



Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales

TRABAJO FIN DE GRADO

GRADO EN ADMINISTRACIÓN Y DIRECCIÓN DE EMPRESAS

**ARBITRAJE FISCAL EN EL CAPITAL-RIESGO: UN ANÁLISIS DE LAS
DIFERENCIAS ENTRE EL CASO ESTADOUNIDENSE Y EL CASO
ESPAÑOL.**

DIRECTOR

Fermín Lizarraga Dallo

Pamplona-Iruña

07 de Junio de 2017

ABSTRACT

The objective of this paper is to propose the most common tax strategies in the business models of the Private Equity and their necessity of a specific corporate structure for the development of its activity. Throughout the document, the reason for this structure, unique of this type of business, and the use of the social structure to developed its fiscal strategy that is used to reduce considerably the tax payment will be discussed.

Although the empirical study that I present in the last part of this document is based on the analysis of a Spanish sample, the theoretical work focuses on the operation of tax strategies in the Private Equity in the United States and in Spain. The present document begins presenting the American model so it can later be compared with the Spanish case.

El presente trabajo tiene por objeto plantear las estrategias fiscales más habituales en los modelos de negocio de las Entidades de Capital-Riesgo, las cuales necesitan dotarse de una estructura societaria específica para el desarrollo de su actividad. A lo largo del trabajo, se abordarán el porqué de esa compleja estructura, única de este tipo de negocio, y la utilización de dicha estructura societaria para el planteamiento y desarrollo de su estrategia fiscal que es utilizada para reducir considerablemente el pago de impuestos.

Aunque el estudio empírico que presento en la última parte de este trabajo se basa en el análisis de una muestra española, el trabajo teórico se centra en el funcionamiento de las estrategias fiscales en las Sociedades de Capital-Riesgo tanto en Estados Unidos como en España.

PALABRAS CLAVE

Private Equity, Tax Strategies, Arbitraje fiscal, Capital-Riesgo

ÍNDICE

1. INTRODUCCIÓN	1
2. ESTRUCTURA SOCIETARIA Y ESTRATEGIA FISCAL ANGLOSAJONA	2
2.1. Partícipes del modelo.....	2
2.2. Cómo funciona el Capital-Riesgo.....	4
2.3. Estructura societaria del modelo anglosajón	6
2.4. Estrategia fiscal en cada nivel	10
2.4.1. <i>Estrategia 1: Pago preferencial de impuestos</i>	12
2.4.2. <i>Estrategia 2: Dispensa de las tasas de gestión</i>	15
2.4.3. <i>Estrategia 3: Asignación de todos los gastos de gestión a la tasa de gestión</i>	16
2.4.4. <i>Estrategia 4: maximización de gastos deducibles en la Target</i>	18
2.4.5. <i>Resumen</i>	22
3. EL CASO ESPAÑOL	23
3.1. Flujos en el Capital-Riesgo español	25
4. ESTUDIO EMPÍRICO	29
5. CONCLUSIONES	32
6. BIBLIOGRAFÍA	34
7. ANEXOS	36
7.1. Anexo I: Contrato LPA completo	36
7.2. Anexo 2: Muestra Completa	37

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1 Porcentaje de inversion y beneficio de SCR y LPs	8
Gráfico 2 Porcentaje de inversion de SCR, LPs y deuda	9
Gráfico 3 Relaciones y flujos en el Capital-Riesgo estadounidense	10
Gráfico 4 Cuenta de Pérdidas y Ganancias de una Sociedad de Capital-Riesgo con y sin estrategia fiscal.....	14
Gráfico 5 Cuenta de Pérdidas y Ganancias de una Entidad Gestora con y sin estrategia fiscal	17
Gráfico 6 Relaciones y flujos en el Capital-Riesgo español	24

ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 1 Flujos de tesorería en el Capital-Riesgo 1	5
Tabla 2 Flujos de tesorería en el Capital-Riesgo 2	5
Tabla 3 Muestra de 45 targets españolas	31
Tabla 4 Resumen de las causas de diferencias permanentes.....	32

1 INTRODUCCIÓN

Hay dos motivaciones principales que me han llevado a la elección y realización de este trabajo de fin de grado. Por un lado, el ser un trabajo que se encuentra entre la contabilidad y la fiscalidad, pero que se puede tratar de una forma no tan numérica y metódica como es habitual en estos dos campos, que tanto me gustan, en la teoría. Por otro, la curiosidad de saber que hay detrás de un mundo tan complejo como es el Capital-Riesgo y de conocer cómo funciona este modelo de negocio.

Teniendo en cuenta las motivaciones que me han llevado a realizarlo, el presente trabajo tiene por objeto plantear las estrategias fiscales más habituales en los modelos de negocio de las Entidades de Capital-Riesgo, las cuales necesitan dotarse de una estructura societaria específica para el desarrollo de su actividad. A lo largo del trabajo, se abordarán el porqué de esa compleja estructura, única de este tipo de negocio, y la utilización de dicha estructura societaria para el planteamiento y desarrollo de su estrategia fiscal que, a pesar de condicionar drásticamente la evolución de la sociedad adquirida por la Entidad de Capital-Riesgo, es utilizada para reducir considerablemente (cuando no completamente) el pago de impuestos del grupo de entidades que constituyen este entramado.

Las estrategias fiscales se llevan a cabo en distintos niveles, que se explicarán posteriormente, dentro de la red que se forma entre las entidades que forman el negocio del Capital-Riesgo. Dichas estrategias vienen condicionadas por las relaciones existentes entre las diferentes sociedades que intervienen en la aplicación del modelo de negocio del Capital-Riesgo, es decir, por la peculiar estructura societaria que forman este tipo de entidades a través de contratos firmados por distintas entidades de la red.

Aunque el estudio empírico que presento en la última parte de este trabajo se basa en el análisis de una muestra española, el trabajo teórico se centra en el funcionamiento de las estrategias fiscales en las Sociedades de Capital-Riesgo tanto en Estados Unidos como en España. Debido a que este modelo de negocio tiene su origen en las décadas de los 70-80 en los EE. UU. y a que un considerable porcentaje de operaciones del Capital-Riesgo en el mercado español se lleva a cabo por fondos extranjeros (echo aún más notable si lo medimos en volumen de operaciones), el presente trabajo comienza presentando el modelo estadounidense para su posterior comparación con el caso español. De esta forma, analizaré primero como funciona el modelo de negocio en Estados Unidos, tanto en estructura societaria como en estrategia fiscal, y luego comprobaré si la red existente en el mundo

anglosajón está definida de forma similar en España, es decir, si las estrategias fiscales que allí se practican también tienen cabida en nuestro país.

Como ya he indicado, presento para finalizar un breve estudio empírico en el que trabajaré sobre una muestra de empresas españolas adquiridas por entidades de Capital-Riesgo centrándome en uno de los asuntos tratados en el desarrollo teórico. En concreto, estudiaré las liberalidades que se cargan a la cuenta de resultados de las entidades adquiridas y su tratamiento contable-fiscal a través del análisis de las diferencias permanentes reconocidas en las cuentas anuales. Con los resultados obtenidos pretendo encontrar estudiar el grado de transparencia en la presentación de dicha información.

2 ESTRUCTURA SOCIETARIA Y ESTRATEGIA FISCAL ANGLOSAJONA

Como he indicado en la introducción, dedico este primer apartado al estudio de la estructura societaria y la estrategia fiscal que sigue el Capital-Riesgo en Estados Unidos. Para ello voy a plantear cual es la estructura societaria que rige el Capital-Riesgo, es decir, se van a explicar las relaciones existentes entre las distintas entidades que forman la red de empresas y los flujos que se crean entre ellas.

Posteriormente, explicaré las distintas estrategias que se utilizan para reducir o incluso anular el pago de impuestos, para las que se hace necesario la estructura societaria anteriormente mencionada. Para la realización de estas estrategias, los autores de este entramado utilizan los vacíos legales existentes y la flexibilidad en la interpretación de las mismas, para, mediante la transferencia de rentas de unas empresas a otras, lograr tipos de gravamen más bajos.

2.1 Partícipes del modelo

Antes de centrarnos en el tema principal de estudio, es necesario aclarar y explicar quiénes son los partícipes del modelo de Capital-Riesgo, los agentes que voy a describir a continuación son válidos tanto para el modelo anglosajón como para el modelo español, siendo los flujos que hay entre ellos lo que varía entre ambos modelos.

Comenzaré a explicar el entramado desde la parte más alta de la jerarquía (la cual puede observarse en el Gráfico 3, que se explicará más adelante) para ir descendiendo por el

entramado. Las relaciones existentes entre las distintas entidades que se presentarán a continuación se definirán en los apartados siguientes.

- General Partners (GPs): Los General Partners son los promotores, personas físicas, que gestionan el entramado del Capital-Riesgo, éstos constituyen las redes que se dan dentro del Capital-Riesgo. Es un término inglés que hace referencia a cualquiera de las entidades que se encuentran por encima del Fondo de Capital-Riesgo, incluido éste, dado que son los dueños de dichas entidades.
- Entidad de Capital-Riesgo: Es el término usado en España cuando se hace referencia al entramado del Capital-Riesgo por lo que puede hacer referencia tanto a la Sociedad de Capital-Riesgo, Entidad Gestora o General Partners indistintamente.
- Limited Partners (LPs) o inversores: Son familias adineradas, entidades de seguros, fondos de inversión (hedge funds), fondos de pensiones etc. que invierten su dinero en Fondos de Capital-Riesgo. En el mundo anglosajón también son muy habituales las donaciones a universidades (endowments), las cuales realizan inversiones en este tipo de actividades, así como los fondos sobranos que gestionan el dinero público (sovereign wealth funds).
- Sociedad de Capital-Riesgo: sociedades creadas por la Entidad de Capital-Riesgo, por lo que, en esencia, también son GPs (razón por la que el término anglosajón General Partner resulta muy amplio al hacer referencia tanto a la persona física como a la Entidad o Sociedad de Capital-Riesgo). Su objeto social es la toma temporal de participaciones en empresas (Targets) por medio de Fondos de Capital-Riesgo.
- Entidad Gestora: Empresa también creada por la Entidad de Capital-Riesgo que se encarga de prestar servicios de asesoramiento, consultoría y gestión al Fondo de Capital-Riesgo.
- Fondo de Capital-Riesgo: Vehículo por el cual las Sociedades de Capital-Riesgo compran empresas objetivo y, posteriormente, utilizan para traspasar beneficios de unas sociedades a otras. El Fondo no tiene personalidad jurídica por lo que las rentas que se generan en él pasan automáticamente a las sociedades que se encuentran por encima del mismo
- Targets o Empresas objetivo: generalmente son empresas maduras, con una buena posición en el mercado y con expectativas de crecimiento, poco endeudadas y con

una sólida generación de flujos de caja, que los Fondos de Capital-Riesgo compran para reestructurarlas y volverlas a vender obteniendo un beneficio. Hay diferencias obvias entre alguien que comienza su propio negocio y los General Partners en un Fondo de Capital-Riesgo. En el primer caso se construye una puesta en marcha para un negocio exitoso, pero el Fondo de Capital-Riesgo adquiere de una manera abrumadora empresas exitosas para su cartera de inversión (Sanchirico, C. W. 2008).

2.2 Cómo funciona el Capital-Riesgo

Para comenzar con el trabajo, voy a comenzar con una explicación muy sencilla de cómo funciona el Capital-Riesgo. Para realizar el proceso de compraventa el precio pagado se divide en dos partes: por una parte dinero aportado por el Fondo y por otra la parte del precio financiada con deuda, que suele ser muy superior. Es decir, las compras de Targets se realizan mediante lo que se denomina Leveraged Buy Out o compra apalancada (en adelante LBO). Un LBO es un término que define las adquisiciones con un elevado apalancamiento, esto es, compras de empresas (Targets) en las que la financiación para la adquisición de las mismas cubre un elevado porcentaje del precio de compra.

Tras el LBO, el Fondo suele reestructurar la empresa y la vuelve a vender, este proceso suele durar entre 8 y 10 años y el Fondo de Capital-Riesgo al final gana dinero con la venta de la empresa.

Las empresas de Capital-Riesgo se han beneficiado de la poco exigente regulación y de una ley tributaria que privilegia a la deuda sobre los fondos propios, mientras que los riesgos que se asumen en busca de excesivas ganancias afectan a los resultados económicos de miles de empresas que emplean a millones de trabajadores en toda la economía de EE. UU. (Appelbaum E. & Batt R. 2014).

