



**COMILLAS**  
UNIVERSIDAD PONTIFICIA

ICAI

ICADE

CIHS

FACULTAD DE DERECHO

**ANÁLISIS DEL RÉGIMEN FISCAL ESPECIAL  
DE LA ACTIVIDAD DE CAPITAL RIESGO EN  
ESPAÑA**

Autor: César Garay Velasco

5º, E-3 B

Área de Derecho Tributario

Madrid

Abril, 2021

## **Resumen**

En los últimos años, la actividad capital riesgo se ha convertido en uno de los grandes impulsores del desarrollo empresarial en España. El capital riesgo consiste en la inversión en empresas jóvenes con el objetivo de hacerlas crecer, sacarlas a bolsa y vender su participación para obtener una rentabilidad. Las empresas objetivo de esta actividad son principalmente PYMES y *start-ups*, que conforman la mayor parte del tejido empresarial español. A pesar de que esta clase de empresas son el motor principal de desarrollo económico en el país, su elevado nivel de riesgo les impide acceder a los medios tradicionales de financiación. Así, el capital riesgo constituye una fuente estable de financiación, un recurso de asesoramiento y un apoyo para la gestión de estas entidades. Uno de los factores determinantes para atraer la inversión y fomentar el desarrollo de esta actividad, es un régimen fiscal claro que determine el tratamiento de las distintas rentas generadas por las Sociedades Capital Riesgo y sus participantes. Consideramos de gran interés llevar a cabo un estudio del régimen fiscal de capital riesgo en España, con el fin de valorar el sentido del tratamiento que se da a las rentas generadas por el sector. Para dar fundamento y sentido crítico a la valoración realizada, procederemos a analizar y comparar los regímenes fiscales de Reino Unido y Estados Unidos, donde surgieron y actualmente se ubican las entidades de capital riesgo más importantes del mundo. Se analizará la fiscalidad de la actividad tanto desde la perspectiva de la sociedad como de sus gestores y participantes, comentando las últimas modificaciones normativas y las perspectivas de futuro sobre la evolución del régimen. Todo ello permitirá obtener unas conclusiones y valorar si el régimen fiscal español de capital riesgo es apropiado y si favorece e incentiva el desarrollo y crecimiento de la actividad.

**Palabras Clave:** Capital riesgo, régimen fiscal, régimen comparado, sociedad, participantes, rentas, *carried interest*.

## **Abstract**

In recent years, private equity activity has grown in importance, becoming one of the main drivers of business development in Spain. Private equity refers to capital investing in young companies, with the aim of achieving growth, going public and selling the participation to obtain a positive return. Companies targeted by this activity are mainly SMEs and start-ups, which make up the majority of the Spanish business network. Despite the fact that these companies are the major motor of economic growth in the country, their associated high level of risk prevents them from accessing traditional means of financing. Therefore, private equity activity serves as a source of financing as well as a source of advice and management support. A main factor to attract private equity investment and incentivise the development of the activity, is a clear tax regime that determines how the different types of income generated by private equity firms and their participants are to be taxed. We consider of significant interest carrying out a study of the private equity tax regime in Spain, in order to assess the sense of the treatment that is given to income generated by the sector. To provide basis and critical value to our evaluation, we will proceed to analyse and compare the tax regimes of United Kingdom and United States, where the most important private equity entities in the world have emerged and are currently located, with reference to the Spanish regime. The taxation of the activity will be analysed from the perspective of both the company and its managers and participants. Moreover, we will comment on the latest regulatory changes and the future prospects for the evolution of the regime. This process will allow us to draw conclusions and assess whether the Spanish private equity tax regime is appropriate and promotes the growth and development of the activity or not.

**Key Words:** Private equity, tax regime, comparative regime, entity, participants, income, carried interest.

## ÍNDICE

<b>I. INTRODUCCIÓN .....</b>	<b>8</b>
1.1. Objetivos.....	8
1.2. Motivación.....	8
1.3. Metodología .....	9
<b>II. CONTEXTO .....</b>	<b>11</b>
2.1. ¿Qué es una entidad Capital Riesgo? .....	11
2.2. Tipos de entidades de Capital Riesgo.....	12
2.3. Origen y evolución de las entidades capital riesgo .....	15
<b>III. RÉGIMEN FISCAL.....</b>	<b>20</b>
3.1. Régimen Fiscal de la Sociedad Capital Riesgo.....	20
3.2. Régimen fiscal de los participantes de las Sociedades de Capital Riesgo .....	24
<b>IV. RÉGIMEN FISCAL COMPARADO.....</b>	<b>28</b>
4.1. Países Anglosajones .....	28
4.1.1. Reino Unido .....	28
4.1.2. E.E.U.U.....	33
4.2. La cuestión del <i>carried interest</i> .....	41
4.3. El tratamiento fiscal del <i>carried interest</i> en países europeos de características similares.....	43
<b>V. EXPECTATIVAS DE EVOLUCIÓN DE FUTURO DE LA FISCALIDAD     DEL CAPITAL RIESGO .....</b>	<b>48</b>
<b>VI. CONCLUSIÓN .....</b>	<b>50</b>
<b>VII.FUENTES.....</b>	<b>52</b>
7.1. Legislación.....	52
7.2. Jurisprudencia .....	53
7.3. Obras Doctrinales.....	53

## ÍNDICE DE TABLAS Y FIGURAS

<b>Tabla 1.</b> Tabla de tramos del IRPF para la renta del trabajo en 2021 .....	25
<b>Tabla 2.</b> Tabla de tipo impositivo de la renta de las personas físicas en Reino Unido para el año 2021 .....	30
<b>Tabla 3.</b> Tipos impositivos en Estados Unidos para el ejercicio fiscal 2020, para solteros y declarantes conjuntos, respectivamente.....	37
<b>Tabla 4.</b> Tabla de volumen de inversión de Capital Riesgo en los principales países europeos.....	43
<b>Figura 1.</b> Evolución de la actividad capital riesgo en España, Europa y Estados Unidos en términos de volumen de operaciones y capital. El capital riesgo en España, Maialen Pazos (2020).....	19
<b>Figura 2.</b> Evolución del impuesto máximo sobre las ganancias de capital y el impuesto sobre la renta de las personas físicas en Estados Unidos (1954-2020). Departamento del Tesoro de Estados Unidos, Oficina de análisis fiscal (2016); Cálculos del centro de política fiscal Urban Brookings.....	35

## ÍNDICE DE ABREVIATURAS

**ASCRI:** Asociación Española de Capital, Crecimiento e Inversión

**CE:** Constitución Española

**CFC:** *Controlled Foreign Corporation*

**CNMV:** Comisión Nacional de Mercados y Valores

**CR:** Capital Riesgo

**ECI:** *Effectively Connected Income*

**ECR:** Entidad de Capital Riesgo

**EEE:** Espacio Económico Europeo

**EICC:** Entidad de Inversión Colectiva de Tipo Cerrado

**ELP:** *English Limited Partnership*

**FCR:** Fondo de Capital Riesgo

**FCRE:** Fondo de Capital Riesgo Europeo

**FDAP:** *Fixed, Determinable, Annual and Periodic*

**FESE:** Fondo de Emprendimiento Social Europeo

**FICC:** Fondo de Inversión Colectiva de Tipo Cerrado

**FIRPTA:** *Foreign Investment in Real Property Tax Act*

**IBCI:** *Income Based Carried Interest*

**IRNR:** Impuesto sobre la Renta de No Residentes

**IRPF:** Impuesto de la Renta de las Personas Físicas

**IRS:** *Internal Revenue Service*

**IS:** Impuesto de Sociedades

**ISA:** *Individual Savings Account*

**KKR:** *Kohlberg, Kravis and Roberts*

**LLC:** *Limited Liability Company*

**PFIC:** *Passive Foreign Investment Company*

**PYME:** Pequeña y Mediana Empresa

**QEF:** *Qualified Electing Funds*

**SCR:** Sociedad de Capital Riesgo

**SGCR:** Sociedad Gestora de Capital Riesgo

**SGEIC:** Sociedades Gestora de Entidades de Inversión Colectiva de Tipo Cerrado

**SGIIC:** Sociedad Gestora de Instituciones de Inversión Colectiva

**SICC:** Sociedad de Inversión Colectiva de Tipo Cerrado

**SME:** *Small and Medium-Sized Enterprises*

**TCJA:** *Tax Cuts and Jobs Act*

**UBTI:** *Unrelated Business Tax Income*

**UE:** Unión Europea

**US:** *United States*

**USRPHC:** *United States Real Property Holding Corporation*

# **I. INTRODUCCIÓN**

## **1.1. Objetivos**

El objetivo principal de mi Trabajo de Fin de Grado es presentar el régimen fiscal especial de las entidades de capital riesgo en España, tanto desde la perspectiva de la propia sociedad, como de los participantes de la misma.

Por otra parte, también se realizará una comparación del régimen fiscal especial español con el de otros países, comentando las diferencias y similitudes existentes. Se observará cómo se diferencian los regímenes de los países anglo-sajones, Estados Unidos y Reino Unido, donde surgieron y actualmente se ubican las entidades de capital riesgo más importantes del mundo. Adicionalmente, comentaremos la cuestión de falta de regulación del *carried interest* en España, haciendo una comparativa con el tratamiento fiscal diferenciado que se está dando a estas rentas en otros países de la Unión Europea.

Posteriormente, se analizarán las perspectivas de futuro del régimen especial y el controvertido efecto que ha tenido la nueva Ley de Presupuestos Generales del Estado sobre la actividad de capital riesgo.

Para concluir se hará una evaluación del sentido del tratamiento fiscal que se da a las entidades de capital riesgo en España.

## **1.2. Motivación**

Un tejido empresarial rico es un elemento esencial para la generación de riqueza en un país. El sistema empresarial determina el nivel de desarrollo y la capacidad para competir de una nación. En España, el motor principal de este desarrollo son las denominadas PYMES (Pequeñas y Medianas Empresas). Generalmente, las PYMES son entidades con un nivel de riesgo asociado elevado. Por este motivo, se trata de empresas que presentan dificultades para acceder a los medios de financiación comunes.

El capital riesgo constituye una fuente de financiación estable para las PYMES, ya que su actividad consiste específicamente en invertir en empresas jóvenes con el objetivo de hacerlas crecer, sacarlas a bolsa y vender su participación para obtener una rentabilidad. Además, cuando se decide invertir en una empresa y se concede esta financiación,

también se presta asesoramiento y apoyo en la gestión, aportando credibilidad de cara a terceros posibles inversores.

Otro tipo de empresas en las que el sector de capital riesgo centra su atención, son las *start-ups*, compañías de carácter innovador con un gran crecimiento potencial y un alto nivel de riesgo asociado.

Las grandes ideas y proyectos requieren de capital para desarrollarse y, en muchas ocasiones, los bancos carecen de suficiente confianza para financiarlos. A través de su actividad, el sector de capital riesgo incentiva el desarrollo económico y apoya la innovación de empresarios que, sin la correspondiente financiación, jamás saldría adelante. Adicionalmente, las entidades capital riesgo constituyen un medio para que los inversores puedan dirigir sus ahorros a esta clase de empresas con cierta confianza y seguridad, sirviendo tanto de instrumento de inversión como de financiación. (Papis & Guillén, 2000)

Por todo ello, consideramos que es de gran interés estudiar y analizar los regímenes fiscales de las entidades dedicadas al capital riesgo y el de sus participantes, para valorar si son apropiados y verdaderamente fomentan el crecimiento y desarrollo de esta actividad.

### **1.3. Metodología**

En relación a la metodología, primero se llevará a cabo una contextualización sobre la temática del trabajo. Se explicará el concepto de entidad capital riesgo y se enumerarán los distintos tipos de entidades que existen, comentando sus variadas características. Posteriormente, se tratará el origen de la actividad y su evolución a lo largo del tiempo.

A continuación, se analizará de forma exhaustiva el régimen fiscal especial de las entidades de capital riesgo existente en España. El análisis se realizará tanto desde el punto de vista de la propia sociedad como de los partícipes que invierten su capital en la misma. Posteriormente, una vez presentado el régimen español, se analizarán los regímenes de Reino Unido y Estados Unidos y se procederá a hacer una comparativa entre las distintas normativas. El estudio de estos regímenes es relevante porque en estos países es donde surgió la actividad de capital riesgo y donde actualmente se basan las firmas de mayor importancia a nivel internacional. Por otro lado, se comentará el vacío normativo

existente en España en relación al tratamiento fiscal del *carried interest* y se estudiará el tratamiento que se está dando a estas rentas en otros países de características similares de la Unión Europea.

Por último, se analizarán las perspectivas de futuro del régimen y la evolución esperada en el sector. Adicionalmente, se comentará el controvertido efecto que ha tenido la nueva Ley de Presupuestos Generales del Estado sobre la actividad de capital riesgo.

Finalmente, se realizará una valoración del régimen fiscal especial de las entidades de capital riesgo existente en España.

Para realizar las investigaciones se utilizarán como referencia distintas fuentes de información, incluyendo manuales jurídicos, artículos de revistas no científicas, páginas web, informes y bases de datos (Bloomberg, Reuters o FactSet).

## II. CONTEXTO

### 2.1. ¿Qué es una entidad capital riesgo?

La actividad de capital riesgo es una forma de financiación e instrumento de desarrollo económico. Las entidades de capital riesgo desarrollan una actividad financiera, ya que proporcionan recursos a empresas en el medio y largo plazo, con una permanencia limitada. Generalmente la actividad se dirige a empresas de capitalización pequeña o intermedia y está orientada a impulsar el aumento de la productividad y el crecimiento del modelo de negocio. En el desarrollo de la actividad se puede distinguir a tres partes implicadas: Los inversores, que aportan los fondos, las empresas con necesidades de financiación y las entidades de capital riesgo.

