



**SPAINCAP**

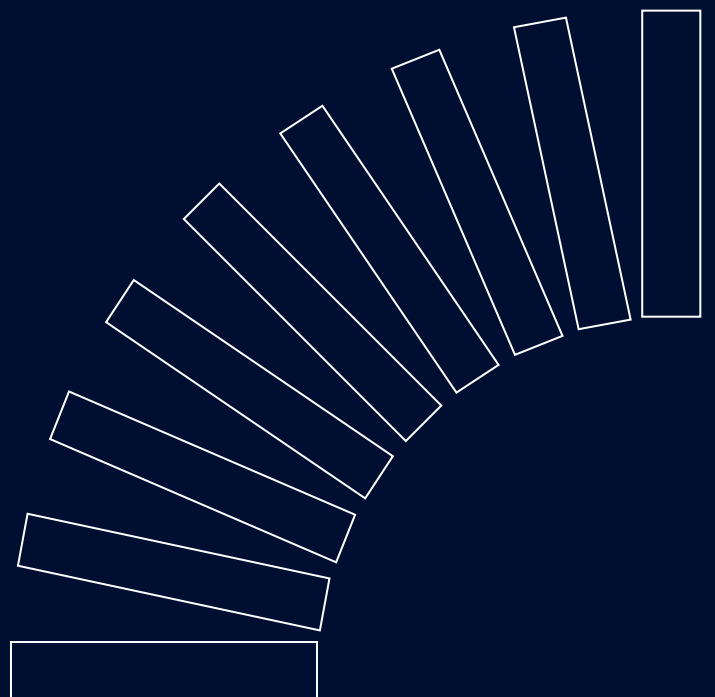
Capital por un Futuro Sostenible

# La solución del capital privado ante los retos estratégicos de la Unión Europea

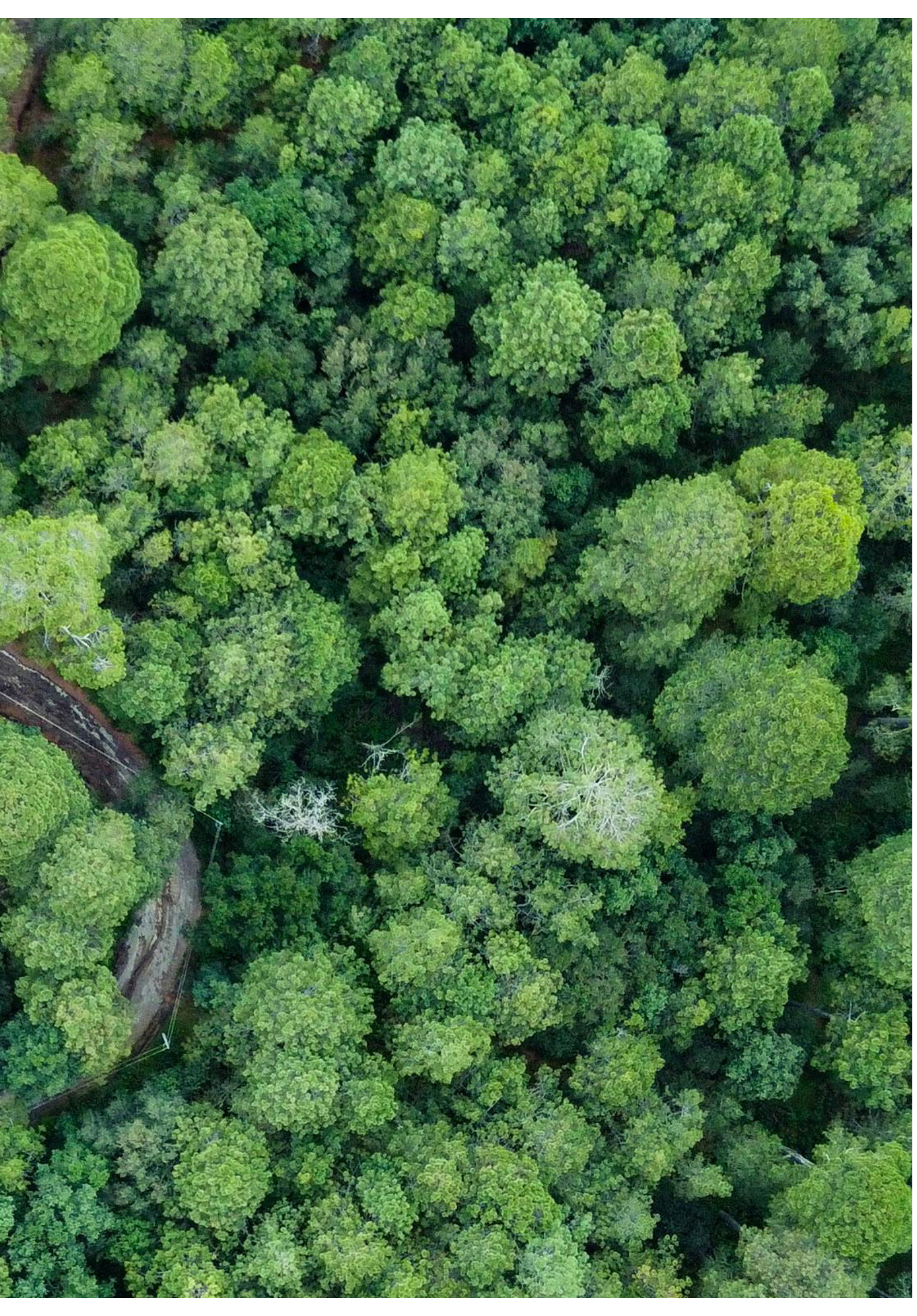
DICIEMBRE 2024

Informe sobre prospectiva estratégica

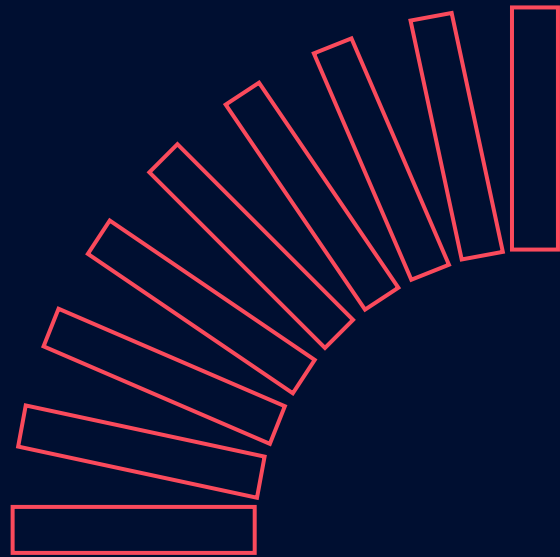
**KREAB**  
WORLDWIDE







# Presentación de SpainCap



SpainCap es la asociación que agrupa a las entidades de capital privado, es decir, de Venture Capital & Private Equity (VC y PE), en España, así como a sus inversores, incluyendo aseguradoras y fondos de pensiones, y a proveedores de servicios. En total congrega a más de 170 firmas nacionales e internacionales de VC y PE, así como a 100 proveedores de servicios y 25 inversores institucionales.

La patronal conecta a todos los actores de la industria en España, y representa sus intereses ante la Administración, medios de comunicación y opinión pública, tanto a nivel nacional como internacional, a través de alianzas y sinergias en Europa y Latinoamérica.