Las sociedades que se dedican a la compra de empresas por medio de este método como la empresa Bain Capital, de cual es propietario Mitt Romney¹, utilizan deuda para la adquisición de dichas compañías. Así pagan menos impuestos que sin usar dicha deuda. Estas

¹ Candidato republicano a la presidencia de Estados Unidos en 2012 que perdió contra Obama y exgobernador de Massachusetts. En su campaña hubo un gran revuelo social por los efectos derivados de algunos de los LBOs practicados por su Sociedad de Capital-Riesgo.

compañías se crean para maximizar los beneficios de los propietarios, más que para crear puestos de trabajo (Johnson L. 2012).

Con el siguiente ejemplo, muy simplificado, quiero mostrar la facilidad con la que las Entidades de Capital-Riesgo obtienen rentabilidad con este modelo de negocio, para lo que necesitan extraer el beneficio de la Target y esto ocurre de manera relativamente sencilla de entender.

Un Fondo de Capital-Riesgo compra una empresa por 1.000 €, poniendo 200 € de su bolsillo y financiando 800 € con deuda a amortizar en 8 años. Suponiendo que la empresa tiene unos flujos de tesorería de 100 € (cobros menos pagos), durante los 8 primeros años de la vida del fondo, no podrá repartir dividendos:

Año 1	Años 2-8
Entrada de tesorería por deuda.....800 €	Entrada de tesorería por actividad100 €
Entrada de tesorería por aportaciones de capital.....200 €	Salida de tesorería por amortización de la deuda.....-100 €
Entrada de tesorería por actividad100 €	
Salida de tesorería por compra de la empresa.....-1.000 €	
Salida de tesorería por amortización de la deuda.....-100 €	
TESORERÍA..... 0 €	TESORERÍA..... 0 €

Tabla 1 Flujos de tesorería en el Capital-Riesgo 1

Sin embargo, a partir del año 9, y suponiendo que en el año 10 revende la empresa por 600 €:

Año 9	Año 10
Entrada de tesorería por actividad100 €	Entrada de tesorería por actividad100 €
REPARTO DE DIVIDENDOS.....100 €	REPARTO DE DIVIDENDOS.....100 €
	Entrada de tesorería por venta de la empresa...600 €

Tabla 2 Flujos de tesorería en el Capital-Riesgo 2

Como se puede observar, si solo se tiene en cuenta la compra-venta de la empresa, la empresa pierde 400 € en el proceso, ya que la compró por 1.000 € y la ha vendido por 600 €, pero si se analiza más detenidamente el caso, aunque parece que el Fondo ha perdido dinero porque compró una empresa por 1.000 € y la ha vendido por 600 €, hay que recordar que la Fondo de Capital-Riesgo solo invirtió 200 €, por lo que gana 600 € de la venta y 200 € por los flujos de caja generados dentro de la empresa (-200+600+200=+600), es decir, obtiene una rentabilidad del 300% en 10 años (600 de ganancias sobre 200 de inversión inicial) o, lo que es lo mismo, una rentabilidad anual del 30%.

El Capital-Riesgo también se aprovecha de las leyes fiscales de EE. UU. El uso de altos niveles de apalancamiento en las empresas compradoras reduce la responsabilidad fiscal de

las empresas propietarias del Capital-Riesgo, ya que los intereses sobre la deuda pueden restarse de los ingresos ordinarios (Fleischer, V. 2008).

Aunque este tipo de remuneración basada en incentivos tiene un elemento de riesgo para los General Partners, en ese aspecto no es diferente a otras basadas en el desempeño, tales como comisiones por ventas, propinas, tasas de incentivos u otras (PE Manager Yearbook, 2012).

Ahora que ya sabemos cómo funciona un LBO, y que un alto porcentaje de este tipo de adquisiciones son practicadas por las denominadas Entidades de Capital-Riesgo (ECR), puedo continuar explicando cómo funciona su estructura societaria y por qué, como se ha indicado anteriormente, se hace necesario dotarse de esa estructura societaria tan compleja y única.

2.3 Estructura societaria del modelo anglosajón

En cuanto a la estructura societaria típica de este modelo de negocio, que se presenta gráficamente más adelante, parece clara si prestamos atención al modelo anglosajón, el cual describe tres niveles, tal y como se percibe en el Gráfico 3. El primero formado por los inversores (LPs), la Sociedad de Capital-Riesgo y la Entidad Gestora; el segundo formado por el Fondo de Capital-Riesgo, que sirve únicamente como medio de transferencia entre las entidades que existen por encima y por debajo del mismo; y, por último, el tercer nivel estaría compuesto por el conjunto de empresas compradas (o Targets).

Llegados a este punto, cabe destacar la extrema importancia que tienen los contratos que se firman entre los distintos miembros de este entramado gracias a los que se consigue que los flujos que se forman entre los miembros varíen, bien en cuantía o bien en categoría, es decir, mediante la firma de estos contratos, se consigue variar, por ejemplo, el porcentaje de los ingresos que pasan del Fondo a cada una de las entidades precedentes para su tributación, o se consigue convertir un ingreso ordinario en un ingreso de capital, que tributa a un tipo bastante inferior.

Las ganancias que el Capital-Riesgo obtiene de sus inversiones en cartera se definen como "*carried interest*", que se tratan en el código tributario como ganancias de capital y se gravan a una tasa del 20 por ciento (superior a la tasa del 15 por ciento que prevalecía hasta 2013) en vez del 35 por ciento para impuestos ordinarios o individuales (Fleischer, V. 2008).

Entre estos contratos se pueden diferenciar dos tipos:

- LPAs (Limited Partnership Agreement): Son los contratos que se firman entre los Inversores (LPs) y la Entidad de Capital Riesgo (GPs) en el momento de la creación del Fondo de Capital-Riesgo, en ellos se acuerdan los pagos que los inversores van a hacer a la Entidad de Capital-Riesgo.
- MSAs (Management Service Agreement): Son los contratos que se firman entre las empresas adquiridas (Targets) y la Entidad de Capital-Riesgo. Estos contratos han sido muy criticados en los últimos años² bajo la justificación de que los firman los GPs con ellos mismos, ya que muchas veces, además de formar las entidades que están por encima del Fondo de Capital-Riesgo, tienen posiciones importantes dentro de la Target, como puede ser en el consejo de administración o en la gestión de dicha empresa.

Teniendo claro que sin la existencia de estos contratos la formación del entramado sería completamente inviable, voy a pasar a describir brevemente la estructura societaria del modelo de negocio que, como he mencionado anteriormente, aparece descrita de forma gráfica más adelante.

Para comenzar a construir esta red de entidades, una ECR crea tanto una Sociedad de Capital-Riesgo (en adelante SCR) como una Entidad Gestora.

A continuación, la SCR aporta un 2% del capital para la creación de un Fondo de Capital-Riesgo, siendo los inversores (LPs) los que aportan el 98% restante³. La Entidad Gestora, por su parte, mantiene una relación de prestación de servicios con el Fondo de Capital-Riesgo y la empresa adquirida (Target), por la cual ésta última paga una tasa anual establecida contractualmente (*monitoring fee*). Dichos servicios se establecen **de antemano** en los ya mencionados MSAs, y pueden ir desde servicios de consultoría y asesoría hasta servicios por la propia gestión de la empresa, en los apartados siguientes, se estudiarán con profundidad las cláusulas que se firman en estos contratos y que hacen posible las estrategias fiscales,

² Phalippou, L. 2016. Presenta un análisis muy detallado del contenido de este tipo de contratos desde un enfoque evidentemente crítico e incluso irónico.

³ Estos porcentajes pueden variar pero son los más habituales.

además, se comprobará el cumplimiento de las bases legales sobre las que estas estrategias están sustentadas.

El Fondo de Capital-Riesgo, lleva a cabo un LBO adquiriendo una o varias empresas, con las que concluye la estructura societaria de este modelo de negocio. Estas inversiones se realizan con un horizonte temporal limitado (no superior a los diez años), ya que es el tiempo que un Fondo de Capital-Riesgo suele mantenerse, es decir, tiene una vida definida. Ésta normalmente se sitúa entre los 8 y los 10 años, tiempo que se dispone, por tanto, para rentabilizar las aportaciones comprometidas en la creación del Fondo de Capital-Riesgo.

El beneficio que obtiene el Fondo de Capital-Riesgo y por tanto los inversores (LPs) y la SCR, en su condición de partícipes del mismo, es un beneficio por la posterior venta de las Target. En esta operación, la Sociedad de Capital-Riesgo obtiene un 20% del beneficio y los inversores (LPs) un 80%, a pesar de que las proporciones de capital que aportaron a la hora de la creación del fondo fueron completamente distintas (2% y 98% respectivamente).

Con el simple gráfico comparativo⁴ que se muestra a continuación, se puede observar un primer desajuste que favorece, claramente, a los General Partners (GPs), que como se ha mencionado en repetidas ocasiones, son los que están detrás de las Sociedades de Capital-Riesgo.

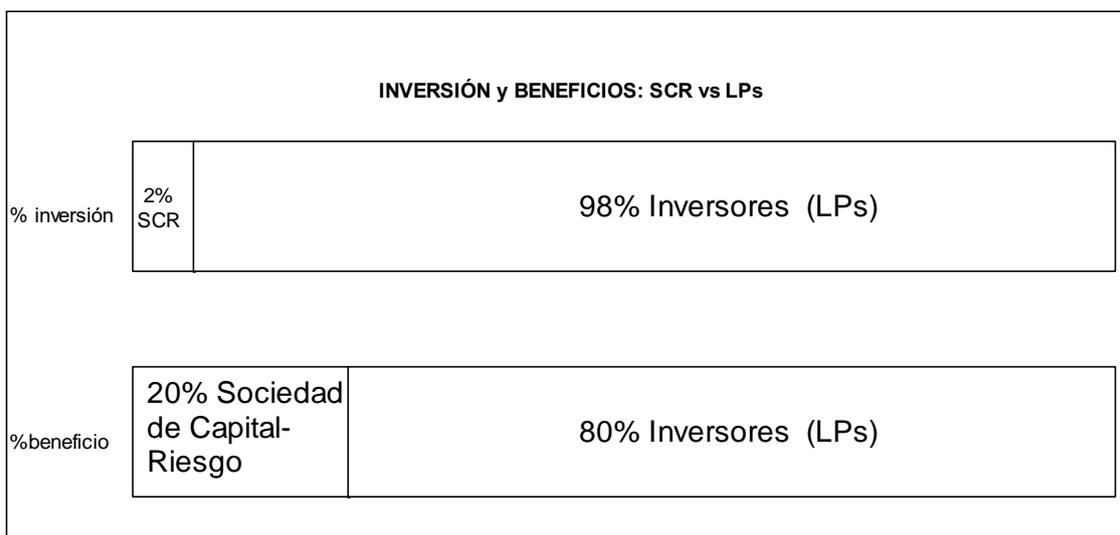


Gráfico 1 Porcentaje de inversión y beneficio de SCR y LPs

⁴ Elaboración propia

Si añadimos el factor del apalancamiento financiero que se produce al adquirir la empresa mediante un LBO, la diferencia es aún más notable, para su evidencia muestro un cuadro resumen:

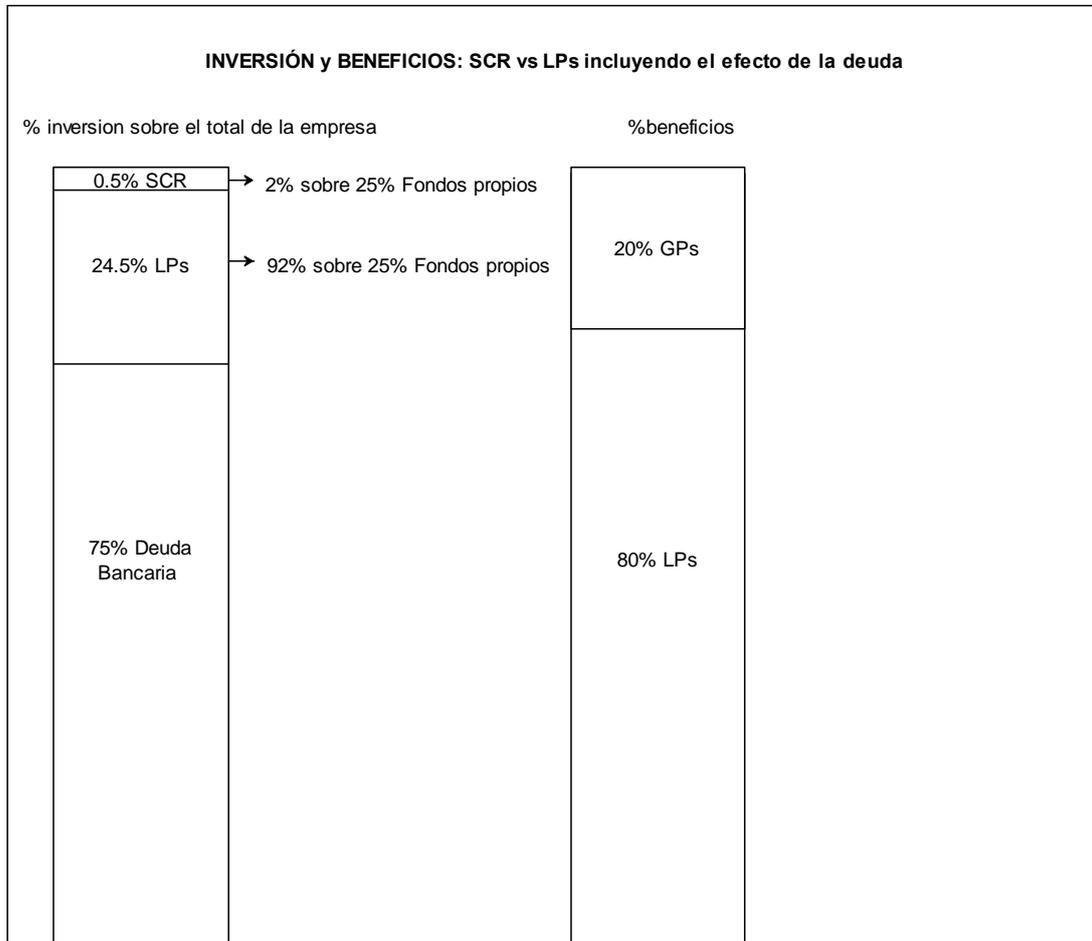


Gráfico 2 Porcentaje de inversión de SCR, LPs y deuda

El gráfico⁵ que presento a continuación refleja a modo de resumen las conexiones existentes entre las empresas que conforman el Capital-Riesgo, así como las aportaciones de capital efectuadas y sus respectivas ganancias.

⁵ Adaptación de Polsky, G. D. (2014).

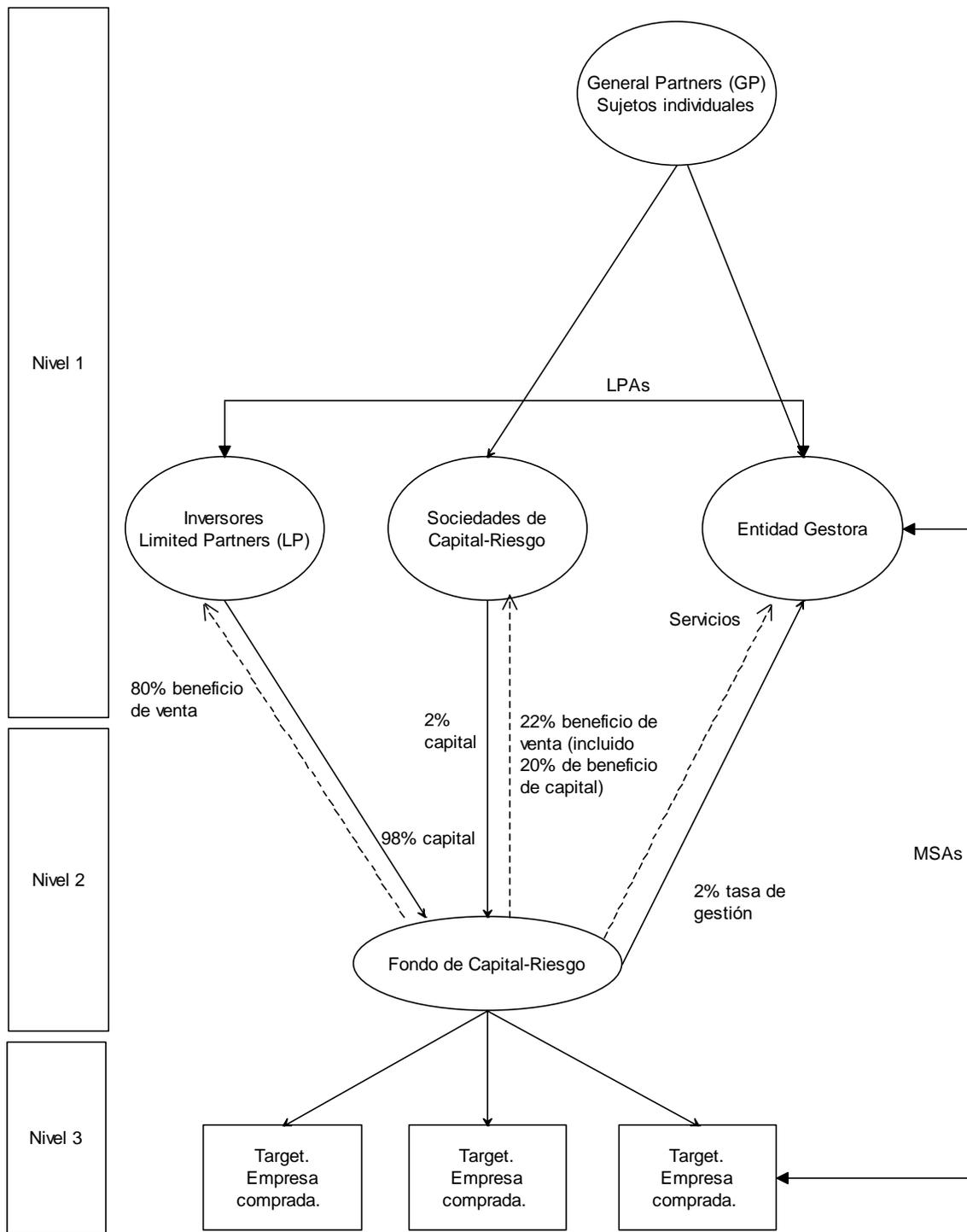


Gráfico 3 Relaciones y flujos en el Capital-Riesgo estadounidense

2.4 Estrategia fiscal en cada nivel

Para poder entender las estrategias fiscales que se llevan a cabo en los distintos niveles resulta necesario explicar cuáles son los flujos económicos que existen entre las entidades del negocio del Capital-Riesgo así como su contraprestación monetaria. En este punto, es preciso

tener en cuenta que las personas físicas (que son los GPs) que están detrás tanto de la Sociedad de Capital-Riesgo como de la Entidad Gestora, pertenecen ambas a la Entidad de Capital-Riesgo, por lo que persiguen el mismo fin.

Los General Partners reciben tres vías de rendimiento: las tasas de gestión de los Limited Partners, los beneficios de las inversiones, y diversas tasas de las Targets. Las dos primeras están especificadas en el contrato firmado entre los Limited Partners (LPs) y los General Partners (GPs), el “*Limited Partner Agreement*” (LPA) (Appelbaum E. & Batt R. 2014) y las últimas en el “*Management service Agreement*” (MSA).

La tasa de gestión (*management fee*) la pagan los Limited Partners a través del Fondo de Capital-Riesgo, es aproximadamente es el 2% de los fondos comprometidos por los Limited Partners (LPs) en el momento de la constitución del fondo. Por otro lado, existen unas tasas contingentes de incentivos (*carried interest*) que también paga el Fondo de Capital-Riesgo, de aproximadamente el 20% de los beneficios del fondo. Por último, las Targets pagan unas tasas periódicas (*monitoring fees* y *transaction fees*) por los servicios que la Entidad Gestora les presta, aunque no siempre están muy definidos cuáles son estos servicios, suelen ser servicios de asesoría, consultoría, gestión u otros similares.

Para la percepción y posterior tributación la Entidad de Capital-Riesgo constituye entidades distintas según el tipo de renta. Ello supone la primera forma de segregar la transmisión de rentas: la Entidad Gestora recibe la tasa de gestión y la SCR recibe el beneficio de capital.

Si se presta atención a cada tipo de renta, llama la atención el hecho de que la inversión que realiza la SCR sobre el Fondo es, únicamente, del 2%, pero a la hora del reparto de los beneficios del Fondo, observamos cómo consigue (gracias a los contratos firmados) obtener el 20% del beneficio, pero dando un paso más, sería lógico que dicho 20% tributara de dos maneras diferentes: una parte, el 2% que se deriva de su aportación, en forma de beneficio de capital y el 18% restante como ingreso ordinario, dado que no deriva de su condición de participe del Fondo. En realidad, el *carried interest* es un ingreso que deriva del esfuerzo y las habilidades del General Partner (GP) y del servicio que prestan a los inversores (LP) del Fondo de Capital-Riesgo por dirigir sus inversiones (Sanchirico, C. W. 2008).

En resumen, los General Partners se sitúan en el ápice de la jerarquía de retornos de capital sobre los rendimientos de las Target. Por debajo están los Limited Partners, que no solo pagan comisiones de gestión a los General Partners, sino que además entregan una parte

desproporcionada de las ganancias del fondo a los mismos, y los acreedores, que ponen la mayor parte del capital utilizado en las adquisiciones (Froud et al. 2008 y Froud & Williams. 2007).

Los General Partners (GPs) administran las inversiones del Fondo de Capital-Riesgo y toman todas las decisiones sobre que compañías comprar, como deben ser dirigidas y cuando deben ser vendidas. Las buenas decisiones que tomen resultarán en grandes rendimientos del fondo y en grandes repartos de “*carried interest*”. Por lo tanto, el “*carried interest*” es un beneficio basado en el desempeño similar a los bonus que ganan los gerentes en las empresas publicitarias o a las comisiones de ventas ganadas por los corredores de bienes o los representantes de ventas al por mayor. Pero a diferencia de estas otras formas de pago basadas en el rendimiento de un trabajo (servicio), el “*carried interest*” se grava a tasas de rendimientos de capital del 20 por ciento en vez de a la tasa marginal del 35 por ciento que pagan los receptores de altos ingresos por su ingreso ordinario. Estos flujos de ingresos se estructuran de una manera que proporciona a los gerentes del Capital-Riesgo una alta recompensa en relación con el riesgo que asumen. (Applebaum E. & Balt R. 2014). Para que los rendimientos que se obtienen fuente de una inversión sean reconocidos como rendimiento de capital, se exige que que exista riesgo en dicha inversión y en este caso, solo lo hay de un 2%.

En Estados Unidos, el tipo de interés que gravaba el *carried interest* en 2013 incrementó hasta el 20%. Gravarlo al tipo de ingreso ordinario incrementaría aún más el tipo al que está gravado y crecería cerca de 12 billones de dólares desde 2014 hasta 2018, y 16 billones desde 2014 hasta 2023. (Coffee, John C., Jr. 2012).

A continuación, explicaré con profundidad las estrategias que las entidades del Capital-Riesgo siguen en este modelo de negocio, en concreto, analizaré en la primera estrategia las cuestiones relativas a las tasas y las rentas obtenidas que se explicaban en el párrafo anterior.

2.4.1 Estrategia 1: Pago preferencial de impuestos

Para entender esta estrategia es necesario tener en cuenta la existencia de **transparencia fiscal** entre el Fondo de Capital-Riesgo y las dos Entidades por encima del mismo, la Sociedad de Capital-Riesgo y la Entidad de Capital-Riesgo, así como la de un vacío legal en la legislación estadounidense, que permite al Capital-Riesgo pagar las tasas impositivas

propias de los rendimientos de capital por rentas que en realidad el fondo paga a la SCR por los servicios que ésta última le presta.

Estas ganancias de capital que se reconocen en el fondo (bien por la venta de Targets o por el reparto de dividendos), pasan del Fondo (donde se generan) a la Sociedad de Capital-Riesgo al existir la transparencia fiscal anteriormente mencionada. Por lo tanto, son los General Partners (GPs) los que reconocen una ganancia de capital.