Normalmente, las empresas en el punto de mira del CR (*Capital Riesgo*) son aquellas que se encuentran en una etapa de fuerte crecimiento o que se desenvuelven en sectores muy dinámicos. La razón de ello es la rentabilidad superior que permiten obtener las inversiones en este tipo de empresas, aunque con un mayor riesgo asociado. De esta manera, es común que se invierta en proyectos innovadores en su etapa de arranque, así como en empresas más consolidadas que operan en sectores de gran dinamismo, como por ejemplo el sector tecnológico. (Rubira, 2014)

La participación en otras empresas generalmente se lleva a cabo de forma minoritaria y por medio de la adquisición de capital, o a través de instrumentos de deuda u otra naturaleza (Ej.: Préstamos participativos). Esta inversión se realiza por un tiempo limitado y llegado un momento se procede a la liquidación de la participación. Para ello se pueden seguir distintas vías: la salida de la entidad a bolsa, la venta a antiguos accionistas, la colocación a terceros, etc. Generalmente, las sociedades de capital riesgo proceden adquiriendo parte del capital de las empresas objetivo, impulsando su crecimiento y desarrollo, llevando a cabo la salida a Bolsa y vendiendo su participación para obtener una rentabilidad. (Benedicto, 2008)

Una de las principales razones de la existencia de las entidades capital riesgo, son las asimetrías informativas que suelen llevar aparejadas las inversiones en las empresas mencionadas anteriormente (empresas jóvenes, tecnológicas...). Las entidades de capital riesgo dan solución a este problema realizando una función de intermediación financiera,

ya que captan los fondos de los oferentes y los emplean para financiar empresas que lo requieran. Esta financiación normalmente viene condicionada a la reserva de derechos de control y acciones de protección de la inversión, que permiten observar que se están cumpliendo los objetivos establecidos en la empresa objetivo. Por otra parte, además de aportar capital a la empresa, las entidades capital riesgo proporcionan ayuda y consultoría en la gestión, con la finalidad de maximizar el crecimiento del valor de la misma. (Benedicto, 2008)

Así, las ECR custodian los fondos de sus inversores y los invierten en empresas determinadas, analizan la evolución de sus inversiones, haciendo un seguimiento y control de las compañías a las que han proporcionado recursos financieros e identifican y llevan a cabo la salida más oportuna de la inversión para obtener una plusvalía. A cambio de realizar esta actividad, las ECR reciben una retribución en forma de comisión por parte de los inversores. La comisión normalmente se calcula sobre el capital gestionado y aplicando un porcentaje sobre las plusvalías obtenidas. De esta manera, las sociedades capital riesgo generan ingresos a través de las comisiones de sus inversores y de las plusvalías obtenidas en el ejercicio de su actividad.

La Ley 22/2014, de 12 de noviembre, establece el régimen de las entidades capital riesgo. Estas entidades pueden adoptar distintas formas, entre las que se distinguen: Las Sociedades de Capital Riesgo (SCR), los Fondos de Capital Riesgo (FCR), las Entidades de Inversión Colectiva de Tipo Cerrado (EICC) y las Sociedades Gestoras de Entidades Capital Riesgo (SGECR). Procederemos a analizar en detalle los tipos de entidades de capital riesgo posteriormente.

## **2.2. Tipos de entidades de capital riesgo**

La Ley 22/2014, de 12 de noviembre, establece el régimen legal de las entidades capital riesgo y considera, en su artículo segundo, que una entidad se dedica a la actividad de capital riesgo cuando la política de desinversión de sus socios cumple con unos requisitos determinados, que son:

*1º) Que las desinversiones se produzcan de forma simultánea para todos los inversores o partícipes, y*

*2º) que lo percibido por cada inversor o partícipe lo sea en función de los derechos que correspondan a cada uno de ellos, de acuerdo con los términos establecidos en sus estatutos o reglamentos para cada clase de acciones o participaciones.*

Atendiendo a la forma jurídica que se adopta, existen distintos tipos de entidades que se dedican a la actividad del capital riesgo. La Ley 22/2014 distingue entre las Entidades de Capital Riesgo (ECR) y las Entidades de Inversión Colectiva de Tipo Cerrado (EICC), como los tipos de entidades que cumplen con las características básicas de la actividad capital riesgo.

Cuando se trata de una ECR, podemos distinguir entre las Sociedades de Capital Riesgo (SCR) y los Fondos de Capital Riesgo (FCR), mientras que, en el caso de las EICC, cabe distinguir entre las Sociedades de Inversión Colectiva de Tipo Cerrado (SICC) y los Fondos de Inversión Colectiva de Tipo Cerrado (FICC). Por otra parte, la Ley 22/2014 también regula las Sociedades Gestoras de Entidades de Inversión Colectiva de Tipo Cerrado (SGEIC). Procederemos a explicar con detalle las características y particularidades de cada tipo de entidad.

A pesar de que las entidades ECR y EICC presentan diferencias, también tienen una serie de características comunes. Para comenzar, ambos tipos de entidades han de tener necesariamente al menos tres socios y un capital mínimo para su constitución. La cantidad de capital varía según se trate de un tipo de entidad u otro. Además, el régimen fiscal tanto de entidades ECR como de entidades EICC queda regulado bajo el Impuesto de Sociedades (IS).

Así, podemos distinguir los siguientes tipos de entidad regulados por la Ley 22/2014, que se diferencian principalmente por la forma jurídica, los requisitos de constitución y la forma de gestión:

- Las **Sociedades de Capital Riesgo** son sociedades anónimas que tienen como objeto social el propio de las entidades de capital riesgo, es decir, adquirir participaciones de empresas que no cotizan en el mercado, para posteriormente venderlas transcurrido un periodo determinado, con la finalidad de obtener un beneficio.

Este tipo de entidad presenta varias particularidades. El capital mínimo para su constitución es de 1,2 millones de euros, cabiendo la posibilidad de reducción a

0,9 millones de euros para el caso de Entidades de Capital Riesgo o PYMES. El capital ha de estar suscrito y desembolsado en un 50%, permitiéndose el desembolso en forma de efectivo, activos aptos para la inversión o bienes que integren el inmovilizado.

Cabe destacar que las SCR pueden realizar su actividad por sí mismas o ceder la gestión a una SGEIC o SGIIC (Sociedad Gestora de Instituciones de Inversión Colectiva).

- Los **Fondos de Capital Riesgo** son patrimonios separados de una pluralidad de inversores, que carecen de personalidad jurídica y que se utilizan para realizar actividades de capital riesgo.

En cuanto a las características, el capital mínimo para su constitución es de 1,65 millones de euros, que podrá ser desembolsado en forma de efectivo o activos aptos para la inversión.

Los FCR no pueden auto-gestionarse, por lo que necesariamente han de ser gestionados por una SGEIC o SGIIC. En virtud de ello, los inversores no responden más allá del capital aportado.

- Las **Sociedades de Inversión Colectiva de Tipo Cerrado** y los **Fondos de Inversión Colectiva de Tipo Cerrado** son aquellos que, de acuerdo al artículo 4 de la ley 22/2014: *“careciendo de un objetivo comercial o industrial, obtienen capital de una serie de inversores, mediante una actividad de comercialización, para invertirlo en todo tipo de activos financieros o no financieros, con arreglo a una política de inversión definida”*.

El elemento diferencial de este tipo de entidades es que cuentan con una política de inversión claramente definida. Tienen el mismo régimen legal que las SCR y los FCR, con algunas salvedades. Las SICC y FICC carecen de requisitos de capital mínimos para su constitución y cuentan con menores exigencias sobre el objeto de sus inversiones y las actividades complementarias que realizan. El capital es desembolsado en efectivo.

- Las **Sociedades Gestoras de Entidades de Inversión Colectiva de Tipo Cerrado** y las **Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva**, también conocidas como Sociedades de Gestión de Entidades Capital Riesgo, son

sociedades anónimas que tienen por objeto gestionar y controlar las inversiones y el riesgo de entidades ECR (SCR y FCR) y EICC (SIIC y FIIC). Este tipo de entidades ha de cumplir unos requisitos específicos para su constitución, que se recogen en el art. 45 de la Ley 22/2014 y entre los que cabe destacar: La autorización de la CNMV (Comisión Nacional de Mercados y Valores), el otorgamiento de escritura pública y la inscripción en el Registro Mercantil y de la CNMV.

Éstos son los diferentes tipos de entidades capital riesgo que la Ley 22/2014 regula. Sin embargo, existen otros tipos regulados por la UE (Unión Europea), como los Fondos de Capital Riesgo Europeos (FCRE) y los Fondos de Emprendimiento Social Europeo (FESE). Normalmente estas entidades se rigen por el Reglamento nº346/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo, pero se regirán también por la ley española de capital riesgo cuando estén domiciliadas, se hayan constituido o se comercialicen en España. La información relativa a este apartado se ha obtenido de la guía jurídica Wolters Kluwer, el BOE y el estudio de las entidades de capital riesgo en España de Carlos Tarín. (Kluwer, 2021) (Boletín Oficial Del Estado, 2021) (Ríos, 2019)

### **2.3. Origen y evolución de las entidades capital riesgo**

Es importante que, además de entender el concepto de capital riesgo, se conozcan los antecedentes y la evolución en el tiempo de este tipo de entidades para poder entender mejor la situación actual. Procederemos a explicar cómo surgió esta actividad y cómo fue evolucionando hasta convertirse en lo que hoy en día conocemos, analizando las distintas etapas de desarrollo en Estados Unidos, Europa y España.

Podría afirmarse que los primeros indicios de actividad capital riesgo surgen en el s.XVI, con la revolución comercial y el descubrimiento de América. En esta época, surge el **capital riesgo no organizado**. Las familias adineradas realizaban préstamos y financiaban a empresarios para que desarrollaran negocios innovadores. Surge también la figura de navegantes que se dedicaban a cruzar el océano Atlántico, poniendo en riesgo su vida, a cambio de conservar un porcentaje de las riquezas que se obtuvieran en las tierras exploradas. (Cascón, 2019)

Sin embargo, la actividad de capital riesgo organizada surge en una época muy posterior, en **Estados Unidos**, durante las décadas de los años 50 y 60. Tras el final de la II Guerra Mundial, las economías se vieron muy perjudicadas y una gran cantidad de capital disponible quedó inactivo. Se trató de aprovechar este dinero realizando inversiones productivas. Así, muchas familias ricas decidieron invertir en empresas en fase de desarrollo y se llevaron a cabo las primeras actividades de capital riesgo. (Álvarez, Invers, Palacín, & Puigdengoles, 2015)

Durante los años 70 y 80, se produce un crecimiento relevante del capital riesgo y comienza a regularse la actividad, creándose un marco normativo beneficioso que incentivaba la inversión. Esto da lugar a un mayor número de operaciones y a un incremento general del tamaño de las inversiones. Se produjo una toma de consciencia de las grandes rentabilidades que podían obtenerse a través de la salida a bolsa de empresas “impulsadas”, lo cual incentivó la creación de nuevas entidades de inversión. En esta etapa, surgieron algunas firmas de capital riesgo de gran importancia, como es el caso de *KKR* (Kohlberg, Kravis and Roberts), que a día de hoy sigue existiendo y jugando un papel muy relevante en el sector.

Esta época de prosperidad del capital riesgo terminó con la llegada de la recesión económica en 1986. El entorno económico desfavorable, acompañado de la inexperiencia y falta de conocimientos que todavía rodeaba el sector, resultaron en una pérdida de eficiencia y empeoramiento de resultados. Se produjo un descenso en el volumen de operaciones y una pérdida de credibilidad y prestigio en las entidades capital riesgo. No es hasta mediados de los noventa cuando la situación económica mejora y comienza a darse una recuperación del sector.

Una vez se logró la recuperación del entorno económico, la actividad de capital riesgo volvió a los resultados y rentabilidades previos a la crisis. Además, una mayor especialización de las entidades dio lugar a resultados récord nunca vistos hasta la fecha. Durante esta etapa, el capital riesgo se consolidó como recurso de financiación para empresas de nueva creación y en fase de crecimiento. (Álvarez, Invers, Palacín, & Puigdengoles, 2015)

En los últimos años, desde la entrada en el siglo XXI, la actividad de capital riesgo ha continuado desarrollándose y creciendo en Estados Unidos, tanto en términos de volumen

como de tamaño de operaciones, a excepción del periodo de recesión económica iniciado en el año 2008. La crisis del 2008 resultó el descenso de la actividad de capital riesgo durante los años posteriores.

Respecto a la evolución en **Europa**, es a partir de la década de los 90 cuando se produce el principal desarrollo y crecimiento del capital riesgo. La aparición del euro como moneda común y la inversión de capitales extranjeros resultaron en un auge de la actividad.

Esta expansión fue frenada por la ruptura de la burbuja “.com”, generada por el crecimiento de la valoración de empresas vinculadas a internet, la especulación y la gran cantidad de capital que había disponible en aquella época. La ruptura afectó especialmente al sector tecnológico, estrechamente relacionado con el capital riesgo, por lo que la actividad quedó estancada durante un corto periodo. A partir del año 2003, el sector ya estaba recuperado.

