

Retos y oportunidades en el panorama legal del capital privado

Carlos Ferrer, socio de Cuatrecasas. Jorge Canta, socio de Cuatrecasas. Paz Irazusta, asociada senior de Cuatrecasas.

Ahora más que nunca se necesita una regulación del capital privado que ayude a impulsar el entorno emprendedor y las empresas en un momento tan complicado. Aunque en el entorno de la regulación ha sido mejorado, todavía se mantiene algunas dinámicas del pasado que deben corregirse. La historia nos enseña que la introducción de pequeños elementos de mejora en la regulación y la fiscalidad tiene un efecto expansivo en este tipo de industria tan condicionada por los elementos regulatorios y fiscales.

La promoción de iniciativas tendentes a la mayor integración entre los gestores y los inversores institucionales, tales como la publicación de la Guía de buenas prácticas publicada por ASCRI, ha creado un entorno de crecimiento de la inversión institucional en los fondos de capital privado. Sin embargo, dicha inversión, en particular de los fondos de pensiones y aseguradoras, está muy lejos de la de los países de nuestro entorno. Debe sin duda reflexionarse sobre la eliminación de algunas barreras a la inversión, tales como la obligación de incluir las comisiones en cascada en los límites máximos de comisiones de los fondos de pensiones, que ha limitado considerablemente la inversión de los Fondos de Pensiones individuales en este ámbito.

Como primera medida en el ámbito concreto del capital privado, debe dejar de estigmatizarse la concesión de financiación como ajena a la regulación de las estructuras del capital riesgo. Ahora más que nunca la concesión de préstamos, en muchos casos vinculados a la inversión en compañías, va a ser clave para la recuperación y por tanto debe ser tomada en consideración en la regulación. Tanto la flexibilización de las actuales normas de concesión de préstamos en las entidades de capital riesgo como la creación de un vehículo cerrado específico que canalice este tipo de activo sería bienvenido, en aras a proteger la competitividad frente a países de nuestro entorno que

ya tienen estas figuras en su ordenamiento. Se hace especialmente necesaria esta regulación en el ámbito de inversión de las startups o Pymes.

Deben asimismo tomarse en consideración mejoras para permitir la inversión de las Sociedades Gestoras en los vehículos gestionados, así como corregir algunos aspectos en cuanto al cómputo de los coeficientes de inversión que podrían mejorarse, en particular para tener en cuenta el ciclo de inversión en fondos de Venture Capital o fondos de fondos.

Adicionalmente, la dicotomía Fondo/Sociedad Anónima de capital fijo, deja el catálogo de opciones de estructuración de vehículos muy escaso y es aconsejable una visión más abierta que permita el uso de estructuras comanditarias, limited partnership o al menos de capital variable que están ampliamente extendidas en otros países del entorno. En cualquier caso, deben trasladarse las facilidades para la constitución de FCR a las SCR de tal forma que no sea necesario aportar en la constitución el capital mínimo de 1.200.000 de euros, rebajando el porcentaje obligatorio de aportación al 10 por 100 en línea con lo exigido a los FCR o a las instituciones de inversión colectiva.

En cuando a la comercialización, los casi cinco años que llevamos desde la reforma de la normativa han demostrado que trasladar el concepto de inversor profesional de MiFID al entorno de capital privado tiene muy poco sentido, especialmente en cuanto a la necesidad de valorar el número de operaciones realizadas durante los cuatro últimos trimestres. La opción de incluir el concepto de inversor semi-profesional, adaptada a la inversión en capital privado parece una opción válida que pondera la necesidad de protección del inversor y el necesario acceso del inversor particular a esta industria.

Sin duda el crecimiento del número de gestores en los últimos años, en particular en el ámbito del Venture Capital, merece una reflexión sobre la importancia de potenciar esta industria que está en la primera línea de

la economía real. El capital privado puede ser también una punta de lanza para la inversión extranjera en nuestro país y un centro de atracción de talento de gestores que puedan encontrar un entorno estable y atractivo para la creación de estructuras en España.

Por último, merece la pena reflexionar sobre la figura de los Fondos de Inversión a Largo Plazo Europeos (FILPEs) que han sido simplemente ignorados por nuestra regulación. En el momento de su regulación por parte de la Unión Europea su impacto fue muy reducido pero en los últimos años se ha visto como una figura válida tanto para la canalización de inversores institucionales en un vehículo regulado como para el acceso del inversor particular que quiere acceder a vehículos diversificados a largo plazo para una parte de su cartera.

Ámbito fiscal

Varias y de diversa índole son las mejoras de naturaleza fiscal que viene demandando el sector en los últimos años. Si bien la gran mayoría de ellas afectan a la generalidad de Sociedades Gestoras y Fondos, las particularidades que presentan las estructuras de Fondos de Fondos hacen que algunas pasen a ser, nos atreveríamos a decir, una necesidad insoslayable.

