

Los fondos de fondos de capital-riesgo: análisis regulatorio y fiscal

(Funds of private equity funds: regulatory and tax analysis)

Paz Irazusta
Abogado. Asociada sénior
Cuatrecasas

Miguel Sánchez Monjo
Abogado. Socio
Cuatrecasas

Carlos Posadas
Abogado. Asociado principal
Cuatrecasas

Sumario

- I. Introducción
- II. Aspectos generales de los fondos de fondos de capital-riesgo
- III. Análisis regulatorio de los fondos de fondos
 1. Marco regulatorio aplicable
 2. Política de inversión
 3. La gestión de los fondos de fondos
 4. Comisiones y costes
 5. La ejecución de inversiones: periodo de inversión y desembolsos (*capital calls*)
 6. Duración y liquidación
 7. Nombramiento de depositario
- IV. Aspectos fiscales de los fondos de fondos de capital-riesgo
 1. Tributación en el Impuesto sobre Sociedades de los fondos de fondos de capital-riesgo
 2. Tributación de las rentas obtenidas por los socios o partícipes de los fondos de fondos de capital-riesgo
 - (a) Inversores personas jurídicas residentes a efectos fiscales en España (IS).
 - (b) Inversores personas físicas residentes a efectos fiscales en España (IRPF).
 - (c) Inversores no residentes a efectos fiscales en España sin establecimiento permanente (Impuesto sobre la Renta de No Residentes).
- V. Referencias

Resumen

Ante la coyuntura actual de los mercados financieros, los fondos de fondos de capital-riesgo están atrayendo la atención de las firmas de banca privada, de cara a su distribución entre sus clientes. Estos fondos pueden ser comercializados a inversores no profesionales bajo determinados requisitos establecidos en la normativa. Este trabajo analiza las características esenciales de este tipo de fondos, desde el punto de vista de su marco regulatorio y funcionamiento interno, identificando sus peculiaridades principales en comparación con otros fondos de capital-riesgo. Asimismo, se analizan, desde un punto de vista fiscal, los principales aspectos a tener en cuenta tanto a nivel de la fiscalidad del propio vehículo de inversión como en relación con las rentas percibidas por los inversores.

Palabras clave: fondos de fondos, capital riesgo, banca privada, inversión alternativa, inversores minoristas.

Abstract

Under the current conditions of the financial markets, funds of private equity funds are attracting the attention of private equity firms for its distribution among their clients. These funds may be marketed to non-professional investors under certain legal requirements. This article analyzes the main features of this type of funds, from the regulatory and internal functioning perspectives, by identifying its main specificities in comparison with other private equity funds. Moreover, this article analyzes, from a tax perspective, the main aspects to take into account at

the level of the funds of private equity funds and in relation to the income received by its investors.

Key words: funds of funds, private equity, private banking, alternative investment, retail investors.

I. Introducción

La situación que están experimentando los mercados financieros en los últimos años, marcada por los bajos tipos de interés y la notable volatilidad, ha llevado a los inversores a analizar instrumentos de inversión distintos a los utilizados habitualmente.

Entre estos nuevos instrumentos, se encuentran los vehículos de inversión alternativa en sus diversas modalidades -capital-riesgo, *venture capital*, inversión inmobiliaria, financiación directa (*direct lending*), etc.-, los cuales están experimentando un crecimiento generalizado en términos de volumen de activos bajo gestión y constitución de nuevos vehículos.

Si bien la participación en vehículos de inversión alternativa no ha sido extraña a inversores de corte institucional, sí es más reciente el interés de las firmas de banca privada en incluir estos vehículos en los catálogos de productos que ofrecen a sus clientes. Entre dichos vehículos, destacan principalmente los fondos de fondos de capital-riesgo, objeto de análisis en el presente trabajo.

Debe tenerse en cuenta, sin embargo, que los vehículos de inversión alternativa encuentran ciertas restricciones y particularidades para su comercialización en redes de banca privada y, más concretamente, a inversores que no tienen la condición de clientes profesionales en el sentido establecido por el artículo 205 del Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores.

Es el caso, por ejemplo, de las entidades de inversión colectiva de tipo cerrado (EICC) -tanto en su modalidad de fondos (FICC) como de sociedades (SICC) de inversión colectiva de tipo cerrado-, cuya comercialización está limitada, en efecto, a inversores con la condición de clientes profesionales (artículo 75.1 de la Ley 22/2014, de 12 de noviembre, por la que se regulan las entidades de capital-riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado, y por la que se modifica la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva ("**Ley 22/2014**").

Lo mismo sucede con respecto a los fondos de inversión alternativa (FIA) europeos que se pretendan comercializar en España bajo el régimen de pasaporte establecido en 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 alternativos (conocida como AIFMD). Conforme a los artículos 76 y siguientes de la Ley 22/2014, la comercialización de estos fondos sólo puede dirigirse a inversores profesionales, salvo que se obtenga la autorización de la Comisión Nacional del Mercado de Valores ("**CNMV**") para poder distribuirlos a clientes minoristas, en los términos del artículo 79 de la Ley 22/2014. Este mismo régimen es aplicable a otras figuras de fondos de inversión alternativa armonizados a nivel europeo, como es el caso de los fondos de capital-riesgo europeos (FCRE) y los fondos de emprendimiento social europeos (FESE).

Precisamente por la existencia de estas restricciones en materia de comercialización a inversores minoristas, en el año 2015, se introdujeron en el ordenamiento jurídico comunitario los fondos de inversión a largo plazo europeos ("**FILPE**"). Estos fondos, caracterizados por su relativa flexibilidad en materia de inversión (pueden invertir en sus activos subyacentes a través de capital, deuda, instrumentos híbridos y préstamos, o bien adquiriendo inmuebles de forma directa), pueden comercializarse a inversores profesionales

y minoristas, si bien cumpliendo ciertos requisitos¹. Entre éstos, destaca la exigencia de que la comercialización de los FILPE a inversores minoristas se realice mediante la prestación del servicio de asesoramiento en materia de inversión en los términos previstos en la Directiva 2014/65/UE (MiFID II), lo que exige que el FILPE resulte un producto idóneo para el inversor minorista en función de sus conocimientos y experiencia en los mercados financieros y su perfil de riesgo. Asimismo, se establecen determinadas limitaciones a la cantidad que los clientes minoristas pueden invertir en este tipo de fondos y se exige, para la constitución del FILPE, la autorización de la autoridad supervisora correspondiente del Estado miembro en el que el fondo vaya a establecerse.

A nivel local español, sin embargo, se ha optado por permitir que las entidades de capital-riesgo españolas ("ECR") -ya sean fondos ("FCR") o sociedades ("SCR") de capital-riesgo- previstos en la Ley 22/2014 puedan ser objeto de comercialización no sólo a clientes profesionales, sino también a otros inversores no profesionales (minoristas), siempre y cuando estos últimos (i) se comprometan a invertir como mínimo 100.000 euros en la ECR y (ii) declaren por escrito, en un documento distinto al compromiso de inversión, que son conscientes de los riesgos ligados a la inversión en la ECR en cuestión (artículo 75.2 de la Ley 22/2014).