Cabe destacar que la etapa de máximo esplendor del capital riesgo en Europa fue el año 2007, caracterizado por unos tipos de interés bajos que permitieron unos rendimientos muy elevados a través de operaciones apalancadas. En los años posteriores surgen nuevos mercados y focos de interés para las entidades de capital riesgo, que comienzan a invertir en empresas de carácter innovador y emprendedor, denominadas *start-ups*. Por otra parte, la UE toma medidas para incentivar el capital riesgo y comienza a apoyar la financiación de las entidades dedicadas a esta actividad. (Pazos, 2018)

En **España**, el proceso de crecimiento fue similar al del pionero Estados Unidos, pero en una época distinta y con volúmenes de operaciones más reducidos. La actividad empieza a desarrollarla en un primer momento el Estado, durante las décadas 70 y 80, con el objetivo de industrializar el país. Se desarrolla la primera normativa jurídica que regulaba la actividad, el Real Decreto Ley 1/1986 del 14 de marzo y se crea la figura de la SGCR (Sociedad Gestora de Capital Riesgo). La entrada en la UE supuso también un impulso importante, ya que la economía se vio beneficiada por la entrada de capital extranjero. Por otra parte, en 1986 se crea la ASCRI (Asociación Española de Capital, Crecimiento e Inversión), actual patronal del capital riesgo en España. (Peña & Mañueco, 2018)

Durante los primeros años, era el Estado quien verdaderamente llevaba a cabo las actividades de capital riesgo, invirtiendo en empresas jóvenes y de mayor riesgo, mientras

que el sector privado ponía el foco en empresas más seguras y de mayor capitalización. El capital privado aprovechó la escasa profesionalización que había en muchos sectores empresariales de España en aquella época para obtener grandes rentabilidades a pesar de invertir en empresas de gran capitalización. El resultado fue una evolución rápida y positiva del sector privado, quedando el sector público relegado a un segundo plano.

A finales de la década de los 90, se crea un marco normativo que regula la financiación a través de este tipo de entidades, dándose una mayor consolidación de la actividad de capital riesgo en España. El régimen ha ido evolucionando a lo largo de los años y se han aprobado la “Ley 25/2005, de 24 de noviembre, reguladora de las entidades de capital-riesgo y sus sociedades gestoras” y 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 sus Sociedades Gestoras”.

Otra etapa a destacar es la crisis económica de 2008, que también afectó gravemente a España, dando lugar al desplome del sector inmobiliario. Dado que gran parte del capital de las empresas de capital riesgo provenía de bancos y aseguradoras, que fueron los entes más perjudicados, descendió el número de operaciones y el dinero destinado a la actividad. La recesión económica provocó la quiebra de entidades de gran importancia, como *Lehman Brothers*, y la necesidad de que otras fueran rescatadas, como en el caso de *AIG* o *AMRO*. Este periodo de inestabilidad y recesión duró aproximadamente hasta 2012 y se alcanzaron cifras mínimas de inversión y desinversión, capital gestionado y captación de fondos. Desde entonces, la actividad se ha recuperado y ha seguido creciendo y desarrollándose año tras año. (Bernstein, Lerner, & Mezzanotti, 2017)

La siguiente gráfica muestra la evolución del volumen de capital y número de operaciones de capital riesgo durante el periodo de la crisis del 2008 y los años posteriores. Observando la evolución y trayectoria histórica del sector, es fácilmente apreciable su gran capacidad de adaptación al mercado y a las circunstancias. Se trata de una actividad caracterizada por el dinamismo y la flexibilidad, capaz de ajustarse a las circunstancias y de cambiar de sector o industria sin dificultades cuando lo estime oportuno.

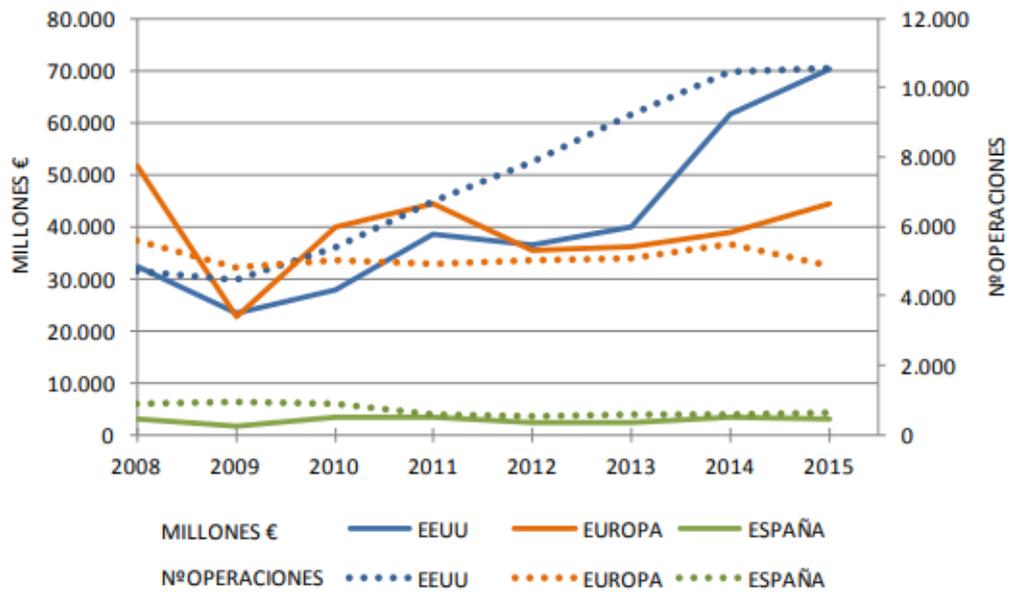


Figura 1. Evolución de la actividad capital riesgo en España, Europa y Estados Unidos en términos de volumen de operaciones y capital. El capital riesgo en España, Maialen Pazos (2020)

### **III. RÉGIMEN FISCAL**

#### **3.1. Régimen Fiscal de la Sociedad Capital Riesgo**

En el ámbito fiscal, las entidades capital riesgo son sujetos pasivos del IS. La Ley 27/2014 del Impuesto de Sociedades establece su régimen tributario y prevé un régimen fiscal especial. El tratamiento favorable por parte del ordenamiento tributario se debe a la importancia de la actividad capital riesgo para el desarrollo económico. Este régimen fiscal se encuentra recogido en capítulo IV del título VII, concretamente en el artículo 50.

El régimen fiscal favorable otorga beneficios fiscales respecto a las plusvalías que resultan de la transmisión de participaciones temporales y el reparto de dividendos y permite deducciones por doble imposición. Es importante mencionar que la nueva Ley de Presupuestos Generales del Estado para 2021 introduce una serie de modificaciones en la Ley del IS que afectan al régimen de la actividad capital riesgo.

El artículo 50 del IS establece un régimen fiscal favorable para las entidades capital riesgo de carácter subsidiario. En su contenido, el artículo hace referencia a la exención general del artículo 21 sobre los dividendos y rentas derivadas de la transmisión de títulos de valor. Anteriormente, este artículo establecía la exención total de las rentas derivadas del reparto de dividendos y la transmisión de títulos temporales siempre y cuando se cumplieran dos condiciones principales, un porcentaje de participación mínimo en la empresa del 5% y una antigüedad de al menos un año de duración. Sin embargo, la nueva Ley de Presupuestos Generales del Estado ha reducido la cuantía de esta excepción a un porcentaje del 95%, considerando que los gastos de gestión de estas participaciones, de aproximadamente un 5%, no deberían ser deducibles. Esto plantea una problemática importante, ya que el régimen fiscal especial del capital riesgo se remite al artículo en cuestión, de tal manera que cuando se cumplen los requisitos del artículo 21, se da la exención completa de las rentas y plusvalías, y cuando no, se aplica el régimen fiscal subsidiario del artículo 50, que establece una exención del 99%. Tras la nueva modificación del IS, el resultado es que el régimen general del artículo 21 aplica una mayor fiscalidad a las rentas y plusvalías que el régimen subsidiario del artículo 50, lo cual carece por completo de sentido. Dado que la interpretación literal actual de la Ley plantea esta problemática y ha de ser corregida de alguna manera que todavía no se ha determinado, procederemos a explicar el régimen fiscal de las entidades capital riesgo

anterior a la Ley de Presupuestos Generales del Estado. Posteriormente, comentaremos el tratamiento probable que se darán a las rentas y plusvalías de capital como resultado de la modificación de la Ley del IS.

En relación a los **dividendos o participaciones en beneficios** que provengan de sociedades promovidas por las ECR, el artículo 50 establece que estos quedarán exentos, independientemente del porcentaje de participación y el tiempo de tenencia.

Respecto a las **rentas que se obtienen de la transmisión de títulos temporales**, se establece la exención general de las mismas en el artículo 21, siempre y cuando se cumplan una serie de requisitos. Estos requisitos guardan relación con la antigüedad y los porcentajes de participación, que deberán ser superiores a 1 año y al 5% respectivamente. Cuando no se cumplan estos requisitos primeros para la exención general, la Ley del IS prevé una exención específica para las entidades capital riesgo del 99% de las plusvalías, bajo un requisito temporal. El condicionante temporal consiste en que la transmisión se realice en un periodo determinado, una vez iniciado el segundo año de tenencia desde la adquisición de la participación o la exclusión de cotización, y antes de alcanzar el decimoquinto año incluido desde el mismo momento. Cabe la ampliación de este plazo hasta el vigésimo año cuando se cumplan unos requisitos específicos. Es importante mencionar que existen varias limitaciones a esta exención:

- Cuando se trate de rentas que provengan de la transmisión de participaciones de empresas cuyo activo esté constituido mayoritariamente por inmuebles (más de un 50 por ciento). En este supuesto la exención sólo será aplicable en el caso de que el 85% de los inmuebles se utilicen, de forma ininterrumpida y durante todo el tiempo de tenencia, para el desarrollo de una actividad económica.
- Para el caso de entidades que sean admitidas a cotizar en un mercado de valores regulado. En este supuesto la exención únicamente será aplicable cuando se produzca la transmisión de las participaciones en un periodo no superior a tres años desde la admisión a cotización.
- Cuando el adquirente de la participación sea residente en un país considerado paraíso fiscal.

- La exención no será de aplicación cuando en el momento de transmisión exista una vinculación entre el adquirente y la entidad capital riesgo o sus socios. En este contexto la vinculación se entiende como una participación mínima del 25% en el capital social. Sin embargo, cabe destacar que sí será aplicable la exención en el caso de que el adquirente sea otra entidad capital riesgo, la entidad participada o alguno de sus socios/administradores, al considerarse que no se sale del entorno de capital riesgo. En el supuesto de adquisición por parte de otra entidad capital riesgo, se producirá la subrogación en la fecha y valor que la entidad transmitente hubiera adquirido la participación.

Por otro lado, las entidades capital riesgo también pueden obtener intereses por conceder financiación. A estos intereses no les corresponde ninguna especialidad y han de integrarse en la base imponible del impuesto, excepto en el caso de que sean recalificados fiscalmente como rendimientos en retribución de fondos propios.

Finalmente, en relación a las minusvalías obtenidas por las entidades capital riesgo en sus inversiones, estas corresponden en la base imponible del impuesto, reduciendo la base tributable y sin verse afectadas por ningún tipo de exención.

En conclusión, la mayor parte de las rentas de las entidades capital riesgo, tanto dividendos como plusvalías, podrán ser objeto de beneficios fiscales, ya sea por la vía de corrección de la doble imposición o por la vía de exención del 99%. De esta manera, la fiscalidad en este tipo de entidades apenas supone costes adicionales, tan sólo teniendo que tributar por las rentas generadas por intereses de financiación concedida, que a su vez se pueden ver reducidas por gastos y minusvalías que la entidad pudiera obtener en sus operaciones. (Guerreiro, 2015)

En cuanto a los posibles efectos de la **Ley de Presupuestos Generales del Estado** en el régimen de capital riesgo, si la Ley fuera aplicada en su literalidad, las Sociedades que cumplieran con los requisitos del artículo 21 tributarían por el 5% de las rentas y plusvalías derivadas de dividendos y transmisión de participaciones. Esto equivaldría a una tributación por las rentas y plusvalías del 1,25%, ya que se multiplica el porcentaje de 5% por el tipo general del IS de 25%. En el caso de que no se cumplieran los requisitos correspondientes, se tributaría un 1% por las plusvalías provenientes de la transmisión de títulos de valor y un 5% por las rentas obtenidas de repartos de dividendos (el artículo 50

aplica la exención del artículo 21 sin necesidad de cumplimiento de requisitos para el caso de los dividendos). Este tratamiento fiscal de las rentas carece de sentido, ya que incentiva que las ECR no cumplan con los requisitos del artículo 21, aplicando un régimen fiscal más favorable en ese caso. Consideramos que lo más razonable es que tarde o temprano se subsane este problema, que parece fruto de un despiste del legislador, llevando a cabo una modificación legislativa por medio de una nueva Ley o Real Decreto Ley. De la misma manera, también podría realizarse esta modificación a través de una consulta vinculante o resolución de la Dirección General de Tributos que estableciera una interpretación finalista del artículo 50 del IS. El objetivo del régimen fiscal especial del capital riesgo es favorecer su crecimiento y desarrollo a través de una menor fiscalidad de la actividad. Con lo cual, dos ejemplos de interpretaciones sensatas del artículo 50 serían la aplicación directa del régimen subsidiario o la aplicación directa del régimen que venía aplicándose antes de la modificación normativa.

En el ámbito fiscal de las entidades capital riesgo, las **Sociedades Gestoras de Entidades de Inversión Colectiva** (SGEIC) son un caso aparte. El régimen tributario especial del IS no resulta aplicable a las entidades gestoras, sino que estas se registrarán por las normas del régimen general y las Circulares 7/2008, 3/2014 y 4/2015 de la CMNV.

Las entidades capital riesgo también pueden ser objeto de **tributación indirecta**, en este ámbito existen algunos beneficios y exenciones que cabe mencionar. Las entidades gestionadas por sociedades gestoras que cuenten con la autorización y registro administrativo correspondientes, estarán exentas de IVA en sus operaciones de gestión y depósito. También estarán exentas del Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados. (Artículo 45, 1. B), 11 del Texto Refundido del ITPAJD; apartado 4 del artículo 45. I.B.20º del Texto Refundido de la Ley del ITPAJD aprobado por Real Decreto Legislativo 1/1993, de 24 de septiembre). En relación al impuesto del IVA, destaca la sentencia de la Audiencia Nacional de 28 de febrero de 2014 JT 2014\675 (Sala de lo Contencioso-Administrativo, Sección 6ª), que determina que estarán exentas del impuesto del IVA las operaciones financieras de “gestión y depósito de...las Entidades de Capital-Riesgo gestionadas por sociedades gestoras autorizadas y registradas en los Registros especiales administrativos...”.