Dado que los General Partners (GPs) solo aportan un 2% de capital y reciben un 20% del beneficio del fondo, parece lógico pensar que el 18% de que la renta obtenida es el fruto de la labor que la Sociedad de Capital-Riesgo lleva a cabo en el fondo, y no una recompensa por una inversión de capital arriesgada (requisito necesario para considerar que una renta obtenida por una inversión es rendimiento de capital) por lo que debería ser gravada como una ganancia ordinaria con el impuesto general. Esta primera estrategia permite (debido al vacío legal anteriormente mencionado) gravar todo a las tasas de ganancia de capital. Muchos ejecutivos de empresas de Capital-Riesgo admiten en privado que este vacío legal es indefendible y debería ser eliminado (Office of Management and Budget (OMB). 2013)..

La existencia de este vacío legal a llevado a muchos directivos de Fondos de Capital-Riesgo, especialmente a Fondos de Capital-Riesgo promovidos por las firmas de Capital-Riesgo Bain y Apollo, a dispensar el 2 por ciento de las tasas cargadas a los Limited Partner y que son gravadas a tipo ordinario a cambio de plusvalías que son gravadas a un tipo inferior. Esta jugada es legalmente dudosa (Hanlon S. & Dechter G. 2012).

Como apoyo ilustrativo y para una mayor comprensión del problema planteado, voy a presentar a continuación en un gráfico comparativo⁶ las cuentas de pérdidas y ganancias de una Sociedad de Capital-Riesgo aplicando la estrategia fiscal (izquierda) y sin aplicar la estrategia fiscal (derecha).

⁶ Elaboración propia

Cuenta de Pérdidas y Ganancias de la Sociedad de Capital-Riesgo CON ESTRATEGIA FISCAL	Cuenta de Pérdidas y Ganancias de la Sociedad de Capital-Riesgo SIN ESTRATEGIA FISCAL
<i>INGRESOS: Venta de targets y Dividendos</i>	
Rentas de Capital100	Ingreso Ordinario90 Por el 18% obtenido fruto de su gestión
GASTOS	
- Gastos de explotación..... 0	Rentas del capital.....10 Por la parte proporcional de su participación
GASTOS	
Base Imponible.....100	- Gastos de explotación..... 0
x Tipo de gravámen.....20%	Base Imponible.....100
_____	x Tipo de gravámen.....20% (sobre 10) 35% (sobre 90)
A pagar.....20	_____
	A pagar.....33,5

Gráfico 4 Cuenta de Pérdidas y Ganancias de una Sociedad de Capital-Riesgo con y sin estrategia fiscal

Convirtiendo la tasa por servicios en ganancias de capital, los gerentes del Capital-Riesgo han conseguido transformar un ingreso ordinario en ganancias de capital. Al mismo tiempo que los inversores (LPs) han transformado un gasto deducible ordinario (al cual les da derecho el beneficio ordinario de los gerentes) en pérdidas de capital (por la parte que se llevan los General Partners (GPs) como ganancia de capital que, de otro modo, correspondería a los inversores (LPs)).

Si los LPs y los GPs fueran ambos sujetos pasivos del impuesto y estuvieran sujetos a las mismas tasas impositivas, esta condición perjudicaría a los inversores (LPs) y beneficiaría a los General Partners, siendo el efecto fiscal nulo. Sin embargo, la mayoría de los inversores (LPs) son neutrales en términos impositivos, por lo que con esta condición los General Partners ganan y los inversores (LPs) no pierden, lo que significa que es el fisco quien pierde sobre la base neta global.

A pesar de que la neutralidad en términos impositivos de los inversores (LPs) es algo positivo para las partes (porque la utilizan para conseguir un beneficio mutuo), presenta un problema. Si prestamos atención a la tasa de gestión que el fondo paga anualmente a la ECR, ésta genera un gasto deducible ordinario que se asigna a los inversores (LPs), como éstos son

neutrales en términos impositivos, no reciben ningún beneficio de esta deducción (Polsky, G. D. 2014).

Para solventar esto, las partes implicadas utilizan tres estrategias: intentar convertir las tasas de gestión en asignaciones adicionales de beneficio con tasas impositivas preferenciales, reducir las tasas de gestión mediante las deducciones de las distintas empresas que forman el Capital-Riesgo e intentando atribuir las tasas de gestión a las Targets.

2.4.2 Estrategia 2: Dispensa de las tasas de gestión

Como he indicado en la estrategia anterior, el método 2-20 consigue reducir el tipo impositivo general hasta el tipo impositivo de rentas de capital. Aunque esto ya es beneficioso y abarata mucho la actividad de la empresa, no es suficiente para los General Partners, que buscan una nulidad total de los impuestos a pagar.

En esta segunda estrategia, la dispensa de las tasas de gestión está diseñada para convertir el ingreso ordinario de las tasas de gestión en asignaciones adicionales de ganancias de capital. Existen dos tipos de dispensas, aunque ambas son muy similares, unas son las “*elective waivers*” mediante las cuales la Entidad Gestora decide, periódicamente, eximir de pagar las tasas de gestión al fondo a cambio de un aumento del porcentaje de participación en los beneficios del fondo de la Sociedad de Capital-Riesgo, y otras son las “*upfront waivers*” en las que la Entidad Gestora renuncia a la tasa de gestión desde el principio, en lugar de a lo largo de la vida del fondo, acordándose que la mayor participación en el beneficio no tendrá lugar periódicamente, sino cuando la Sociedad de Capital-Riesgo lo crea oportuno.

Los General Partners prefieren simplemente renunciar a las tasas de gestión y aumentar la cantidad de ganancias de capital que reciben (porque tienen ventajas fiscales), mientras que la ILPA⁷ recomienda que los GPs deberían hacer contribuciones en efectivo como una señal más fuerte de su compromiso con el éxito del fondo (Applebaum, E. & Balt, R. 2014).

Cabe destacar que estas estrategias, entre otras, se llevan a cabo mediante los contratos que se mencionaban en los apartados precerentes, como ya se ha comentado conocidos como MSAs y LPAs, entre la Entidad Gestora y la Target; y la Entidad Gestora y los

⁷ *Institutional Limited Partners Association*. Es una institución que se dedica únicamente a defender los intereses de los Limited Partners del Capital-Riesgo en Estados Unidos.

inversores (LPs) respectivamente, en los cuales se firman acuerdos (muchas veces cruzando la línea de lo ético) que posibilitan las citadas estrategias.

Mediante la firma de estos contratos, independientemente del tipo de dispensa que acuerden, la Entidad Gestora renuncia a toda o una gran parte de la tasa de gestión que el fondo le paga a cambio de que su socio (la SCR) reciba un mayor porcentaje del beneficio del Fondo de Capital-Riesgo. Lo que se pretende conseguir es una exención de la tasa de gestión equivalente a la ganancia de capital extra en el fondo. Si esta jugada resulta exitosa, la Sociedad de Capital-Riesgo no solo conseguirá transformar un ingreso ordinario en ganancia de capital, sino que además estará difiriendo el pago de sus impuestos, ya que el ingreso ordinario es de tributación inmediata y la ganancia de capital se va generando gradualmente a largo plazo, conforme se venden las sociedades Target a lo largo de la vida del Fondo de Capital-Riesgo.

Para mantener flujos de caja similares, en ocasiones, los GP reducen su obligación de aportar capital al fondo en la cuantía de las dispensas, haciendo los inversores (LPs) una contribución extra en el nombre de los GP. Aunque los inversores (LPs) hayan puesto la parte de capital de los GP, éstos tienen derecho a la misma asignación de capital que tendrían si hubieran puesto su parte.

2.4.3 Estrategia 3: Asignación de todos los gastos de gestión a la tasa de gestión

La estrategia número tres tiene como finalidad anular la tasa de gestión que queda después de aplicar las dispensas del apartado anterior. Los gestores, a través de la Entidad Gestora, reducen las tasas de gestión residuales con todos los gastos de explotación fiscalmente deducibles que se originan en dicha entidad, a pesar de que éstos deberían ser atribuibles tanto a los ingresos por tasas de gestión como a los ingresos de capital, es decir, repartirse equitativamente entre la Sociedad de Capital-Riesgo y la Entidad Gestora y no solo a la EG. Sin embargo, al menos algunos gestores son capaces de neutralizar las tasas de gestión de esta manera.

Para ver claramente el efecto que tienen tanto las dispensas de tasas de gestión explicadas en el apartado anterior como la aplicación de la estrategia número 3, se presentan a

continuación dos cuentas de resultados⁸, a la izquierda se encuentra la cuenta de resultados que obtiene una Entidad Gestora después de aplicar las dos estrategias mencionadas y a la derecha se encuentra la cuenta de resultados que obtendría la Entidad Gestora si tributara de una manera ordinaria, sin la aplicación de dichas estrategias.

Cuenta de Pérdidas y Ganancias de la Entidad Gestora CON ESTRATEGIA FISCAL	Cuenta de Pérdidas y Ganancias de la Entidad Gestora SIN ESTRATEGIA FISCAL
<i>INGRESOS: Tasas de Gestión</i>	
Ingreso Ordinario.....100	Ingreso Ordinario.....140
Reducidas por las dispensas de las tasas	Sin reducir por las dispensas de las tasas
GASTOS	
- Gastos de explotación (100%)..... 80	- Gastos de explotación (50%)..... 40
-----	-----
Base Imponible.....20	Base Imponible.....100
x Tipo de gravámen.....35%	x Tipo de gravámen.....35%
-----	-----
A pagar.....7	A pagar.....35

Gráfico 5 Cuenta de Pérdidas y Ganancias de una Entidad Gestora con y sin estrategia fiscal

Los gerentes, incurren en significantes cantidades de gastos de explotación, desde el alquiler de las oficinas hasta el salario de los trabajadores o subcontratación de expertos, los cuales deducen automáticamente contra las tasas de gestión. Pero como se ha dicho anteriormente, los gerentes reciben dos vías distintas de ingresos por sus actividades: por un lado las tasas de gestión (ingreso ordinario) y por otro lado ganancias de capital o dividendos. En teoría, estos gastos de explotación, deberían reducir ambos ingresos a partes iguales, sin embargo, la ley vigente permite a los gerentes adjudicar el 100% de sus gastos de explotación a las tasas de gestión.

⁸ Elaboración propia

2.4.4 Estrategia 4: maximización de gastos deducibles en la Target

La realización de esta estrategia implica transferir las deducciones de las tasas de gestión desde el fondo (donde los dueños no pagan impuestos porque el fondo no tiene personalidad jurídica) hacia las Target (donde si pagan impuestos). Esto se consigue mediante el uso de excesivas “*monitoring fees y transaction fees*” que se cargan a las Target y mediante compensaciones de tasas de gestión. Sin las compensaciones de las tasas de gestión, las excesivas *monitoring fees* y *transaction fees* que se cargan a la Target alterarían significativamente el acuerdo económico entre inversores (LPs) y gestores, proporcionando un beneficio extra a los gerentes que sería soportado por los inversores (LPs). La compensación de tasas de gestión, que generalmente reduce las otras tasas en una base de dólar por dólar, está diseñada para evitar esta situación. El resultado de aplicar esta estrategia es que, aunque la situación antes de impuestos no cambia, las deducciones se han conseguido trasladar desde el nivel del fondo hasta el nivel de la Target.

Esta estrategia, normalmente resulta de dudoso cumplimiento de la normativa estadounidense. Las Target usualmente realizan las deducciones por las tasas pagadas a los gerentes, pero estas deducciones no están permitidas. Para que un contribuyente (en este caso la Target) pueda aplicar las supuestas deducciones, existen dos condiciones relativas al pago de los servicios recibidos independientes: la primera es que el contribuyente, al realizar el pago del servicio, tenga intención compensatoria, es decir, que intente compensar el servicio por medio de un pago y la segunda es que la cantidad que se paga por el servicio tiene que ser razonable en comparación con los servicios que se están recibiendo. En el caso de las deducciones, el problema suele estar en el segundo punto, la razonabilidad. En el caso de las *monitoring fees*, sin embargo, incluso la condición de intención compensatoria no está satisfecha. Es necesario tener en cuenta que si no se da la condición de intención de compensación, no se permite la deducción, aunque la cantidad que se pague por el servicio sea razonable.

