirige a empresas en crecimiento o ya consolidadas.

<i>Venture Capital</i>	<i>Private Equity</i>
Apoyo a emprendedor	Apoyo a directivos
Gestión de crecimiento	Gestión de Flujos de Caja
Sector Tecnológico	Sectores Tradicionales
<i>Due diligence</i> financiera limitada	<i>Due diligence</i> financiera amplia
Inversión minoritaria	Inversión amplia
Riesgo Alto	Riesgo Limitado

Tabla nº1 – Características del *Private Equity* y del *Venture Capital*

Fuente: Elaboración propia a partir de “El ciclo del Capital Riesgo: Su gestión y aportación de valor”

Las principales características del VC son que la inversión se suele dirigir a empresas tecnológicas con un alto grado de innovación, requieren de una menor inyección de capital, y el riesgo es más elevado debido a la incertidumbre de no saber como será la aceptación del producto por parte del mercado.

La inversión en *Venture Capital* se divide en:

- Inversión Semilla o *Seed Capital*. La inversión se produce en ideas de negocio o en empresas recién creadas que no han lanzado aún su producto o servicio.
- Inversión de Arranque o *Start-up Capital*. La inversión es mayor que la aportada en el Capital semilla y se produce para el arranque de la actividad y puesta en marcha de la compañía. La empresa ya tiene ventas, pero el EBITDA de la compañía es negativo.
- *Other Early Stage*. Con la *Start-up* ya invertida y más avanzada se producen rondas de financiación más importantes.
- *Late Stage*. Es la última fase de inversión del *Venture Capital*, se produce en *Start-ups* con mayores ventas y EBITDA positivo.

	Etapa de Desarrollo		
	Semilla	<i>Start-up</i>	Otras etapas iniciales
Rentabilidad deseada	80-100%	25-50%	20-40%
Nivel de Riesgo	Muy alto	Alto	Normal

Tabla nº2 – Cuadro Rentabilidad Riesgo
Fuente: Elaboración propia

Por su parte, podemos dividir la inversión en *PE* que se dirige a empresas en crecimiento o ya consolidadas en:

- Capital expansión o *Growth Capital*. Supone la financiación de una empresa con beneficios. El objetivo de la inversión es el de lograr un mayor crecimiento a través del incremento del Fondo de Maniobra, que permita desarrollar nuevos productos o acceder a nuevos mercados. Requieren mayor volumen, pero tienen menos incertidumbre.

- Capital de reestructuración o *Turnaround*. Supone la financiación necesaria para la supervivencia de empresas con dificultades financieras. Implica reestructuraciones de la compañía para reflotar.
- Capital sustitución o *replacement*. La inversión conlleva el relevo o sustitución de parte del actual accionariado. Son frecuentes en empresas familiares en situación de sucesión.
- Operaciones apalancadas o *LBO*. Se lleva a cabo la inversión para empresas con flujos de caja consistentes que puedan hacer frente al pago de la amortización del principal de la deuda y de los intereses. Existen distintos tipos como *Buy-In*, *Buy-Out* o *Buy-in Buy-Out*

2.2 TIPOS DE ENTIDADES DE CAPITAL RIESGO

Según lo dispuesto por el art 3 de la Ley 24/2014, se entenderán por entidades de capital-riesgo (ECR) *“aquellas entidades de inversión colectiva de tipo cerrado que obtienen capital de una serie de inversores mediante una actividad comercial cuyo fin mercantil es generar ganancias o rendimientos para los inversores y cuyo objeto principal 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.”*

El mismo art 3 establece que, las ECR pueden adoptar la forma jurídica de sociedades de capital riesgo (SCR) o de fondos de capital riesgo (FCR):

2.2.1 Sociedades de Capital Riesgo

Las SCR son entidades de capital-riesgo que se constituyen con la forma jurídica de una sociedad anónima. El capital mínimo para su constitución es de 1.200.000 euros, teniéndose que desembolsar el 50% en el momento de su constitución.

El objeto principal de la sociedad 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 UE o del resto de países miembros de la OCDE.

Pueden actuar de dos maneras, o bien que en sus estatutos se recoja que la gestión de sus activos sea realizada por una Sociedad gestora de entidades de capital riesgo (SGECR), o actuar ella misma como sociedad gestora (Sociedad Autogestionada).

2.2.2 Fondos de Capital Riesgo

Los fondos de capital riesgo son patrimonios separados sin personalidad jurídica, pertenecientes a una pluralidad de inversores, el capital mínimo para su constitución es de 1.650.000 euros. La gestión y administración de los fondos recaerá necesariamente en una SGECR.

2.3 FASES DEL CAPITAL PRIVADO

La actividad de la industria del Capital Privado está formada por distintas etapas que comienzan con la captación o levantamiento de fondos, siguen por la inversión en la empresa participada y la creación de valor, y concluyen con la desinversión una vez finaliza el periodo de permanencia.

2.3.1 La Captación de Fondos

La captación de fondos o *Fundraising* es el proceso por el cual las Entidades de Capital Privado (ECP) o Sociedades Gestoras levantan un Fondo de Capital Privado y captan los recursos necesarios para invertir y gestionar las empresas objetivo.

Los recursos se obtienen mayoritariamente a través de inversores institucionales dispuestos a sacrificar parte de su liquidez a cambio de un retorno esperado por encima de las inversiones en mercados de renta fija y variable. Estos inversores institucionales, que son desde fondos soberanos, fondos de pensiones, aseguradoras, hasta *family offices*, levantan el fondo de Capital Privado junto con las ECP.

Por tanto, la captación de fondos se canaliza a través de los anteriormente explicados, Fondos de Capital Privado, en la que participan Socios Gestores (GPs) formados por una

ECP y socios de responsabilidad limitada (LPs) formado por inversores institucionales. Estas dos instituciones se unen a través de un contrato de gestión.

Cada Sociedad Gestora está compuesta de distintos fondos, formados a su vez cada uno de ellos por un número limitado de inversores, un equipo gestor concreto y una estrategia de inversión distinta.

2.3.2 La Inversión

Finalizado el proceso de captación de recursos financieros comienza la fase más característica del Capital Privado, la inversión en las empresas objetivo.

Esta fase sigue una estrategia de inversión del fondo, y consiste en un proceso continuo de identificación, selección y valoración de las empresas objetivo. Continúa con la elaboración de la *due diligence*, la negociación, la elaboración del contrato y la aportación del capital previsto.

Al cierre del fondo y antes de producirse la inversión, los gestores anticipan como va a estar compuesta la cartera: número de compañías invertidas, tamaños de las mismas y sectores.

En el Capital Privado existen dos elementos fundamentales a la hora de seleccionar por parte del gestor del fondo las empresas objetivo a las que invertir. En primer lugar, la capacidad y calidad del equipo directivo de la compañía, seguido del plan de negocio que detalla los rendimientos que ofrece el proyecto.

En segundo lugar, el inversor deberá estimar: la cantidad de dinero que está dispuesto a invertir, el riesgo de la operación, la tasa de retorno esperada y la estimación de ingresos y costes. En general, deberá valorar la compañía y establecer los criterios de valoración por los que se deducen las distintas estimaciones. Los métodos más utilizados para valorar las empresas son el de descuento de flujos de caja o el de los múltiplos, aunque en muchos casos es complicado para valorar empresas de reciente creación.

Valorada la compañía se produce el proceso de *due diligence*. Consiste en un proceso de análisis en el que se evalúa, se recoge información y se estudia si existe algún

obstáculo que puede ser perjudicial en un futuro y pueda afectar al retorno. El objetivo fundamental de este proceso es el de mitigar riesgos, y comprende un análisis del plan de negocio de la compañía (sector, competencia, posicionamiento, etc.)

Además, mediante la *due diligence* se van a fijar las garantías exigidas por los inversores, un ejemplo es el de la certeza de que no existan procedimientos contra la compañía, o cláusulas que garanticen el cumplimiento de determinadas obligaciones pactadas.