El propósito de SpainCap es impulsar la inversión de capital privado para apoyar la transición sostenible del tejido empresarial español, generando valor para los inversores y la sociedad. Entre sus objetivos está establecer un marco regulatorio adecuado para el sector y comunicar el impacto positivo de su actividad sobre el tejido industrial y la creación de empleo que genera. Adscrita al Pacto Mundial de la ONU, una de las principales misiones de SpainCap es impulsar la sostenibilidad entre sus socios y en las empresas en las que invierten.

También forma parte de la misión promover el desarrollo profesional a través de programas de formación e impulsar activamente el conocimiento a través de la publicación de informes estadísticos y estudios de impacto económico y social, que demuestran el valor añadido que aporta este sector.

**José Zudaire**  
Diretor General SpainCap

**Ángela Alférez**  
Directora de Estudios y Venture Capital

# Presentación de Kreab Worldwide



Kreab Worldwide es una firma de consultoría estratégica, con oficinas en 29 países, especializada en Asuntos Públicos y Regulación y Estrategias de Comunicación Corporativa, Financiera, Digital y Negocio Sostenible.

Entre nuestras oficinas de Madrid, Barcelona y Bruselas, ponemos a disposición de nuestros clientes un equipo de 120 consultores especializados solo en Asuntos Públicos y Regulación. Junto con los equipos de Comunicación, ponemos a disposición de nuestros clientes un equipo de cerca de 250 consultores con especialidades en distintos sectores. Kreab Worldwide presta servicios de consultoría en el punto donde el gobierno, la sociedad, los reguladores y las empresas se encuentran, para encontrar soluciones en los ámbitos que más afectan a su negocio. Apoyamos a empresas, asociaciones e inversores a maximizar su éxito en un mundo cada vez más complejo, gestionando el riesgo regulatorio y generando oportunidades de incidencia reales.

Desde Kreab España creemos que, en la medida en que una organización o empresa construya su legitimidad en las esferas político-regulatoria-social, aumentará su capacidad para transmitir sus intereses a sus stakeholders críticos.

**Miguel Ferre**

Senior Partner de Asuntos Públicos

**Pablo Vera**

Director Senior de Asuntos Públicos

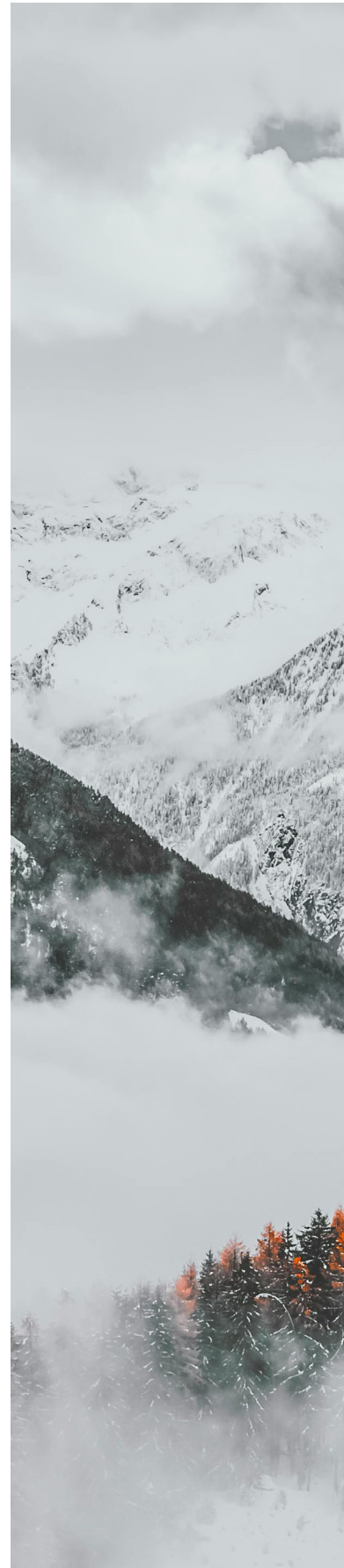
# Claves del capital privado

El sector de capital privado está orientado principalmente a la inversión a medio y largo plazo (3-10 años) en compañías no cotizadas con elevado potencial de crecimiento, en su mayoría pymes, mediante la toma de participaciones temporales en el accionariado, que pueden ser mayoritarias o minoritarias. Esta inyección de capital se complementa con un alto valor añadido: asesoramiento ante problemas concretos, credibilidad frente a terceros, profesionalización de los equipos directivos, apertura a nuevos enfoques del negocio, experiencia en otros sectores o mercados etc.

En el caso del Venture Capital (VC), la inversión se dirige hacia aquellas empresas que se encuentran en una fase inicial o de desarrollo temprano. La inversión que realiza la entidad de capital privado financia pues el nacimiento y crecimiento del proyecto empresarial. Por su naturaleza, el Venture Capital normalmente está asociado a startups u otras empresas con un fuerte componente innovador. En el caso del Private Equity (PE), la inversión se destina a empresas no cotizadas en fases más maduras con el objetivo de ayudar a potenciar su crecimiento o desarrollo. Las pymes son las receptoras principales de este tipo de inversión.

El capital privado contribuye al nacimiento y al desarrollo de la empresa. El objetivo final es que, una vez la empresa crezca, los gestores de capital privado puedan desinvertir su participación en el accionariado, obteniendo una plusvalía. En 2023 (+), las gestoras de VC y PE invirtieron 6.709 millones de euros en España, con un total de 49.778 millones de euros bajo gestión, de los cuales 32.174 millones de euros provinieron de gestoras internacionales. El 90% de las inversiones se dirigió a pymes, y el total de empresas invertidas empleaban a 568.200 personas al finalizar el año.

El capital privado se posiciona, por tanto, como un pilar de la economía española como fuente de financiación alternativa a otras más tradicionales como la banca para empresas en distintas fases de desarrollo: nueva creación; StartUps; en expansión; o incluso maduras.





# El nuevo liderazgo europeo

Informe



---

# Índice

01

Contexto político y regulatorio

02

Informe Letta: implicaciones y recomendaciones

03

Informe Draghi: implicaciones y recomendaciones

04

El nuevo liderazgo europeo

05

Propuestas para la UE

06

Medidas para España

07

Conclusiones

# 01 Contexto político y regulatorio

## Los objetivos estratégicos

En la reunión del Consejo Europeo de abril de 2024 se esbozaron las prioridades estratégicas para la Unión Europea (UE) con la mirada puesta en la nueva legislatura. Muchos fueron los temas tratados, y los relativos a la competitividad, la transición ecológica y la transformación digital ocuparon un lugar central.

Se propuso un nuevo "Acuerdo de Competitividad" para fortalecer su posición global, basado en una mayor integración del Mercado Único, que incluye la eliminación de barreras para la libre circulación de bienes y servicios, mejorando la movilidad y asegurando un campo de juego equilibrado. También se propuso una estrategia industrial que apoye la transición verde y digital, asegurando que la UE sea atractiva para la inversión y mantenga un alto nivel de innovación y productividad. Se enfatizó la importancia de desbloquear el flujo del capital y de facilitar la financiación para pymes y startups.

Por otro lado, se reafirmó el compromiso para avanzar hacia una "unión energética genuina," basada en energías limpias, asequibles y abundantes y así fortalecer su autonomía. En consonancia con la sostenibilidad, se promovió una economía circular que optimice el uso de recursos, especialmente mediante el reciclaje y el aprovechamiento de residuos.