A la hora de determinar si un acuerdo cumple la intención compensatoria, no solo se tiene en cuenta la cuantía que las partes han acordado como pago por los servicios. Muchos de los acuerdos determinan, a grandes rasgos, el pago a largo plazo a las firmas de Capital-Riesgo (generalmente 10 años) de tasas por servicios como pueden ser los de consultoría, financieros, de gestión u otros, los cuales, en el momento de la firma del contrato (además de estar descritos de una manera muy imprecisa), ni siquiera se sabe si van a ser necesarios en ese plazo de tiempo pactado. Este tipo de acuerdos quedaría claramente fuera de la

condición de “intención compensatoria”, aun habiendo sido firmados, y por lo tanto aceptados, por ambas partes.

Además, algunos de los contratos concernientes a las *monitoring fees* permiten a la firma de Capital-Riesgo extinguir el contrato (con o sin causa) unilateralmente cuando quiera y, aun así, recibir un pago por la cuantía (actualizada al momento de la extinción del contrato) del total de las *monitoring fees* que se hubieran recibido en caso de no haberse disuelto el contrato, independientemente de cuando se realice dicha extinción, incluso si hubiera sido justo después de la firma de ese mismo acuerdo. Como muestra de ello, presento la traducción de la introducción (para entender el contenido) y un apartado de un contrato (MSA) de Harrah’s Entertainment⁹, en el AnexI se adjunta el texto completo sin traducir:

“Este contrato de servicios (en adelante “el contrato”) se celebra el 28 de Junio de 2008, por y entre Harrah’s Entertainment. Inc. una empresa de Delaware (en adelante “la compañía”), Apollo Management VL, LP, en nombre de los fondos de inversión afiliados (en adelante “Apollo Management”), Apollo Alternative Assts, LP. (En adelante, junto con Apollo Management, “Apollo”) y TPG Capital, LP. (En adelante “TPG” y, junto con Apollo, “mangers”).

(...)

4. Condiciones: este contrato permanecerá en pleno vigor y efecto hasta el último día del trimestre en el cual se celebre el décimo aniversario de la proclamación del gerente (...) (x) este contrato puede ser concluido en cualquier momento con el unánime consentimiento del manager y terminará automáticamente antes de una oferta pública inicial o (alguna transacción de venta), en ambos casos, (excepto por acuerdo de los Managers) Apollo y TPG quedarán libres de cualquier obligación y responsabilidad respecto a la prestación de los servicios de gestión, asesoría y consultoría conformes a este contrato. La compañía deberá pagar a cada uno de los managers la suma global equivalente al valor presente de las tasas restantes, debidas y pagaderas, acordadas en este contrato (...)

Todos estos factores, muestran una falta de “intención compensatoria”. Un contribuyente que la tuviera no aceptaría un servicio, cuyo prestador puede decidir unilateralmente extinguir

⁹ Phalippou, L. & Rauch C. (2016)

el contrato y seguir cobrando, por millones de dólares pagados a lo largo de diez años, especialmente cuando ni se sabe si dichos servicios van a ser necesarios.

Otro factor que aparece repetidamente en las Target y que se usa como argumento a favor de la compra apalancada de las mismas, es el interés deducible que aparece por las deudas de la Target. Como se ha dicho anteriormente, la mayoría de las compras de Target por parte de entramados de Capital-Riesgo se realizan mediante LBOs o, lo que es lo mismo, compras apalancadas. Ahora bien, parece lógico pensar que si unos inversores (LPs) y los GPs han puesto dinero en el Fondo para comprar dichas empresas, sea éste último el que obtenga financiación bancaria para comprar la Target de manera apalancada, pero como se observa en la mayoría de los casos, esto no es así, sino que la deuda aparece en las cuentas de la Target.

Aunque esto parezca imposible, la explicación es muy sencilla, para que la deuda aparezca en el balance de situación de la Target lo que hace el Fondo es constituir una nueva sociedad, que únicamente se va a encargar de obtener financiación bancaria (de este modo ya no aparece la deuda en el balance del Fondo) y, posteriormente de comprar la Target y fusionarse con ella. Así, desaparece la empresa objetivo, pero la empresa que aparece por medio de la fusión realiza el mismo negocio, con los mismos activos y con el mismo nombre que la anterior. De esta manera tan sencilla, se ha conseguido comprar la empresa y colocar el préstamo en las cuentas de la misma.

Otra fuente de las ganancias del Capital-Riesgo es la transferencia de los contribuyentes al Capital-Privado, lo que un magistrado de desarrollo económico denominó “capitalismo financiado por el contribuyente”. Los impuestos más bajos incrementan el valor de la empresa entre un 4 y un 40 por ciento, lo que aumenta los retornos de capital del Capital-Privado sin un incremento de la riqueza económica (Kaplan and Strömberg. 2009). Además de esto, es más probable que las firmas de Capital-Riesgo sean más agresivas utilizando el arbitraje fiscal para evadir legalmente el pago de impuestos. (Bradertscher, Katz, and Rego. 2012). Algunas de adquisiciones están hechas con este propósito más que con el propósito de adquisición estratégica para la creación de sinergias positivas y la creación de valor.

Los beneficios fiscales de la deuda alientan a las compañías a emplear ineficientemente grandes niveles de deuda y a participar en el arbitraje fiscal para reducir los pagos de impuestos (De Mooij. 2011).

El arbitraje fiscal es el uso de estrategias fiscales para reducir los impuestos federales y estatales que una empresa debe pagar. Al reestructurar una empresa o su estructura financiera con el propósito primordial de reducir los pagos de impuestos, el arbitraje fiscal puede generar ahorros fiscales sustanciales que benefician a los accionistas de la compañía. Aunque esto es legal, su único propósito es alterar las estructuras impositivas para proporcionar a los inversores unas ganancias mayores (Applebaum E. & Balt R. 2014).

Otra estrategia muy usual en el entramado del Capital-Riesgo es el excesivo uso de deuda bancaria, normalmente por encima del punto de equilibrio entre deuda y fondos propios. Esta estrategia se basa en la deducibilidad de los intereses que produce dicha deuda por lo que, como puede intuirse, cuanta más deuda haya, mayores serán los intereses a deducir del resultado de explotación, lo que reducirá del mismo modo el pago de impuestos.

Aunque es cierto que la deuda bancaria produce, mediante el interés devengado, un gasto deducible que es bastante elevado debido a la gran cantidad de deuda que existe en la empresa, esta práctica es muy criticada por varias razones.

- Primero y más evidente porque la gran cantidad de deuda que aparece en los balances de las Target nubla muchísimo la realidad de una empresa que, cuando fue comprada por los GPs, funcionaba a la perfección y tras su compra se encuentra con una cantidad tremenda de deuda.
- Otra de las críticas que esta práctica crea es la relativa a la responsabilidad de los GPs con respecto a esa deuda. Como se ha mencionado anteriormente, esa deuda debería estar en un inicio en el Fondo, pero mediante una táctica muy sencilla consiguen desplazarla hasta la Target, por lo que la responsabilidad del pago de esa gran cantidad de deuda recae únicamente sobre las empresas Target. La crítica es, por tanto, que los GPs son los que contratan dicha deuda pero no los que se responsabilizan de ella, por lo que en una situación de quiebra, sería la Target la que se haría cargo.

El código tributario ofrece a las empresas de Capital-Riesgo la oportunidad de aumentar las ganancias de los inversores en los Fondos de Capital-Riesgo más allá de lo que lo hacen las empresas no cotizadas y aparte de cualquier mejora en la eficiencia. La deducción fiscal de los intereses significa que las empresas de Capital-Riesgo, con su acceso superior a los mercados financieros, pueden aumentar el valor de las empresas que adquieren mediante el uso excesivo del apalancamiento. Las grandes empresas de Capital-Riesgo también tienen los recursos para promover el uso del arbitraje fiscal en sus Targets. Esto reduce los pagos de

impuestos y aumenta los beneficios que se generan en estas empresas, aumentando así su valor y el precio al que pueden ser vendidas cuando la empresa de Capital-Riesgo sale de la inversión. Tanto el uso del apalancamiento como la implementación exitosa de estrategias de evasión fiscal aumentan los retornos de capital para los inversores, ya sea que la propiedad del Capital-Riesgo haya o no conducido a la creación de riqueza económica (Applebaum, E. & Balt, R.2014).

Como esta última estrategia va dirigida a aplicar la mayor cantidad de gastos deducibles sobre la Target para evitar la máxima tributación posible, hay que destacar la existencia de liberalidades. En muchas empresas son muy comunes las compras a nombre de la empresa de bienes y servicios que no va a disfrutar la empresa, es decir, la compra a nombre de la empresa para uso particular de los altos cargos de las empresas.

Aunque contablemente esto pudiera ser un gasto deducible a la hora de formular las cuentas anuales. Pero basta con fijarse en la necesidad y en la efectividad del servicio para ver que está muy claro que no es un gasto deducible fiscalmente. Para que lo sea, es necesario que el gasto que se produce en la empresa sea indispensable para la generación de los ingresos y, obviamente, que el servicio contratado se produzca efectivamente y para la propia empresa. Este tipo de liberalidades son los que generarían, a la hora de declarar el impuesto de sociedades, una diferencia permanente.

Claramente, estamos ante otra manera de exacción del beneficio de la Target por parte de los GPs por medio de una actividad que no supone el pago de impuestos, aunque debería.

2.4.5 Resumen

A modo de recapitulación, hemos visto como las firmas de Capital-Riesgo utilizan la primera de las estrategias para reducir el tipo de interés pagado en su ingreso ordinario al declararlo como un ingreso de capital. La segunda estrategia está dirigida a convertir las tasas de gestión en ingreso de capital, que como se acaba de mencionar, tributa a un tipo más bajo. Mediante la reducción de las tasas de gestión restantes con los gastos de explotación, explicados en la estrategia 3, se consigue anular el beneficio que la Entidad Gestora obtiene y, por último y no por ello menos importante, la estrategia 4 busca asignar gastos deducibles de las tasas de gestión a la Target para reducir al mínimo su tributación.

3 EL CASO ESPAÑOL

Aunque para el estudio de este nuevo escenario existen muchos menos datos (y los existentes suelen ser meras traducciones del modelo estadounidense sin adaptación al modelo nacional) voy a proceder a explicar una visión global del modelo de negocio del Capital-Riesgo en España.

El objetivo de este tercer apartado es estudiar en que medidas la legislación española permite la práctica de estrategias iguales o similares a las del modelo anterior, ya que las leyes existentes en ambos países son distintas y algunas de ellas podrían impedir o dificultar el desarrollo de estas estrategias fiscales.

Como se ha comentado anteriormente, los intervinientes en el entramado siguen un patrón similar que los que aparecen en el modelo estadounidense, al igual que la estructura principal del entramado del Capital-Riesgo, como se puede observar en el Gráfico 6¹⁰.

¹⁰ Adaptación de Polsky, G. D. (2014).