Por último, elaborada la *due diligence* se produce la negociación de un buen acuerdo de inversión entre los gestores de fondos y la empresa objetivo. Consiste en la interacción entre las partes involucradas y el establecimiento del conjunto de acciones que afecten a la futura relación. Lo pactado en la negociación quedará plasmado en un acuerdo de financiación.

2.3.3 Creación de Valor y Desinversión

El grado de implicación de los fondos es variable y es uno de los elementos que diferencia la estrategia de cada uno de ellos. Según su implicación los fondos pueden ser:

- Pasivos o Hands-off. No se involucran en las compañías invertidas y se limitan a un seguimiento.
- Activos o Hands-on. Tratan de influir directamente en la evolución de las compañías invertidas.
- Reactivos. Se involucran activamente en las compañías cuando detectan señales de alarma, o cuando se solicita su asistencia.

Las principales actividades para la creación de valor post-inversión son el seguimiento de las compañías, el control de su evolución, la participación en puntos clave de la gestión empresarial y la preparación de la desinversión. Estas actividades, como mejorar la gestión de la tesorería o de la deuda, permite a los inversores crear valor en la compañía: minimiza el riesgo y maximiza el beneficio.

La desinversión es el proceso por el cual el fondo sale de las compañías en cartera. El objetivo de la desinversión será el de obtener el retorno de la inversión además de el

valor que se haya conseguido crear. Dicho proceso se lleva a cabo cuando las compañías han madurado y han consolidado el Plan de Negocio previsto.

Las principales estrategias de salida de una inversión son:

- Venta a un inversor estratégico. Compañías industriales del sector que consideran oportunidades de adquisición, que probablemente no hubieran tenido en cuenta antes por la escasa dimensión de la compañía.
- Oferta Pública de Venta (OPV). Supone la salida a bolsa de la compañía.
- Recompra de acciones. La empresa recupera las acciones previamente vendidas al fondo.
- Venta a otra entidad de capital privado. Otro fondo encuentra posibilidades de crecimiento en la compañía. Suelen ser entidades de mayor tamaño.

3. LA EVOLUCIÓN DEL CAPITAL PRIVADO

3.1 HISTORIA DEL CAPITAL PRIVADO EN ESPAÑA

3.1.1 Nacimiento e Inicios del Capital Privado en España

Las primeras actividades propias de Capital Privado aparecen en EEUU en la década de los cincuenta mediante inversiones en compañías en su fase inicial de desarrollo, es decir, a través de operaciones de VC. Estas inversiones solían estar protagonizadas por familias con importantes recursos económicos y no por entidades.

Durante las décadas de los setenta y ochenta se empieza a regular en EEUU un marco jurídico que promueve las operaciones de Capital Privado, creándose así las primeras ECP y FCR. En este sentido, destaca *Kohlberg, Kravis and Roberts (KKR)* considerada como la pionera en este tipo de actividades.

En España, las primeras actividades aparecen en la década de los setenta. Estas operaciones, al igual que en el caso americano, estaban ligadas a la inversión en compañías de reciente creación y, por tanto, al *Venture Capital*. A diferencia de EEUU, las entidades pioneras del sector en España eran empresas públicas con la intención de impulsar la industrialización del país. Las dos únicas entidades privadas creadas en aquellos años fueron SEFINNOVA y TALDE.

Con la entrada de España en la UE en el año 1986 comienzan a incrementarse las ECP y se produce la creación de ASCRI como asociación de las sociedades de Capital Riesgo. Durante estos años se desarrolla el sector de una manera lenta y progresiva.

3.1.2 El Desarrollo y Consolidación del Sector (2000-2008)

El año 2000 marcó un importante salto cuantitativo en la actividad, alcanzándose por primera vez un volumen de inversión y captación de fondos superior a los 1.000 M€. Desde entonces la inversión ha superado siempre esta cifra.

La publicación de la ley de Capital Riesgo 25/2005, dotó de una mayor flexibilidad al sector, lo dinamizó y modernizó. Se creó la figura del fondo de fondos y atribuyó a la

CNMV las competencias regulatorias de la actividad. Esta ley situó a España entre los países europeos con una legislación más favorable para el desarrollo del sector.

La industria, además de aumentar su volumen, logró una maduración muy importante para estabilizar el sector en España. Se logró una mayor competencia, un aumento del número de operadores nacionales gracias al impulso de la captación de fondos, una mayor presencia de operadores internacionales y operaciones más grandes y sofisticadas.

Entre los años 2004-2008, se produjo el mayor desarrollo del sector. Durante estos años se registraron máximos históricos tanto en captación de fondos como en inversión por parte de las ECP, llegando en 2007 a captar fondos de hasta 3.758 M€. Los principales aportantes de estos fondos fueron las cajas de ahorro, que aportaban más de un tercio de los nuevos recursos captados entre 2001 y 2008. Por otra parte, la aportación de inversión pública durante estos años era apenas relevante.

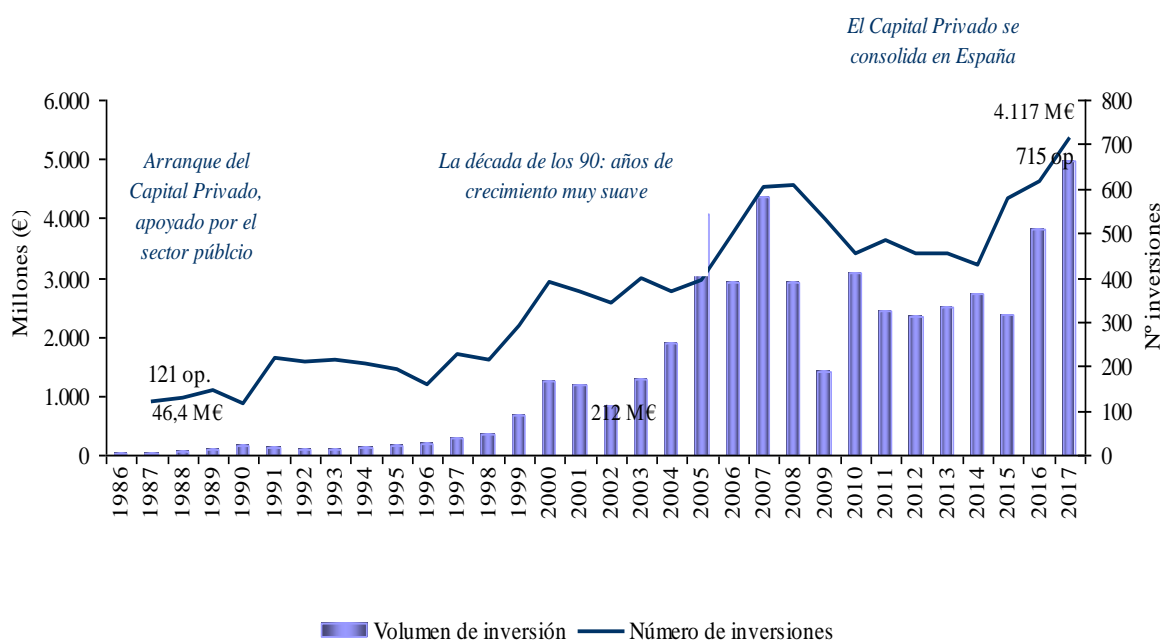


Tabla nº3 – Evolución del Capital Riesgo en España
Fuente: Elaboración propia

3.1.3 La Crisis Económica y la Evolución Reciente (2008-2018)

La crisis financiera del 2008 afectó en gran medida al sector del Capital Privado, las inversiones estabilizaron en torno a los 2.500 M€, pero se produjeron variaciones negativas en los registros de las principales variables.

Las mayores complicaciones como consecuencia de la crisis económica se produjeron en términos de captación de fondos. Estas complicaciones se debieron a la reducción de recursos disponibles para invertir de los LPs, la caída de las desinversiones, el descenso de los retornos esperados y la dificultad de atraer recursos internacionales.

La captación de nuevos fondos cayó desde los más de 3.000 M€ comentados anteriormente de 2017, hasta los 412 M€ de 2011. Por su parte, el descenso de los volúmenes de inversión fue desde los 4.353 M€ del año 2017 hasta los 1.398 M€ en 2009.