La digitalización de empresas, gobiernos y la sociedad es clave en esta estrategia, y la UE busca crear un Mercado Único Digital. Esto implica eliminar barreras para servicios y datos digitales, fomentar infraestructuras como 5G y 6G, e implementar tecnologías disruptivas como inteligencia artificial, blockchain y computación cuántica. Se destacó la importancia de aprovechar el valor de los datos de forma segura, respetando la privacidad, y posicionarse como líder en asuntos digitales a nivel global.

En abril y en septiembre de 2024 se publicaron, respectivamente, los conocidos como informe Letta e informe Draghi, que analizan el futuro del mercado único y la competitividad europea. Ambos son conscientes de la importancia de un clima favorable para el emprendimiento, y llamaron la atención respecto a las necesidades de inversión de cara a la consecución de los retos estratégicos verdes y digitales.

El capital privado está llamado a desempeñar un papel esencial en este proceso, y España, tras los avances dados en la XIV legislatura, tiene que enfocarse ahora en continuar en la senda de la mejora regulatoria.

## 02 Informe Letta

# Implicaciones y recomendaciones para la industria del capital privado

El informe de Enrico Letta, titulado *Much More Than a Market (+)*, plantea un marco estratégico para impulsar la inversión del capital privado en Europa, con el objetivo de fortalecer la competitividad económica, financiar la transición verde y digital, y potenciar el crecimiento de empresas tecnológicas emergentes y pymes.

Este informe establece las acciones necesarias para movilizar recursos y apoyar sectores esenciales para el futuro económico de la Unión Europea. Una de las propuestas principales incluye la integración de los mercados financieros de la UE, creando instrumentos para canalizar ahorros hacia inversiones estratégicas.

A continuación, se detallan las iniciativas más importantes propuestas en el informe:

### 1. Reforma del Fondo Europeo de Inversión a Largo Plazo (FILPE)

La reforma del Fondo Europeo de Inversión a Largo Plazo (FILPE), tal como propone el Informe Letta, tiene como objetivo ampliar el acceso de los inversores minoristas a los fondos alternativos, abriéndoles la posibilidad de invertir en sectores estratégicos como las infraestructuras sostenibles, las tecnologías emergentes y las empresas de rápido crecimiento.

Este cambio pretende movilizar capital privado hacia proyectos para la competitividad económica de la Unión Europea, ofreciendo nuevas oportunidades de diversificación y rentabilidad a largo plazo para los ahorradores europeos.

La apertura de los FILPE a los inversores minoristas podría contribuir a aumentar la disponibilidad de capital privado en sectores históricamente infrafinanciados, como las pymes o las empresas de alto potencial de crecimiento no cotizadas. Asimismo, se espera que esta medida favorezca el desarrollo de un mercado más robusto de activos alternativos en Europa, apoyando así la creación de la Unión de los Mercados de Capitales.

### 2. Capital privado como motor de innovación

El venture capital es esencial para impulsar el desarrollo de startups en sectores tecnológicos clave, como la inteligencia artificial, la biotecnología y las energías renovables. Este tipo de financiación permite a las empresas emergentes escalar operaciones y competir en mercados globales, donde se abordan retos significativos frente a competidores de economías como Estados Unidos y China.

El informe propone la creación de fondos especializados más grandes y la implementación de incentivos fiscales que estimulen inversiones en áreas críticas.

---

### 3. Startups y pymes en sectores estratégicos

La integración de startups y pymes en cadenas de valor estratégicas, como la defensa, es prioritaria para fortalecer la resiliencia económica y tecnológica de la UE. Mejorar el acceso al venture capital permitirá a estas empresas escalar operaciones, consolidar su competitividad y desempeñar un papel crucial en sectores esenciales para la soberanía económica europea.

### 4. Incentivos fiscales para inversiones en capital privado

El informe reconoce que, para incentivar la inversión en capital privado es necesario implementar un sistema de incentivos fiscales que haga más atractivas estas inversiones y así ampliar la base de inversores (Limited Partners). Las inversiones en capital privado a menudo presentan retos, como la baja liquidez y los largos periodos de retorno. Para mitigar estos riesgos, el Informe Letta sugiere crear un esquema de incentivos fiscales que combine deducciones fiscales nacionales con los beneficios del FILPE, haciendo que el capital privado sea una opción más atractiva para los inversores minoristas.

## 03 Informe Draghi

# Implicaciones para la industria del capital privado

El informe de Mario Draghi, titulado *The future of European competitiveness (+)*, identifica importantes deficiencias en la disponibilidad y estructura del private equity y venture capital en la UE, elementos esenciales para financiar startups y scaleups en sectores estratégicos como la biotecnología, la IA y las energías limpias. La carencia de capital privado en fases avanzadas y la fragmentación del mercado financiero de la UE figuran como los principales obstáculos para el crecimiento del ecosistema inversor europeo.

### PUNTOS CLAVE DEL ANÁLISIS

#### Disparidad Global en Inversión

- En 2022, Europa representó solo el 5% del venture capital global, frente al 52% en EE.UU. y el 40% en China. Asimismo, entre 2013 y 2023 solo 11 fondos de venture capital europeos superaron los 1.000 millones USD, frente a 137 en EE.UU.
- Las startups europeas reciben menos financiación en rondas avanzadas, limitando su capacidad de competir.

#### Movilización de capital de seguros y pensiones

- El marco actual de Solvencia II inmoviliza capital del sector asegurador y restringe inversiones en capital privado. La reducción de los requisitos de capital podría liberar 200.000 millones de euros para startups y scaleups.
- Fomentar la inversión minorista mediante esquemas de pensiones de segundo pilar, con incentivos fiscales, opciones diversificadas y tableros más transparentes, para movilizar ahorros hacia inversiones productivas y corregir el bajo desarrollo y concentración actual de los fondos de pensiones en la UE.

#### Fragmentación del Mercado Financiero

- La estructura fragmentada de los Mercados de Capitales eleva el coste y complejidad de las transacciones transfronterizas, dificultando la movilidad del capital y desincentivando la inversión.
- La falta de un marco regulatorio armonizado y la doble imposición fiscal limitan la integración financiera y la competitividad.

#### Limitaciones del Sector Bancario

- Las instituciones bancarias carecen de capacidad para financiar innovación debido a su regulación prudencial y limitaciones para valorar activos intangibles como patentes y talento humano.
- El sistema financiero europeo sigue centrado en deuda, lo cual es inadecuado para proyectos intensivos en capital y riesgo.
- El private equity y el venture capital, con mayor tolerancia al riesgo y plazos largos, son cruciales para financiar empresas tecnológicas disruptivas.

---

## ESTRATEGIAS PROPUESTAS

### Movilización de capital privado

- Diseñar incentivos fiscales específicos para inversores de venture capital y private equity en sectores estratégicos.
- Emitir un activo seguro común de la UE para generar mayor liquidez en los mercados de capital.
- Incentivar fondos público-privados para escalar startups tecnológicas y fomentar un entorno que potencie las inversiones en fases avanzadas.
- Reforzar programas como Invest Europe y el European Tech Champions Initiative (ETCI) para financiar etapas de crecimiento avanzado.