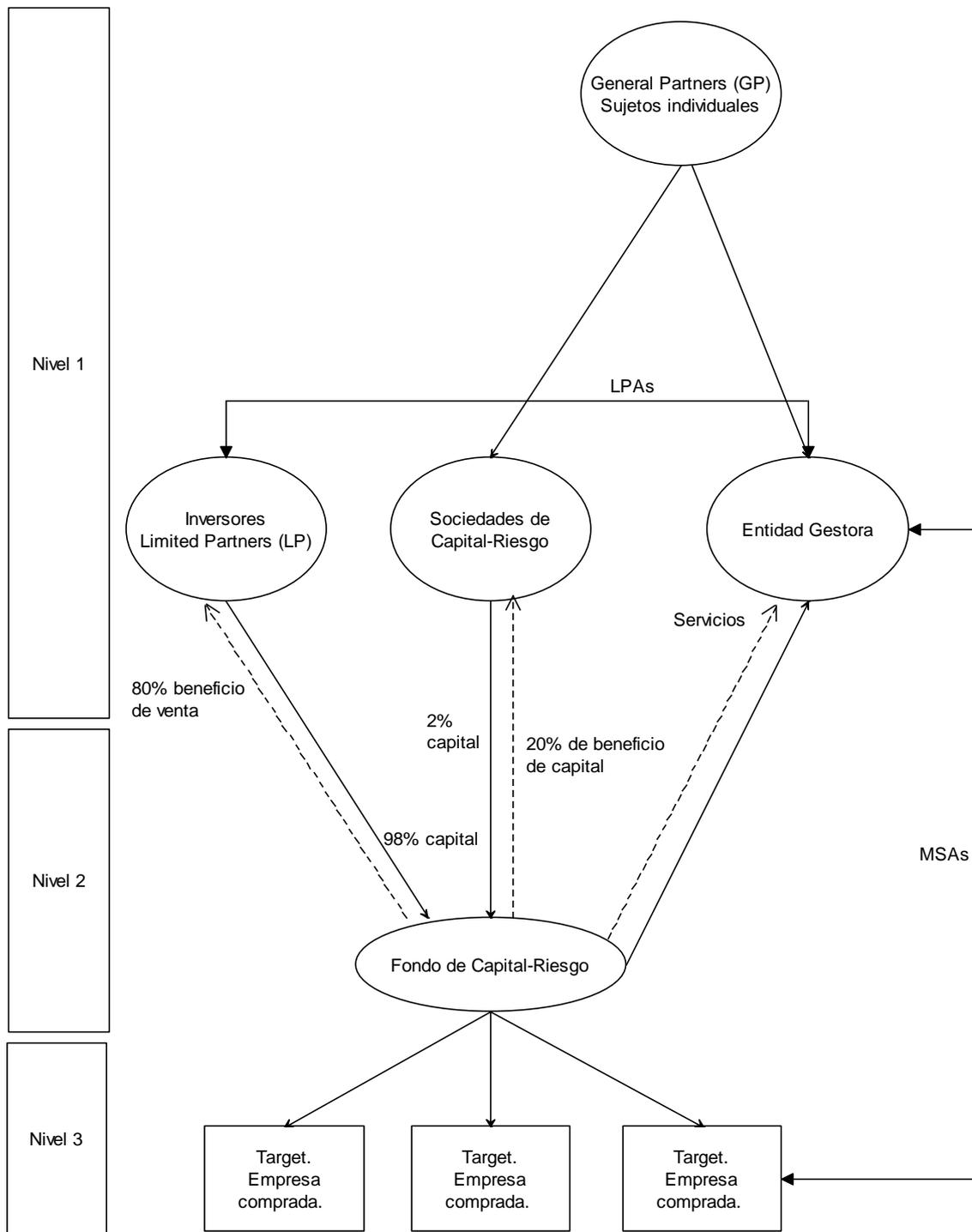


Gráfico 6 Relaciones y flujos en el Capital-Riesgo español

En el modelo anterior, podemos observar que la primera segmentación que aparecía a la hora de tributar por las ganancias obtenidas se daba cuando los GPs creaban una sociedad para tributar por las rentas de capital (SCR) y otra entidad para tributar por los ingresos ordinarios obtenidos. En España también existe esa primera segmentación que aparecía en el modelo anterior, ya que a la hora de transferir los flujos entre el Fondo y la Entidad de

Capital-Riesgo también lo hace por medio de dos vías diferentes, la Sociedad de Capital-Riesgo (para las plusvalías) y la Entidad Gestora (para los ingresos ordinarios).

La primera diferencia se da cuando prestamos atención al Fondo de Capital-Riesgo, a pesar de que la teoría indica claramente que es el Fondo de Capital-Riesgo el que invierte en las Targets, hay evidencia empírica de que, en España, muchas veces, la entidad que adquiere a la Target, tiene otras formas jurídicas distintas a la de Fondo de Capital-Riesgo (como puede ser una Sociedad Anónima o una Sociedad Limitada).

3.1 Flujos en el Capital-Riesgo español

A pesar de que el modelo estadounidense deja ver claramente los flujos y las estrategias que se producen entre las empresas del entramado, no ocurre lo mismo en España. La imposibilidad de comprobar los contratos que se firman entre las entidades y el fondo o los inversores (LPs), dificulta enormemente la tarea de determinar cuáles son las estrategias fiscales que se siguen en este segundo modelo de negocio.

Aunque en el marco anglosajón, las empresas de Capital-Riesgo desde la aprobación de la Ley Dodd Frank tienen la obligación de informar a la SEC¹¹ acerca de los contratos que tienen que ver con las relaciones entre estas empresas, esto no ocurre en España, los contratos son privados y no son visibles ni de manera pública ni de forma aislada a determinados organismos, porque no hay una ley que obligue a ello.

En España también existen las figuras de General Partner y de Limited Partner, los primeros son tanto fondos españoles como fondos extranjeros que invierten en Targets españolas y los segundos, como ya se ha explicado en los apartados precedentes son fondos de inversiones, fondos de pensiones, familias adineradas, seguros etc.

Como se ha mencionado anteriormente, aunque los flujos que se producen en ambos modelos son, en esencia, los mismos, se diferencian en la ley aplicable para cada uno, por lo tanto, voy a proceder a explicar cada uno de los flujos que se producen y las deducciones o reducciones que ley española permite aplicar a cada uno en el contexto en que nos encontramos.

¹¹ *Securities and Exchange Commission*. es la agencia federal encargada de la supervisión de los mercados financieros en Estados Unidos

- Plusvalías (*carried interest*): son las rentas obtenidas en la transmisión de la participación en la Target. Estas rentas tienen una exención del 99% si cumplen los requisitos: un mínimo de participación del 5% por parte de la ECR sobre la Target y un mantenimiento de más de 1 año de dicha participación por parte de la Entidad de Capital-Riesgo. Dado que la ley permite que se integren en la base imponible de la Sociedad de Capital-Riesgo únicamente el 1% de las plusvalías, se obtiene una tributación efectiva del 0,35% (1% del 35% que supone el tipo general) y, teniendo en cuenta que la ECR deducirá dicha base con todos los gastos posibles que sean fiscalmente deducibles, el tipo efectivo se acercará todavía más al 0%.
- Dividendos: las rentas repartidas por las sociedades participadas. Las Entidades de Capital-Riesgo están exentas de tributarlas en la legislación española por la deducción de doble imposición interna.
- Tasa de gestión: como es un beneficio que la Entidad de Capital-Riesgo obtiene por ser partícipe en el Fondo de Capital-Riesgo, no puede considerarse ni dividendo, ni plusvalía, por lo que la Sociedad de Capital-Riesgo debería integrarlo totalmente en su base imponible, sin ser de aplicación ningún tipo de exención.
- *Monitoring fees y transaction fees*: como se describió para el modelo estadounidense, estas tasas son las que la Target paga a la Entidad Gestora por los servicios que ésta presta a lo largo de la vida del Fondo, como en muchas ocasiones estas tasas se estipulan desde un primer momento con la duración de 10 años, es posible aplicar la reducción del 40% por rendimientos generados con más de dos años de antigüedad.

En cuanto a las estrategias fiscales que se siguen en el ámbito nacional, debido a la falta de datos, y dado que gran parte de las inversiones en Targets españolas proceden de Entidades de Capital-Riesgo extranjeras, y teniendo en cuenta que el modelo de negocio nace en el extranjero, parece lógico pensar que las estrategias fiscales que se siguen en el escenario del Capital-Riesgo español son las mismas, dentro de las posibilidades que la ley española otorga para la realización de las mismas. Además, como la mayoría de estas estrategias dependen de los contratos que se firman entre las partes, y en vista de que los GPs tienen poder tanto sobre la Entidad de Capital-Riesgo como sobre las Targets y el Fondo de Capital-Riesgo, se asume que las estrategias que dependen de dichos contratos son posibles dentro del marco español en el negocio del Capital-Riesgo.

La mayoría de las Sociedades de Capital-Riesgo extranjeras que invierten en España lo hacen utilizando como instrumento último de tributación una Sociedad con sede en Luxemburgo u Holanda ya que, aunque no están considerados como paraísos fiscales, tienen una fiscalidad tributaria muy atractiva para el Capital-Riesgo. De esta manera, las plusvalías de capital que se generan en la Entidad de Capital-Riesgo no se considerarán generadas en España, por lo que no tributarán bajo la ley española, sino que tributarán bajo la ley de los países anteriormente mencionados a un tipo mucho menor.

Así es el caso de la empresa Panrico, que fue objeto de un LBO y posterior fusión impropia, cuya matriz (Circle Luxembourg Holdings S.A.R.L.) que tiene domicilio fiscal en Boulevard Royal de Luxemburgo, en 2014 acudía a las consejerías de Agricultura de España en busca de financiación mientras la empresa seguía operando en Luxemburgo y practicando lo que en términos jurídicos se denomina elusión fiscal. La empresa, al tener su matriz en Luxemburgo, se ahorra dinero tanto en las inyecciones de capital como el posible reparto de dividendos. Y no hay que olvidar que el dueño de Panrico es el Fondo de Capital-Riesgo norteamericano Oaktree¹².

Brad Badertscher, Sharon Katz y Sonja Rego proporcionan algunas ideas sobre las estrategias de evasión fiscal utilizadas por las Targets respaldadas por Entidades de Capital-Riesgo. Descubrieron que las empresas respaldadas por Entidades de Capital-Riesgo se involucran más a menudo en transacciones de venta y arrendamiento financiero que dan lugar a mayores impuestos diferidos. También establecieron que las Target tienen más probabilidades de utilizar estrategias de evasión fiscal relacionadas con activos intangibles. Finalmente, establecieron que las empresas de cartera con respaldo de Entidades de Capital-Riesgo tienen significativamente más subsidiarias en países de bajos impuestos, incluyendo los paraísos fiscales, que las empresas no respaldadas por Entidades de Capital-Riesgo. Por otra parte, una vez que una empresa anteriormente respaldada una Entidad de Capital-Riesgo se vuelve pública, aumenta el número de sus filiales ubicadas en los paraísos fiscales. La evasión fiscal a través de operaciones en el extranjero parece ser una importante estrategia de arbitraje fiscal para las empresas respaldadas por Entidades de Capital-Riesgo. Estos investigadores concluyeron que las empresas de Entidades de Capital-Riesgo consideran la

¹² Sánchez, T (2014)

planificación tributaria como una fuente adicional de rendimiento de las inversiones en las empresas de cartera (Appelbaum E. & Batt R. 2014).

La eximición durante dos años del pago de impuestos del exgobernador Mitt Romney durante su campaña sin éxito para la presidencia de Estados Unidos en 2012, ofrece una visión más profunda de cómo el uso por parte de las empresas de las entidades offshore ubicadas en paraísos fiscales como Las Bermudas o Las Islas Caimán para evitar pagar impuestos puede mejorar los ingresos de los inversionistas (Luo M. & McIntyre M. 2012). La compañía de Romney, Bain Capital, está ubicada en los Estados Unidos, pero algunos de sus Fondos de Capital-Riesgo, así como otras entidades de Bain Capital, están ubicadas en las Islas Caimán y otras ubicaciones offshore.

Al igual que en el caso estadounidense, la contabilización de liberalidades en las cuentas de resultados de las Target, también es posible que sea una práctica común en el caso español. Sin embargo, y aunque es muy difícil de verificar, así se insinúa en algunas notas de prensa como en el caso de la empresa Koxka, cuyos trabajadores denunciaron a cuatro directivos por un desfaldo de 10 millones de euros en 2015¹³. La demanda estaba relacionada con el Fondo de Capital-Riesgo americano AIAC que habían empleado el dinero “para gastos personales y otras operaciones irregulares”

La Ley 27/2014, de 27 de noviembre, del Impuesto sobre Sociedades, en su artículo 15, no permite la integración de determinados gastos en la cuenta de resultados a la hora de realizar la declaración del impuesto, tal es el caso de los donativos y liberalidades. Aunque las empresas del caso español son Targets que se rigen por la ley anteriormente mencionada, y ésta deja muy claro que las liberalidades no son un gasto fiscalmente deducible, parece que sí lo están siendo.

En primer lugar, para que un gasto sea fiscalmente deducible, y no se considere una liberalidad, debe ir acompañado de la recepción de un bien o de un servicio, teniendo en cuenta la existencia de contratos que contienen cláusulas sobre las tasas de gestión como las ya mencionadas en el caso anglosajón, se pone en seria duda el cumplimiento de esta primera condición. Si vamos un paso más allá, para que un gasto sea deducible de manera general, la Ley del Impuesto de Sociedades exige que éste sea necesario para la obtención de ingresos.