La información de este apartado se ha obtenido del BOE, la guía jurídica Wolters Kluwer y el informe “El marco fiscal del capital riesgo español”, de Luis Guerreiro.

### 3.2. Régimen fiscal de los participantes de las Sociedades de Capital Riesgo

Existe también un régimen fiscal especial para socios o participantes de las entidades capital riesgo que les proporciona beneficios fiscales. La finalidad de este régimen tributario es incentivar la inversión, especialmente en el caso de personas jurídicas y personas no residentes en España. Se prevén distintos regímenes en función del socio o partícipe en cuestión. Procederemos a explicar los distintos regímenes fiscales que se prevén según se trate de socios residentes en España, socios no residentes en España o personas jurídicas. Es importante mencionar que la nueva Ley de Presupuestos Generales del Estado y su modificación de la Ley del IS afectan al régimen fiscal de las personas jurídicas participantes de las entidades capital riesgo. Sin embargo, como hemos comentado anteriormente, la nueva interpretación literal del IS carece de sentido, por lo que explicaremos el régimen anterior a la modificación y comentaremos el posible tratamiento que se dará con la nueva ley a las rentas y plusvalías de las personas jurídicas derivadas de su participación en una entidad de capital riesgo.

En el caso de los partícipes que sean **personas físicas residentes en España**, estos tributarán por los dividendos y las rentas obtenidas conforme al régimen del Impuesto de la Renta de las Personas Físicas (IRPF). De esta manera, para esta clase de socio no se prevé ningún tipo de exención o bonificación. La Ley 35/2006, de 28 de noviembre, del IRPF, determina que tributan las plusvalías obtenidas de la transmisión de títulos temporales al tipo correspondiente según el contribuyente, estableciéndose un tipo marginal máximo del 47%. En el caso de que haya transcurrido un periodo de tiempo superior a 1 año desde la adquisición de la participación hasta su transmisión, el tipo aplicable es del 15%, independientemente del importe. Respecto a los dividendos, la Ley no prevé ningún tipo de deducción y establece un tipo máximo del 18%.

**Tabla 1**

Tabla de tramos del IRPF para la renta del trabajo en 2021

Tramos IRPF 2021	
Rentas del trabajo	Tipo impositivo
Hasta 12.450 €	19%
12.450 – 20.200 €	24%
20.200 – 35.200 €	30%
35.200 – 60.000 €	37%
60.000 – 300.000 €	45%
Más de 300.000 €	47%

*Nota.* Elaboración propia a partir de información obtenida del BOE.

Respecto a los socios **personas jurídicas residentes en España**, el artículo 50 del IS hace referencia al artículo 21 de la misma ley, que prevé una exención para los dividendos y las plusvalías que resulten de la transmisión de títulos representativos del patrimonio neto de entidades, independientemente de que residan o no en España. Por lo tanto, las personas jurídicas socias de una ECR no tributarán por las rentas que obtuvieran en virtud de su condición de socio, ni sufrirán retenciones. Se establece que esta exención es aplicable para los socios persona jurídicas independientemente de la antigüedad de las participaciones y el porcentaje de participación. En el caso de que se aplicara la nueva Ley del IS modificada, únicamente quedarían exentas el 95% de las rentas, debiéndose tributar por el 5% de las mismas. El resultado sería una tributación del 1,25% después de multiplicar el porcentaje de 5% por el tipo general del IS de 25%. Este cambio puede ser muy significativo para este grupo de socios debido a la común existencia de estructuras de sociedades encadenadas. La existencia de estas estructuras societarias supone que cada vez que los rendimientos pasan de una sociedad a otra se ha de tributar por ellos, lo que puede suponer un coste adicional muy relevante. A pesar de ello, el artículo 50 se refiere a la exención del artículo 21 con la finalidad de que las personas jurídicas socias de ECR queden exentas de tributar por las rentas y plusvalías derivadas de su participación. Por lo tanto, no tiene sentido aplicar la nueva Ley del IS modificada en su literalidad, ya que parece que el legislador ha olvidado tener en cuenta la conexión del artículo 50 con el artículo 21 al realizar la correspondiente modificación.

En cuanto a los **socios no residentes en España**, es decir, aquellos que carecen de un establecimiento permanente, tampoco estarán obligados a tributar en España ni se verán

sometidos a retenciones sobre los dividendos o plusvalías obtenidas como resultado de la transmisión de participaciones. Se entiende que estas rentas no son obtenidas en España.

Cabe destacar que se prevén **excepciones** a las exenciones fiscales de los partícipes personas jurídicas residentes en España y los partícipes no residentes en España. En el caso de los primeros, no se verán beneficiados por el beneficio fiscal cuando el adquirente resida en un país considerado paraíso fiscal. Por otro lado, los socios no residentes en España, no quedarán exentos cuando la renta se obtenga por medio de un territorio considerado paraíso fiscal o cuando el adquirente o transmitente fuera residente en el mismo. En estos casos la renta queda sometida al régimen del Impuesto sobre la Renta de No Residentes (IRNR).

Podemos observar que el régimen fiscal para los socios de las entidades capital riesgo grava las rentas de las personas físicas residentes en España que resulten de su inversión en esta clase de entidades, mientras que se mantiene neutral con respecto a los no residentes y las personas jurídicas residentes en España.

Es importante mencionar que la Ley 22/2014, que establece el régimen de las entidades y fondos de CR, permite la emisión de **acciones o participaciones de clase distinta a las generales**, siempre que se cumplan unas condiciones determinadas relativas a los contenidos de los estatutos o reglamentos de las mismas. En virtud de ello, cabe la posibilidad de que los socios propietarios de estos títulos de carácter especial tengan una serie de derechos económicos que permiten obtener rendimientos atendiendo a la labor de gestión realizada.

Esto es muy común en relación a los gestores de las entidades capital riesgo y a los directivos de las compañías en las que invierten las entidades capital riesgo. Normalmente, se exige a los gestores tener una participación relevante en la entidad que dirigen con el fin de garantizar una buena gestión, ya que una parte importante de su patrimonio dependerá de la rentabilidad de la entidad capital riesgo. Se establecen unos niveles mínimos de rentabilidad para los inversores y, en caso de superarse este umbral, la participación especial del gestor le permite adquirir una parte de la rentabilidad adicional obtenida. En el caso de los directivos de las compañías objetivo de ECR, también es habitual que a estos se les entreguen participaciones con derechos económicos especiales. El fin de ello es incentivar que estos directivos sigan en la empresa realizando

un buen trabajo y favoreciendo el crecimiento y desarrollo de la misma. Así, en el momento de salida a bolsa y venta de la participación, el directivo se lleva una parte de la rentabilidad adquirida. Estos rendimientos reciben el nombre de *carried interest* en el ámbito internacional. La fiscalidad de los mismos es un elemento decisivo para atraer y fomentar el desarrollo de la actividad capital riesgo, sin embargo, en España no existe una normativa fiscal clara al respecto.

En la actualidad, la fiscalidad del *carried interest* es un tema muy controvertido y existe debate sobre si estas rentas han de tributar por la base general o por la base del ahorro, que tiene unos tipos notablemente más reducidos. La normativa general y fiscal de las entidades capital riesgo no prevé un tratamiento tributario diferenciado respecto a las rentas obtenidas por estos socios preferentes como resultado de las inversiones de la entidad capital riesgo. Por lo tanto, en estos casos se considera que es de aplicación también el régimen fiscal general. (Artículos 26.5; 31.4; y 59.1.e) de la Ley 22/2014). Trataremos la cuestión del *carried interest* más en detalle en apartados posteriores.

La información de este apartado se ha obtenido del BOE, la guía jurídica Wolters Kluwer y el informe “El marco fiscal del capital riesgo español”, de Luis Guerreiro.

## IV. RÉGIMEN FISCAL COMPARADO

### 4.1. Países Anglosajones

#### 4.1.1. Reino Unido

Reino Unido es considerado una de las capitales mundiales de la actividad capital riesgo y la gestión de activos. Las entidades capital riesgo, así como sus gestores e inversores, son una parte fundamental de la comunidad británica inversora.

En el país anglosajón, la fiscalidad de la actividad capital riesgo se caracteriza por seguir un esquema de tributación al tipo ordinario del Impuesto Sobre la Renta. En el régimen inglés, cuando una **entidad capital riesgo** es rentable y genera rendimientos, esta no tributa por el Impuesto Sobre la Renta, el Impuesto Sobre las Ganancias Imponibles o el Impuesto de Sociedades. La razón de ello es la forma societaria que generalmente se adopta en la constitución de las entidades capital riesgo, que es la ELP (*English Limited Partnership*) o Sociedad Limitada. (Inverco, 2005)

Este tipo de sociedad está formada por socios comanditarios y, al menos, un socio colectivo. En el contexto de capital riesgo, los inversores son los socios comanditarios que asumen un compromiso de aportación de capital, este capital es el utilizado por el fondo para sus inversiones. La popularidad de la ELP se debe principalmente a la responsabilidad limitada de los inversores al capital aportado por las deudas y obligaciones de la sociedad, siempre que no se participe de forma activa en la gestión. Las Sociedades Limitadas en el Reino Unido carecen de personalidad jurídica y no son consideradas como entidades imponibles independientes a efectos fiscales. Todo ello supone que las sociedades de capital riesgo del Reino Unido no quedan sujetas a impuestos en relación a las rentas y plusvalías generadas por sus inversiones. (Steen, 2019)

Cabe destacar que la “transparencia fiscal” de las entidades capital riesgo en Reino Unido se ve limitada en relación al retorno adicional a la inversión de los miembros del equipo de gestión. Esto se debe a los cambios en la fiscalidad del llamado *carried interest*, que también hemos comentado anteriormente en el régimen español. Debido al riesgo que asume la inversión alternativa del capital riesgo, es común que se exija a los gestores

participar en las entidades que dirigen, permitiéndose también la suscripción de participaciones de carácter especial con derechos económicos diferenciados. La obtención de los rendimientos de estas participaciones se condiciona al cumplimiento de unos niveles de rentabilidad mínimos o *hurdle rate*. Estos rendimientos son lo que se conoce como *carried interest*<sup>1</sup>.

La Ley de Finanzas inglesa de 2016 (*Finance Act 2016*) impide la aplicación de la exención a los rendimientos del *carried interest*. Generalmente, los rendimientos de *carried interest* se generan por medio de la transmisión de las participaciones de carácter especial que otorgan estos derechos económicos y se requiere una inversión inicial mínima. Las normas del IBCI (*Income Based Carried Interest*) determinan que los rendimientos adicionales a la inversión adquiridos por transmisión de títulos de valor han de considerarse rendimientos de capital, estableciendo un tipo aproximado del 28%. Se establece una excepción en el caso de que el periodo de tenencia del activo subyacente del fondo sea inferior a 40 meses, en el cual los ingresos tienen la consideración de renta derivada de servicios profesionales y es aplicable un tipo del 47%. Cuando estas rentas no son obtenidas por medio de la transmisión de acciones, la tributación se realiza conforme a la naturaleza de las mismas, es decir, a un tipo del 45% cuando se trate de intereses y a un tipo del 37,5% cuando se trate de dividendos. La finalidad de estas normas es evitar que los rendimientos de *carried interest* se graven como rendimientos de capital en circunstancias en las que es más apropiado considerarlos rendimientos del trabajo. También será de aplicación el tipo de 47% cuando la estructura del *carried interest* no cumpla con la estructura de la definición legal. (Pwc, 2016)

En el caso de los **inversores**, socio gestor y equipo de inversión de las entidades capital riesgo. Estos sí son considerados a efectos fiscales y se les reconoce como titulares de forma proporcional sobre los ingresos y ganancias de la entidad capital riesgo en que participen, según la parte que les corresponde de acuerdo a las políticas de reparto de beneficios. De esta manera, los inversores de las entidades capital riesgo deben tributar por las rentas y plusvalías generadas por su participación en una entidad capital riesgo,

---

<sup>1</sup> Podemos definir el concepto de *carried interest* como los rendimientos derivados de participaciones u otros títulos retributivos que otorgan derechos económicos especiales en entidades de inversión alternativa, tales como las entidades capital riesgo, y que son obtenidos por los administradores, gestores o empleados de las mismas, normalmente bajo unas condiciones de rentabilidad mínima garantizada claramente definida en las normas de la sociedad.

de acuerdo a sus características fiscales personales, siempre y cuando estén sujetos a tributación en el Reino Unido. Así, por ejemplo, en el caso de un fondo de pensiones que recibiera rendimientos de una entidad capital riesgo en la que fuera partícipe, no le correspondería el pago de ningún impuesto, al estar el fondo exento de tributar por los beneficios y ganancias de sus inversiones. Sin embargo, cuando se tratase de un inversor británico persona física que recibiera ingresos por dividendos, este tributaría conforme a los tipos de dividendos aplicables a personas físicas.

**Tabla 2**

*Tabla de tipo impositivo de la renta de las personas físicas en Reino Unido para el año 2021*

<b>Tipos impositivos en Reino Unido 2021</b>				
<b>Nivel de renta</b>	<b>Rango de Beneficios</b>	<b>Dividendos</b>	<b>Base liquidable del ahorro</b>	<b>Base liquidable general</b>
Inferior	£0–£12,500	7,5%	0%	0%
Básica	£12,501–£50,000	7,5%	20%	20%
Superior	£50,001–£150,000	32,5%	40%	40%
Adicional	£150,001 and over	38,1%	45%	45%

*Nota.* Elaboración propia a partir de información obtenida del ICEX 2021.