El objetivo de todas las reformas que a continuación se proponen no es otro que tratar de equiparar el régimen fiscal aplicable a los distintos players del mundo del capital riesgo al de los países de nuestro entorno y, en muchos casos, obtener una mayor seguridad jurídica. No hay que olvidar que, en términos generales, los vehículos de capital riesgo internacionales se caracterizan fiscalmente por una total neutralidad, es decir, por no añadir costes impositivos a los existentes en la jurisdicción de destino de las inversiones o en las jurisdicciones de destino de los inversores.

En lo que respecta al régimen fiscal especial previsto para las entidades de capital-riesgo españolas en el Impuesto sobre Sociedades, la principal modificación consistiría en la equiparación y extensión del tratamiento fiscal correspondiente a las plusvalías derivadas de inversiones del coeficiente obligatorio de

inversión (exención del 99%) a las rentas procedentes de los préstamos participativos y otras formas de financiación que concedan las entidades de capital riesgo a sus participadas en virtud de la Ley 22/2014.

En la medida en que el legislador regulatorio permite otorgar financiación indistintamente a través de cualquiera de estos mecanismos no acertamos a ver ningún motivo que justifique un tratamiento fiscal distinto. Sobre todo teniendo en cuenta las cada vez mayores limitaciones existentes a la deducibilidad del gasto financiero para la entidad beneficiaria de la financiación otorgada por el vehículo de capital riesgo.

En relación con el tratamiento de los dividendos, si bien el régimen flexibiliza los requisitos generales para aplicar la exención a los dividendos de fuente española, mantiene la exigencia de acreditación de la tributación en el extranjero de los dividendos procedentes de otras jurisdicciones. Precisamente para igualar el tratamiento de las plusvalías anteriormente comentado debería eliminarse esta exigencia.

En los casos en los que las entidades de capital riesgo españolas invierten en otras entidades de capital riesgo, españolas o extranjeras (Fondos de Fondos), una de las principales trabas que se encuentran los Fondos a la hora de cumplir con sus obligaciones fiscales es la falta de información de toda la cadena de inversión. Es por ello por lo que consideramos que determinadas normas deberían de flexibilizarse, no respecto de cualquier inversión, pero sí respecto de aquellas que sean aptas para conformar el coeficiente obligatorio de inversión de acuerdo con lo previsto en el artículo 14 de la Ley 22/2014. La razón es muy sencilla: si el legislador regulatorio y la CNMV, como supervisor, ya han validado estas inversiones el legislador tributario debería de estar alineado.

- Por un lado, la exclusión de la aplicación del régimen fiscal especial en relación con las rentas que se obtengan a través de un paraíso fiscal no debería de resultar de aplicación cuando la renta se obtenga a través de otra entidad de capital riesgo que resulte apta para su cómputo dentro del coeficiente de inversión obligatorio.

- Por otro lado, estas entidades en las que participen las entidades de capital riesgo españolas que cumplan los requisitos establecidos en el artículo 14 de la Ley 22/2014 para que conformen o puedan conformar el coeficiente obligatorio de inversión no deberían de tener la consideración de entidades en atribución de rentas extranjeras dada su similitud con las entidades de capital riesgo españolas, que, al ser contribuyentes del Impuesto sobre Sociedades, no aplican dicho régimen. En este sentido se manifestó, en su día, la Dirección General de Tributos, y esperamos que mantenga su postura, dado que no existe razón para un cambio en la misma.

Finalmente, en relación con los FILPEs comentados anteriormente, si bien los territorios forales de Vizcaya y Álava ya recogen una regulación fiscal expresa, se echa de menos que a nivel estatal no se haga ninguna mención al respecto. Una aclaración acerca de su régimen fiscal supondría un impluso evidente para este tipo de vehículos.

Al margen de todo lo anterior, es muy común que los gestores participen en el riesgo de los proyectos empresariales que gestionan, pudiendo estar obligados a acometer una inversión relevante de sus propios recursos. Como consecuencia de ello es habitual que tengan derecho a una remuneración ligada a la rentabilidad del negocio gestionado, el comunmente denominado "*carried interest*".

Ahora mismo no existe una regulación en territorio común de la fiscalidad del *carried interest*. ¿Debería ser una renta de capital al derivar, en último término, de una inversión de los gestores? ¿Se acerca más a un rendimiento del trabajo y, de ser así, debería ser corregido el efecto perverso de la progresividad? Este tema ya ha sido resuelto por los territorios forales vascos y navarros que, bajo distintas circunstancias, han regulado una fiscalidad razonable, en línea con las jurisdicciones de nuestro entorno.

Dada la gran acogida que ha tenido en todo el sector esta iniciativa foral esperamos que a nivel estatal o del resto de comunidades autónomas se siga el mismo camino si no se quiere perder competitividad no sólo frente a territorios forales, sino sobre todo frente a los grandes centros financieros mundiales.