### Ampliar y Coordinar Fondos Europeos

- Incrementar el presupuesto del Fondo Europeo de Inversiones (FEI) y mejorar su coordinación con el Fondo del Consejo Europeo de Innovación (EIC).
- Crear grandes fondos venture capital (>1.000 millones USD) para financiar startups de alto impacto.
- Establecer un brazo de capital en el Grupo BEI para financiar proyectos de alto riesgo e impacto.

### Reformas Regulatorias

- Acelerar la revisión de Solvencia II y de segundo pilar para reducir cargas de capital, permitiendo a aseguradoras y fondos de pensiones diversificar recursos hacia las empresas a través del capital privado.
- Eliminar la doble imposición en inversiones transfronterizas y avanzar hacia un marco fiscal común en la UE.

## 04 Nuevo liderazgo europeo

# Prioridades regulatorias de la nueva Comisión Europea y personalidades clave



La nueva legislatura de la Comisión Europea, bajo la repetida presidencia de Ursula von der Leyen, se plantea como un verdadero punto de inflexión en las políticas públicas de Europa. La Comisión pretende que este periodo represente un paradigma de transformación en la manera de abordar los retos económicos, sociales y ambientales, consolidando a la Unión Europea como un líder global en competitividad, sostenibilidad y equidad. A lo largo de los próximos cinco años, se implementarán reformas de gran calado, diseñadas no solo para resolver problemas estructurales que han limitado el potencial del mercado único, sino también para preparar a Europa ante los desafíos que definirán el futuro de la economía mundial.

Este mandato, señalan las *Political Guidelines 2024-2029 (+)* de la Presidenta, busca superar las limitaciones tradicionales mediante un enfoque holístico y audaz que combine la aceleración de la transición ecológica con el fomento de la competitividad industrial, la consolidación del mercado de capitales europeo, y la inversión en tecnologías disruptivas.

En este sentido, la Comisión aspira a integrar plenamente las recomendaciones de los Informes Draghi y Letta.

El objetivo final de la Comisión es claro: hacer de esta legislatura un ejemplo paradigmático de políticas públicas que impulsen un crecimiento económico sostenible y equitativo, garantizando que Europa no solo mantenga su competitividad global, sino que lidere la transformación hacia un modelo más verde y digital.

Von der Leyen ha optado por la candidatura de la portuguesa María Luí Alburquerque para llevar a término este compendio de cuestiones en materia económica. Es la candidata designada como Comisaria de Servicios Financieros y Unión de Ahorros e Inversiones.

Entre los objetivos de Alburquerque están la culminación de la unión del Mercado de Capitales, la revisión de Solvencia II, y el desarrollo de la Unión de Ahorros e Inversiones -entre otros-, con el objetivo general del fortalecimiento de la resiliencia financiera en Europa.



# 05 Propuestas para la UE

## Recomendaciones para fortalecer el capital privado en la UE

El capital privado desempeña un papel crucial en la promoción de la innovación, el crecimiento económico y la competitividad en la Unión Europea. Al invertir en empresas emergentes y en expansión, el capital privado aporta los recursos financieros y la experiencia necesarios para desarrollar tecnologías innovadoras, crear empleo y fortalecer el mercado interno. A continuación, presentamos algunas de las recomendaciones clave para potenciar el sector del capital privado en la UE propuestas por Invest Europe. Las medidas forman parte del informe *Delivering the European transition: Our 12 priorities for a more competitive union (+)*.

### 1. Impulsar que fondos de pensiones y aseguradoras inviertan en capital privado

En términos de rentabilidad, diversificación e impacto en la consecución de los retos de sostenibilidad y digitalización, la industria del capital privado representa una oportunidad que no se está aprovechando suficientemente en la UE.

Conforme a los datos de Invest Europe, en 2022 los fondos de pensiones de E.E.U.U. destinaron un 11% de sus recursos a inversiones en capital privado e infraestructura, significativamente más que el 4,3% de los fondos europeos en 2022. Incrementar la asignación europea al 10% generaría €124 mil millones adicionales en el sector y aumentaría la exposición a empresas europeas. Para las aseguradoras de la UE, que actualmente destinan menos del 2% a estas inversiones, elevar esta asignación al 5% podría añadir €277 mil millones a la economía europea, mientras que un aumento al 7% aportaría €443 mil millones.

Los datos actuales suponen una ineficiente asignación del ahorro a la inversión que perjudica la rentabilidad, el riesgo y la capacidad competitiva y transformadora de la economía europea. Para resolverlo, es necesario eliminar las trabas de la Directiva de Solvencia II y la Directiva IORP II, para aseguradoras y pensiones, respectivamente.

### 2. Facilitar el acceso del inversor minorista al capital privado

Es necesario democratizar el acceso del inversor minorista a las oportunidades de rentabilidad, diversificación e impacto de la inversión en capital privado. El régimen FILPE 2.0 supone un avance en este ámbito, pero debe extenderse al conjunto de la industria del capital privado. Asimismo, de cara a reforzar la unidad de mercado, es necesario desarrollar un pasaporte minorista de la UE que permita a los gestores de fondos de capital privado de cualquier Estado Miembro comercializar entre los inversores minoristas de cualquier Estado Miembro. Asimismo, sería necesaria una definición más amplia de inversor profesional que reconozca la experiencia de grandes inversores privados.

### **3. Eliminar obstáculos innecesarios a la inversión extranjera**

Para mejorar en competitividad, la UE debe continuar posicionándose como un destino atractivo para la inversión en capital privado a nivel mundial. En el ámbito del capital privado, no es correcta una lectura de que la inversión extranjera vaya a tener una influencia directa sobre las decisiones de inversión y la estrategia con cada empresa invertida de los gestores del fondo.

Esta falta de comprensión del funcionamiento del capital privado ha favorecido restricciones excesivas que generan inseguridad jurídica a los inversores extranjeros. Por otro lado, los mecanismos de escrutinio deben ser lo más centralizados posibles a nivel comunitario, evitando una fragmentación que supone disparidad de criterios, complejidad regulatoria y desconfianza de los inversores.

### **4. Completar la Unión de Mercados de Capitales (CMU)**

Es necesario eliminar las restricciones a la captación de fondos transfronteriza en el ámbito del capital privado para cumplir con la libre circulación de capitales. Los costes de las operaciones transfronterizas en términos de tasas y de relación con autoridades reguladoras y supervisoras con criterios divergentes suponen cargas administrativas adicionales y por lo tanto un freno. Esto queda reflejado en el hecho de que en 2023 solo un 30% de las captaciones de fondos fueron transfronterizas. Esta debería ser una de las prioridades estratégicas de ESMA durante la nueva legislatura.

### **5. Fortalecer el papel de las instituciones financieras públicas y la colaboración público-privada**

Las instituciones financieras públicas pueden desempeñar un papel catalizador en el impulso del capital privado. El Banco Europeo de Inversiones (BEI) debe reforzar su capacidad para movilizar fondos y compartir riesgos en esquemas de colaboración público-privada con la industria del capital privado. Asimismo, es necesario simplificar el acceso a programas europeos de financiamiento y garantizar que sean compatibles con las inversiones de capital privado. Más allá de esta alianza estratégica inversora, debe involucrarse al sector del capital privado en el proceso de formulación de políticas para asegurar que las regulaciones reflejen las realidades del mercado. Asimismo, debe facilitarse el intercambio de conocimientos y experiencias entre países y regiones para mejorar la eficacia de las políticas y prácticas.