¹³ representantes de CCOO, UGT e independientes (2015)

Sin llegar a casos tan extremos como los de los altos cargos de las empresas que realizan gastos a nombre de la empresa para realizar actividades de ocio (que también se dan numerosas veces), el mero pago por parte de la Target por la recepción de un servicio a largo plazo que no se sabe en el momento de la firma del contrato si va a ser necesario o no, ya supone una transgresión de esta condición, por lo tanto el pago de este tipo de tasas supondría una liberalidad, cuyo importe debería ser sumado en la cuenta de resultados a la hora de realizar la declaración del impuesto de sociedades.

4 ESTUDIO EMPÍRICO

Como punto final de este trabajo y como procedimiento de aplicación de los análisis teóricos efectuados anteriormente, voy a proceder a una aplicación práctica para estudiar más con profundidad las liberalidades que existen en Targets españolas compradas por Fondos de Capital-Riesgo. De todas las posibilidades y, por motivos de dimensión del trabajo, he decidido centrarme en una única parte de la estrategia 4 que comentaba en el caso anglosajón: las liberalidades.

Para la realización de dicho análisis he contado con una muestra de 66 depósitos de cuentas anuales de la base del departamento de gestión de empresas, algunos de ellos de la misma empresa pero de distinto año, de las cuales solamente seleccionaré para este estudio empresas con diferencias permanentes positivas en el año del depósito de dichas cuentas anuales, es decir, un total de 45 depósitos.

Esta base está formada por Targets españolas adquiridas por sociedades creadas por Fondos de Capital-Riesgo con una posterior fusión impropia en los primeros años de la adquisición, de manera que las únicas sociedades que quedan por debajo del Fondo de Capital-Riesgo son las empresas adquiridas (Targets).

Para comprobar el uso de las liberalidades en el ámbito español, voy a analizar la muestra para buscar diferencias permanentes en sus cuentas anuales, posteriormente comprobaré a que se deben dichas diferencias, buscando bienes o servicios no necesarios para la empresa (sin efectividad económica) o bienes o servicios que no han sido realizados para la empresa.

Como una primera visión, la realización de los primeros análisis descritos el párrafo anterior, parecen dejar de manifiesto la práctica habitual de este tipo de actividades que provocan diferencias permanentes a la hora de la elaboración de la declaración del Impuesto

sobre Sociedades, ya que el 70% de las empresas mostraron diferencias permanentes en la elaboración de sus cuentas anuales. No obstante, voy a profundizar en ellas para poder sacar unas conclusiones más exhaustivas.

A continuación presento la muestra con la que voy a trabajar, 45 Targets españolas que mostraron diferencias permanentes a la hora de elaborar sus cuentas anuales en el año del depósito del que dispongo. La muestra aparece de manera más completa (incluidas las 21 empresas que he eliminado de la muestra por no cumplir los requisitos que he establecido) en el Anexo 2: Muestra Completa:

Fondo de Capital-Riesgo	Target	Año	Causa dif. permanente
Ibersuizas	Alcasa (aluminio catalán)	2.003	IMPUESTO B°
Corpfin	Alfé renta catalunya	2.008	N/A ¹⁴
CAI (su SCR) y Savia y A-capital	Araven	2.007	N/A
Dinamia y Nmas1	Aseguramiento técnico de calidad, SA (Atecsa)	2.006	FC ¹⁵
Ahorro Corporación	Aurgi, SL	2.006	FC + S ¹⁶
Doughty Hanson	Avanza, SA	2.008	FC + GCND ¹⁷
Apax y Nordic	Capio sanidad, sl (Capio filial española)	2.006	FC + N/A
CVD y PAI y Pemira	Cortefiel, SA (nueva empresa MEP Retail España)	2.007	FC
Baring y Invercartera	General de mantenimiento técnico, SA	2.006	N/A
Dinamia y Nmas1	Cristher, SL	2.006	S
Gescaixa y Vigo activo	Dinak, SA	2.006	N/A
Bridgepoint	Dorna Sports, SL (grupo fórmula uno?)	2.007	N/A
Suala	Electrodomésticos menaje del hogar, SA	2.005	N/A
Apax	Electro-stocks	2.008	FC+ N/A (2mill)
Inveralia Torreal y Ahorro Corporación	Fábricas agrupadas de muñecas de Onil, SA (Famosa)	2.004	FC
Nazca	Fruits Guzmán, SA	2.006	N/A
Corpfin	Futura	2.003	GCND
Corpfin	Futura	2.005	GCND
3i	General de bombeo de hormigón, SA (Gebomsa)	2.006	FC
3i y Ahorro corporación	Newtec clima, sl (grupo hitecsa)	2.002	N/A
Macquarie	Grupo Itevelesa, SA	2.007	GCND
Corpfin	Laboratorio de revelado ros	2.001	N/A
Espiga y directivos	Lekue, sl	2.006	GCND
Impala y Charterhouse	Levantina y asociados de minerales, SA	2.007	FC + GCND

¹⁴ N/A significa que no especifica a que se debe el importe de la diferencia permanente

¹⁵ FC significa que la diferencia permanente se debe a la amortización o depreciación del Fondo de Comercio

¹⁶ S significa que la diferencia permanente se debe a una sanción

¹⁷ GCND significa que la diferencia permanente es debida a unos gastos contables no deducibles fiscalmente

Nazca	Lizarrán tabernas selectas, SA	2.006	N/A ¹⁸
Miura	Marcelo Vilá (nueva build-up = Noa Visual Group)	2.011	GCND
Excel partners	Real musical ventas al menor, SA	2.002	N/A
3i	Grupo logístico gómez, sa	2.001	N/A
Apax	Panrico, SA	2.006	N/A
Investindustrial	Portaventura	2.011	DONACIONES + GCND
Espiga y Baring	Sedal, SA	2.009	GCND
Espiga y Baring	Sedal, SA	2.003	N/A
Espiga y Baring	Sedal, SA	2.007	N/A
Nazca	Svenson, SL (de la segregación nace Hedonai)	2.002	FC
Carlyle	Telecable Asturias	2.012	N/A
3i	Transcamer (con Transpotes Gómez crean TG+)	2.004	N/A
Nazca	Cosecheros abastecedores, SA (cumbres de gredos)	2.004	N/A
Nazca	Hostalia internet, sl	2.011	N/A
Vista	Fábricas agrupadas de muñecas de Onil, SA	2.007	FC+CORRECC. MONETARIAS
Mercapital	Pascual de Aranda, SA	2.005	GCND
Dinamia y N+1	Residencia Palacio de Granada, SI (Colegios Laude)	2.008	GCND
Baring y Invercartera	Construcciones de tuberías industriales, SA	2.012	GCND
Baring y Invercartera	Construcciones de tuberías industriales, SA	2.010	GCND
Baring y Invercartera	Construcciones de tuberías industriales, SA	2.007	N/A
Madrigal empresarios y	Grupo el arbol distribución y supermercados	2.006	FC
Madrigal empresarios y	Grupo el arbol distribución y supermercados	2.010	GCND

Tabla 3 Muestra de 45 targets españolas

Una vez estudiada la muestra, las conclusiones que he podido extraer han sido las siguientes: por un lado, 19 de las 45 (42,22%) empresas con diferencias permanentes no especificaban a que se debían dichas diferencias y 11 (24,44%) reconocían en la memoria de sus cuentas anuales que se debían a diferencias permanentes debidas gastos contables que no podían ser deducidos fiscalmente y tan solo hay 15 cuyas diferencias permanentes se deben a causas distintas a los gastos contables no deducibles fiscalmente, como por ejemplo la amortización del Fondo de Comercio (y 6 de ellas no especifican a que se debe la totalidad de la diferencia). A continuación presento estos datos en una tabla resumen, en la que ordeno las causas de la diferencia permanente según el número de casos que se dan, de mayor a menor ocurrencia.

¹⁸ A esta empresa se le sancionó con 9.000.000 € y cancelación de bases imponibles del Impuesto de Sociedades por 202.000.000 € tras una inspección fiscal.

Causa	Número de casos	Porcentaje sobre el total
N/A: no explica a qué se debe la diferencia permanente	19	42,22%
GCND: debido a un gasto contable no deducible	11	24,44%
FC: debido a la amortización del fondo de comercio	7	15,56%
Todo especificado	5	11,11%
Parte sin especificar	2	4,44%
S: debido a una sanción	1	2,22%

Tabla 4 Resumen de las causas de diferencias permanentes

De todo lo anterior, la conclusión más evidente que se puede extraer es la siguiente: la transparencia fiscal que muestran las empresas a la hora de explicar las diferencias permanentes que aparecen al elaborar el Impuesto de Sociedades es escasa y, muchas veces, nula. Si bien en estos casos que estoy estudiando, las empresas declararon las diferencias permanentes que se dieron en el periodo, la falta de exigencia de información en otros casos, bien por el auditor o bien por las inspecciones tributarias, hace que se pasen por alto muchas liberalidades y, por tanto, que se deduzcan fiscalmente produciendo considerables ahorros en los pagos de impuestos de las Target pertenecientes al Capital-Riesgo.

No hace falta irnos muy atrás en el tiempo para ver casos como el de las famosas tarjetas Black, caso muy sonado por el gasto de 15,5 millones de euros (entre 2003 y 2012) de 83 ex altos cargos de Caja Madrid. En este caso, la falta de información aportada por la empresa imposibilitó, no solo el conocer la cuantía exacta de las liberalidades que se habían producido, sino también conocer dónde se habían contabilizado dichos gastos.

5 CONCLUSIONES

Mediante la realización de este trabajo, he intentado dar respuesta a las cuestiones planteadas en la introducción, es decir, como actúa el Capital-Riesgo tanto en su lugar de origen (EE. UU.) como en España, describiendo las estrategias que se siguen para la ejecución de su estrategia de arbitraje fiscal.

De esta manera, puede concluirse que el entramado del Capital-Riesgo es capaz de realizar su actividad debido a los múltiples contratos que se firman entre las partes que lo conforman, siendo estos contratos los MSAs y los LPAs, en los que se consienten, por ambas partes, el intercambio de rentas o la renuncia de las mismas.

Mediante estos contratos, los General Partners consiguen aumentar su rentabilidad (de un 2% del capital invertido a un 20% de beneficios) a costa de la rentabilidad de los Limited Partners, que ven reducido su retorno de capital por la parte extra que los primeros obtienen.

Por otro lado, hemos visto como la deuda desempeña un papel muy importante en el entramado del Capital-Riesgo, ya que la compra de empresas mediante LBOs tiene considerables ventajas fiscales, ya que aumenta el valor de la compañía (eso sí, sin aumentar la riqueza económica), aunque la compra de Targets por este método promueva la utilización del arbitraje fiscal como método de reducción de cuotas del Impuesto de Sociedades para contrarrestar el aumento de la responsabilidad de pago de intereses producidos por la deuda.

Además, aunque el uso de las estrategias fiscales explicadas en los apartados anteriores no parece incumplir la ley, debido a que se siguen practicando sin ningún problema legal aparente, hemos comprobado como muchas de las condiciones a tener en cuenta para el sostenimiento de la base legal de las mismas son de dudoso cumplimiento.

Por otro lado, los resultados obtenidos sobre una muestra de 66 empresas, parece demostrar la utilización de la cuenta de resultados de las Targets como instrumento de pago de gastos de dudosa efectividad económica que se cargan a nombre de las empresas con los consecuentes efectos negativos sobre la estabilidad financiera de las mismas.

Todo ello, muestra una imagen de falta de transparencia de las Entidades de Capital-Riesgo, sobre todo para el caso español del que apenas se pueden obtener datos, que da a entender la existencia de una falta de control por parte de los organismos que se encargan de desarrollar las leyes que afectan a estos entramados.