Captación de fondos e inversión como porcentaje del PIB

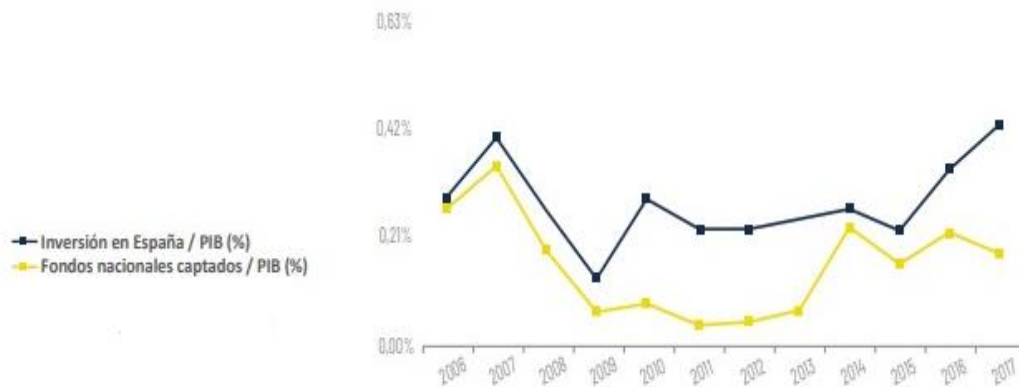


Tabla nº4 – Captación de fondos e inversión cómo % del PIB
Fuente: Informe estadístico anual ASCRI 2018

En cuanto a las desinversiones se produjeron complicaciones por la dificultad de encontrar financiación de las empresas en cartera, y en especial, por las malas valoraciones recibidas de las mismas.

En consecuencia, la crisis supuso: Una alta dificultad de financiación por parte de las participadas, dificultad de desinversión, descenso del número de ECP de 150 a 138, imposibilidad de levantar nuevos fondos ante la ausencia de inversión, y desaparición del principal tipo de inversor tras la reestructuración bancaria, las Entidades Financieras.

A partir del año 2012, la mejoría macroeconómica en España propició un aumento de la confianza por parte de los inversores internacionales, que veían en nuestro país oportunidades de inversión.

Paralelamente, se puso en marcha a petición de ASCRI, el primer fondo de fondos nacional de carácter público, FOND-ICO Global, bajo la gestión de AXIS, y dotado con 1.200 M€ en su primera convocatoria. La actuación de FOND-ICO ha sido fundamental para la reactivación y desarrollo del sector.

De esta manera, de los recursos totales captados por las ECP pasaron de ser de un 36% aportado por las Entidades Financieras en el año 2006 a un escaso 9% en 2012 y un 8,7% en la actualidad. Por su parte, la puesta en marcha de FOND-ICO, supuso que se pasase de una aportación de inversores públicos de 8% en el año 2006, a un 61% en el año 2012, y un 21% en la actualidad.

3.2 EL MOMENTO ACTUAL DEL CAPITAL PRIVADO

Para analizar el momento actual del Capital Privado en España, el presente trabajo ha analizado las cifras del sector aportadas por: El “Informe anual 2017 de actividad del *Venture Capital & Private Equity*” elaborado por ASCRI, el “*2017 European private equity activity*” elaborado por *Invest Europe* y el “*2017 Preqin Global Private Equity and Venture Capital Report*”. Asimismo, estos informes nos permiten comparar la situación actual de España respecto de la UE y del resto del mundo.

Para analizar la situación actual observaremos los datos comparativos del año 2017 respecto a otros años y respecto al resto del mundo en las distintas fases del sector: Captación de fondos, Inversión y Desinversión.

3.2.1 Captación de fondos

En el año 2017 las entidades privadas de PE y VC españolas superaron los 1.867 M€ de recursos captados, lo que supuso una caída del 18% respecto al año 2016. La captación de fondos sigue lejos de los datos previos a la crisis económica, pero se consolida en números alejados de los apenas 500 M€ captados durante los años de la crisis.

Además de los 1.867 M€, las entidades públicas de Capital Privado captaron 173 M€, para un total de nuevos fondos levantados de 2.038 M€. Estos fondos se dividieron en 1.580 M€ captados por fondos de PE y 284 M€ captados por fondos de VC.

Estudiando el origen de los fondos, podemos observar que el inversor internacional contribuye con más del 56% del total de recursos captados frente al escaso 40% aportado por inversores nacionales. Por su parte, los Fondos de fondos, especialmente internacionales liderados por el FEI, continúan siendo la mayor fuente de recursos de las ECP españolas (461 M€), seguidos de los fondos de pensiones, también especialmente internacionales (372,5 M€), el sector público gracias a FOND-ICO Global (285,4), los *Family Office* (260 M€) y las compañías de seguros principalmente nacionales (114,2 M€)

Nuevos recursos por tipo de Entidad de Capital Privado

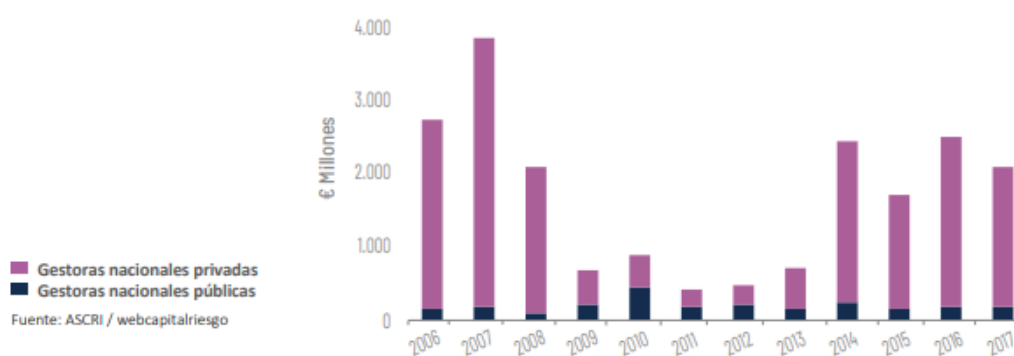


Tabla nº5 – Nuevos recursos por tipo de Entidad de Capital Privado
Fuente: Informe estadístico anual ASCRI 2018

Si comparamos los datos de España con países de nuestro entorno se demuestra que el *fundraising* sigue lejos de los niveles de países como Francia, Alemania o Italia, donde

se han levantado 16.738 M€, 3.073 M€ y 2.563 M€ respectivamente. Además, a nivel mundial se superó el máximo histórico, captando 453.000 M€, de los cuales 108.000 M€ se captaron en Europa.

Del total de recursos captados por las entidades de Capital Privado europeas, España aportó tan solo un 3,2% de esos nuevos fondos, siendo Norte América la región que más recursos aporta.

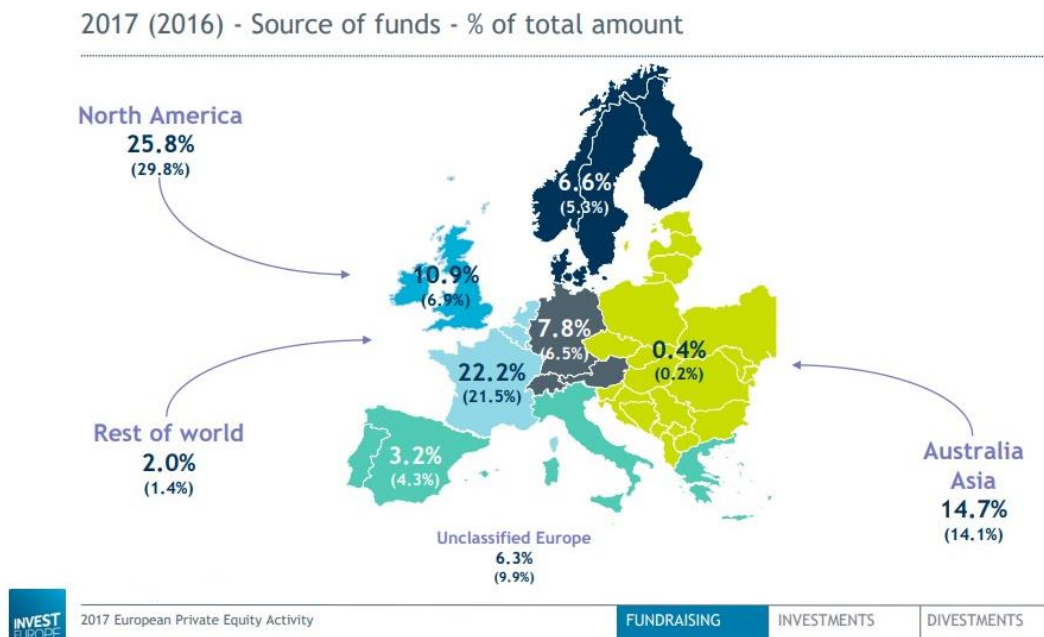


Tabla nº6 – Fuente de Fondos Europeos
Fuente: 2017 *European Private Equity Activity*