### **6. Modificar el concepto de posición de control de cara a las empresas participadas por el capital privado**

La definición de pyme debe actualizarse de manera que en ningún caso la inversión por parte del capital privado en startups suponga un obstáculo para acceder a los beneficios que de otra manera sí que tendría disponible. Para ello, es necesaria una revisión de la Recomendación de la Comisión, de 6 de mayo de 2003, sobre la definición de microempresas, pequeñas y medianas empresas. El impulso del emprendimiento innovador es una de las tareas pendientes en la que la UE tiene que centrarse de cara a cerrar su brecha respecto a E.E.U.U. y China.

## 7. Avanzar en los reportes de sostenibilidad

Es necesario un marco de divulgación de sostenibilidad en la UE que pueda integrar y armonizar las diferentes normativas ESG actuales. Este marco unificado debe simplificar la información que corporaciones, gestoras de fondos e inversores necesitan divulgar, reduciendo duplicaciones y aclarando obligaciones para que todas las partes puedan trabajar bajo un conjunto común de criterios. La principal oportunidad para llevar a cabo esta mejora será la revisión del Reglamento sobre la divulgación de información relativa a la sostenibilidad en el sector de los servicios financieros (SFDR), que deberá elegir entre el potencial desarrollo de un sistema de etiquetado que arroja dos opciones alternativas: un sistema que distinga fondos ESG, fondos sostenibles, fondos de transición y fondos de impacto; o un sistema de etiquetas públicas voluntarias.

## 8. Financiar la innovación en sectores estratégicos: Defensa, Espacio y Biotecnología

El Informe Draghi subraya la importancia de financiar la innovación en sectores estratégicos como la defensa, el espacio y la biotecnología. Estos sectores no solo son críticos para la seguridad y la competitividad de Europa, sino que también requieren grandes volúmenes de inversión y conllevan riesgos significativos.

Para ello, tal y como se defiende desde Invest Europe, se debería poner más atención en construir un ecosistema de innovación europeo, facilitar requerimientos regulatorios en el sector de las tecnologías para el desarrollo de productos y desarrollar un ambiente de financiación para estos sectores.

## 9. Promocionar la inversión de impacto

Los retos de transición ecológica y transformación digital son acertadamente las prioridades de la nueva legislatura en la UE. Los Fondos de Emprendimiento Social Europeo (FESE) fueron un avance clave en el año 2013 para promover la inversión hacia la inversión de impacto.

Sería necesario ir un paso más allá y potenciar inversiones medioambientales y socialmente responsables con incentivos y esquemas específicos

## 06 Medidas para España

### El papel del capital privado ante los desafíos del futuro



España, como Estado miembro de la Unión Europea y una de las economías más fuertes de la zona euro, tiene ante sí un panorama que exige una apuesta decidida y firme por la inversión y la colaboración público-privada en sectores estratégicos.

El capital privado en España, además de ser una herramienta esencial para canalizar el ahorro hacia la inversión productiva, juega un papel crucial en la diversificación de las fuentes de financiación de las empresas. Tradicionalmente, el tejido empresarial español ha dependido en gran medida del crédito bancario, pero el capital privado ofrece una alternativa más flexible y adaptada a las necesidades de empresas que operan en sectores disruptivos y que requieren no solo capital, sino también apoyo estratégico para su consolidación.

Las medidas que se están implementando desde los poderes públicos para fortalecer este sector, tanto desde la regulación para la mejora del clima de negocios como desde la coinversión, son un ejemplo del compromiso para continuar desarrollando la industria del capital privado. A pesar de los avances, el capital privado en España aún afronta ciertos desafíos regulatorios que deben ser abordados para maximizar el impacto de la industria.

A continuación, se destacan los principales en el ámbito tributario, en el de las pensiones y en el de la inversión de impacto.

## RETOS TRIBUTARIOS: RÉGIMEN FISCAL DE LOS FILPE

El informe Letta señala la insuficiencia de los pasos dados hasta la fecha para el desarrollo de los fondos de inversión a largo plazo europeos (FILPE). El registro de FILPEs autorizados de la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA) señala que hay un total de 139, de los cuales tan solo 2 son españoles, 26 franceses, 8 irlandeses, 13 italianos y 90 luxemburgueses. Los datos dejan patente un desequilibrio que exige una revisión por parte de los reguladores de la UE y de los distintos Estados Miembros.

El Reglamento (UE) 2015/760 introdujo la figura de los FILPE como un nuevo tipo de fondo de inversión alternativa, que debían gestionar los gestores regulados en el marco de la Directiva 2011/61/UE. Tenía como objetivo financiar la economía real y concretamente proyectos de infraestructura, pymes, o cotizadas que emiten instrumentos de capital o deuda para los que encontrar un inversor supone un reto. En el Reglamento se desarrollaron las reglas de inversión, diversificación y comercialización, entre otras.

### El régimen FILPE 2.0

Las limitaciones del marco jurídico de 2015 dieron lugar a que el regulador comunitario aprobase el Reglamento (UE) 2023/606 y el Reglamento (UE) 2023/2869, que han comenzado a aplicar desde el 10 de enero de 2024 y el 2 de enero de 2024, respectivamente, dando lugar al régimen conocido como FILPE 2.0. Para potenciar la financiación de la economía real, se optó por una mayor flexibilidad en las reglas de inversión y marketing, especialmente para atraer a inversores minoristas y cumplir con objetivos del Pacto Verde Europeo. Entre las principales novedades destaca:

- Se elimina el umbral mínimo de inversión de 10.000 euros y el límite del 10% en la cartera, impulsando la incorporación de los inversores minoristas.
- Se facilita el proceso de asesoramiento para los inversores minoristas, garantizando que el fondo proporcione información más clara y adaptada a los requisitos de la inversión minorista.
- Se reduce el porcentaje mínimo de activos elegibles que el fondo debe mantener, pasando de un 70% a un 55%.
- Se establecen nuevas categorías de activos elegibles, pudiendo incluir ahora fintechs, empresas financieras, bonos verdes, y titulizaciones simples, transparentes y normalizadas (STS), entre otros.
- Se establece un límite de inversión hasta el 20% en activos en la misma empresa o activo específico para inversores minoristas, pero no hay ningún límite para inversores profesionales.
- Se amplía el límite del FILPE para la inversión en un solo fondo subyacente del 25% al 30%, pero no hay ningún límite para inversores profesionales o estructuras *master/feeder*.
- Se permite una estructura de fondo de fondos en el que el 100% de los activos se destina a fondos europeos subyacentes (ejs: FILPEs, EuVECA, EuSEF...).
- Se amplían los límites de endeudamiento de los inversores, hasta el 50% en los minoristas y hasta el 100% en los profesionales, y se flexibiliza el uso de la deuda y opción de cobertura cambiaria, protegiendo el valor de las inversiones en monedas distintas.
- Se establece por defecto una redención trimestral, aunque adaptable si se justifica a la autoridad nacional competente (ANC), se permite que la tenencia mínima sea ajustable según la estrategia de activos, y se establecen periodos de preaviso y puertas de acceso para una gestión más eficiente de activos menos líquidos.