Este régimen convierte a las ECR españolas en un vehículo apto para la distribución y comercialización entre clientes de banca privada, bajo los requisitos antes indicados.

Precisamente, una de las modalidades de ECR cuya comercialización está creciendo más en los últimos meses en las redes de banca privada es la de los fondos de fondos de capital-riesgo (que, en adelante, serán referidos de forma genérica como "fondos de fondos").

Como se analizarán en el siguiente epígrafe, estos fondos invierten en otros fondos de capital-riesgo, permitiendo a sus inversores el acceso a una cartera diversificada de fondos subyacentes.

II. Aspectos generales de los fondos de fondos de capital-riesgo

Los fondos de fondos tienen su origen entre los años 60 y 70 del siglo pasado, dentro del desarrollo general de la industria de capital-riesgo, si bien experimentaron su mayor crecimiento a mediados de los años 90, coincidiendo con el elevado interés en sectores relacionados con la innovación tecnológica (Internet) y el *venture capital*.

Mientras que los inversores profesionales, cada día más sofisticados, se están decantando más por la inversión en los fondos de capital-riesgo que adquieren directamente participaciones en las compañías subyacentes, los fondos de fondos son una alternativa interesante para inversores más pequeños o menos sofisticados, que invierten por primera vez en capital-riesgo.

Como se ha apuntado anteriormente, la principal ventaja que ofrecen los fondos de fondos es la diversificación de su cartera. En efecto, la inversión en un fondo de este tipo permite acceder a un conjunto relativamente amplio de fondos de capital-riesgo y, por extensión, a decenas de compañías subyacentes.

Además, los fondos de fondos permiten que sus partícipes inviertan, indirectamente, en fondos de capital-riesgo de grandes gestoras y de primer nivel, a los cuales no podrían acceder de manera directa (entre otras razones, por el importe mínimo de inversión que exigen tales fondos). De la misma forma, como los fondos de fondos invierten una cantidad relevante en cada uno de los fondos subyacentes, pueden aprovecharse de

¹ En efecto, la Unión Europea pretendió establecer, con la creación de los FILPE, una categoría de vehículo de inversión alternativa apta para inversores minoristas interesados en la obtención de rentabilidades a largo plazo. Para ello, se tomó como referencia el régimen de las instituciones de inversión colectiva armonizadas conforme a la Directiva 2009/65/CE (conocida como Directiva UCITS), dada su condición de vehículos aptos para inversores minoristas, si bien más líquidos y focalizados en la inversión en valores negociables.

descuentos en comisiones y gastos por volumen de inversión, obteniendo una mayor eficiencia en su inversión.

El valor que ofrecen los gestores de fondos de fondos a sus inversores se basa, principalmente, en (i) su amplio conocimiento del mercado, (ii) sus relaciones con un número elevado de gestoras, incluyendo las de mayor prestigio, (iii) la posesión y valoración de un conjunto relevante de datos sobre los fondos en los que invierten y otros fondos existentes en el mercado, que les permite realizar comparaciones consistentes e identificar los fondos más atractivos, y (iv) su capacidad para realizar revisiones (*due diligence*) exhaustivas de los fondos en que invierten a los efectos de identificar sus fortalezas y debilidades.

Además, como la mayor parte de los fondos de capital-riesgo, los fondos de fondos son también una inversión de naturaleza ilíquida. En efecto, estos fondos, por regla general, no permiten que sus inversores puedan realizar reembolsos de sus participaciones para hacer líquida la inversión (de ahí que queden dentro de la definición general de fondos de carácter “cerrado”). La única posibilidad de salida anticipada, y de convertir en liquidez la inversión realizada antes de la disolución y liquidación del fondo, es la transmisión de las participaciones del fondo a otros inversores interesados (ya sean a otros partícipes del fondo o bien a terceros), en el mercado secundario.

III. Análisis regulatorio de los fondos de fondos

1. Marco regulatorio aplicable

Los fondos de fondos, al igual que el resto de ECR, están regulados por la Ley 22/2014.

Esta normativa se centra principalmente en los aspectos regulatorios del régimen de inversiones de las ECR, como son los activos aptos en los que

pueden invertir, el coeficiente obligatorio y de libre disposición, las limitaciones en términos de concentración y los requisitos de diversificación. Asimismo, se regulan los requisitos que deben cumplir las sociedades gestoras y los depositarios de las ECR para el desarrollo de su actividad.

Por el contrario, la Ley 22/2014 deja libertad a los gestores para que puedan acordar con sus inversores las cuestiones relacionadas con el funcionamiento interno de las ECR, tales como la ejecución de cierres, la duración de los periodos de inversión y desinversión, la constitución de juntas de partícipes y comités de supervisión o la aplicación de comisiones de gestión y de éxito (*carried interest*)².

En relación con la actividad que pueden desarrollar los fondos de fondos, el apartado 1 del artículo 9 de la Ley 22/2014 establece que el objeto principal de las ECR consiste en “*la toma de participaciones temporales en el capital de empresas la 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*”. Es decir, la actividad principal de una ECR es la inversión directa en compañías que no estén admitidas a negociación y que no posean naturaleza no inmobiliaria.

Sin embargo, el apartado 2 del mismo artículo permite que el objeto principal de las ECR se extienda, entre otras actividades, a la inversión en ECR, permitiendo, de esta forma, la constitución de fondos que únicamente inviertan en otros fondos de capital-riesgo.

Estos fondos de fondos pueden adoptar la forma de fondo (FCR) o de sociedad (SCR), conforme a lo establecido en el artículo 3.3 de la Ley 22/2014.

2 En el caso de las SCR, sin embargo, serán de aplicación aquellas disposiciones que resulten imperativas en la Ley de Sociedades de Capital (Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio) y demás normativa de orden societario y mercantil.

2. Política de inversión

La posibilidad general de inversión en otras ECR prevista en el artículo 9.2 de la Ley 22/2014 para los fondos de fondos se complementa con el régimen establecido en el artículo 14 de la Ley 22/2014.

Este precepto permite que las ECR con forma de fondo de fondos inviertan hasta el cien por cien (100%) de su activo computable³ en otras ECR constituidas en España, o bien en entidades extranjeras similares con los requisitos que se mencionan más adelante.

Esto significa que los fondos de fondos pueden cumplir con los requisitos de coeficiente obligatorio de inversión establecidos en el artículo 13 de la Ley 22/2014 únicamente mediante la inversión en ECR. Este coeficiente consiste en la obligación de invertir un porcentaje mínimo del sesenta por ciento (60%) del activo computable de la ECR en los siguientes activos: (i) acciones u otros valores o instrumentos financieros que puedan dar derecho a la suscripción o adquisición de aquéllas, (ii) préstamos participativos a empresas que se encuentren dentro de su ámbito de actividad principal y (iii) acciones o participaciones de ECR españolas o extranjeras (artículo 13 de la Ley 22/2014).