3.2.2 Inversión

En cuanto a inversión en Capital Privado, el año 2017 registró el máximo histórico situándose en los 4.957 M€, superando los datos del año 2007, con un incremento del 30% respecto a 2006. Según ASCRI, estas cifras van a ser claramente superadas en el año 2018, donde se va a batir de nuevo el máximo histórico de inversión en CP de nuestro país.

Respecto al número total de inversiones, se registraron en España 715 inversiones sobre un total de 596 empresas, de las cuales 94 inversiones fueron de entidades internacionales, que supusieron 3.590 M€; y 452 nacionales, que supusieron 1.266 M€.

Por su parte, la inversión en PE se situó en 4.420 M€ repartidas en 155 inversiones, y la inversión en VC fue de 573 M€, repartida en 560 inversiones.



Tabla nº7 – Inversión por tipo de entidad de Capital Privado
Fuente: Informe estadístico anual ASCRI 2018

Las grandes operaciones de inversión o *megadeals* en el *Large Market*³ fueron lideradas por ECP internacionales, y se cerraron un total de 13 operaciones por valor de 2.919 M€, que representan el 59% de la inversión total. Las operaciones apalancadas predominan en el *Large market*, y se registraron 21 operaciones que suponen 2.985 M€.

Por otra parte, la inversión en *middle market*⁴ se consolida y registra un volumen invertido de 1.400 M€ repartidos en 59 operaciones, un 11% más que en el año 2016.

En comparación con otros países del entorno, España se sitúa por encima en términos absolutos de la media de inversión de los países de la UE. En términos globales, se han invertido un total de 71.700 M€, de los cuales los países con mayor inversión son UK con 22.200 M€ y Francia 14.000 M€.

El dato que mejor refleja la comparación de España frente al resto de la UE es la inversión como porcentaje del PIB. España por primera vez se sitúa a la par de la media europea (0,43%), lo que demuestra el desarrollo del sector en España respecto al resto de países

³ Se considera inversión en *Large market* a la inversión en *equity* más de 100 millones de euros

⁴ Se considera inversión en *middle market* a la inversión en *equity* entre 10 y 100 millones de euros

de la unión. No obstante, España sigue lejos de niveles de países punteros en Capital Privado como UK o Francia donde representa el 0,77% y el 0,6% respectivamente.

Si observamos la tabla, podemos observar que España se sitúa entre los países que sufren un crecimiento más elevado en comparación con su media de inversión como % del PIB entre los años 2013-2017.

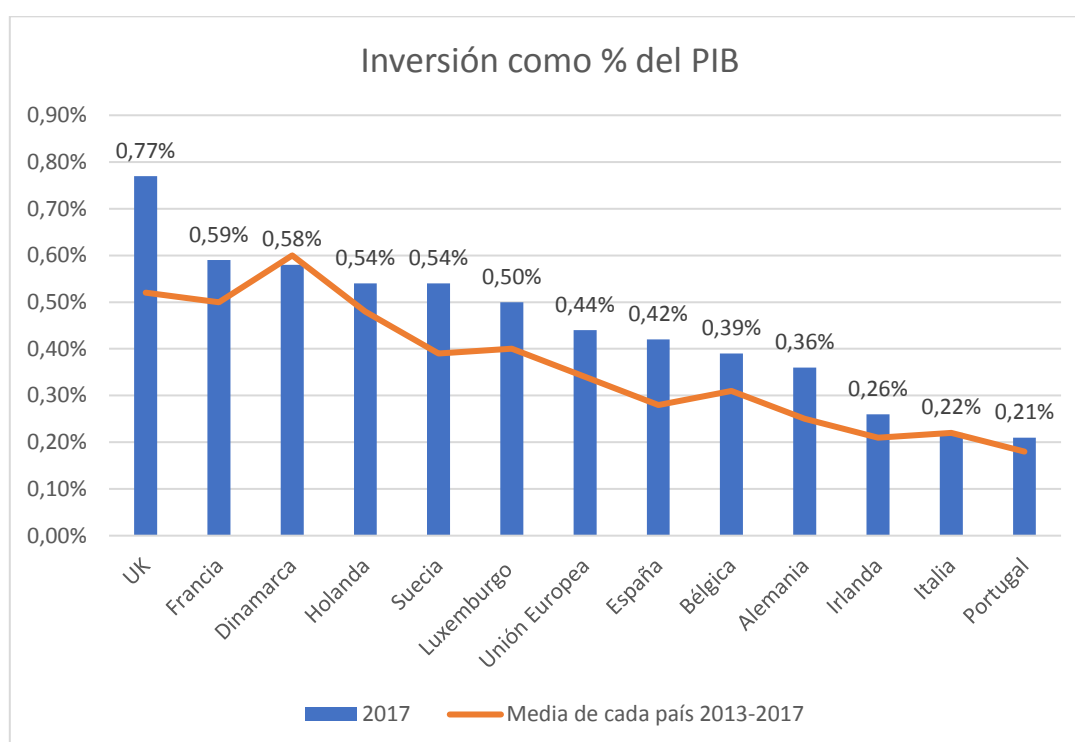


Tabla nº8 – Inversión como % del PIB

Fuente: Elaboración Propia a partir del Informe de *Invest Europe: European Private Equity*

3.2.3 Desinversión

El año 2017 también ha sido un buen año para desinvertir. La desinversión total en España a precio de coste en 2017 ha sido de 3.484 M€, divididas en 243 desinversiones. Supone un 49% más respecto del año 2016, aunque sigue lejos de los niveles históricos de 2015 en el que se superaron los 5.000 M€.

La permanencia media en cartera para las desinversiones totales se redujo de los 7 a los 6,2 años, impulsando la rotación en cartera. Las principales vías de desinversión según

el volumen de la operación fueron la venta a terceros (43%), seguido de venta a otra ECP (17%) y la Oferta Pública de Venta por medio del Mercado de Valores (12,3%).



Tabla nº9 – Desinversión por tipo de entidad de Capital Privado
Fuente: Informe estadístico anual ASCRI 2018

En cuanto a la desinversión total en Europa en el año 2017 se situó en 42.700 M€. Respecto a los países punteros España se sitúa en una situación más cercana en desinversión. En UK la desinversión total en el año 2017 fue de 14.000 M€, mientras que en Francia dicha desinversión fue de 9.700 M€.

En cuanto a la rentabilidad de estas inversiones, resulta imposible por el momento disponer de datos públicos en España. Las ECP se han mostrado reticentes, hasta el momento, a compartir públicamente sus resultados.

Por su parte, países como UK que si disponen de estos informes de rentabilidad demuestran que la inversión en Capital Privado supone un retorno de una TIR del 13% de media. Para ello se ha tenido en cuenta el número total de fondos creados en UK desde el año 1996 hasta el año 2013.⁵

⁵ The British Private Equity & Venture Capital Association (BVCA): *Private Equity Performance Measurement* Bvca.co.uk. (2015).