Sin duda, el régimen FILPE 2.0 ha supuesto un avance en el atractivo de estos vehículos de inversión, pero tal y como señala el informe Letta es insuficiente. En el caso de España, uno de los déficits más claros se encuentra en el ámbito tributario, ya que no existe un régimen fiscal aplicable. Sólo las provincias autónomas de Álava y Vizcaya han dado un paso adelante en este sentido.

## Régimen fiscal foral de los FILPE: los casos de Álava y Vizcaya

Las normas forales 2/2018, de 21 de marzo, y 2/2018, de 7 de marzo de Vizcaya y Álava, respectivamente, introdujeron un marco tributario adaptado a los FILPE. Ambas normas desarrollan las mismas categorías que FILPE: fondos europeos para el impulso de la innovación; de la financiación de la actividad económica; y de la capitalización productiva. Y en ambos casos se incluye un capítulo IV con medidas tributarias de impulso a la innovación y a la financiación de la actividad económica. A continuación, se destacan las principales medidas.

### **Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas (IRPF)**

Diferimiento por reinversión: si se venden participaciones en FILPE, la ganancia puede diferirse reinvertiendo en otros fondos de inversión colectiva. Se pagará el impuesto cuando se decida no reinvertir.

Deducción por inversión en fondos para la innovación: los contribuyentes pueden deducir el 15 % de lo invertido en estos fondos, con un tope de 750 euros anuales.

### **Impuesto sobre Sociedades**

Los FILPE tributan al tipo reducido del 1 % en el Impuesto sobre Sociedades (como otras instituciones de inversión colectiva) si cumplen determinados requisitos: el fondo debe estar constituido como FILPE siguiendo la normativa europea y la normativa foral; debe invertir al menos el 95 % de su patrimonio en activos determinados por la normativa comunitaria; y ningún inversor puede tener una participación del 15 % o más, con excepción de ciertos inversores institucionales.

### **Impuesto sobre el Patrimonio**

Exención plena: las participaciones en FILPE están exentas si se mantienen durante al menos cinco años (o en caso de fallecimiento) a contar desde la fecha de adquisición.

Reducción de la base imponible: solo en Vizcaya, y aplicable si la inversión es indirecta (a través de sociedades con una participación mínima del 5 %).

### **Impuesto sobre Sucesiones y Donaciones**

Las participaciones en FILPE están exentas si se heredan o reciben como legado y han estado en el patrimonio del causante al menos un año. Esto es especialmente beneficioso para herederos sin parentesco directo, ya que el tipo impositivo puede ser alto (hasta el 42,56 %).

---

## Régimen fiscal español: asunción de un marco específico para los FILPE y necesidad de reforma

La Ley 22/2014, 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, incluyen a los FILPE como un vehículo independiente, que no queda subsumido en las figuras ya existentes.

Esto tiene un importante impacto a nivel impositivo. Tomando como ejemplo el Impuesto de Sociedades, en cuyo artículo 50 se establece la exención al 99% de las rentas positivas que se obtengan en la transmisión de valores representativos de la participación en el capital en fondos propios de las entidades de capital riesgo. Al no haberse subsumido el FILPE en este concepto, queda automáticamente excluido de esta exención. Es necesario llevar a cabo reformas o aclaraciones que permitan hacer extensible la exención de la que se benefician las entidades de capital riesgo. Así mismo, en todos los demás impuestos; IRPF, patrimonio y sucesiones y donaciones, debe fomentarse este instrumento con un régimen fiscal que lo incentive. Los regímenes forales pueden ser una referencia en este proceso.

El desarrollo de los regímenes jurídicos permitirá una canalización más eficiente del ahorro de los inversores profesionales y minoristas hacia los objetivos de transición verde y transformación digital, facilitando la consecución de los objetivos estratégicos de España y la UE.

## RETOS TRIBUTARIOS: INVERSIONES PERSONAS FÍSICAS

La ley 18/2022, de creación y crecimiento de empresas (Ley Crea y Crece), que entró en vigor el 19 de octubre de 2022, fue una de las iniciativas de la XIV legislatura que tenía como objetivo la mejora del clima de negociación en España, junto con la Ley 28/2022, de fomento del ecosistema de las empresas emergentes (Ley de startups), y la reforma del Texto Refundido de la Ley Concursal. La Ley Crea y Crece tiene como objetivo facilitar la creación de nuevas empresas y reducir las trabas a las que se enfrentan en su crecimiento.

Una de las novedades introducidas, de especial importancia para la industria del capital privado, fue en el apartado 2 del artículo 75 de la Ley 22/2014, 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. A partir de la misma, las acciones o participaciones de las entidades de capital riesgo (ECR) se pueden comercializar entre inversores no profesionales cuando la realicen a partir de una recomendación personalizada de un intermediario que preste el servicio de asesoramiento, y siempre que, en el caso de que su patrimonio financiero no supere los 500.000 euros, la inversión sea como mínimo de 10.000 euros, y se mantenga, y no represente a su vez más del 10 % de dicho patrimonio. Esta alternativa a la exigencia de 100.000 euros de inversión inicial abre la puerta a los inversores minoristas y, dentro de estos, a las personas físicas a la inversión en capital privado.

Sin duda, este paso es esencial para avanzar en el cierre de la brecha de inversión de la economía española, y que a nivel europeo destaca el informe Draghi. No obstante, deben desarrollarse medidas de acompañamiento que permitan incentivar la inversión de las personas físicas en capital privado, especialmente en el ámbito fiscal. Desde SpainCap se aboga por dos reformas concretas en el IRPF: el establecimiento de una deducción por inversión en capital riesgo y la extensión de la ventaja fiscal del traspaso a las inversiones en capital riesgo.

## Establecimiento de una deducción por inversión en capital privado

El apartado 1 del artículo 68 de la Ley del IRPF establece la deducción por inversión en empresas de nueva o reciente creación. La Ley de startups introdujo modificaciones a esta deducción, incrementando el tipo de deducción del 30 al 50%, aumentando la base máxima de 60.000 a 100.000 euros, y ampliando a 5 años desde la constitución de la entidad con carácter general y a 7 años en sectores específicos el plazo para suscribir las acciones o participaciones.

Resulta claro que el objetivo de esta deducción, introducida por la Ley 14/2013, de apoyo a los emprendedores y su internalización, es impulsar a España como un hub de emprendimiento, atrayendo el capital y, en consecuencia, el talento empresarial. El ahorro de las familias es una fuente esencial para el cierre de la brecha de inversión, por lo que esta deducción se encuentra perfectamente alineada con los objetivos reflejados en el informe Draghi.

El enfoque en empresas de nueva o reciente creación se encuentra muy alineado con los ciclos de vida en los que invierte el capital privado, desde la fase semilla hasta que la empresa invertida alcanza su madurez y puede acceder a nuevas formas de financiación bancaria o alternativa. La experiencia de las gestoras de fondos de capital privado es un valor que beneficia enormemente a las personas físicas en su identificación de proyectos empresariales emergentes con capacidad de generar rentabilidad y en la gestión del riesgo. No parece adecuado que cuando la inversión de la persona física en una empresa se lleva a cabo a través de un fondo de capital privado se pierda el beneficio de la deducción por dos motivos principales: aleja a las personas físicas de inversiones con altas rentabilidades potenciales; y obstaculiza la asignación eficiente del ahorro a la inversión. Por eso, la propuesta de SpainCap es que la inversión en fondos de capital privado se beneficie de una deducción equivalente a la contemplada en el apartado 1 del artículo 68 de la Ley del IRPF.