Sin embargo, las rentas derivadas de la enajenación de títulos tributarán de acuerdo al *Capital Gains Tax* (Impuesto Sobre Plusvalías), que establece un tipo impositivo fijo básico del 10%. En el caso de las personas físicas cuya renta traspase el umbral superior del Impuesto Sobre la Renta, es aplicable un tipo del 20%. Cabe destacar que existe una cantidad anual de plusvalías exentas en relación al *Capital Gains Tax*. Así, tan sólo se debe pagar impuestos sobre la plusvalía por encima de la cuantía exenta, que es de 12.300 libras anuales. Por otra parte, también están disponibles los Planes de Ahorro ISAs, que permiten exoneración fiscal hasta el límite de 20.000 libras. Las ISAs son cuentas de ahorro individual por las que no se tributa. La cantidad de dinero que se puede ahorrar es limitada y el límite varía de año a año.

En el caso de las personas jurídicas, estas están exentas de fiscalidad en relación a las rentas que provengan de repartos de dividendo. Sin embargo, sí que tributan por las plusvalías generadas por la transmisión de títulos de valor. Los rendimientos derivados

de la transmisión tributan conforme al *Capital Gains Tax* descrito en el párrafo anterior. (GOV.UK, 2021)

En cuanto a los **inversores no residentes** en el Reino Unido, como regla general, no están sujetos a tributación por su parte proporcional de las rentas y plusvalías obtenidas por una entidad capital riesgo, salvo que su participación en la sociedad se mantuviera con la finalidad de llevar a cabo una actividad comercial. La Ley de Finanzas de 2019 (*Finance Act 2019*) también establece que los inversores no residentes quedan sujetos al Impuesto de Ganancias de Capital, o al Impuesto de Sociedades (*Corporate Tax*) según corresponda, por la enajenación de participaciones en terrenos en el Reino Unido o acciones de empresas en las que al menos el 75% del valor esté constituido por bienes inmuebles, siempre y cuando se posea, o se haya poseído en los últimos dos años, una participación mínima del 25%. En el caso de que se exigiera el pago de impuestos, los inversores no residentes tienen derecho a beneficiarse de los acuerdos de doble imposición que puedan existir entre su país de residencia y el Reino Unido. (Clark, 2021)

Respecto a otros tributos que afectan a la actividad capital riesgo en Reino Unido, destacan el IVA y el Impuesto de Timbre.

En relación al IVA, algunas transmisiones de participaciones en sociedades se encuentran incluidas en el ámbito de aplicación del impuesto, a pesar de que están exentas. De la misma manera, el IVA no se aplica a la contraprestación que se paga por adquirir una participación en una entidad de capital riesgo, aunque esta se encuentre en el ámbito de aplicación del impuesto. En función de si la entrega está fuera del ámbito de aplicación o exenta, varía el método de exención y la forma de recuperar el importe pagado en concepto de IVA. (Clark, 2021)

Por otro lado, los impuestos de timbre recaen sobre actos jurídicos documentados y reservas de derechos de timbre. Cabe la aplicación de este tributo en la transferencia de participaciones en sociedades de capital riesgo cuando se cumplan una serie de condiciones determinadas.

El **régimen fiscal del Reino Unido** presenta algunas diferencias significativas con el régimen español. Procederemos a analizar ambos regímenes y a realizar una comparativa para valorar cómo favorecen estos tratamientos diferenciados la actividad capital riesgo. Cabe destacar que realizaremos la comparación con respecto al régimen fiscal de capital

riesgo anterior a las modificaciones implementadas por la nueva Ley de Presupuestos Generales del Estado para 2021.

Para comenzar, en el país anglosajón tiene especial importancia la estructuración de las sociedades mercantiles, ya que, a diferencia de España, una sociedad de capital riesgo estructurada en forma de ELP tiene transparencia fiscal y no está obligada a tributar por las rentas y plusvalías generadas. A pesar de que en España las ECR sí tributan, la mayor parte de la renta generada queda exenta de tributación, por lo que no consideramos que se trate de una diferencia muy relevante.

Respecto a la fiscalidad de los inversores, en el país anglosajón los socios son considerados, a efectos fiscales, titulares de los ingresos y ganancias de la entidad capital riesgo de forma proporcional y según la parte que les corresponde atendiendo a su participación. De esta manera, los inversores de las entidades capital riesgo deben tributar por las rentas y plusvalías generadas por su participación, de acuerdo a sus características fiscales personales, sin que exista un régimen específico para la actividad. El resultado es una fiscalidad más favorable en algunos casos y más desfavorable en otros. En el caso de los dividendos, la fiscalidad es considerablemente menos beneficiosa en el Reino Unido (los tipos pueden alcanzar hasta 37,5%, mientras que en España se tributa a un 18%). Sin embargo, las rentas derivadas de la enajenación de títulos de valor tienen una tributación más favorable, ya que los tipos son inferiores y se aplican atendiendo al nivel de renta en lugar de atendiendo a la antigüedad de las acciones. De esta manera, en Reino Unido es irrelevante en términos fiscales el tiempo de tenencia de los títulos de valor de las entidades capital riesgo y no es necesario el cumplimiento de plazos para tener derecho a una tributación reducida. Los tipos son de 15 y 20% en función de la renta generada, a diferencia de los tipos de 15% y 47% en España, que atienden al carácter de largo (tenencia de más de un año) o corto plazo (tenencia de menos de un año) de las ganancias de capital.

En relación a los inversores personas jurídicas, en el régimen inglés es obligatoria la tributación por las plusvalías derivadas de la transmisión de títulos temporales, sin embargo, quedan exentas de tributación las rentas obtenidas de repartos de dividendos. Este régimen resulta menos beneficioso que el español, en el que las personas jurídicas están totalmente exentas y únicamente tributan en el caso de que residan en un país considerado paraíso fiscal. De esta manera, el régimen fiscal español incentiva de mayor

manera la inversión de personas jurídicas en entidades capital riesgo. En cuanto a los inversores no residentes, tanto en el régimen inglés como en el español existen reglas generales de exención fiscal, variando tan solo las excepciones por las que corresponde tributar. En España los inversores no residentes no quedan exentos cuando la renta se obtiene por medio de un territorio considerado paraíso fiscal o cuando el adquirente o transmitente es residente en el mismo, mientras que en Reino Unido se tributa por las rentas de carácter inmobiliario o provenientes de una actividad comercial. No consideramos que estas diferencias sean lo suficientemente relevantes como para influir de forma significativa en el entorno de capital riesgo.

La regulación del *carried interest* es la diferencia más importante del régimen fiscal británico con respecto al régimen español. En el Reino Unido existe un régimen claro que regula de forma específica cómo se ha de tributar por las rentas que tengan la consideración de *carried interest*, sin embargo, en España la regulación no es clara y se aplica el régimen general en defecto. La fiscalidad del *carried interest* es un elemento fundamental para el desarrollo de la actividad capital riesgo y la atracción de firmas internacionales. Consideramos que es urgente el desarrollo de una regulación específica en España que determine cómo se ha de tributar por esta clase de rentas. Se tratará más en detalle esta cuestión en apartados posteriores.

Por todo lo mencionado anteriormente, parece que la fiscalidad del capital riesgo en el Reino Unido es más favorable que la fiscalidad española, tanto para las sociedades que ejercen la actividad como para los inversores, especialmente teniendo en cuenta los beneficios fiscales disponibles en el país anglosajón, tales como las desgravaciones anuales (hasta 12.300 libras) y las cuentas de ahorro ISAs. Por otro lado, la existencia de un régimen fiscal del *carried interest* claramente definido aporta mayor estabilidad y certidumbre a las sociedades y sus inversores, haciendo el país más atractivo para la inversión de capital privado extranjero.

#### **4.1.2. E.E.U.U.**

El tratamiento fiscal de la actividad capital riesgo en Estados Unidos es muy similar al de Reino Unido. Este depende principalmente de dos factores, la forma societaria en la que está estructurada la entidad y la jurisdicción a la que obedece.

Generalmente, en Estados Unidos las **entidades de capital riesgo** se estructuran como Sociedades Limitadas. El motivo de ello es que este tipo de sociedades no son consideradas entidades imponibles a efectos fiscales, por lo que, al igual que ocurre en Reino Unido, tienen transparencia fiscal y no están obligadas a tributar por los rendimientos y plusvalías generados. Así lo establece el U.S. Code en el subapartado K del título 26, Capítulo 1 del Código de Ingresos Internos. Los inversores de la entidad capital riesgo son los correspondientes socios de la Sociedad Limitada y su responsabilidad se limita al capital aportado. De esta manera, las rentas y pérdidas derivadas de las inversiones repercuten directamente en los propios socios, que han de incluir en su renta bruta la parte de los rendimientos que les corresponda, de acuerdo a lo establecido en la normativa de la entidad. (Cnossem, 2007)

Por otro lado, es importante mencionar que la mayor parte de las entidades capital riesgo en Estados Unidos se constituyen de acuerdo a la legislación de Delaware. La Ley General de Sociedades de Delaware regula el derecho societario en el estado de Delaware (Título 8, Capítulo 1). Adoptada en 1899, esta ley es ampliamente considerada como una de las jurisdicciones más importantes de derecho societario en el país. La Ley de Delaware ofrece una de las protecciones más fuertes en cuanto a responsabilidad de los propietarios, así como numerosas ventajas fiscales, ya que las LLC (*Limited Liability Company*) reciben un tratamiento “transparente” a nivel fiscal. En virtud de ello, es muy común que las sociedades se constituyan de acuerdo a este régimen. Sin embargo, cuando las sociedades capital riesgo pretenden invertir en jurisdicciones no estadounidenses, suelen constituirse como entidades “offshore”, por ejemplo, en las Islas Caimán o Bermudas, con la finalidad de reducir al mínimo la fiscalidad de su actividad. Por otro lado, en Estados Unidos se aplica la Ley de Sociedades Extranjeras (*Controlled Foreign Corporation Law*<sup>2</sup>). Esta ley puede dar lugar a la generación de rentas fantasma y a un incremento innecesario de la base imponible cuando una sociedad constituida conforme a la legislación de Delaware invierte en entidades extranjeras. (Cinnoti, 2003)

En relación al *carried interest*, en Estados Unidos estas rentas no están exentas de tributación. El impuesto federal que se aplica sobre las mismas establece un tipo máximo

---

<sup>2</sup> Una CFC (Controlled Foreign Corporation) es una entidad corporativa que opera y está registrada en una jurisdicción o país distinto al de los socios que participan en ella. En Estados Unidos, el control de la empresa viene determinado por el porcentaje de acciones en propiedad. Así, se requiere que los ciudadanos estadounidenses posean más del 50% de los derechos de voto, y, al menos, el 10% de la propiedad de la empresa, para que esta sea considerada CFC.

del 23,8%, del cual un 20% corresponde al Impuesto Sobre las Ganancias de Capital y un 3,8% al Impuesto Sobre las Rentas de Inversión. De esta manera, los rendimientos de *carried interest* tributan como rentas de capital en lugar de como rentas del trabajo, lo que supone la aplicación de unos tipos impositivos reducidos. La asignación de participaciones especiales con derechos económicos determinados permite un tratamiento fiscal favorable, ya que, en caso de entregarse una remuneración basada en resultados, esta sería considerada ingreso salarial y estaría sujeta a un tipo máximo del 37%. En virtud de ello, la consideración fiscal del *carried interest* es controvertida y discutida en E.E.U.U., existiendo debate sobre si permite un aprovechamiento de las lagunas para recibir un salario sin pagar el tipo ordinario correspondiente. En los últimos años, varios congresistas han presentado proyectos de ley dirigidos a cambiar la normativa fiscal. Destaca la Ley de Recortes Fiscales y Empleos, que redujo la preferencia fiscal del *carried interest* exigiendo que los activos se mantuvieran durante un periodo superior a tres años para que las ganancias pudieran ser consideradas de largo plazo (en lugar de uno, que era lo establecido anteriormente). Cuando los activos son mantenidos durante un periodo considerado de corto plazo, las ganancias tributan a un tipo máximo superior del 40,8%. Sin embargo, la actividad capital riesgo generalmente mantiene sus activos por periodos prolongados superiores a cinco años, por lo que el efecto de la ley ha sido muy limitado. (Tax Policy Center, 2020)

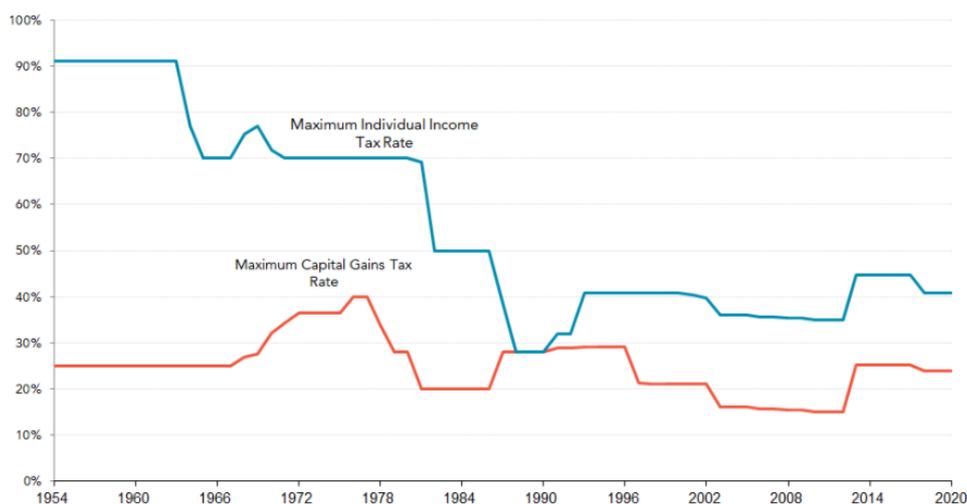


Figura 2. Evolución del impuesto máximo sobre las ganancias de capital y el impuesto sobre la renta de las personas físicas en Estados Unidos (1954-2020). Departamento del Tesoro de Estados Unidos, Oficina de análisis fiscal (2016); Cálculos del centro de política fiscal Urban Brookings.