En cuanto a las entidades extranjeras similares a las ECR españolas en las que pueden invertir los fondos de fondos, deben reunir las características previstas en el artículo 14 de la Ley 22/2014:

a) Dichas entidades extranjeras (o bien sus sociedades gestoras) deben estar establecidas en Estados miembros de la Unión Europea o en un tercer país, siempre que dicho país no figure en la lista de países y territorios no cooperantes establecida por el Grupo de Acción Financiera Internacional sobre el Blanqueo de Capitales

(GAFI) y haya firmado con España un convenio para evitar la doble imposición con cláusula de intercambio de información, o bien un acuerdo de intercambio de información en materia tributaria.

No obstante este requisito, los fondos de fondos pueden construir carteras de fondos subyacentes de forma flexible en términos de enfoque geográfico, ya que las limitaciones anteriores se refieren a la localización del fondo subyacente o de su gestora, pero no de las compañías en que inviertan dichos fondos. Sin embargo, la selección de las entidades extranjeras en las que se inviertan sí tiene transcendencia fiscal, como se analizará más adelante.

b) Con independencia de su denominación o estatuto jurídico, las entidades extranjeras deben desarrollar, conforme a su normativa local aplicable, actividades similares a las realizadas por las ECR españolas reguladas en la Ley 22/2014; es decir, en términos generales, deben dedicarse a 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 otros mercados regulados⁴.

Los fondos de fondos pueden también realizar inversiones directas en el capital de compañías que estén dentro del ámbito de actividad de sus fondos subyacentes⁵.

De la misma forma, los fondos de fondos pueden invertir, de forma residual, en los activos que están incluidos en el coeficiente de libre disposición del artículo 15 de la Ley 22/2014 (hasta el cuarenta por ciento (40%) de su activo computable), esto es, (i) valores de renta fija negociados en mercados regulados o en mercados secundarios organizados, (ii) efectivo, (iii) préstamos participativos, y (iv) finan-

3 Conforme al artículo 18 de la Ley 22/2014, se entiende por activo computable "el resultado de sumar el importe de patrimonio neto, los préstamos participativos recibidos y las plusvalías latentes netas de efecto impositivo".

4 No obstante, como dispone en el artículo 9.2 de la Ley 22/2014, es posible la toma de participaciones temporales en el capital de empresas cotizadas, siempre y cuando sean excluidas de cotización dentro de los doce meses siguientes a la toma de la participación por el fondo en cuestión.

5 Normalmente, estas inversiones directas se realizan, en la práctica, en régimen de coinversión con los gestores de los fondos subyacentes en los que invierten los fondos de fondos.

ciación de cualquier tipo a empresas participadas que formen parte de su objeto social principal. Dentro de este coeficiente de libre disposición, pueden invertir también en otros fondos de inversión alternativa que no cumplan con las condiciones antes enumeradas, por ejemplo, fondos establecidos en jurisdicciones que no cumplan dichos requisitos, o cuya política de inversión no sea similar a la establecida para las ECR españolas, incluyendo instituciones de inversión colectiva de carácter abierto.

En términos de diversificación, los fondos de fondos están sujetos al régimen general del artículo 16, según el cual no pueden invertir más del veinticinco por ciento (25%) de su activo computable en el momento de la inversión en una misma empresa, o fondo subyacente, ni más del treinta y cinco por ciento (35%) en empresas o fondos pertenecientes al mismo grupo de sociedades (entendido conforme al artículo 42 del Código de Comercio)⁶. Este requisito, no obstante, es bastante flexible en comparación con la práctica habitual de los fondos de fondos, que suelen invertir en un número de fondos superior al exigido por la norma.

La Ley 22/2014, sin embargo, permite a las ECR en general, y a los fondos de fondos en particular, incumplir de forma temporal el coeficiente de diversificación durante los primeros tres años, desde su inscripción en el correspondiente registro de la CNMV, a fin de que puedan tener tiempo suficiente para construir su cartera de inversiones de forma paulatina. También pueden incumplir dicho coeficiente en el caso de devolución de aportaciones a inversores, en cuyo caso los porcentajes de diversificación se computarán considerando el patrimonio neto existente antes de realizarse dicha devolución (artículo 17.3 de la Ley 22/2014).

3. La gestión de los fondos de fondos

Los fondos de fondos, al igual que el resto de ECR, deben estar gestionados por una sociedad gestora autorizada⁷ (artículo 3.2 de la Ley 22/2014).

La gestora deberá ser una sociedad gestora de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado ("SGEIC") de las reguladas en los artículos 41 y siguientes de la Ley 22/2014, constituida con la autorización de la CNMV. Además de los requisitos que se establecen de forma general para cualquier gestora de este tipo, las SGEIC que gestionen fondos de fondos dirigidos a la comercialización entre inversores no profesionales (por ejemplo, a través de redes de banca privada) deben cumplir con los preceptos del capítulo II del título II de la Ley 22/2014 (artículo 72 de la Ley 22/2014). Tales preceptos, exigidos también a gestoras que, en general, tengan activos bajo gestión equivalentes a al menos 100 millones de euros haciendo uso de apalancamiento, o 500 millones de euros sin apalancamiento, establecen obligaciones adicionales en materia de gestión de conflictos de interés, gestión de riesgos y liquidez, valoración de activos, delegación de funciones e información periódica a inversores y a la CNMV.

Alternativamente, las gestoras de fondos de fondos pueden tener la condición de sociedad gestora de instituciones de inversión colectiva (SGIIC), regulada por la Ley 35/2003 (por referencia del artículo 47 de la Ley 22/2014), para lo cual deberán extender su programa de actividades a la gestión de las inversiones y los riesgos de ECR, mediante la correspondiente autorización previa de la CNMV.

Debe tenerse en cuenta que, en fondos de fondos, no es relevante únicamente la gestión que desarrolla la sociedad gestora del fondo de fondos en cuestión, en lo que se refiere a la identificación y selección de los fondos subyacentes, sino también la labor de los gestores de estos últimos, ya que su actividad va a condicionar, en última instancia, la rentabilidad que obtenga el fondo de fondos.

Por otro lado, no es extraño que los fondos de fondos no incluyan, en sus reglamentos de

6 Preguntas y respuestas de la CNMV sobre la normativa de IIC, ECR y otros vehículos de inversión colectiva, 23 de noviembre de 2018 -consulta 26 en relación con ECR- (<https://www.cnmv.es/docportal/Legislacion/FAQ/QAsIIC.pdf>).

7 Salvo en el caso de fondos de fondos que tengan la condición de SCR autogestionada.

gestión, disposiciones en materia de identificación, dedicación y salida de ejecutivos clave (*key persons*) al tratarse de un tipo de gestión y selección de inversiones diferente a la que pueda desarrollar un gestor de fondos de capital-riesgo con inversión directa en compañías.

4. Comisiones y costes

Una de las cuestiones que más discusiones ha generado en el ámbito de los fondos de fondos es la duplicidad de comisiones y costes que se produce en estas estructuras.

En efecto, por un lado, el propio fondo de fondos devenga comisiones de gestión, que remuneran la actividad desempeñada por el gestor para identificar y seleccionar los mejores fondos subyacentes, así como, en su caso, comisiones de éxito (*carried interest*). Dicha estructura genera, por otro lado, costes de diversa índole, como son los costes de constitución y establecimiento del fondo, los costes operativos de funcionamiento y los costes de ejecución de las operaciones (por ejemplo, costes de *due diligence* y negociación para la entrada en los fondos subyacentes).