4. FACTORES QUE AFECTAN AL DESARROLLO DEL SECTOR

4.1 INTRODUCCIÓN

Para analizar el desarrollo del sector del Capital Privado en España respecto al de otros países, debemos observar que factores afectan al funcionamiento de la actividad. Estas condiciones están vinculadas tanto a la naturaleza del negocio como al medio en el que se produce. Por tanto, se observan, tanto factores propios de la actividad de capital riesgo como otros más generales, como es el caso del entorno macroeconómico, o el marco legal e institucional.

El Catedrático Martí Pellón propone la correlación entre un correcto funcionamiento de los mercados de capital privado, a la existencia de cuatro condiciones básicas: que exista un amplio mercado interior; la existencia de un mercado de valores que admita títulos de empresas de reducida dimensión; la flexibilidad de la regulación de la actividad; y la existencia de un entorno que favorezca la creación de empresas.

Como ejemplo de un país que cumple a la perfección con todas estas condiciones, dicho autor hace referencia a Estados Unidos, que cuenta con un mercado interior de más de 320 millones de personas, un mercado como NASDAQ que permite cotizar a empresas pequeñas, un régimen fiscal favorable, y una educación y entorno cultural que incentiva asumir riesgos y el emprendimiento.

4.2 FACTORES GENERALES

Entre los aspectos generales que condicionan el nivel de actividad en capital privado, se puede destacar:

Una estabilidad macroeconómica, política y social: Un entorno económico protegido de la inflación y con una moneda estable, es un factor esencial para dar seguridad a los inversores en capital privado, en especial, para aquellos fondos procedentes de inversores extranjeros.

Marco legal y normativo fuerte: El marco legal y normativo que regule tanto las relaciones entre el inversor y la ECR, como entre la ECR y el emprendedor o empresario, debe aportar seguridad jurídica y dar garantías a los participantes en la actividad.

A través de un estudio, La Porta, López de Silanes y Shleifer⁶ manifiestan la importancia de regular el problema de agencia que se produce entre los accionistas previos de una empresa y los inversores externos, para asegurar el desarrollo de los mercados de capitales. También la necesidad de reformas legales que apoyen el desarrollo financiero para incentivar el desarrollo del sector del capital privado.

Apoyo del Sector Público: A través de un Informe de la OCDE⁷, se establecen las medidas que dispone el gobierno para favorecer las distintas formas por las que un gobierno puede apoyar la actividad de capital privado, y en particular del *Venture Capital*.

- De manera directa, aportando fondos a las empresas, inyectando liquidez entregando fondos a ECR, o incluso creando su propio FCR.
- De manera indirecta, a través de creación de políticas que mejoren el entorno de la industria, mediante el desarrollo de mercados secundarios especiales, a través de políticas fiscales e incentivos y mediante la concesión de garantías sobre préstamos y sobre el valor de las acciones.

Crecimiento del Producto Interior Bruto (PIB): La mejora en la salud de la economía es otro factor que afecta positivamente a la oferta de fondos, facilitando la captación, y por tanto a la actividad. Cuando la economía crece, existen más oportunidades de negocio, lo que favorece el *foundraising*, y por tanto la inversión a largo plazo.

Cultura emprendedora y de asunción de riesgos: La base para el desarrollo de la actividad es una cultura creativa, empresarios con potencial, y entidades dispuestas a asumir riesgos e invertir. Para promover esto se requiere un sistema educativo eficaz que fomente las ideas empresariales, la toma de riesgos y la innovación. Este es el caso

⁶ La Porta, R.; López de Silanes, F. y Shleifer, A. (2006): "What Works in Securities Laws?"

⁷ OCDE: *GOVERNMENT VENTURE CAPITAL FOR TECHNOLOGY-BASED FIRMS*. Oecd.org. (1997). Disponible en: <http://www.oecd.org/sti/inno/2093654>.

de EEUU, donde el MIT y la Universidad de Stanford, fueron de vital importancia para el desarrollo de las áreas tecnológicas de Boston y Silicon Valley.

4.3 FACTORES QUE AFECTAN A LA CAPTACIÓN DE FONDOS

Analizados los aspectos generales que afectan a la industria del capital privado, nos centramos en las razones que explican la falta de inversores o LPs en España. En especial, la falta de inversores nacionales, que hemos podido observar en el apartado 3.2.1 del presente trabajo.

Esta falta de inversores provoca dificultades en las gestoras para captar fondos y posteriormente invertirlos. Las razones que afectan a la decisión de los inversores de ceder fondos, y que resultan como factores determinantes de la oferta del capital privado son:

4.3.1 Los Rendimientos del Capital Privado

El principal factor que motiva al inversor a invertir sus fondos en el capital privado es la tasa de retorno esperada, frente a la que podría obtener en inversiones alternativas. Desde el punto de vista de las gestoras individuales, las firmas con más éxito tienen mayor facilidad para captar fondos.

El principal problema que encuentra el inversor en este tipo de activos es el retraso o desfase que existe sobre cual es la situación de la inversión, al tratarse de inversiones en empresas no cotizadas, sus valores no están actualizados. Al no existir un mercado que fije el precio de la empresa, las valoraciones tienen un elemento subjetivo, de manera que, en función del método de valoración utilizado, puede diferir la valoración de la compañía.

Una de las principales causas por las que en España existe poco inversor que aporte recursos en este tipo de activos es, a diferencia de lo que ocurre en otros países como Reino Unido, la no existencia de un informe de rentabilidad que demuestre los retornos globales que generan este tipo de activos a los inversores, y que incentive de esta manera la inversión en Capital Privado.

Si bien a nivel global se ha demostrado que la inversión en Capital Privado es atractiva por los altos rendimientos que ofrece, la falta de más inversión por parte de las carteras institucionales se justifica por la baja liquidez de estos activos. Los rendimientos que producen estos activos, se producen por término medio, a lo largo de siete u ocho años.

4.3.2 Entorno legal y fiscal que proteja al inversor

La existencia de un marco fiscal y legal que proteja e incentive al inversor en su proceso de invertir en el desarrollo de las empresas y *start-ups* nacionales. Para ello, aquellos países con más inversión en este tipo de activos son aquellos en los que se fomenta la inversión, a través de incentivos fiscales frente a otro tipo de inversiones alternativas.

En España, como observaremos más adelante, se ha ido desarrollando un buen marco fiscal que fomenta la inversión en capital privado. No obstante, estos incentivos siguen lejos de países como Luxemburgo o Reino Unido, donde los inversores invierten a través de fondos que, a diferencia de los fondos españoles, son neutros en materia fiscal.

Además de estos factores, existen otros como la existencia de mercados para operaciones de OPI de empresas más pequeñas; un aumento en la capitalización bursátil; y la reputación y habilidad de las empresas gestoras, que también afectan en gran medida, al nivel de oferta del sector del capital privado.

4.4 FACTORES DETERMINANTES DE LA INVERSIÓN DE FONDOS

Analizados los principales factores que explican la aportación de recursos por parte de los inversores institucionales en Capital Privado, las razones que explican el dónde se invierten dichos recursos, y resultan, por tanto, determinantes de cuál es la demanda existente son:

1. Burocracia sobre el desarrollo de actividades empresariales y flexibilidad en el mercado laboral

El informe de emprendimiento de la OCDE del año 2017⁸, establece como uno de los aspectos fundamentales para fomentar el emprendimiento en general, y la actividad del

⁸ OCDE (2017), Entrepreneurship at a Glance 2017, https://doi.org/10.1787/entrepreneur_aag-2017-en.

VC en particular, una normativa para la constitución de nuevas sociedades más sencilla, es decir, menos burocrática.

Asimismo, señala el informe, que para el correcto desarrollo de la actividad *de Venture capital*, es también necesario la existencia de un mercado laboral flexible, que permita cubrir las necesidades de dirección de las nuevas compañías.

En este aspecto, señala la OCDE, que son bajas las barreras para los emprendedores en países como Reino Unido, EEUU o Nueva Zelanda, y altas en países como Italia, Japón o España.