Existen varios grupos de inversores en las entidades capital riesgo estadounidenses y tienen un tratamiento diferenciado. Podemos distinguir entre los inversores estadounidenses, sujetos a impuestos, los inversores exentos, los inversores extranjeros y los gobiernos extranjeros.

Dentro de los **inversores estadounidenses**, se distinguen las personas físicas y las empresas. El tipo impositivo sobre los dividendos depende de si estos tienen o no la condición de cualificados. Los dividendos no cualificados tributan al tipo ordinario de los ingresos y los dividendos cualificados al tipo de las ganancias de capital a largo plazo. Los dividendos pagados por empresas americanas son considerados cualificados, por lo que las rentas de los participantes de entidades capital riesgo derivadas de dividendos tributan como ganancias de capital. Los tipos impositivos federales ordinarios del impuesto sobre la renta varían del 10% al 37% en función del nivel de renta generado, mientras que las rentas y plusvalías de capital tributan a un tipo máximo del 20%, cuando se trata de ganancias de capital a largo plazo<sup>3</sup>, y a un tipo del 37%, cuando se trata de ganancias de capital a corto plazo. En el caso de las empresas americanas, estas tributan a tipos impositivos graduales hasta el 35%.

En cuanto a la fiscalidad de las plusvalías generadas por la transmisión de títulos de valor, esta viene regulada en última instancia en el *Tax Cuts and Jobs Act* (TCJA) de 2017, que las considera ganancias de capital y establece su tributación conforme al *Capital Gains Tax*. De esta manera, tanto los dividendos como las plusvalías derivadas de la transmisión de títulos de valor en el ámbito del capital riesgo americano tributan según el Impuesto de Capital. Es importante mencionar que en Estados Unidos los tipos aplicables a las sociedades americanas generalmente no varían según el plazo de las ganancias de capital. Por otra parte, las pérdidas de capital pueden ser utilizadas para compensar las ganancias, así como otros ingresos imposables, hasta un límite de 3.000\$. Cuando la pérdida de capital no es utilizada por completo, puede trasladarse a años futuros.

---

<sup>3</sup> Se consideran ganancias de capital a largo plazo aquellas provenientes de activos mantenidos durante un periodo de tiempo superior a un año.

**Tabla 3**

*Tipos impositivos en Estados Unidos para el ejercicio fiscal 2020, para solteros y declarantes conjuntos, respectivamente*

Income Tax Bracket	Income Tax Rate	Capital Gains Rate
\$0 – \$9,950	10%	0%
\$9,951 – \$40,400	12%	0%
\$40,401 – \$40,525	12%	15%
\$40,526 – \$86,375	22%	15%
\$86,376 – \$164,925	24%	15%
\$164,926 – \$209,425	32%	15%
\$209,426 – \$445,850	35%	15%
\$445,851 – \$523,600	35%	20%
\$523,601+	37%	20%

Income Tax Bracket	Income Tax Rate	Capital Gains Rate
\$0 – \$19,900	10%	0%
\$19,901 – \$80,800	12%	0%
\$80,801 – \$81,050	12%	15%
\$81,051 – \$172,750	22%	15%
\$172,751 – \$329,850	24%	15%
\$329,851 – \$418,850	32%	15%
\$418,851 – \$501,600	35%	15%
\$501,601 – \$628,300	35%	20%
\$628,301+	37%	20%

*Nota.* Información obtenida de SmartAsset financial technology 2021.

Una cuestión relevante para la fiscalidad de los inversores estadounidenses, son las inversiones en entidades no americanas. Las entidades no americanas reciben la denominación de CFCs (Controlled Foreign Corporations) y PFICs (Passive Foreign Investment Companies). Las rentas y plusvalías que los inversores americanos obtienen

de este tipo de empresas tributan de forma distinta, pudiendo dar lugar a la formación de ingresos fantasmas, que incrementan la base imponible y la cantidad a tributar<sup>4</sup>.

Por otro lado, hay una serie de inversores en las entidades capital riesgo que están exentos de pagar impuestos. Estos sujetos son los planes de pensiones, universidades y organizaciones benéficas, que únicamente tributan por las rentas imponibles no relacionadas con el negocio, en caso de que se obtengan (UBTI – *Unrelated Business Tax Income*). (Cinnoti, 2003)

En relación a los **inversores extranjeros** en entidades de capital riesgo en Estados Unidos, el régimen fiscal general establece que están sujetos a una retención legal del 30% por las rentas de tipo pasivo FDAP (*Fixed, Determinable, Annual, Periodic*) que pudieran obtener. Las rentas FDAP incluyen dividendos, alquileres, cánones y una serie de intereses determinados. Esta tributación puede ser reducida por los acuerdos fiscales entre Estados Unidos y la jurisdicción que corresponda, siempre que se cumpla el requisito de información básica al Servicio de Impuestos Internos (IRS – *Internal Revenue Service*)<sup>5</sup>.

Las rentas y plusvalías generadas por la venta de títulos temporales, por su parte, quedan exentas de tributación para los inversores no residentes. Se establecen dos supuestos de excepción a la exención de estos rendimientos, primero, que guarden relación con una actividad comercial o empresarial, en cuyo caso son consideradas ECI (*Effectively Connected Income*), y segundo, que resulten de la venta de acciones de sociedades de carteras inmobiliarias (USRPHC - *United States Real Property Holding Corporation*), de acuerdo con la normativa tributaria sobre inversiones en bienes inmuebles de la FIRPTA (*Foreign Investment in Real Property Tax Act*). Además, los inversores extranjeros también están obligados al pago de impuestos por las rentas y plusvalías obtenidas de la venta de acciones de una entidad americana cuando hubieran permanecido en Estados Unidos 183 días o más del total del año fiscal, siempre que se cumplan otras condiciones específicas. (Fenn & Goldstein, 2002)

---

<sup>4</sup> Las entidades de capital riesgo que participen en empresas no americanas, y sus correspondientes socios, pueden estructurarse de forma estratégica para evitar la fiscalidad de sus inversiones en CFC y PFIC, a través de vehículos “paralelos” o QEFs (*Qualified Electing Funds*).

<sup>5</sup> El IRS se encarga de la recaudación fiscal y el cumplimiento de la normativa tributaria en Estados Unidos.

Los inversores no residentes en Estados Unidos no están obligados a presentar declaraciones con respecto a los ingresos FDAP, pero sí están obligados a declarar las rentas y plusvalías FIRPTA y ECI. Los tipos aplicables al ECI y al FIRPTA corresponden a los tipos graduales ordinarios que se aplican a las personas físicas y jurídicas americanas.

El **régimen fiscal de Estados Unidos** también presenta algunas diferencias significativas con el régimen español. Procederemos a analizar ambos regímenes y a realizar una comparativa para valorar cómo favorecen estos tratamientos diferenciados la actividad capital riesgo.

De nuevo, en Estados Unidos las entidades capital riesgo no son consideradas entidades imponibles independientes cuando se estructuran como sociedades limitadas. Con lo cual, la estructuración societaria de las entidades capital riesgo también cobra especial importancia en EE.UU., de manera que puedan aprovecharse los beneficios fiscales correspondientes. A pesar de ello y como hemos mencionado anteriormente, en España la mayor parte de las rentas generadas por las entidades capital riesgo están exentas de tributación, por lo que no consideramos que esta diferencia en la fiscalidad sea muy relevante.

Sobre el régimen de los inversores, los tipos imponibles aplicables y la tributación de los dividendos y plusvalías generados es muy similar. En Estados Unidos, tanto las rentas por dividendos como las plusvalías derivadas de transmisiones de títulos de valor son consideradas rentas de capital y se distingue entre el largo plazo y el corto plazo, con tipos aplicables que varían desde el 20% hasta el 37%. Por su parte, en España el tipo aplicable a los dividendos es un tipo fijo del 18% y el tipo aplicable a las plusvalías varía del 15% al 47%, según se trate de rentas de capital a largo plazo o a corto plazo respectivamente. Las diferencias en la fiscalidad de ambos regímenes son mínimas en el caso de los inversores personas físicas.

En cuanto a las personas jurídicas y los inversores no residentes, Estados Unidos presenta un régimen algo menos favorable. Las personas jurídicas han de tributar por los dividendos y plusvalías obtenidas a un tipo gradual de hasta un máximo del 35%, según la renta generada. Por su parte, los inversores no residentes están exentos de tributación, como regla general, salvo por las rentas de carácter inmobiliario o las rentas derivadas de

actividades comerciales. En cambio, en España las personas jurídicas están totalmente exentas de tributar por sus rentas y plusvalías, salvo que se trate de personas jurídicas residentes en países considerados paraísos fiscales. En cuanto a los inversores no residentes, existen reglas generales de exención fiscal, sin embargo, estas no son aplicables a las rentas obtenidas por medio de territorios considerados paraíso fiscal o cuando el adquirente o transmitente fuera residente en un país de las mismas características.

La diferencia más importante del régimen fiscal americano con respecto al régimen español, es la existencia de un tratamiento fiscal claro y diferenciado de las rentas de *carried interest*. En EE.UU. existe un régimen que regula de forma específica cómo se ha de tributar por las rentas que tengan la consideración de *carried interest*, sin embargo, en España no existe una regulación clara sobre la materia y, en defecto, se aplica el régimen general. Como hemos mencionado anteriormente, la fiscalidad del *carried interest* es fundamental para incentivar el desarrollo de la actividad capital riesgo y consideramos que es urgente el desarrollo de una regulación clara en España. Trataremos esta cuestión más en detalle en apartados posteriores.

Cabe destacar que el régimen fiscal para las entidades capital riesgo en Estados Unidos desincentiva la inversión en empresas no americanas a través de la Ley de Sociedades Extranjeras (*Controlled Foreign Corporation Law*). Esta ley da lugar a una mayor fiscalidad de las rentas y plusvalías de las entidades capital riesgo a través de sus inversiones en entidades del extranjero. La normativa estimula de forma indirecta una mayor inversión en empresas americanas y facilita la obtención de financiación proveniente de capital privado. A pesar de ello, la Ley de Sociedades Extranjeras también limita la libertad fiscal de las entidades capital riesgo a la hora de llevar a cabo su actividad, estableciendo un coste mayor para los inversores cuando se llevan a cabo inversiones en empresas no estadounidenses.

El régimen fiscal americano presenta numerosos puntos en común con el régimen español en el ámbito del capital riesgo. La fiscalidad y los tipos aplicables son muy similares. El factor clave de diferenciación es la existencia de un tratamiento fiscal claramente definido del *carried interest*, en Estados Unidos, que lo convierte en una opción más atractiva para la inversión y expansión del capital privado.

#### **4.2. La cuestión del *carried interest***

Tras el análisis realizado sobre la regulación de la actividad capital riesgo en España, podemos observar que la Ley del IS y la Ley del IRPF regulan de forma razonable y completa la fiscalidad de las entidades capital riesgo y de sus inversores. A pesar de ello, en la regulación española no existe un régimen fiscal claro en lo que respecta a las rentas de *carried interest* de los gestores de las entidades capital riesgo y los directivos de las empresas objetivo.

Como se ha explicado anteriormente, es muy común en el sector del capital riesgo que se exija a los gestores de las entidades su participación con una parte significativa de su patrimonio. La finalidad de ello es garantizar una buena gestión. La participación del gestor tiene un carácter especial, en el sentido de que le atribuye derechos económicos específicos en función de los resultados que obtenga para la entidad en términos de rentabilidad. Así, se establecen unos umbrales mínimos de rentabilidad para los inversores que han de ser alcanzados por el gestor y, en caso de ser superados, este tiene derecho a una parte del rendimiento adicional. Lo mismo ocurre en relación a los directivos de las compañías en las que invierten las entidades capital riesgo. Es habitual que a estos se les entreguen participaciones con derechos económicos especiales con el fin de incentivar que sigan en la empresa realizando un buen trabajo y favoreciendo el crecimiento y desarrollo de la misma. Así, en el momento de salida a bolsa y venta, el directivo se lleva una parte de la rentabilidad adquirida.

Estos rendimientos reciben el nombre de *carried interest* en el ámbito internacional. La fiscalidad de los mismos es decisiva para atraer y fomentar el desarrollo de la actividad capital riesgo, sin embargo, en España no existe una normativa clara y existe debate sobre el tratamiento fiscal que han de tener estas rentas y plusvalías. La ausencia de una regulación clara que defina el tratamiento del *carried interest* resulta en la aplicación del régimen general, que supone una mayor fiscalidad de esta clase de rentas en comparación con otros países.

La actividad de capital riesgo puede describirse como una actividad de inversión del capital privado, que constituye una fuente de financiación para empresas, además de un recurso de asesoramiento y apoyo en la gestión. De esta manera, se trata de una actividad que tiene efectos positivos tanto en la economía como en las empresas a las que afecta. Las compañías financiadas por las entidades capital riesgo se ven impulsadas y alcanzan

un mayor crecimiento, inversión y rentabilidad, lo que resulta en la generación de más puestos de trabajo. Un factor determinante para el desarrollo de esta actividad en una zona geográfica determinada, es el régimen fiscal aplicable a las rentas que genera. Naturalmente, la tributación de las plusvalías que constituyan *carried interest* de los gestores de las sociedades de capital riesgo y los directivos de las empresas objetivo, influirá de forma directa en la rentabilidad de sus inversiones y repercutirá en el establecimiento de entidades de capital riesgo en el territorio. La ausencia de una normativa clara que determine el tratamiento fiscal del *carried interest*, resulta en la aplicación del régimen general y en una mayor fiscalidad, lo cual es contraproducente. Es por ello que consideramos especialmente importante que se desarrolle una normativa en España que trate la fiscalidad de este tipo de rentas. (Ascri, 2020)

Por otra parte, el panorama europeo actual también supone un incentivo relevante para definir una normativa fiscal clara del *carried interest*. En primer lugar, la actividad de capital riesgo es claramente reconocida y favorecida entre los países europeos, así como en la propia legislación comunitaria. La Unión Europea ha regulado la actividad en su ámbito operativo de gestión por medio de la Directiva 2011/61/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 8 de junio de 2011. Es más, la normativa europea cuenta incluso con un Reglamento de carácter comunitario que regula de forma específica las Entidades de Inversión Alternativa de Capital Riesgo (Reglamento n.º 345/2013, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 17 de abril de 2013, sobre los fondos de capital-riesgo europeos). En adición al reconocimiento europeo, la actividad capital riesgo ya cuenta con un gran desarrollo normativo en España, que hemos comentado en apartados anteriores, caracterizado por conceder relevantes beneficios fiscales. Sin embargo, esta normativa es incompleta y no cuenta con un ámbito fiscal normativo para el *carried interest*.