Ahora bien, estas comisiones y costes se generan igualmente a nivel de los fondos subyacentes, que devengan sus propias comisiones de gestión y éxito y gastos de establecimiento y operativos, los cuales son asumidos indirectamente por los inversores del fondo de fondos, de manera proporcional a la inversión que mantenga el fondo de fondos en los fondos subyacentes.

Sin embargo, las comisiones de gestión devengadas directamente por los fondos de fondos son menores, por regla general, a las aplicadas por los fondos que invierten en compañías directamente, lo que vendría a mitigar la duplicidad antes mencionada. Así, las comisiones de gestión aplicadas habitualmente por los fondos de fondos oscilan entre los 50 (0,5%) y los cien puntos básicos (1%), inferiores a los ciento cincuenta (1,50%) o doscientos cincuenta (2,50%) puntos básicos que se devengan en otras ECR.

La base de cálculo de estas comisiones puede variar entre los distintos fondos de fondos. En lugar de utilizarse directamente como referencia los compromisos totales del fondo (como sucede habitualmente en otras ECR), en fondos de fondos se suele utilizar también, como base de cálculo, el importe efectivamente desembolsado por los inversores para la ejecución de inversiones en fondos subyacentes, o bien el importe comprometido por el fondo de fondos en fondos subyacentes, lo que, en última instancia, puede suponer una menor comisión de gestión para el gestor de fondos de fondos.

Los fondos de fondos también devengan *carried interest* para los gestores, una vez superado el umbral del retorno preferente (*hurdle rate*) establecido para los inversores.

En cuanto a los costes, estos aparecen limitados en los reglamentos de gestión de algunos fondos de fondos y también de los fondos subyacentes, lo cual permite a los inversores conocer, con antelación, el volumen aproximado de costes que podrían asumir directa o indirectamente en la estructura completa del fondo de fondos. Dicha limitación de costes es más habitual en relación con los costes de establecimiento, y no tanto respecto de los costes operativos, sin perjuicio de que tal limitación constituya una buena práctica en el mercado.

5. La ejecución de inversiones: periodo de inversión y desembolsos (*capital calls*)

Como cualquier otro fondo de carácter cerrado, los fondos de fondos tienen, por un lado, un periodo de inversión durante el cual construyen su cartera de activos subyacentes y, por otro lado, un periodo de desinversión en el que proceden a liquidar dichos activos y a realizar distribuciones de aportaciones y retornos a sus inversores.

En cuanto al periodo de inversión de los fondos de fondos, su duración no es diferente al de otras ECR. Dicho periodo oscila entre tres y cinco años, en los cuales el gestor del fondo analiza y selecciona los fondos subyacentes en los que va a invertir y suscribe los correspondientes compromisos de

inversión en dichos fondos. Existen, sin embargo, fondos en los que ese periodo de inversión es más reducido, llegando incluso a ser de un año. En todo caso, no es infrecuente encontrar, en los reglamentos de gestión de los fondos de fondos, la posibilidad de que el periodo de inversión se extienda durante un año (o incluso más tiempo) si así lo considera el gestor.

Un aspecto relevante en los fondos de fondos es la administración de las solicitudes que deben realizar a sus inversores para que realicen los desembolsos de sus aportaciones (esto es, los *capital calls*).

En los fondos de fondos, los desembolsos que deben realizar sus inversores están condicionados indirectamente por los *capital calls* que soliciten los fondos subyacentes. Estos *capital calls* son realizados por los gestores de los fondos subyacentes según consideren en función de las necesidades del fondo subyacente. En este sentido, el gestor de un fondo de fondos carece de control directo sobre la fecha y el importe de las solicitudes de desembolso realizadas por los fondos subyacentes. Por ello, debe intentar ajustar lo mejor posible el momento y la cantidad de los *capital calls* que él mismo realice a sus inversores, de tal forma que tenga siempre capacidad de atender a los *capital calls* de los fondos subyacentes, sin, a la vez, tener que solicitar desembolsos continuados a sus inversores⁸.

Por ello, es frecuente encontrar, en los reglamentos de gestión de los fondos de fondos, disposiciones que permitan al gestor mantener un determinado nivel de efectivo en el fondo (entre el diez (10%) y el quince por ciento (15%) de los compromisos totales del fondo de fondos) a efectos de facilitarle una adecuada administración del fondo⁹.

Otra posibilidad que tiene el gestor, en este sentido, es la realización de distribuciones temporales a

los partícipes, es decir, distribuciones sujetas a la posibilidad de que el gestor solicite de nuevo su reintegro al fondo para atender a las obligaciones de desembolso que éste pueda tener para con los fondos subyacentes.

6. Duración y liquidación

Mientras que apenas existen diferencias entre el periodo de inversión de los fondos de fondos y el resto de ECR, sí hay una mayor divergencia entre ambos tipos de fondos en lo que se respecta a la duración del periodo de desinversión y del proceso de liquidación del fondo.

La vida de las ECR que invierten directamente en el capital de compañías es normalmente de diez años, con posibilidad de dos o tres prórrogas anuales adicionales. En los fondos de fondos, sin embargo, la duración total es mayor, dado que el periodo de desinversión se puede prolongar durante un mayor número de años.

La razón de esta diferencia radica en la naturaleza de los activos subyacentes. En efecto, en los fondos de fondos, la desinversión de los activos depende del momento en el que se liquiden los fondos subyacentes. Estos fondos, como cualquier otro fondo de capital-riesgo, tienen una duración de entre diez y doce años para completar su ciclo de inversión y liquidar sus inversiones. En este sentido, si un fondo de fondos invierte al final de su periodo de inversión en un fondo subyacente, eso implicará muy probablemente que la inversión en este fondo no se liquide hasta prácticamente diez años después¹⁰, esto es, entre trece y quince años después del primer cierre del fondo de fondos. Por ello, no resulta extraño encontrar en el mercado fondos de fondos cuya liquidación no sea completa hasta prácticamente quince años (o más) después de su constitución.

8 En cualquier caso, la ventaja que tienen los fondos de fondos, en tanto carteras diversificadas de fondos subyacentes, es que el inversor sólo debe atender a los *capital calls* que le realice su fondo de fondos, en lugar de tener que gestionar el elevado de número de solicitudes de desembolso que recibiría en caso de invertir directamente en los fondos subyacentes.

9 Dicha reserva, cuando deje de ser necesaria a criterio del gestor, será devuelta a los inversores, sin perjuicio de que se mantenga un margen para cubrir futuras necesidades, como podrían ser los *capital calls* de los fondos subyacentes para el pago de comisiones de gestión y gastos, o bien para realizar inversiones de seguimiento (*follow-on investments*) en los activos de su cartera.

10 Salvo que, naturalmente, el gestor del fondo de fondos decida liquidar su inversión en el fondo subyacente en el mercado secundario, es decir, transmitiendo su participación en el mismo a un tercero.