Por otra parte, el estudio realizado por Black & Gilson, demuestra como aquellos países con mercados laborales más regulados, y por tanto menos flexibles, existe una menor actividad de VC, como es el caso de países como Alemania o Japón. Por su parte, dicha actividad es superior en países con mercados de trabajo más flexibles como es el caso de EEUU o Reino Unido.

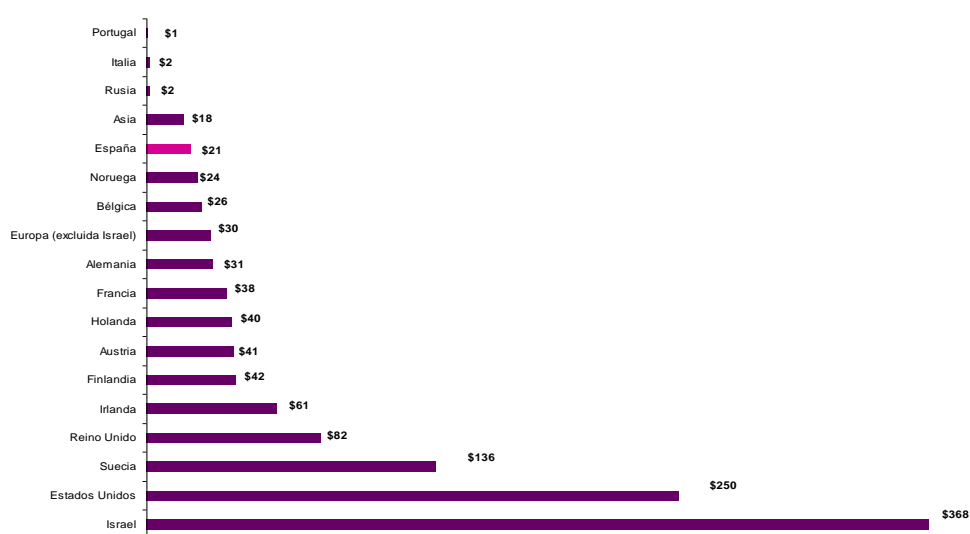


Tabla nº10 – Inversión de Venture Capital per capital en 2017 (\$)
Fuente: *Annual European Venture Capital Report 2017*. Dealroom.com

2. Entorno de tipos de interés

Los tipos de interés afectan a la demanda existente de capital privado. Al subir los tipos de interés en la economía, aumentará la demanda de recursos aportados por el capital riesgo, debido al encarecimiento de la posibilidad de financiarse a través de otro tipo de recursos.

5. REGIMEN FISCAL E INCENTIVOS: LAS PRINCIPALES DIFERENCIAS EN LA REGULACIÓN DEL CAPITAL PRIVADO

5.1 REGIMEN FISCAL Y REGULATORIO EN ESPAÑA

Entendido el funcionamiento, las características y las principales estadísticas a nivel nacional y europeo del Capital Riesgo, trataremos ahora de distinguir las principales razones fiscales que explican el menor desarrollo de los mercados financieros en España, y en particular, de la industria del Capital Privado.

La Ley que regula el Capital Privado en España es Ley 22/2014, de 12 de noviembre, por la que se regulan las entidades de capital-riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado, y por la que se modifica la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva.⁹ El organismo encargado de la supervisar, inspeccionar y sancionar a las ECR para su debido funcionamiento es la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV).

En dicha Ley, se establecen los requisitos necesarios que han de cumplir las sociedades y fondos de Capital Privado para inscribirse en el Registro Mercantil, y en el Registro Administrativo de la CNMV.

La reforma impositiva de la Ley 27/2014, de 27 de noviembre, del Impuesto sobre Sociedades, (LIS) y en la Ley 26/2014, de 27 de noviembre, por la que se modifica el texto refundido de la Ley del Impuesto sobre la Renta de no Residentes (LIRNR), confirma el beneficioso tratamiento que el ordenamiento tributario español otorga a esta actividad, en virtud de su importancia para el desarrollo económico de la pequeña y mediana empresa.

La LIS contempla en su art 50, un régimen especial respecto a las Sociedades y Fondos de capital privado. En él dispone que, respecto a los dividendos y plusvalías obtenidos a través de sus participadas, estas entidades disfrutarán, o bien de la exención total, o de la exención del 99%, siempre y cuando, cumplan los límites fijados en dicha Ley. Dichos

⁹ «BOE» núm. 275, de 13/11/2014.

límites establecen que no resultará de aplicación la exención en el caso en el que la participada esté vinculada con la SCP, sea residente en un paraíso fiscal, que su activo este constituido mayoritariamente por inmuebles, o que acceda a un mercado de valores regulado.

De esta manera, si se cumplen todas estas limitaciones, dichas entidades tan solo tendrán que soportar la tributación, en lo referente a las rentas obtenidas por los intereses de la financiación aportada.

En cuanto a la tributación de los socios o partícipes de estas entidades, disponen también de un régimen especial que facilita la inversión en general, facilitándola en mayor medida, para personas o entidades no residentes en España. La tributación aplicable en función de la residencia y la condición del partícipe es la siguiente:

Para los socios o partícipes no residentes en España, los beneficios obtenidos por las plusvalías o beneficios, no se entenderán percibidos en España, por lo que no estarán sometidos a la tributación española. En el caso de que fuere obtenido a través de un paraíso fiscal, si estará sometida al IRNR.

Para los socios o partícipes residentes en España, los beneficios obtenidos no dispondrán de bonificación fiscal ni exención, y tributarán de acuerdo con el régimen general del IRPF.

5.2 DIFERENCIAS EN LA REGULACIÓN DEL CAPITAL PRIVADO

Entendido el régimen fiscal y regulatorio del capital privado en España, y con el objetivo de identificar las principales diferencias fiscales que permitirían seguir estimulando la inversión en esta actividad, se describen a continuación las principales diferencias regulatorias que acercarían los niveles de presencia del capital riesgo a las economías punteras de nuestro entorno.

5.2.1 El Tratamiento Fiscal del retorno adicional a la inversión (*Carried Interest*) y su Tratamiento en otros países de la UE

Los aspectos de gestión de la inversión alternativa se han regulado tanto a nivel comunitario, a través de la Directiva 2011/61/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 8 de junio de 2011, *relativa a los gestores de fondos de inversión alternativa*. Como a nivel nacional a través de la ya mencionada Ley 22/2014 de 12 de noviembre.

La estructura de inversión del Capital Privado es muy similar a la de los fondos de inversión colectiva. A diferencia de la gestión tradicional de estas, y debido al riesgo de estas inversiones alternativas, es habitual que se exija a los propietarios de las gestoras que inviertan en el fondo. Se les permite también suscribir participaciones con derechos económicos especiales, condicionando dichos rendimientos especiales a la obtención de un rendimiento mínimo, denominado *hurdle rate*. Esto es el denominado *Carried Interest*¹⁰.

Uno de los aspectos esenciales para la atracción de los principales gestores internacionales que participan en esta industria a un determinado territorio como es España, es el régimen fiscal de la inversión.

En este sentido, la regulación española no ha prestado especial atención al régimen fiscal de la inversión especial exigida a los gestores por parte de los inversores en este tipo de fondos. Esto supone en caso de éxito una distribución no proporcional a la inversión de los rendimientos obtenidos por el fondo.

Una calificación del retorno adicional de la inversión, es decir, del *carry* en línea con los países punteros europeos, que lo establecen como una renta de capital bajo una serie de condiciones, supondría un polo de atracción muy elevado para las gestoras

¹⁰ Podemos definir el retorno adicional de la inversión de los gestores o también denominada participación de éxito (*Carry interest*) como los rendimientos derivados, directa o indirectamente, de participaciones, acciones u otros títulos, derechos o acuerdos retributivos que otorguen derechos económicos especiales en cualquier tipo de Fondo de Inversión Alternativa, cualquiera que sea su forma o naturaleza jurídica, obtenidos por administradores, gestores o empleados de dichas entidades o de sus entidades gestoras o entidades de su grupo. Los citados rendimientos deberán estar condicionados a que los inversores no gestores en la entidad de inversión alternativa obtengan una rentabilidad mínima garantizada definida en el reglamento o estatuto de la entidad de inversión alternativa.

internacionales, y generaría un régimen fiscal comparable al de países como Francia o Reino Unido.