Cabe destacar que el desarrollo de una normativa del *carried interest* cobra importancia en relación a la separación de Reino Unido de Europa. El *Brexit* dificultará las operaciones de capital riesgo y el levantamiento de fondos, lo que llevará a algunas entidades a trasladarse a otros territorios de Europa. La existencia de un marco jurídico-fiscal claro y estable será un elemento esencial para atraer esta inversión extranjera. (Regidor, 2021)

### 4.3. El tratamiento fiscal del *carried interest* en países europeos de características similares

A la hora de decidir sobre su localización y sus inversiones, las firmas de capital riesgo tienen muy en cuenta el régimen jurídico-fiscal al que estarán sometidas las rentas y plusvalías generadas, de esta manera, resultan más atractivos los países que cuentan con un marco normativo claro y estable respecto a la actividad. La regulación fiscal del *carried interest* es uno de los factores que influye en el establecimiento de firmas internacionales en un territorio. Esta regulación determina cómo han de tributar las rentas y plusvalías obtenidas por los gestores de las entidades capital riesgo y los directivos de las empresas objetivo, como resultado de una gestión por encima de los niveles de rentabilidad mínimos establecidos para los inversores, también denominado *hurdle rate*. (Fernández-cid, 2019)

En el marco normativo español, no existe una regulación clara que determine el tratamiento fiscal de estas rentas, lo que resulta en incertidumbre para las entidades y los inversores. Procederemos a analizar el tratamiento fiscal del *carried interest* en algunos países europeos de características similares, así como el nivel de desarrollo de la actividad.

**Tabla 4**

*Tabla de volumen de inversión de capital riesgo en los principales países europeos*

Localización de la firma sponsor	Total inversiones de Capital Privado (2014-2018)
Reino Unido	111.206.485 euros
Francia	70.053.595 euros
Alemania	34.184.457 euros
España	11.389.809 euros
Italia	15.199.661 euros

*Nota.* Información obtenida de ASCRI 2021.

El país más desarrollado en términos de volumen de actividad y regulación del capital riesgo en el ámbito europeo, es Reino Unido. Se trata del país pionero en establecer un tratamiento fiscal diferenciado para el *carried interest*. A pesar de que existen otros factores que también incentivan el desarrollo de la actividad capital riesgo en la economía, como la innovación e investigación, la existencia de una regulación clara de tributación

de las rentas de *carried interest* es un motivo más por el que se lleva a cabo una mayor actividad de inversión en el país anglosajón con respecto al resto de países europeos. Las entidades de capital riesgo del Reino Unido realizan aproximadamente el 35% de las inversiones totales que se llevan a cabo en la UE en el ámbito de la actividad capital riesgo. El régimen inglés ya ha sido analizado en apartados anteriores. (Ascri, 2020)

Recientemente, otros países europeos también han desarrollado una normativa fiscal especial para el tratamiento de las rentas y plusvalías de *carried interest* (Italia, Francia y Alemania). Estas normas conceden beneficios fiscales a esta clase de rentas, estableciendo unos tipos marginales inferiores. Sin embargo, España carece de un desarrollo normativo claro sobre los rendimientos de *carried interest* y únicamente existe regulación autonómica aplicable en las comunidades autónomas de Navarra y País Vasco.

**Francia** es el segundo país de la UE con mayor volumen de inversión capital riesgo, llevando a cabo el 23% de las operaciones de inversión del continente europeo. El país vecino cuenta desde 2009 con un régimen fiscal específico para las rentas de *carried interest* percibidas por los trabajadores y gestores de las sociedades capital riesgo y los directivos de las empresas objetivo.

El régimen fiscal francés establece que se tributará por el *carried interest* derivado de la transmisión de títulos de valor en concepto de ganancias de capital y a un tipo del 34%. Por otra parte, se establecen tablas progresivas que permiten mayores beneficios fiscales en función del periodo de tenencia de los títulos temporales. Así, la fiscalidad de esta clase de rendimientos se reduce un 50% y un 65%, cuando el periodo de tenencia del titular es de 2 - 8 años o superior a 8 años, respectivamente. (Fernández-cid, 2019)

Se establecen una serie de requisitos para que este régimen fiscal sea aplicable, entre los que destacan:

- La entidad de capital riesgo ha de estar regulada en Francia o haber sido constituida en territorio comunitario, ya sea en el ámbito de la UE o en el EEE (Espacio Económico Europeo), siempre y cuando exista un acuerdo de doble imposición.
- Adquisición de los derechos económicos especiales y retribución de los gestores a valor de mercado.

- Las participaciones especiales que lleven asociadas derechos económicos de *carried interest* deben constituir una clase diferenciada de acciones en la entidad capital riesgo y representar al menos el 1% de las participaciones en el momento de implementación. Este requisito es menos exigente cuando se trata de entidades que invierten principalmente en PYMES y *start-ups* o que tienen unos activos superiores a 1.000 millones de euros.
- Se exige que transcurra un periodo mínimo de 5 años a contar desde el momento de inversión para percibir los rendimientos.

Cabe desatacar que el Proyecto de Ley de Finanzas de 2019 establece un régimen específico de *carried interest* para los gestores que trasladen su residencia a Francia. El objetivo es atraer a los gestores de entidades de inversión de capital privado al país, de forma que puedan aprovecharse también de los beneficios fiscales. Para que este régimen sea aplicable se han de cumplir también una serie de requisitos determinados. (Ascri, 2020)

Otro país europeo muy desarrollado en materia de inversión capital riesgo, es **Alemania**. Las sociedades capital riesgo alemanas llevan a cabo aproximadamente el 11% del volumen de operaciones de la Unión Europea. En este país europeo también existe un régimen fiscal beneficioso para los rendimientos de *carried interest*, que tributan de forma diferenciada. De esta manera, la normativa fiscal establece que queda exento el 40% del total de las rentas generadas, debiendo tributar la parte excedente de acuerdo a una tarifa progresiva.

De nuevo, se establecen una serie de requisitos para que el régimen sea aplicable:

- La entidad de capital riesgo ha de dedicarse principalmente a la compra, tenencia y venta de títulos temporales, sin llevar a cabo ninguna actividad comercial.
- El *carried interest* ha de representar una participación en la entidad capital riesgo, sin exigirse un porcentaje mínimo determinado.

- El retorno adicional a la inversión tributa desde el momento en el que se recibe de vuelta el capital invertido.
- No podrán aprovecharse de estos beneficios fiscales sobre sus rentas y plusvalías los inversores o socios de la entidad que no lleven a cabo actividades de gestión.

En el ámbito europeo, los países de Reino Unido, Alemania y Francia están más avanzados que España, tanto en volumen de operaciones de capital riesgo como en desarrollo normativo. Estos países cuentan con un régimen fiscal específico que regula la tributación del *carried interest*, lo que supone un incentivo adicional para la atracción de capital privado internacional. La actividad de capital riesgo española representa aproximadamente el 4% del total de inversiones europeas y, a día de hoy, tan solo las comunidades autónomas de Navarra y País Vasco cuentan con regímenes fiscales específicos para el *carried interest*.

La inexistencia de un régimen claro del *carried interest* en el resto de **España**, da lugar a incertidumbre sobre el tratamiento fiscal que han de tener esta clase de rentas, existiendo debate sobre si han de tributar por la base imponible general o por la base imponible del ahorro. La cuestión surge cuando los gestores de entidades capital riesgo y los directivos de empresas objetivo reciben participaciones especiales de la compañía que la entidad capital riesgo va a financiar. Estas participaciones tienen carácter especial debido a sus condiciones particulares, tales como la cláusula de arrastre (venta obligatoria cuando la entidad capital riesgo lo considere) y la carencia de derecho a voto. Las condiciones especiales sirven para proteger la inversión de la entidad capital riesgo en caso de que los gestores o directivos dejen de trabajar en sus respectivos cargos. El objetivo de estas rentas es motivar la realización de una buena gestión a través de la participación en la rentabilidad de la inversión. Lo propio sería que los sujetos que reciben las participaciones pagaran su parte correspondiente para adquirirlas, sin embargo, estas suelen tener un valor muy elevado, por lo que la entidad capital riesgo las atribuye de forma directa en concepto de retribución por el trabajo realizado.

El sector de capital riesgo defiende que los rendimientos derivados de estas participaciones, que constituyen *carried interest*, tienen la misma naturaleza que los rendimientos generados por la transmisión de títulos temporales y que deben tributar por la base imponible del ahorro a un tipo reducido. Por otra parte, la Agencia Tributaria

defiende que estas rentas deben considerarse remuneración y tributar por la base imponible general, ya que considera que los gestores y directivos no son verdaderos accionistas debido a las condiciones especiales de sus participaciones.

En el ámbito jurídico, desarrollar una normativa estatal permitiría acabar con este debate constante existente entre el sector de capital riesgo y la Agencia Tributaria. Además, desde un punto de vista económico, España incrementaría su atractivo para las firmas extranjeras de capital riesgo, resultando en una mayor captación de capital privado extranjero e impulsando no sólo el crecimiento y desarrollo de la actividad, sino también el tejido empresarial del país, con todos los beneficios que ello conlleva (mayor número de empleos, incremento de exportaciones, innovación, modernización...).

## V. EXPECTATIVAS DE EVOLUCIÓN DE FUTURO DE LA FISCALIDAD DEL CAPITAL RIESGO

En general, hemos podido observar cómo todos los regímenes fiscales que han sido objeto de estudio en el trabajo favorecen el capital riesgo, concediendo beneficios fiscales a la actividad. El capital riesgo es una actividad que genera riqueza y que tiene un impacto positivo en la economía, impulsando el crecimiento empresarial y la creación de empleo. De esta manera, consideramos que es muy razonable dar a la actividad un tratamiento fiscal favorable, que incentive su crecimiento y desarrollo.

En España, el capital riesgo está alcanzado cifras récord en términos de volumen de inversión año tras año. De hecho, en 2020 se alcanzó un nivel de inversión de 8.153 millones de euros, lo que supuso un incremento del 42% con respecto al año anterior. (Escudero, 2020)

En cuanto a las últimas modificaciones normativas que afectan a la fiscalidad del capital riesgo, destaca la Ley de Presupuestos Generales del Estado para el año 2021, que modifica el artículo 21 del Impuesto de Sociedades (IS), afectando a la exención general de los dividendos y plusvalías obtenidos por las sociedades españolas. El régimen de las entidades capital riesgo se regula en el artículo 50 del IS, que en su contenido hace referencia a la exención general del artículo 21, estableciendo un régimen subsidiario en caso de que las entidades capital riesgo no cumplan los requisitos del artículo 21. Hemos comentado en apartados anteriores la falta de sentido de esta modificación y cómo la interpretación literal de la nueva normativa es incompatible con la finalidad del régimen fiscal especial de las entidades capital riesgo.

Los sujetos que más se ven afectados por este cambio normativo son los socios personas jurídicas de las entidades capital riesgo. Estos han pasado de estar completamente exentos de fiscalidad por las rentas y plusvalías obtenidas de su participación, a pagar un tributo del 5%. Para este grupo de inversores, el impacto puede ser muy significativo debido a la común existencia de estructuras de sociedades encadenadas. La existencia de estas estructuras societarias supone que cada vez que los rendimientos pasan de una sociedad a otra, se ha de tributar por ellos. Cristina Mayo de FinReg explica este efecto de la siguiente manera: “...en cada eslabón de la cadena de la estructura de sociedades españolas se aplicará la exención solo en un 95% de la renta obtenida, suponiendo una

*tributación en cada nivel de inversión del 1,25%. Esto tiene un impacto fiscal enorme y, por tanto, un coste relevante.” (Rubio, 2020)*

En el caso de que la norma se aplique en su literalidad, la modificación resultaría perjudicial para el sector, suponiendo un lastre adicional a la rentabilidad, crecimiento y desarrollo. El objetivo del régimen de capital riesgo es completamente opuesto, por lo que consideramos que la norma no se aplicará literalmente y que se subsanará el error de una forma u otra.

Por otra parte, se espera que se desarrolle un régimen fiscal específico para las rentas de *carried interest*, lo que supondría un cambio positivo para el sector. Esta normativa permitirá un tratamiento fiscal diferenciado y beneficioso de este tipo de rentas, permitiendo la no aplicación del régimen general. De esta manera, el *carried interest* tendrá la consideración de renta patrimonial y no tributará de acuerdo a las normas del IRPF. El resultado de ello será un régimen fiscal de capital riesgo más favorable, que supondrá un incentivo adicional para la entrada de capital privado extranjero. A día de hoy, el *carried interest* está regulado únicamente en el País Vasco y Navarra, sin embargo, ASCRI, la patronal del capital riesgo en España, ha elaborado y enviado un documento al gobierno con una serie de propuestas para desarrollar una regulación a nivel estatal. El sector parece optimista de que se introducirá este régimen tarde o temprano. El desarrollo de la normativa cobra especial importancia atendiendo a los efectos del *Brexit* en el ámbito europeo de capital riesgo, ya que muchas firmas internacionales están valorando trasladarse del Reino Unido a otros territorios para evitar verse perjudicados por la independencia del país anglosajón.