Como consecuencia de lo anterior, los reglamentos de gestión de los fondos de fondos prevén habitualmente una duración inicial del fondo junto con la posibilidad de realizar sucesivas prórrogas anuales cuando lo considere la gestora, ya sea con o sin justificación.

7. Nombramiento de depositario

Para aquellos fondos de fondos que vayan dirigidos a inversores no profesionales cumpliendo los requisitos antes analizados, es necesario el nombramiento de un depositario (artículo 50 de la Ley 22/2014 por referencia del artículo 72 del mismo texto legal).

El depositario estará sometido al mismo régimen jurídico y de responsabilidad previsto en la Ley 35/2003, de instituciones de inversión colectiva. Es decir, tendrá encomendada la función de depósito y custodia de los activos del fondo, así como la vigilancia de la actividad de su sociedad gestora. También será responsable frente a los inversores de todos los perjuicios que cause por incumplimiento intencionado o por negligencia de sus obligaciones legales, así como por la pérdida de los activos (se encuentren custodiados por él mismo o por un tercero delegado).

IV. Aspectos fiscales de los fondos de fondos de capital-riesgo

Desde un punto de vista fiscal, a los fondos de fondos les resulta de aplicación el régimen fiscal especial previsto en el artículo 50 de la Ley 27/2014, de 27 de noviembre, del Impuesto sobre Sociedades ("LIS"). Ahora bien, este tipo de estructuras presentan una serie de particularidades no previstas en dicho régimen fiscal que pueden implicar un incremento de la carga tributaria respecto de las estructuras tradicionales de inversión directa en entidades no cotizadas.

A continuación, se analizarán los principales aspectos fiscales de los fondos de fondos tanto a nivel del propio vehículo de inversión, el FCR¹¹, como a nivel de los inversores (i) personas físicas residentes fiscales en España, (ii) personas jurídicas residentes fiscales en España, (iii) personas físicas y jurídicas no residentes a efectos fiscales en España, sin establecimiento permanente en dicho territorio.

1. Tributación en el Impuesto sobre Sociedades de los fondos de fondos de capital-riesgo

Los fondos de fondos, como contribuyentes del Impuesto sobre Sociedades ("IS"), estarán sujetos al tipo general de gravamen del 25% previsto en el artículo 29.1 de la LIS.

Ahora bien, el artículo 50 de la LIS regula un régimen fiscal especial aplicable a las ECR españolas y sus socios que establece determinados beneficios en el caso de obtención de: (i) rentas positivas derivadas de la transmisión de valores representativos de la participación en el capital o en fondos propios de entidades que conformen el coeficiente obligatorio de inversión de acuerdo con la Ley 22/2014, y (ii) dividendos y participaciones en beneficios procedentes de dichas entidades.

A diferencia de lo que sucede en la mayoría de las jurisdicciones de nuestro entorno, en las que las ECR están totalmente exentas de tributación o no son sujetos pasivos del IS, téngase en cuenta que el régimen fiscal especial español únicamente resulta de aplicación a las plusvalías y dividendos de entidades que integren el coeficiente obligatorio de inversión de las ECR. No es un régimen de exención plena, de tal forma que el resto de rentas (por ejemplo, los intereses que puedan percibir las ECR) estarán sometidas a tributación al tipo general del 25%.

Este tratamiento que obliga a discernir por tipo de rentas puede suponer una traba en ocasiones a la hora de decidir la mecánica de financiación a las entidades participadas.

11 El análisis fiscal que se desarrolla a continuación se centra en la tributación de los fondos de fondos con forma de FCR, al ser la forma jurídica más habitual en este tipo de estructuras, y sus partícipes.

Tributación de las rentas positivas derivadas de la transmisión o reembolso de valores representativos de la participación en el capital o en fondos propios de los fondos subyacentes

Los FCR aplicarán la exención del 100% a las rentas positivas derivadas de la transmisión o reembolso de las acciones o participaciones en los fondos subyacentes cuando concurren los requisitos para aplicar la exención para evitar la doble imposición prevista con carácter general en el artículo 21 de la LIS, lo que en esencia requiere que: (i) se tenga al menos un 5% del capital o fondos propios de los fondos subyacentes o un coste de adquisición de su participación de más de 20 millones de euros, (ii) se haya tenido la participación al menos durante un año de manera ininterrumpida, y (iii) los fondos subyacentes residan en España o, residiendo en el extranjero, hayan estado sujetos y no exentos por un impuesto extranjero de naturaleza idéntica o análoga al IS a un tipo nominal de, al menos, el 10%, con independencia de la aplicación de algún tipo de exención, bonificación, reducción o deducción sobre aquellos; se considerará cumplido este requisito, cuando la entidad participada sea residente en un país con el que España tenga suscrito un CDI, que le sea de aplicación y que contenga cláusula de intercambio de información.

En el supuesto en que los fondos subyacentes obtengan dividendos, participaciones en beneficios o rentas derivadas de la transmisión de valores representativos del capital o de los fondos propios de entidades en más del 70% de sus ingresos (como es lo habitual en la práctica), la aplicación de esta exención respecto de dichas rentas requerirá que los FCR tengan una participación indirecta en esas entidades (es decir, en las entidades en las que participen los fondos subyacentes) que cumpla los requisitos señalados en el párrafo anterior.

De acuerdo con el artículo 21.5 de la LIS, la exención quedaría limitada a la parte de la plusvalía que se corresponda con beneficios no distribuidos en caso de que la sociedad (directa o indirectamente) participada tenga la consideración de entidad patrimonial según se define en la LIS¹². Asimismo, no se aplicaría la exención a la renta procedente de la transmisión de la participación, directa o indirecta, en una entidad que cumpla los requisitos establecidos en el artículo 100 de la LIS relativos al régimen de la transparencia fiscal internacional, siempre que, al menos, el 15% de sus rentas queden sometidas a dicho régimen.

Subsidiariamente, cuando no concurren los requisitos previstos en el artículo 21 de la LIS, los FCR, de acuerdo con el artículo 50.1 de la LIS, podrán aplicar una exención del 99% sobre las rentas positivas que obtengan en la transmisión de valores representativos de la participación en el capital o en fondos propios de activos que conformen o puedan conformar su coeficiente obligatorio de inversión, siempre que la transmisión se produzca a partir del inicio del segundo año de tenencia computado desde el momento de adquisición o de la exclusión de cotización y hasta el decimoquinto, inclusive¹³.

Sin embargo, el artículo 50.5 de la LIS establece que *"lo dispuesto en este artículo no será de aplicación en relación con aquella renta que se obtenga a través de un país o territorio calificado como paraíso fiscal o cuando el adquirente resida en dicho país o territorio."*

De esta forma, el legislador español excluye la aplicación del régimen fiscal especial aplicable a ECR a la participación del FCR en entidades, entre otros, cuando la renta se obtenga a través de un paraíso fiscal¹⁴.

12 Según el artículo 5.2 de la LIS, se entiende por entidad patrimonial y que, por tanto, no realiza una actividad económica, aquella en la que más de la mitad de su activo esté constituido por valores o no esté afecto a una actividad económica.