Si estudiamos la regulación del retorno adicional a la inversión o participación de éxito en los principales países europeos, constatamos que todos ellos disponen de una regulación específica, siendo Italia la última jurisdicción en incorporarse. Las características generales de estos países en esta materia establecen:

Una tendencia general a calificar el retorno adicional a la inversión como una renta de capital y no de trabajo, bajo una serie de requisitos. Dichos requisitos suelen ir ligados a un importe de inversión, global o individual, y siempre sobre la base de que los inversores hayan percibido al menos el importe de su inversión.

En el caso de **Francia**, desde el año 2009 se establece para los residentes y titulares de Fondos de Capital Privado en territorio comunitario, que la obtención de del retorno adicional a la inversión tributará como rendimiento de capital, al tipo específico de los mismos.

En **Alemania**, se establece un régimen favorable sobre el retorno adicional a la inversión reembolsado, entendido como remuneración por los servicios de gestión prestados al Fondo, bajo una serie de requisitos. Por otro lado, se establece un régimen especial distinto de tributación para las plusvalías obtenidas por los gestores sobre el capital invertido. Se establece una exención del 40% del retorno adicional a la inversión, tributando la parte no exenta a través de una tarifa progresiva.

En **Reino Unido**, por su parte, se entiende como regla general, que el retorno adicional a la inversión se considere como un rendimiento de capital, y no como una renta derivada de servicios profesionales. Por ello, está sujeto a un gravamen de en torno al 28% para el cual se requiere una inversión inicial mínima.

Existe como excepción el *carry* considerado *income-based carried interest (IBCI)*, sujeto a un tipo del 47%. Se produce cuando el activo subyacente del fondo ha sido mantenido durante un período medio de menos de 40 meses.

Por último, en **Italia** se establece tras la reforma del 24 de abril de 2017, que la obtención del retorno adicional a la inversión tributará como rendimiento de capital, y no como rendimiento del trabajo, a un tipo impositivo del 26%.

5.2.2 Regulación de la figura del Fondo de Capital-Riesgo (FCR)

La Ley 22/2014 de 12 de noviembre, define en el Capítulo IV del Título I el régimen jurídico de los FCR, como *“patrimonios separados sin personalidad jurídica, pertenecientes a una pluralidad de inversores, cuya gestión y representación corresponde a una sociedad gestora. Sus actividades, principal y complementarias, son las previstas, con carácter general, para las entidades de capital-riesgo”*

Como ya se ha explicado anteriormente, los FCR son una agrupación de recursos financieros aportados por inversores institucionales, bancos, *family offices*, etc. que se encuentran gestionados por un equipo con experiencia y de especialistas en la actividad. El requisito fundamental exigido por la Ley para la constitución del FCR es un compromiso patrimonial de 1.650.000 euros.

Las características del FCR vigente en la legislación española, establecen que se trata de un vehículo apto principalmente para inversiones en *equity* en compañías con sede en España. Por otro lado, sus características les hace prácticamente inoperativos para los fondos con orientación inversora en deuda, sector financiero o *retail*, en fondos de fondos y fondos directos que quieren invertir internacionalmente.

Analizando la inversión total llevada a cabo en España del apartado 3.2 del presente trabajo, nos encontramos como la mayor parte de la inversión se lleva a cabo por fondos internacionales a través de *megadeals*, utilizando otras figuras más flexibles que los FCR. Esto explica la necesidad de reformar los FCR, o de crear nuevos vehículos de inversión homologables a los SIF o SICAF luxemburgueses para canalizar otros tipos de inversión alternativa, para así aumentar la presencia de gestoras internacionales con fondos constituidos en España.

Los SIF son los fondos de inversión especializado, y en el caso concreto de Luxemburgo, se pueden constituir como Sociedades de Inversión de Capital Fijo (SICAF). Para ello,

requieren una capitalización mínima de 1,25 millones de euros, pudiendo alcanzarse durante su primer año tras su autorización.

La forma de estructurar la relación SIF-SICAF, se lleva a cabo a través de subfondos, en los que cada entidad está claramente diferenciada. Es decir, cada uno tiene su balance y lleva políticas de inversión distintas.

Los inversores pueden así participar en uno o en más de esos subfondos en función de sus intereses, y sus derechos y obligaciones serán los correspondientes al subfondo concreto en el que han invertido. La liquidación de cada compartimento se lleva a cabo de forma separada, pero para liquidar por completo la sociedad se deberán liquidar todos ellos.

Los distintos compartimentos pueden adquirir participaciones de otros subfondos de la misma SIF, siempre y cuando, los participantes no vuelvan a invertir posteriormente en el compartimento inversor. Esto es la denominada inversión cruzada o *Cross-investmen*.

Centrándonos el régimen fiscal aplicable, la tributación de los SIF-SICAF asciende al 0,01% del valor total de su activo neto, estando exentos del impuesto sobre la renta, del impuesto sobre el patrimonio y del impuesto de sociedades.

Concluimos en que el atractivo de este tipo de sociedades se encuentra en la flexibilidad en la inversión, en la reducción de requisitos necesarios para constituirse, la posibilidad de constituirse con un solo inversor, y el bajo porcentaje de fiscalidad que deben soportar.

5.2.3 Régimen Fiscal de los Fondos de Pensiones y de Empleo

Los fondos y planes de pensiones y de empleo son productos a largo plazo, lo que les permite llevar a cabo inversiones con certidumbre financiera a largo plazo. En general, estos fondos son una de las fuentes más relevantes de aportación de recursos al Capital Privado en todo el mundo, aunque los niveles de inversión en España están muy lejos de los de otros países¹¹.

Los Planes de Pensiones son ahorros privados complementarios a las pensiones públicas constituidos a largo plazo de manera voluntaria y con la finalidad de proporcionar prestaciones económicas a los participantes en el momento de su jubilación, incapacidad, enfermedad, etc. La prestación dependerá tanto de la cantidad aportada por el participante, como de los réditos que obtenga el Fondo de Pensiones en el que se integre el plan.

Los Fondos de Pensiones son constituidos por los recursos de los partícipes de los Planes de Pensiones y por los rendimientos que se vayan obteniendo. Las entidades promotoras son aquellas que se encargan de la constitución y funcionamiento del Fondo. Se pueden dividir en planes de empleo y planes personales.

Mientras que en EEUU estos Fondos de Pensiones aportan más de la mitad de los recursos totales que capta el Capital Privado para invertir posteriormente, en Europa suponen en torno al 36% según datos de la Asociación Europea de Capital Privado (*Invest Europe*). Por su parte, la inversión de los Fondos de Pensiones nacionales en el Capital Privado se mantiene en niveles muy reducidos a gran distancia de los fondos de pensiones de Estados Unidos y Europa.

En España, una de los principales obstáculos que ha limitado la inversión de los Fondos de Pensiones en el capital privado, es la limitación a las comisiones cascada establecida en el artículo 84.3 del Reglamento de Fondos de Pensiones, mediante la cual se establece que cuando un fondo de pensiones invierta en una ECR, el límite a las

¹¹ La inversión en los fondos de pensiones en Estados Unidos en Capital Privado se acerca al 10% de sus activos. En Europa esta cifra ronda el 5%. Sin embargo, en España la inversión en Capital Privado representa algo menos del 1%. (fuente: American Investment Council, EIOPA).

comisiones de gestión opera conjuntamente sobre las comisiones acumuladas a percibir por las gestoras de la ECR.

Como consecuencia de ello, muchos gestores de fondos se centran en inversiones con una mayor liquidez o en ECR que tengan una menor comisión de gestión. Esta limitación no se contempla en los principales países de nuestro entorno como Inglaterra, Francia, Alemania, Italia y Luxemburgo, donde prima la búsqueda del mejor interés de los fondos de pensiones y sus partícipes.