## Diferimiento por reinversión

El artículo 94 de la Ley del IRPF establece la tributación de los socios o partícipes de las instituciones de inversión colectiva, y señala que cuando el importe obtenido como consecuencias del reembolso o transmisión de participaciones o acciones se destine a la adquisición o suscripción de otras acciones o participaciones, no se procederá a computar la ganancia o pérdida patrimonial en dos casos:

- En los reembolsos de participaciones en fondos de inversión.
- En las transmisiones de acciones de instituciones de inversión colectiva con forma societaria, siempre que el número de socios sea superior a 500 y que el contribuyente no haya participado en los últimos 12 meses en más del 5% del capital de la institución de inversión colectiva.

Conforme a la legislación actual, estos casos de diferimiento benefician exclusivamente a vehículos de inversión colectiva de tipo abierto. Es necesario llamar la atención sobre la no inclusión de la inversión en capital privado en el diferimiento por reinversión y de los incentivos negativos que provoca en los inversores personas físicas a la hora de decidir la asignación de su ahorro a la inversión.

En el caso de los regímenes fiscales de Álava y Vizcaya, el diferimiento por reinversión se ha extendido a los FILPE, concretamente los fondos europeos para el impulso de la innovación. No obstante, una vez que acertadamente se ha abierto la puerta a la inversión persona física al capital privado, conviene llevar a cabo una revisión integral que permita que las entidades de capital privado reguladas en la Ley 22/2014, así como los FILPE, sean igualmente compatibles con este diferimiento.



## RETOS EN EL SISTEMA DE PENSIONES

El informe Draghi señala que el desarrollo limitado de nuestro sistema financiero se convierte en una barrera para la creación y los procesos de scaleup de empresas innovadoras y, concretamente, señala al insuficiente desarrollo del capital privado como una de las claves de la brecha financiera que enfrentan las startups en la UE. Así mismo, el informe Draghi señala la necesidad de revisar las políticas de inversión de los planes de pensiones de la UE, que actualmente están subinvertidos en empresas privadas en comparación con sus homólogos fuera de la UE. Sin duda, esta revisión debe tener como uno de sus criterios principales garantizar que las startups, como base fundamental para liderar la transición digital y verde, cuenten con la suficiente inversión para madurar y ser competitivas, y para ello, tal y como señala el informe Draghi, el capital privado es una de las claves.

### Peso de las pensiones en el capital privado

En 2023, los fondos de pensiones en España representaron apenas el 6,6% de los nuevos recursos captados por el capital privado, es decir, 172 millones de euros sobre un total de 2.702 millones de euros. Esto los sitúa como la sexta fuente de recursos, detrás de family offices, inversiones públicas, fondos de fondos, corporaciones no financieras y otros gestores de activos. Además, del total captado por fondos de pensiones, solo un 35,3% proviene de fondos de pensiones nacionales, subrayando una dependencia de fondos externos en este tipo de inversión.

A nivel europeo, el porcentaje de nuevos recursos aportados por fondos de pensiones al capital privado es notablemente mayor, alcanzando un 24%, según datos de Invest Europe. Esto se traduce en 132.900 millones de euros, posicionando a los fondos de pensiones como la principal fuente de recursos para la industria de capital privado en Europa. La diferencia con España, en donde el porcentaje es considerablemente inferior, evidencia una brecha que justifica la necesidad de implementar reformas ambiciosas para alinear a España con el promedio europeo.

### Beneficios de la inversión de los fondos de pensiones en capital privado

#### Rentabilidad

El II Estudio de la Rentabilidad de los Fondos de capital privado en España 2022 (+), realizado por SpainCap y EY, comparó la rentabilidad de los fondos de capital privado con otros tipos de activos. Entre 2006 y 2022, el rendimiento neto anualizado de los fondos de capital privado en España fue del 11,3%. Por su parte, los fondos de Venture Capital registraron una rentabilidad del 12,8%, mientras que los fondos de Private Equity tuvieron un rendimiento del 11%. Esto contrasta favorablemente con los índices IBEX 35 y Euro Stoxx 600, que en el mismo período alcanzaron rendimientos netos anualizados de solo el 2,8% y el 6,5%, respectivamente. Otros activos alternativos, como el índice Credit Suisse Hedge Fund (3,4%), bonos españoles a 10 años (2,9%) o el índice de vivienda (5,6%), también quedaron por debajo en términos de rentabilidad, demostrando que el capital privado en España supera en retorno a diversas opciones de inversión.

#### Diversificación

Tal y como señala el CFA Institute, el capital privado puede proporcionar un beneficio de diversificación moderado a un porfolio de renta variable y renta fija cotizadas. Varios estudios muestran que los fondos de capital privado ofrecen beneficios importantes para la diversificación de las carteras de inversión, tal y como señala la British Private Equity and Venture Capital Association (BVCA) (+):

- Los fondos privados permiten acceder a diferentes fuentes de riesgo y potenciales beneficios que no obtendrían en los mercados públicos.
- Incluir inversiones en fondos de capital privado mejora los rendimientos promedio y reduce la volatilidad, mejorando así la relación riesgo-retorno.
- Los grandes fondos con grandes inversiones en activos alternativos superan significativamente a las carteras más tradicionales.

## Impacto de la inversión del capital privado

El capital privado ha demostrado ser un motor de desarrollo en sectores estratégicos y para el tejido empresarial, con especial énfasis en las pymes, fundamentales en el ecosistema económico español. En el estudio *Venture Capital & Private Equity activity en España 2024 (+)* se reflejan los datos de 2023 cuyas cifras más significativas ya han sido expuestos en el apartado Claves del capital privado de este informe.

La inversión en sectores clave como la medicina, que recibió 2.100 millones (31,3%), la biotecnología y la ingeniería genética con 461,6 millones (6,9%), y los productos y servicios industriales con 1.618 millones (24,1%) destacó en 2023. Sectores como la informática también destacaron, con una inversión de 544,2 millones en 2023, aunque en años anteriores ocupó posiciones aún más prominentes, alcanzando los 2.430 millones en 2021 (32,09%).

A nivel territorial, las inversiones de capital privado se concentran en los tres principales hubs de innovación del país: Comunidad de Madrid (33,9%), Comunidad Valenciana (24,1%) y Cataluña (21%). Este capital impacta especialmente en las pymes, con una gran proporción de operaciones en empresas de menor tamaño, siendo las pymes responsables de buena parte del empleo nacional.

En cuanto a la inversión de impacto, la UE ha implementado el marco regulatorio para los Fondos de Emprendimiento Social Europeo (FESE), facilitando la captación de capital y asegurando normas comunes en este sector.

## Propuesta de impulso de la presencia de los fondos de pensiones en el capital privado

Considerando la baja participación de los fondos de pensiones en el capital privado en España, es crucial promover políticas que eleven su peso en este tipo de inversiones. Las ventajas de diversificación y la alta rentabilidad que el capital privado ofrece, junto con la necesidad estratégica de cerrar el déficit de inversión en startups y empresas con potencial de crecimiento, respaldan esta propuesta.