13 Excepcionalmente, podrá admitirse una ampliación de este último plazo, hasta el vigésimo año, inclusive.

14 A estos efectos, a expensas de que reglamentariamente se apruebe la nueva lista de territorios calificados como paraísos fiscales a efectos de España, tendrán dicha consideración los previstos en el artículo 1 del RD 1080/1991, una vez excluidos aquellos que hayan firmado con España un CDI con cláusula de intercambio de información, o un Acuerdo de intercambio de información en materia tributaria en el que expresamente así se establezca, y sólo mientras dichos Convenios y Acuerdos sean aplicables.

Esta limitación que puede resultar muy poco común en las estructuras tradicionales de capital-riesgo de inversión directa en entidades operativas puede llegar a tener un impacto relevante en las estructuras de fondos de fondos.

Es frecuente que algunos fondos subyacentes estén localizados en paraísos fiscales, no por motivos fiscales, sino por la organización de la industria de fondos. Esto no impide que dichos fondos subyacentes puedan conformar el coeficiente obligatorio del FCR desde un punto de vista regulatorio si, por ejemplo, su gestora no está situada en un paraíso fiscal. De ahí que sea habitual que nos encontremos con estas estructuras.

En estos casos, podría entenderse que la renta se ha obtenido a través de un paraíso fiscal y, por tanto, no resultar aplicable el régimen especial para ECR españolas y tributar dicha renta al tipo general del 25% del IS a nivel del FCR, aunque, regulatoriamente, forme parte del coeficiente obligatorio.

En nuestra opinión, este mismo riesgo se apreciaría si los fondos subyacentes invirtiesen en entidades finales a través de jurisdicciones calificadas como paraíso fiscal.

No consideramos que esto tenga sentido, pues la renta donde se genera es en las sociedades operativas del último nivel que, con carácter general, no están situadas en un paraíso fiscal y han tributado por la misma, siendo los fondos subyacentes meros vehículos canalizadores de la renta. Ahora bien, dado el tenor literal de la norma, nada favorable, y ante la ausencia de pronunciamientos administrativos que profundicen sobre este asunto, la interpretación prudente pasa por aplicar a estas rentas el tipo general del IS (25%).

En cualquier caso, no existiría obligación de retener con independencia de que este tipo de rentas queden exentas de tributación o no.

Por último, conviene recordar que, de acuerdo con el artículo 50.6 de la LIS, no será aplicable la exención del 99% en los siguientes supuestos:

- a) Cuando el adquirente resida en un país o territorio calificado como paraíso fiscal.
- b) Cuando la persona o entidad adquirente esté vinculada con la entidad de capital-riesgo, salvo que sea otra entidad de capital-riesgo, en cuyo caso, esta última se subrogará en el valor y la fecha de adquisición de la entidad transmitente.
- c) Cuando los valores transmitidos hubiesen sido adquiridos a una persona o entidad vinculada con la entidad de capital-riesgo.

Deducibilidad de las rentas negativas derivadas de la transmisión o reembolso de valores representativos de la participación en el capital o en fondos propios de los fondos subyacentes

Con efectos para los períodos impositivos iniciados a partir de 1 de enero de 2017, el artículo 21.6 de la LIS establece lo siguiente:

“No se integrarán en la base imponible las rentas negativas derivadas de la transmisión de la participación en una entidad, respecto de la que se de alguna de las siguientes circunstancias:

- a) Que se cumplan los requisitos establecidos en el apartado 3 de este artículo. No obstante, el requisito relativo al porcentaje de participación o valor de adquisición, según corresponda se entenderá cumplido cuando el mismo se haya alcanzado en algún momento durante el año anterior al día en que se produzca la transmisión.*
- b) En caso de participación en el capital o en los fondos propios de entidades no residentes en territorio español, que no se cumpla el requisito establecido en la letra b) del apartado 1 del artículo 21 de esta Ley.*

En el supuesto de que los requisitos señalados se cumplan parcialmente, en los términos establecidos en el apartado 3 de este artículo, la aplicación de lo dispuesto en este apartado se realizará de manera parcial.”

Por lo tanto, a sensu contrario, las rentas negativas derivadas de la transmisión de la participación en una entidad únicamente serán fiscalmente deducibles en la base imponible de los contribuyentes del IS, cuando, conforme dispone el artículo 21.6 de la LIS, concurren, entre otras circunstancias, las dos siguientes:

- a) que no se cumplan los requisitos establecidos en el apartado 3 del artículo 21 de la LIS (entre ellos, el requisito de participación mínima -5% o valor de adquisición de la participación superior a 20 millones de euros- y el de periodo de tenencia -un año- regulado en el artículo 21.1.a de la LIS) en el periodo señalado anteriormente – durante el año anterior al día en que se produzca la transmisión; y
- b) en caso de participación en el capital o en los fondos propios de entidades no residentes en territorio español, que sí se cumpla el requisito establecido en el apartado 21.1.b de la LIS –el de tributación mínima de las entidades participadas no residentes sujetas a un impuesto extranjero análogo al IS a un tipo del 10% o que exista un CDI que le sea de aplicación y contenga cláusula de intercambio de información-.

Este cambio normativo, sin embargo, no ha sido trasladado al artículo 50.1 de la LIS en relación con las entidades que aplican el régimen fiscal especial de capital-riesgo.

En las estructuras de fondos de fondos, el requisito de participación por parte de los FCR en los fondos subyacentes, por lo general, es complicado que se cumpla puesto que lo habitual será que sean titulares de menos del 5% y su valor de adquisición inferior a 20 millones de euros. Por lo tanto, el apartado a) del artículo 21.6 de la LIS no resultaría, en principio, de aplicación.

Ahora bien, creemos que en los supuestos en los que los FCR inviertan, directa o indirectamente,

en fondos subyacentes extranjeros habrá que analizar el grado de cumplimiento del requisito de tributación mínima en el extranjero previsto en el artículo 21.1.b) de la LIS pudiendo resultar de aplicación la limitación a la deducibilidad de pérdidas prevista en el apartado b) del artículo 21.6 de la LIS.

En cuanto a la inversión en fondos subyacentes españoles, en la medida en que el régimen especial del accionista o partícipe en una ECR española permite la aplicación del artículo 21 de la LIS con independencia de su antigüedad y grado de participación, en nuestra opinión, no sería posible la deducibilidad de la pérdida.

Tributación de los dividendos y participaciones en beneficios obtenidos por las ECR procedentes de los fondos subyacentes

El artículo 50.2 de la LIS establece que *“Las entidades de capital-riesgo, reguladas en la Ley 22/2014, podrán aplicar la exención prevista en el artículo 21.1 de esta Ley a los dividendos y participaciones en beneficios procedentes de las sociedades o entidades que promuevan o fomenten, cualquiera que sea el porcentaje de participación y el tiempo de tenencia de las acciones o participaciones.”*

Aunque no se establezca expresamente en la norma, la exención regulada en el artículo 50.2 de la LIS, de acuerdo con la interpretación tradicional de la DGT, únicamente resulta de aplicación a los dividendos procedentes de los fondos subyacentes que conformen o puedan conformar el coeficiente obligatorio¹⁵ de inversión de las ECR.