6. CONCLUSIONES

A razón de lo expuesto en el presente trabajo, concluimos:

- I. El Capital Privado se encuentra en fase de crecimiento. Invierte en todos los sectores de la actividad económica, participando en la toma de decisiones estratégicas y mejorando el potencial de creación de valor de las empresas en las que invierte.
- II. Esta Industria se ha asociado en Europa tradicionalmente al *Private Equity*, a diferencia de lo que ocurre en EEUU. No obstante, cada vez es más frecuente que se tenga en cuenta el *Venture Capital*, ya que en España se está poniendo el foco en empresas innovadoras con gran potencial.
- III. El principal problema en España respecto a los países punteros en capital riesgo internacionales, reside en las dificultades de las ECP para captar fondos, en especial, para captar fondos por parte de inversores nacionales.
- IV. Para fomentar la aportación de recursos por parte de inversores nacionales es necesaria una reforma del régimen fiscal de los Fondos de Pensiones y de empleos, que elimine la limitación a la inversión en capital privado provocadas por las denominadas “comisiones en cascada”. También sería conveniente la elaboración de un Informe de Rentabilidad, que esclarezca los retornos que aporta la industria al inversor.
- V. Para atraer más inversión en empresas españolas de los principales gestores internacionales, se ha de llevar a cabo una reforma del denominado *Carried Interest*. Se ha de comenzar a calificar el retorno adicional de la inversión, en línea con la calificación que se está llevando a cabo en países punteros europeos. Esto significa calificarlo como una renta de capital bajo una serie de condiciones, y no como una renta de trabajo.
- VI. Para lograr una mayor inversión por parte de las gestoras españolas es necesaria la modificación de la figura del Fondo de Capital Riesgo (FCR) a través de vehículos de inversión similares a los LP anglosajones o a los

SIF/SICAF luxemburgueses, en el que se eliminen las restricciones actualmente existentes para los FCR permitiendo su operatividad para fondos de deuda, Fondos de fondos, fondos secundarios, y con una mejor regulación fiscal.

- VII. Para el desarrollo del sector del Venture Capital, la OCDE recomienda una reducción de las barreras al emprendimiento. Es decir, mayores facilidades a la hora de crear nuevas empresas, en donde sea necesario una menor burocracia. Por otra parte, la flexibilización del mercado laboral potenciaría la posibilidad de encontrar a las personas adecuadas para el puesto de trabajo requerido.

- VIII. En definitiva, la importancia del Capital Privado reside en que aporta gestión profesional, financiación estable y liquidez a empresas que no tienen acceso al mercado de valores, facilitando que estas empresas gocen de una oportunidad de expansión a la que no podrían acceder de otra forma. Es por ello, que se ha de fomentar el sector con la finalidad de lograr un crecimiento del tamaño medio de la Pyme española, que permita una mejora de la economía nacional en su conjunto.

BIBLIOGRAFÍA

Alfárez, A. (Varios años). Informe de actividad Venture Capital & Private Equity. ASCRI

Ana Isabel Fernández (Coordinadora), Varios Autores (2018) Private Equity en España. Oportunidades de Crecimiento. Funcas

Cnmv.es. (2019). CNMV - Legislación de Capital Riesgo. <http://www.cnmv.es/portal/menu/Legislacion-Capital-Riesgo.aspx>

Company-formation-luxembourg.net. (2018). SICAV/SICAF Investment Fund in Luxembourg. <http://www.company-formation-luxembourg.net/pdf/SICAV-SICAF-Investment-Fund-Luxembourg.pdf>

EXPANSION. (2018). El capital riesgo pide libertad para invertir 300.000 millones de los fondos de pensiones <http://www.expansion.com/empresas/2018/10/09/5bbbbfefca47411d478b45bc.html>

FSE-EOI (2016): “Consolidación de pymes a través del acceso a los medios financieros: capital riesgo e inversores ángeles”

Fundación de Estudios Bursátiles y Financieros (2012). El sector del capital riesgo y su influencia clave en la recuperación de la economía española

Hernanz, C. (2014). Economía frena el deseo del capital riesgo de gestionar el ahorro de las pensiones. El Confidencial. https://www.elconfidencial.com/economia/2014-05-21/economia-frena-el-deseo-del-capital-riesgo-de-gestionar-el-ahorro-de-las-pensiones_134119/

ILP Abogados. (2017). La fiscalidad del *carried interest*: una polémica global. www.ilpabogados.com/la-fiscalidad-del-carried-interest-una-polemica-global/

Intelectium.com. Diferencias entre el capital riesgo europeo y el estadounidense. <https://intelectium.com/diferencias-capital-riesgo-europa-estados-unidos/>

Isabel Rodríguez (2018). Kings and Wood Mallesons | La Directiva AIFMD en perspectiva: cuestiones en revisión: <https://www.kwm.com/es/es/knowledge/insights/regulatory-framework-private-equity-20170725>

Jorge Canta (2015). Políticas y procedimientos remunerativos de las SGEIC en la nueva regulación del capital riesgo tras la Ley 22/2014, de 12 de noviembre. Revista Española de Capital Riesgo, nº 2/2015. Cuatrecasas

Juan Roure (2015): *El ciclo del Capital Riesgo en Europa: Su gestión y aportación de valor.*

La Porta, R.; López de Silanes, F. y Shleifer, A. (2006): "What Works in Securities Laws?"

Legaltoday.com. (2015). Evolución de la normativa del capital-riesgo en España. <http://www.legaltoday.com/practica-juridica/social-laboral/societario/evolucion-de-la-normativa-del-capital-riesgo-en-espana-i>

Luis Guerreiro (2015). El marco fiscal del capital-riesgo español http://www.incari.org/upload/Anuario2015/AN2015_LuisGuerreiro.pdf. Incari

Maite Seco Benedicto (2018). Capital Riesgo y Financiación de Pymes. EOI

Manuela Sanz Lorite (2016). La Nueva Regulación de IIC, Entidades De Capital Riesgo Y Otros Tipos De Entidades De Inversión De Tipo Cerrado En La Ley 22/2014 <https://www.uria.com/documentos/publicaciones/4624/documento/f09.pdf?id=577>

Uría Menéndez

Martí Pellón, J. (2018). Valoración del impacto económico y social de las inversiones de Venture Capital realizadas entre 2005 y 2013. Fundación ICO.

Néboa Zozaya González y Jorge Rodríguez Guerra. Situación actual del capital riesgo en España y en el mundo <http://www.ipyme.org/publicaciones/situacioncrspain.pdf>

OCDE (2014). *The Implications of Alternative Investment Vehicles for Corporate Governance* <http://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/39007051.pdf>

OCDE (2017), *Entrepreneurship at a Glance 2017*,
https://doi.org/10.1787/entrepreneur_aag-2017-en.

OCDE: GOVERNMENT VENTURE CAPITAL FOR TECHNOLOGY-BASED FIRMS. Oecd.org.
(1997). Disponible en: <http://www.oecd.org/sti/inn/2093654>.

Varios Autores (2015) *The British Private Equity & Venture Capital Association (BVCA): Private Equity Performance Measurement*. Disponible en Bvca.co.uk.

Varios Autores (2018): *Annual European Venture Capital Report 2017*.
www.Dealroom.com

Varios Autores (2018): *European Private Equity 2018*. Invest Europe.

Varios Autores (Varios Años). *Anuario de Capital Riesgo*. INCARI

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Tabla nº1: Características del <i>Private Equity</i> y del <i>Venture Capital</i>	7
Tabla nº2: Cuadro Rentabilidad Riesgo	8
Tabla nº3: Evolución del Capital Riesgo en España	15
Tabla nº4: Captación de fondos e inversión cómo % del PIB	16
Tabla nº5: Nuevos recursos por tipo de Entidad de Capital Privado	18
Tabla nº6: Fuente de Fondos Europeos	19
Tabla nº7: Inversión por tipo de entidad de Capital Privado	20
Tabla nº8: Inversión como % del PIB	21
Tabla nº9: Desinversión por tipo de entidad de Capital Privado	22
Tabla nº10: Inversión de Venture Capital per capital en 2017 (\$)	27