6 BIBLIOGRAFÍA

- Appelbaum, Eileen and Batt, Rosemary: *Private Equity at Work: When Wall Street Manages Main Street*. New York: Russell Sage Foundation, 2014.
- Badertscher, Brad, Sharon P. Katz, and Sonja Olhofs Rego. 2011. “*The impact of Private Equity Ownership on Portfolio Firms’ Corporate Tax Avoidance*.” Unpublished paper. Notre Dame University, South Bend, Ind. (June).
- Coffee, John C., Jr. 2012. “The Political Economy of Dodd-Frank: Why Financial Reform Tends to Be Frustrated and Systemic Risk Perpetuated.” *Cornell Law Review* 97(5): 1019-82.
- De Mooij, Ruud A. 2011. “*Tax Biases to Debt Finance: Assessing the Problem, Finding Solutions*.” Staff Discussion Note. Washington, D.C.: International Monetary Fund (May 3).
- Fleischer, Victor. 2008. “*Two and Twenty: Taxing Partnership Profits in Private Equity Funds*.” *New York University Law Review* 83 (1, April): 1-58.
- Froud, Julie and Karel Williams. 2007. “*Private Equity and the Culture of Value Extraction*.” *New Political Economy* 12 (3, September): 405-20
- Froud, Julie, Johal Sukhdev, Adam Leaver, and Karel Williams. 2008. “*Ownership Matters: Private Equity and the Political Division of Ownership*.” Working paper 61. Manchester, UK: University of Manchester, Centre for Research on Socio-Cultural Change (CRESC) (December)
- Kaplan, Steven N., and Per Strömberg. 2009. “*Leveraged Buyouts and Private Equity*.” *Journal of Economic Perspectives* 23(1): 121-46.
- Luke Johnson, “*Private Equity to Presidency Is a Leap*,” *Financial Times*, July 24, 2012.
- Michael Luo and Mike McIntyre, “*Offshore Tactics Helped Increase Romney’s Wealth*,” *New York Times*, October, 1, 2012
- Office of Management and Budget (OMB). (2013). “Summary Tables”. In *Budget of the United States Government, Fiscal Year 2014*. Washington D.C.: OMB (April 10).
- Phalippou, Ludovic and Rauch, Christian and Umler, Marc P., *Private Equity Portfolio Company Fees* (April 5, 2016). Saïd Business School WP 2015-22.

- Polsky, G. D. (2014). *A Compendium of Private Equity Tax Games*. UNC Legal Studies Research, 2-4
- Representantes de CCOO, UGT e independientes. (17 de Marzo de 2015). *Los trabajadores de Koxka denuncian a cuatro directivos por desfalco de 10 millones*. Noticias de Navarra.
- Sánchez, T. (23 de Enero de 2014). *Panrico pide ayudas en España mientras su matriz paga impuestos en Luxemburgo*. qcom.es.
- Sanchirico, Chris William. 2008. “*The Tax Advantage to Paying Private Equity Fund Managers With Profit Shares: What Is It? Why Is It Bad?*” University of Chicago Law Review 75: 1071-53.
- Seth Hanlon and Gadi Dechter, “*Congress Should Closet the Carried Interest Tax Loophole*”, Centre for American Progress, December 8, 2012.
- “*Carry May Be Ordinary Income*”, PE Manager Yearbook, 2012, 30.

7 ANEXOS

7.1 Anexo I: Contrato LPA completo

Appendix B3: Management Service Agreement of Harrah's Entertainment

This Services Agreement (the "Agreement") is entered into as of January 28, 2008, by and among Harrah's Entertainment, Inc., a Delaware corporation (the "Company"), Apollo Management VI, L.P., on behalf of affiliated investment funds ("Apollo Management"), Apollo Alternative Assets, L.P. ("Apollo Alternative," and, together with Apollo Management, "Apollo") and TPG Capital, L.P. ("TPG," and, together with Apollo, the "Managers"). (...)

NOW, THEREFORE, in consideration of the mutual covenants contained herein, the parties hereto, intending to be legally bound, hereby agree as follows:

1. Services. Each Manager hereby severally agrees that, during the term of this Agreement (the "Term"), it will provide to the Company (...) from time to time, management, advisory and consulting services in relation to the affairs of the Company (...). The Managers (...) will devote such time and efforts to the performance of the services contemplated hereby as the Managers deem reasonably necessary or appropriate; provided, however, that no minimum number of hours is required to be devoted by the Managers or the Manager Designees on a weekly, monthly, annual or other basis. (...)

2. Payment of Fees.

(a) As consideration to the Managers for their agreement to render the services in Section 1, (...), the Company will pay to the Managers (...) an aggregate transaction fee equal to \$200,000,000 (two hundred million dollars) (the "Transaction Fee"). (...) In addition to the Transaction Fee, (...), the Company will pay to the Managers (...) an amount equal to all out-of-pocket expenses incurred (...) including, without limitation, (i) the reasonable fees, expenses and disbursements of lawyers, accountants, consultants and other advisors that may have been retained by the Company and/or any Manager or its affiliates and (ii) any fees (including any financing fees) related to the Merger (all such fees and expenses, in the aggregate, the "Covered Costs").

(b) During the Term, the Company will pay to the Managers (...) an annual monitoring fee equal to the greater of (x) \$30 million and (y) 1.0% (one percent) of the Company's EBITDA (as defined below) (the "Monitoring Fee") as compensation for the services provided by the Managers or the Manager Designees under this Agreement. (...)

(c) During the Term, in addition to the fees paid pursuant to Section 2(b), the Company will pay to the Managers (...) an aggregate fee (the "Subsequent Fee") in connection with the consummation of any financing or refinancing (equity or debt), dividend, recapitalization, acquisition, disposition, spin-off or split-off transactions involving the Company (...) equal to customary fees charged by internationally-recognized investment banks for serving as a financial advisor in similar transactions

4. Term. This Agreement will continue in full force and effect until the last day of the quarter in which the tenth anniversary of the consummation of the Merger occurs; (...) (x) this Agreement may be terminated at any time upon unanimous consent of the Managers and (y) this Agreement shall terminate automatically immediately prior to the earlier of (i) an Initial Public Offering (...) or (ii) (...) (any such sale transaction, a "Sale"), in each case, unless otherwise agreed by both Managers, (...) Apollo and TPG shall be released from any and all obligations and liabilities with respect to provision of the management, advisory and consulting services pursuant to this Agreement (...) Company shall pay to each Manager (...) a lump-sum amount equal to the net present value of the remaining Transaction Fee, the Monitoring Fee, the Subsequent Fee or any other fees pursuant to this Agreement owing and payable by the Company to such Manager (or its Manager Designees) from the date of such Initial Public Offering or Sale, as the case may be, until the expiration of the term of this Agreement (which amount shall be determined using an annual discount rate equal to the then-current rate of interest on the Company's revolving credit facility, and assuming that EBITDA would have grown at a rate equal to the greater of (x) 6%, compounded annually and (y) the compounded annual EBITDA growth rate for the last two completed fiscal years) (...)

5. Expenses; Indemnification. (a) Expenses. The Company will pay to the Managers (or their respective Manager Designees) on demand all Reimbursable Expenses whether incurred prior to or following the date of this Agreement (...) all air travel (by first class on a commercial airline or by charter, as determined by the Managers or the Manager Designees) and other travel related expenses (b) Indemnity and Liability. The Company will

7.2 Anexo 2: Muestra Completa

FONDO DE CAPITAL RIESGO QUE LA TIENE	EMPRESA TARGET	AÑO	DIFERENCIA PERMANENTE
Nazca	ca	2.009	NO HAY
Dinamia y Nmas1	Alcad, SA (a través de la sociedad instrumental Limestone Spain)	2.008	NO HAY
Ibersuizas	Alcasa (aluminio catalán)	2.003	1.470.604,94 €
Corpfin	Alfe renta catalunya	2.008	33.475,00 €
CAI (su SCR) y Savia y A-capital	Araven	2.007	615.967,95 €
Dinamia y Nmas1	Aseguramiento técnico de calidad, SA (Atecsa)	2.006	1.159.760 €
Ahorro Corporación	Aurgi, SL	2.006	878.000,00 €
Doughty Hanson	Avanza, SA	2.008	62.270.675,44 €
Apax y Nordic	Capio sanidad, sl (Capio filial española)	2.006	4.515.000 €
3i	Combursa	2.001	NO HAY
CVD y PAI y Pemira	Cortefiel, SA (nueva empresa MEP Retail España)	2.007	28.077,00 €
Baring y Invercartera	General de mantenimiento técnico, SA	2.006	257,43 €
Dinamia y Nmas1	Cristher, SL	2.006	45,00 €
Gescaixa y Vigo activo	Dinak, SA	2.006	842.171,57 €
Bridgepoint	Dorna Sports, SL (grupo fórmula uno?)	2.007	21.405,00 €
Suala	Electrodomésticos menaje del hogar, SA	2.005	25.000,00 €
Apax	Electro-stocks	2.008	10.224.061,00 €
Inveralia, Torreal y Ahorro Corporación	Fábricas agrupadas de muñecas de Onil, SA (Famosa)	2.004	10.259.432,00 €
Nazca	Fruits Guzmán, SA	2.006	618.000,00 €
Corpfin	Futura	2.003	79.000,00 €
Corpfin	Futura	2.005	146.000 €
3i	General de bombeo de hormigón, SA (Gebomsa)	2.006	948.340 €
Miura private equity	Gescobro	2.012	NO HAY
3i y Ahorro corporación	Newtec clima, sl (grupo hitecsa)	2.002	150.057,00 €
Macquarie	Grupo Itevelesa, SA	2.007	25.908,00 €
GED y EBN	Industrial Cartonera del envase, SA (Icesa packaging)	2.008	NO HAY
Corpfin	Laboratorio de revelado ros	2.001	1761000 Ptas

Espiga y directivos	Lekue, sl	2.006	544,24 €
Impala y Charterhouse	Levantina y asociados de minerales, SA	2.009	NO HAY
Impala y Charterhouse	Levantina y asociados de minerales, SA	2.007	2.224.000 €
Nazca	Lizarrán tabernas selectas, SA	2.006	322.186,00 €
Miura	Marcelo Vilá (nueva build-up = Noa Visual Group)	2.011	1.200 €
Miura	Marcelo Vilá (nueva build-up = Noa Visual Group)	2.009	NO HAY
Ibersuizas	Marketing de lineales y puntos de venta, SA (stock uno)	2.007	NO HAY
Excel partners	Real musical ventas al menor, SA	2.002	61.425,00 €
3i	Grupo logístico gómez, sa	2.001	8.000,00 €
Apax	Panrico, SA	2.011	NO HAY
Apax	Panrico, SA	2.006	7.043.000 €
Investindustrial	Portaventura	2.011	913.000,00 €
Retos Cartera	Recoletos, SA	2.005	NO HAY
Espiga y Baring	Sedal, SA	2.009	15.000.000,00 €
Espiga y Baring	Sedal, SA	2.003	18.081 €
Espiga y Baring	Sedal, SA	2.007	118.871,65 €
Nazca	Svenson, SL (de la segregación de Svenson nace Hedonai)	2.002	185.908,00 €
Carlyle	Telecable Asturias	2.012	27.390,00 €
3i	Transcamer (junto con Transpotes Gómez crean TG+)	2.004	78.000,00 €
Calatana d'iniciatives	Estudios Abaira, SA	2.007	NO HAY
Calatana d'iniciatives	Bandas sonoras digitales, SL (Grupo Soundtrack)	2.009	NO HAY
Nazca	Cosecheros abastecedores, SA (cumbres de gredos)	2.004	2.903.000,00 €
Nmás1 y Dinamia	Mecapost (ahora Emfasis billing & marketing services, sl)	2.006	NO HAY
Corpfin	Leves, SA	2.007	NO HAY
3i	Publicaciones profesionales	2.008	NO HAY
Nazca	Hostalia internet, sl	2.011	327.617,00 €
Nazca	Veloxia-network, sl	2.008	NO HAY
Vista	Fábricas agrupadas de muñecas de Onil, SA	2.007	6.100.176,00 €
First Reserve	Gamesa Solar, SA	2.009	NO HAY

Inveralia y MCH	Lizarrán tabernas selectas, SA	2.003	NO HAY
Inveralia y MCH	Lizarrán tabernas selectas, SA	2.007	NO HAY
Mercapital	Pascual de Aranda, SA	2.005	29.000,00 €
Mercapital	Pascual de Aranda, SA	2.008	no especifica cantidad
Dinamia y N+1	Residencia Palacio de Granada, SI (Colegios Laude)	2.008	236.984,00 €
Baring y Invercartera	Construcciones de tuberías industriales, SA	2.012	57.809,00 €
Baring y Invercartera	Construcciones de tuberías industriales, SA	2.010	6.392 €
Baring y Invercartera	Construcciones de tuberías industriales, SA	2007	3.897.003 €
Madrigalyempresarios	Grupo el arbol distribución y supermercados	2.006	4.939.000,00 €
Madrigalyempresarios	Grupo el arbol distribución y supermercados	2.010	180.000 €