En las estructuras de fondos de fondos, esto supone que los dividendos procedentes de fondos subyacentes que sean residentes fiscales en España estarán exentos de tributación al 100% sin que, por lo tanto, exista obligación de retener.

¹⁵ Los dividendos que obtengan las ECR procedentes de fondos subyacentes que se integren en el coeficiente de libre disposición no se podrán beneficiar del régimen especial previsto en el artículo 50.2 de la LIS y, por tanto, se deberá analizar el cumplimiento de los requisitos generales del artículo 21.1 de la LIS.

Ahora bien, el artículo 21 de la LIS, en relación con los dividendos procedentes de entidades no residentes en España, exige, además de los requisitos de participación y tiempo de tenencia, un requisito adicional de acreditación de tributación en el extranjero de la renta de la que traen causa.

El régimen fiscal especial de capital-riesgo previsto en el artículo 50.2 de la LIS transcrito no exonera del cumplimiento de este requisito de acreditación de tributación en el extranjero (únicamente del requisito de participación y período de tenencia), por lo que se deberá estar en disposición de acreditar el cumplimiento de este requisito.

Pagos fraccionados

Los FCR deberán efectuar el correspondiente pago fraccionado a cuenta del IS durante los primeros veinte días naturales de los meses de abril, octubre y diciembre de cada ejercicio conforme a las normas generales previstas en el artículo 40 de la LIS.

No obstante, con independencia de su importe neto de la cifra de negocios, no les resultará de aplicación el pago fraccionado mínimo regulado en la Disposición adicional decimocuarta de la LIS.

Posible aplicación del régimen de atribución de rentas a la inversión en fondos subyacentes extranjeros

Por último, en aquellos casos en los que los fondos subyacentes son no residentes a efectos fiscales en España debe analizarse en qué medida podrían tener la consideración de entidades en atribución de rentas (“EAR”) constituidas en el extranjero.

El régimen de atribución de rentas es un régimen especial de tributación que se aplica, con carácter general, a las rentas procedentes de entidades en atribución de rentas españolas, así como a las

rentas de aquellas otras entidades constituidas en el extranjero cuya naturaleza jurídica sea “idéntica o análoga” a las entidades en régimen de atribución de rentas españolas. El citado régimen supone, a grandes rasgos, negar entidad fiscal a este tipo de vehículos, siendo los socios o partícipes los obligados al pago del impuesto por las rentas que les hayan sido atribuidas.

De acuerdo con la normativa española, artículo 8 de la LIRPF¹⁶, este régimen se aplicará a las sociedades civiles no sujetas al IS, herencias yacentes, comunidades de bienes y demás entidades a que se refiere el artículo 35.4 de la Ley General Tributaria y, en general, todo tipo de entidades que carezcan de personalidad jurídica.

En base a la contestación de la DGT número de referencia V0012-11, de 11 de enero de 2011, el sector ha considerado que aquellas inversiones de los FCR en fondos subyacentes extranjeros que cumplan los requisitos establecidos en el artículo 14 de la Ley 22/2014 para ser susceptibles de conformar el coeficiente obligatorio de inversión no tienen la consideración de EAR (es decir, no serán vehículos transparentes a efectos fiscales españoles).

La DGT en la referida consulta, cuando fue preguntada acerca de si un vehículo de *private equity* constituido mediante un *limited partnership* debía ser considerado como una entidad en atribución de rentas para el inversor español (en ese caso, un FCR español), se inclinó por considerar al *limited partnership* como una entidad excluida del régimen de atribución de rentas en tanto en cuanto pudiera conformar el coeficiente obligatorio de inversión precisamente por su similitud con el FCR español, que no es una entidad en atribución de rentas.

Ahora bien, habrá que ver si la Resolución de la DGT, de 6 de febrero de 2020, sobre la consideración como entidades en régimen de atribución de rentas a determinadas entidades constituidas en el extranjero tiene algún impacto en la postura tradicional.

16 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 (“LIRPF”).

2. Tributación de las rentas obtenidas por los socios o partícipes de los fondos de fondos de capital-riesgo

(a) Inversores personas jurídicas residentes a efectos fiscales en España (IS).

Tributación de las rentas derivadas de la transmisión o reembolso de participaciones en los FCR

El artículo 50.4 a) de la LIS establece que las rentas positivas puestas de manifiesto en la transmisión o reembolso de acciones o participaciones representativas del capital o los fondos propios de las ECR darán derecho a la exención prevista en el artículo 21.3 de la LIS cualquiera que sea el porcentaje de participación y el tiempo de tenencia de las acciones o participaciones cuando su perceptor sea un contribuyente del IS.

La remisión que hace el régimen especial al artículo 21.3 de la LIS excepciona el cumplimiento del requisito de participación, pero no exige del cumplimiento del requisito de tributación mínima en el extranjero ni de la limitación prevista en el artículo 21.5 de la LIS¹⁷.

En la medida en que, con carácter general, el FCR habrá integrado la renta obtenida de los fondos subyacentes, si bien aplicando la exención del 99%, y el FCR, de conformidad con el criterio de la DGT no tendría la consideración de sociedad patrimonial, en principio las rentas positivas obtenidas por los inversores personas jurídicas residentes en España derivadas de la transmisión o reembolso de las participaciones de los FCR quedarían exentas de su IS.

Ahora bien, es importante tener en cuenta que los FCR pueden tener, a su vez, directa o indirectamente en la cadena de fondos subyacentes en los que participan, fondos residentes a efectos fiscales en un paraíso fiscal. Recordamos a estos efectos que el artículo 50.5 de la LIS expresamente establece que *“lo dispuesto en este artículo no será de aplicación en relación con aquella renta que se obtenga a través de un país o territorio calificado como paraíso fiscal o cuando el adquirente resida en dicho país o territorio.”*

La cuestión consiste en determinar en qué medida dicho precepto excluye en todo caso la aplicación del artículo 50 de la LIS a todos los niveles estando, por lo tanto, los socios de los FCR obligados a cumplir los requisitos del artículo 21.3 de la LIS para que la renta quede exenta, o si por el contrario, en la medida en que los FCR ya hayan tributado (conforme a lo dispuesto en relación con la tributación a nivel del FCR) por esa renta en España al no poder aplicar la exención del artículo 50 de la LIS, se entiende que la renta que perciben los socios se ha obtenido en España (ya que deriva de entidades de capital-riesgo españolas) en lugar de entenderse obtenida a través de un paraíso fiscal.

A este respecto se pronunció la DGT en la contestación a consulta tributaria V3501-15, de 13 de noviembre de 2015. Es cierto que de la redacción literal de la contestación parece exigirse a los socios residentes fiscales en España de los FCR el cumplimiento de todos los requisitos previstos en el artículo 21 de la LIS para que la renta quede exenta. En nuestra opinión, no resulta necesario que los socios residentes fiscales en España de los

17 En lo que se refiere a la posible consideración de sociedad patrimonial de los FCR y de los fondos subyacentes, la DGT en su contestación a consulta tributaria de carácter vinculante número de referencia V1612-15, de fecha 26 de mayo, resuelve esta cuestión estableciendo, respecto de los FCR, que teniendo en cuenta que los valores que forman parte del activo de los fondos de capital-riesgo se posean mayoritariamente con el objeto de cumplir con la obligación del coeficiente obligatorio de inversión previsto en la Ley 22/2014, dichos valores no se computarán a los efectos de lo dispuesto en el artículo 5.2 de la LIS, puesto que dichos valores se poseerían para dar cumplimiento a una obligación legal.