La expectativa para la evolución del régimen fiscal del capital riesgo es optimista. Consideramos que los efectos inconsistentes de la nueva Ley de Presupuestos Generales serán corregidos y existe una expectativa razonable de que se introduzca una normativa fiscal clara que regule el tratamiento del *carried interest*. Estos cambios tendrán un efecto positivo en la actividad y favorecerán su crecimiento y desarrollo. Sin embargo, los sucesos todavía tienen que ocurrir y cuanto más tarden en llegar, más perjudicado se verá el sector.

## VI. CONCLUSIÓN

Tras llevar a cabo este estudio del régimen fiscal especial de la actividad de capital riesgo en España, corresponde hacer una valoración y obtener unas conclusiones sobre la información obtenida. El propósito del trabajo es determinar el sentido del régimen fiscal y valorar si a través del mismo se logra impulsar y favorecer la actividad de capital riesgo.

Hemos podido observar que España cuenta con un régimen legal específico para el capital riesgo, recogido en la Ley 22/2014, de 12 de noviembre, así como con un régimen fiscal especial, recogido en el artículo 50 de la Ley 27/2014 del Impuesto de Sociedades. De esta manera, la normativa española da un tratamiento diferenciado a la actividad y establece una menor fiscalidad para las rentas generadas por la misma. La finalidad de ello es fomentar el crecimiento y desarrollo del capital riesgo, atendiendo a los efectos positivos que tiene en la economía. A pesar de ello, existe un vacío normativo sobre el tratamiento fiscal de las rentas de *carried interest* que reciben los gestores de las sociedades de capital riesgo y los directivos de las empresas objetivo. La existencia de una regulación específica del *carried interest* constituye un factor determinante para captar la inversión de capital privado, que es un requisito necesario para mantener el crecimiento del sector. Además, la existencia de esta normativa cobra especial importancia debido a la salida de Reino Unido de la UE, que provocará el traslado de numerosas firmas internacionales de capital riesgo a otros países europeos.

Tras realizar la comparación del régimen español con los regímenes de Reino Unido y Estados Unidos, es fácilmente observable que existen diferencias mínimas entre los mismos. El único factor diferencial relevante entre los regímenes, es la ausencia de un tratamiento fiscal diferenciado para las rentas de *carried interest* en España. Aunque el régimen fiscal español resulta incluso más favorable en algunos aspectos, como en la fiscalidad de las personas jurídicas y los inversores extranjeros, no regula el tratamiento fiscal que han de tener esta clase de rentas. El sector español de capital riesgo es optimista en que pronto se desarrollará una normativa estatal que aclare la cuestión del *carried interest*. Esto parece razonable teniendo en cuenta que ya existen regímenes autonómicos que establecen un tratamiento diferenciado, como País Vasco y Navarra, y que el régimen fiscal especial del capital riesgo español tiene la finalidad de favorecer el crecimiento y desarrollo de la actividad. Además, otros países europeos de características similares, como Alemania y Francia, han desarrollado recientemente esta normativa fiscal.

Por otra parte, es importante mencionar la Ley de Presupuestos Generales del Estado para el año 2021, la cual afecta al régimen fiscal especial del capital riesgo a través de la modificación de la exención general del artículo 21 del IS. El régimen fiscal especial del capital riesgo se recoge en el artículo 50 de la Ley del IS, que a su vez se refiere al artículo 21 para establecer la exención de las rentas generadas por la actividad e incorpora un régimen subsidiario en caso de que no se cumplan los requisitos correspondientes. El resultado de la modificación carece completamente de sentido, ya que resulta en una mayor fiscalidad del régimen general con respecto al régimen subsidiario. Parece que el legislador haya olvidado tener en cuenta la referencia que el artículo 50 hace al artículo 21 en su contenido. De esta manera, consideramos de urgente necesidad corregir este error, que da lugar a un tratamiento fiscal totalmente opuesto a la finalidad y el sentido del régimen fiscal especial de la actividad capital riesgo. Para ello, se requerirá llevar a cabo una modificación legislativa por medio de una nueva Ley o Real Decreto Ley. De la misma manera, también podría realizarse esta modificación a través de una consulta vinculante o resolución de la Dirección General de Tributos que estableciera una interpretación finalista del artículo 50 del IS. El objetivo del régimen fiscal especial del capital riesgo es favorecer su crecimiento y desarrollo a través de una menor fiscalidad de la actividad, con lo cual, dos ejemplos de interpretaciones sensatas del artículo 50 serían la aplicación directa del régimen subsidiario o la aplicación directa del régimen que venía aplicándose antes de la modificación normativa.

A pesar de que España cuenta con un régimen fiscal especial para el capital riesgo, este todavía no cuenta con el suficiente desarrollo. España favorece la actividad de capital riesgo y fomenta su crecimiento, pero de manera menos eficiente que Reino Unido y Estados Unidos, que son los países líderes en términos de desarrollo de la actividad. Adicionalmente, la última modificación normativa resulta perjudicial para el sector, suponiendo un paso atrás en términos de desarrollo normativo y dando lugar a inseguridad jurídica. A pesar de ello, estas cuestiones tienen fácil solución y tan solo requieren un ligero desarrollo normativo que aclare el tratamiento fiscal del *carried interest*, así como la corrección del despiste del legislador en la elaboración de la Ley de Presupuestos Generales del Estado. El resultado de estos cambios sería una mayor captación de capital privado y un mayor impulso del crecimiento y desarrollo del capital riesgo, fomentando el desarrollo empresarial, la creación de empleo, la innovación, etc.

## **VII. FUENTES**

### **7.1. Legislación**

- Circular 7/2008, de 26 de noviembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre normas contables, cuentas anuales y estados de información reservada de las Empresas de Servicios de Inversión, Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva y Sociedades Gestoras de Entidades de Capital-Riesgo.
- Circular 4/2015, de 28 de octubre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se modifican la Circular 7/2008, de 26 de noviembre, sobre normas contables, cuentas anuales y estados de información reservada de las Empresas de Servicios de Inversión, Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva y Sociedades Gestoras de Entidades de Capital-Riesgo, y la Circular 11/2008, de 30 de diciembre, sobre normas contables, cuentas anuales y estados de información reservada de las Entidades de Capital-Riesgo.
- Código de Ingresos Internos de los Estados Unidos (1986).
- Código de los Estados Unidos (2021).
- 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 y por la que se modifican las Directivas 2003/41/CE y 2009/65/CE y los Reglamentos (CE) n ° 1060/2009 y (UE) n ° 1095/2010.
- Ley de Finanzas de Francia 2019.
- Ley de Finanzas de Reino Unido 2016.
- Ley de Finanzas de Reino Unido 2019.
- Ley de Finanzas de Reino Unido 2020.
- Ley General de Sociedades de Delaware de Estados Unidos (1899).
- Ley de Sociedades Extranjeras de Estados Unidos (1962).
- Ley de Recortes Fiscales y Empleo de Estados Unidos (2017).

- Ley 27/2014, de 27 de noviembre, del Impuesto sobre Sociedades.
- Ley 37/1992, de 28 de diciembre, del Impuesto sobre el Valor Añadido.
- 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.
- 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 11/2020, de 30 de diciembre, de Presupuestos Generales del Estado para el año 2021.
- Real Decreto Legislativo 1/1993, de 24 de septiembre, por el que se aprueba el Texto refundido de la Ley del Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados.
- Real Decreto Legislativo 5/2004, de 5 de marzo, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Impuesto sobre la Renta de no Residentes.
- Reglamento (UE) nº 345/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 17 de abril de 2013, sobre los fondos de capital riesgo europeos.

## **7.2. Jurisprudencia**

- Sentencia de la Audiencia Nacional de 28 de febrero de 2014 JT 2014\675 (Sala de lo Contencioso-Administrativo, Sección 6ª), sobre exenciones del Impuesto de Valor Añadido en las operaciones de gestión y depósito de Instituciones de Inversión Colectiva, Entidades de Capital Riesgo y Fondos de Pensiones, entre otros.

## **7.3. Obras Doctrinales**

- Álvarez, J., Invers, J., Palacín, G., & Puigdemonges, J. (2015). *El Capital Riesgo: Análisis de su Industria*. Barcelona: Universidad Pompeu Fabra.

- Ascri. (2020). *Régimen de tributación de la rentabilidad de la inversión y la retribución variable de los gestores de fondos de inversión alternativa*.
- Benedicto, M. S. (2008). *Capital riesgo y financiación de Pymes*. EOI Escuela de Organización Industrial.
- Beraza Garmendia, J. M. (1992). El Capital Riesgo: una fuente de financiación para las PYMEs. Págs. 65-99.
- Bernstein, S., Lerner, J., & Mezzanotti, F. (2017). *Private Equity and Financial Fragility during the Crisis*. Harvard Business School.
- *Boletín Oficial Del Estado*. (2021). Obtenido de <https://www.boe.es/>
- Canta, J., & Pineda, A. (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*, (2).
- Cascón, M. P. (2019). *El Capital Riesgo en España: Organización, Funcionamiento y Actividad*. San Sebastián: Universidad del País Vasco.
- Cinnoti, F. M. (2003). *U.S. Private Equity Funds: Selected Regulatory and Tax*.
- Clark, E. (2021). *LexisNexis*. Obtenido de Taxation of Private Equity Funds: <https://www.lexisnexis.com/uk/lexispsl/tax/document/393773/5BW2-T5S1-F18C-V0KW-00000-00/Taxation-of-private-equity-funds%E2%80%944overview>
- Cnossem, W. (2007). *Private equity funds and investments: tax considerations*. KPMG Meijburg & Co.
- *Dirección General de Industria y de la Pequeña y Mediana Empresa* (2018). Cifras PYME: Datos enero 2018. Obtenido de <http://www.ipyme.org/esES/ApWeb/EstadisticasPYME/Documents/CifrasPYME-enero2018.pdf>
- Escudero, R. (17 de Enero de 2020). El capital riesgo le pide al Gobierno el mismo trato fiscal que País Vasco y Navarra para crecer. *Fundsnews*.
- Fenn, P., & Goldstein, D. (2002). *Tax Considerations In Structuring US-Based Private Equity Funds*. Akin, Gump, Strauss, Hauer & Feld, L.L.P.

- Fernández-cid, J. L. (2019). *La Situación del Capital Privado en España*. Madrid: CUNEF.
- Fundación de Estudios Bursátiles y Financieros (2012). *El Sector del Capital Riesgo y su Influencia Clave en la Recuperación de la Economía Española*. España: Thomson.
- GOV.UK. (2021). Obtenido de <https://www.gov.uk/browse/tax>
- Guerreiro, L. (2015). *El marco fiscal del capital-riesgo español*. Garrigues.
- Inverco, F. (2005). *La Fiscalidad del Ahorro en Europa*.
- Kluwer, W. (2021). *Guía Jurídica Wolters Kluwer* . Obtenido de [https://guiasjuridicas.wolterskluwer.es/Content/Documento.aspx?params=H4sIAA AAAAAEAMtMSbF1jTAAAUMjU3MLtbLUouLM\\_DxbIwMDCwNzA7BAZlql S35ySGVBqm1aYk5xKgBZiJrxNQAAAA==WKE](https://guiasjuridicas.wolterskluwer.es/Content/Documento.aspx?params=H4sIAA AAAAAEAMtMSbF1jTAAAUMjU3MLtbLUouLM_DxbIwMDCwNzA7BAZlql S35ySGVBqm1aYk5xKgBZiJrxNQAAAA==WKE)
- Papis, L. C., & Guillén, C. J. (2000). *El capital riesgo como instrumento de apoyo a la PYME* . Universidad Almería.
- Pazos, M. (2018). *El Capital Riesgo en España: Organización, Funcionamiento y Actividad*.
- Peña, I., & Mañueco, P. (2018). *Evolución del capital riesgo en la economía española*. Funcas.
- Pwc. (2016). *Finance Bill 2016 – Summary of key changes for fund managers*. Obtenido de <https://www.pwc.com/jg/en/publications/finance-bill-2016-update-for-fund-managers.pdf>
- Recondo Zabala, M., Recondo Porrúa, R. (2017). El mercado español de capital riesgo en 2017. *Revista española de capital riesgo*. Págs. 319-361.
- Regidor, R. (22 de Enero de 2021). ¿Cómo afecta el ‘Brexit’ a los fondos de capital riesgo? *El Economista*.
- Ríos, C. T. (2019). *Estudio de las Entidades de Capital Riesgo en España*. Valencia: Universidad Politécnica de Valencia.

- Rubio, A. (12 de Diciembre de 2020). *Fundspeople*. Obtenido de EL GOBIERNO PREPARA UN CAMBIO FISCAL PARA LOS FONDOS DE CAPITAL RIESGO: <https://fundspeople.com/es/el-gobierno-prepara-un-cambio-fiscal-para-los-fondos-de-capital-riesgo/>
- Rubira, C. L. (2014). El capital riesgo como forma de financiación empresarial. *ICE, Revista De Economía*, 879.
- SANZ LORITE, M. A. N. U. E. L. A. (2015). LA NUEVA REGULACIÓN DE IIC, ENTIDADES DE CAPITAL RIESGO Y OTROS TIPOS DE ENTIDADES DE INVERSIÓN DE TIPO CERRADO EN LA LEY 22/2014. *Actualidad Juridica* (1578-956X), (39).
- Steen, C. G. (2019). *Taxation of private equity funds in United Kingdom*. Cleary Gottlieb Steen & Hamilton LLP.
- *Tax Policy Center*. (2020). Obtenido de Urban Institute and Brookings Institution: <https://www.taxpolicycenter.org/briefing-book/what-carried-interest-and-how-it-taxed>
- UNIRISCO Galicia SCR (2018). Qué es el capital de riesgo. Obtenido de <http://www.unirisco.com/quienes-somos/que-es-el-capital-de-riesgo/>
- Zieling, N. (2009). *Factores determinantes del impacto del capital riesgo sobre las empresas*. Madrid, España: Consejo Económico y Social. CES.