Continúa la consulta estableciendo en relación con los fondos subyacentes que fueran extranjeros que para que los valores que formen parte de su activo no se computen a los efectos del artículo 5.2 de la LIS, los mismos se deberían poseer con el objeto de dar cumplimiento a las obligaciones legales y reglamentarias previstas en sus respectivas normativas reguladoras para poder tener la consideración de entidades de capital-riesgo.

FCR cumplan los requisitos del artículo 21 de la LIS en cuanto al porcentaje de participación y antigüedad (artículo 50.4 de la LIS), ya que los FCR ya habrían tributado por dicha renta y, por lo tanto, la renta se entendería obtenida en España, dando plena entrada al apartado 50.4 de la LIS sin ser de aplicación el apartado 5 del mismo precepto legal. Ahora bien, creemos que para que los socios pudieran aplicar la exención sería necesaria la acreditación de la tributación de la renta en sede de los FCR.

En cualquier caso, debemos advertir que esta última interpretación es muy controvertida y no existen otros pronunciamientos tributarios que resuelvan la cuestión.

Con respecto a las obligaciones de retención, estas rentas no quedarán sometidas a retención a cuenta del IS.

En caso de que las rentas fueran negativas, debe tenerse presente la limitación a la deducibilidad de las rentas negativas derivadas de la transmisión de la participación recogida en el artículo 21.6 de la LIS cuando concurren una serie de circunstancias (cumplimiento de requisitos del artículo 21.3 de la LIS o que no se cumpla el requisito de tributación mínima en el extranjero).

En virtud de la remisión al artículo 21.3 de la LIS que realiza el artículo 50.4 a) de la LIS, en nuestra opinión, las pérdidas derivadas de la transmisión de la participación en los FCR no serán deducibles siguiendo un principio de simetría. Es decir, dado que a las rentas positivas se les aplica la exención del artículo 21.3 de la LIS (y no otra exención distinta, como puede ser la del 99% para las ECR), pero con la exoneración del cumplimiento de los requisitos de participación y período de tenencia, en virtud del principio de simetría de rentas perseguido por el legislador, creemos que la renta negativa que los socios residentes fiscales en España de los FCR pudieran obtener derivada de la transmisión de las acciones o participaciones de los

FCR tampoco sería integrable en su base imponible debiendo realizarse un ajuste positivo.

Tributación de los dividendos y participaciones en beneficios procedentes de los FCR

El artículo 50.3 a) de la LIS prevé, en términos idénticos a las plusvalías, que *“los dividendos o participaciones en beneficios percibidos por los socios de las entidades de capital-riesgo tendrán el siguiente tratamiento:*

a) Darán derecho a la exención prevista en el artículo 21.1 de esta Ley cualquiera que sea el porcentaje de participación y el tiempo de tenencia de las acciones o participaciones cuando su perceptor sea un contribuyente de este Impuesto o del Impuesto sobre la Renta de no Residentes con establecimiento permanente en España.”

Por lo tanto, nos remitimos a los comentarios puestos de manifiesto en relación con las rentas derivadas de la transmisión de las participaciones en el FCR.

Con respecto a las obligaciones de retención, en la medida en que los dividendos se consideren exentos en virtud del artículo 50.3 a) de la LIS, no existiría obligación de retención. En caso contrario, si se considerase, por algún motivo, que los dividendos o participaciones en beneficios procedentes de los FCR están sujetos y no exentos de tributación a nivel de los socios residentes fiscales en España, los mismos sí quedarían sometidos a retención a cuenta del IS al tipo del 19%.

(b) Inversores personas físicas residentes a efectos fiscales en España (IRPF).

Tributación de las rentas derivadas de la transmisión o reembolso de acciones o participaciones en los FCR

Las rentas generadas como consecuencia de la transmisión a terceros de las participaciones

en los FCR que puedan obtener los partícipes contribuyentes del IRPF tributarán como ganancias o pérdidas patrimoniales, de acuerdo con las normas generales del Impuesto, integrándose en la base imponible del ahorro y tributando al tipo del 19%-23%.

Ni la LIRPF ni su reglamento de desarrollo regulan expresamente la calificación fiscal de la renta derivada de los reembolsos de participaciones en FCR a efectos del IRPF. En nuestra opinión, dicha renta también tendrá la calificación de ganancias o pérdidas patrimoniales a efectos del IRPF, debiéndose integrar en la base imponible del ahorro y tributando al tipo del 19%-23%¹⁸.

Dichas rentas no quedarán sometidas a retención a cuenta del IRPF.

Tributación de los dividendos y participaciones en beneficios procedentes de los FCR

Los dividendos y participaciones en beneficios que puedan obtener los socios de los FCR contribuyentes del IRPF tributarán como rendimientos del capital mobiliario, de acuerdo con las normas generales del Impuesto, integrándose en la base imponible del ahorro y tributando al 19%-23%.

Con carácter general, los dividendos y participaciones en beneficios quedarán sometidos a retención a cuenta del IRPF al tipo del 19%.

(c) Inversores no residentes a efectos fiscales en España sin establecimiento permanente (Impuesto sobre la Renta de No Residentes).

De acuerdo con los artículos 50.3 b) y 50.4 b) de la LIS, no se entenderán obtenidos en territorio español los dividendos y plusvalías derivadas de los FCR cuando su perceptor sea una persona física o entidad contribuyente del IRNR sin establecimiento permanente en España –y, por

tanto, tampoco existirá obligación de retener-, salvo cuando la renta se obtenga a través de un paraíso fiscal o el adquirente sea residente en un paraíso fiscal.

En el caso de que la renta se obtuviera a través de un paraíso fiscal, o el socio no residente fiscal en España no pudiera acreditar su residencia en un territorio que no tuviera dicha consideración, no aplicaría el régimen fiscal especial del artículo 50 de la LIS y, por tanto, los socios no residentes fiscales en España deberán tributar en España por las rentas obtenidas en territorio español conforme a las reglas generales del IRNR.

V. Referencias

- Preqin Special Report: Private Equity Funds of Funds, November 2017 (<https://docs.preqin.com/reports/Preqin-Special-Report-Private-Equity-Funds-of-Funds-November-2017.pdf>).
- Guía de buenas prácticas entre inversores y entidades de capital privado. Asociación Española de Capital Riesgo (ASCRI). Diciembre de 2018 (<https://www.ascr.org/wp-content/uploads/2018/11/Gu%C3%ADa-Best-Practices.pdf>).
- Harris, Robert S.; Jenkinson, Tim; Kaplan, Steven N.; Stucke, Ruediger. Financial Intermediation in Private Equity: How Well Do Funds of Funds Perform? NBER May 2017 (<https://www.nber.org/papers/w23428.pdf>).

18 La doctrina científica existente se pronuncia en este mismo sentido.