El Informe Draghi resalta que todos los Estados miembros deben movilizar capital desde los sistemas de pensiones para impulsar la competitividad europea. Inspirándose en el modelo francés, SpainCap sugiere implementar un porcentaje mínimo de inversión en capital privado para los fondos de pensiones en España, adaptado a diferentes perfiles de riesgo y horizontes de jubilación. La sostenibilidad del sistema de pensiones y el bienestar a largo plazo de las familias dependen de maximizar los retornos con un riesgo controlado, y el capital privado puede cumplir una función estratégica que aún no ha sido desarrollada en su totalidad en España.

## Caso francés: nueva ley sobre industria verde

La Ley nº 2023-973, de 23 de octubre de 2023, sobre la industria verde (+) ha supuesto, entre otros aspectos, orientar a los seguros de vida, los contratos de capitalización, y los planes de ahorro para la jubilación hacia el capital privado. A fecha de 31 de diciembre de 2021, sólo el 2,5% del PER se invertiría en pymes o empresas de mediana capitalización, conforme a los datos del Senado francés. El objetivo es doble: democratizar el acceso a la inversión en activos alternativos, que ofrecen los mejores niveles de rentabilidad; y lograr una asignación más eficiente del ahorro a la inversión en empresas emergentes innovadoras con un alto potencial de crecimiento.

De conformidad con dicha Ley, el 5 de julio de 2024 se publica en el Diario Oficial la Orden de 1 de julio de 2024, por la que se modifica la orden de 7 de agosto de 2019 por la que se implementa la reforma del ahorro para el retiro. Esta Orden establece reglas para la gestión dirigida y la distribución de los activos de los fondos de los PER en capital privado en función del horizonte de jubilación y del perfil de riesgo del pensionista (calculados conforme a los criterios del Reglamento Delegado (UE) 2017/653). Las obligaciones de inversión mínima en capital privado son las siguientes:

Horizonte de jubilación / Perfil de riesgo	> 20 años	> 15 años	> 10 años	> 5 años
Prudente	6%	4%	2%	N/A
Equilibrado	8%	6%	5%	3%
Dinámico	12%	10%	7%	5%
Ofensivo	15%	12%	9%	6%

Salvo que el titular decida expresamente lo contrario, en cuyo caso puede elegir sus propios activos subyacentes u métodos de gestión alternativos, los fondos se asignarán conforme a estos criterios de inversión mínima en capital privado.

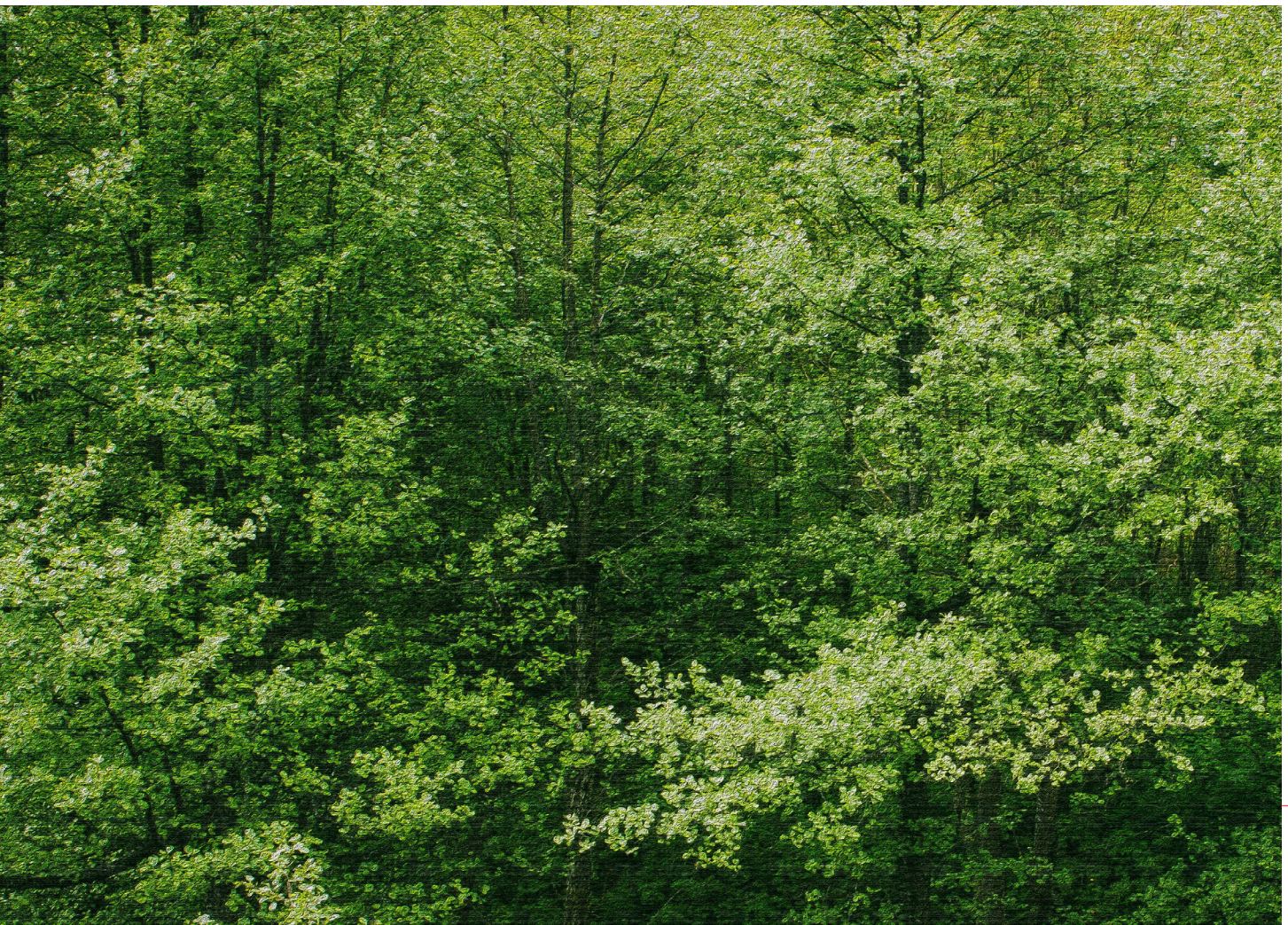
Los porcentajes se invierten en: organismos de inversión colectiva (*organismes de placement collectif*, OPC) que inviertan principalmente, de forma directa o indirecta, en activos no cotizados; y en sociedades de capital riesgo (*sociétés de capital-risque*, SCR). Francia se pone así un paso por delante al introducir un marco regulatorio que avanza hacia una asignación eficiente del ahorro a la inversión, teniendo en cuenta la combinación de rentabilidad y riesgo, y potenciando la afluencia de inversión privada a empresas emergentes innovadoras con elevado potencial de crecimiento y que serán fundamentales para lograr los objetivos de transición digital y verde.

## Propuesta de establecimiento de un porcentaje mínimo de inversión de los fondos de pensiones en capital privado en España

Francia tuvo que recurrir a una reforma legislativa para implementar su nuevo modelo de inversión en fondos de pensiones. España, sin embargo, cuenta con la ventaja de un marco legal flexible que permite establecer objetivos mínimos de inversión sin requerir cambios legislativos profundos. El párrafo segundo del apartado 1 del artículo 16 del Texto Refundido de la Ley de Regulación de los Planes y Fondos de Pensiones ya exige que al menos un 70% del activo del fondo se invierta en activos financieros contratados en mercados regulados, depósitos bancarios, créditos hipotecarios y/o bienes inmuebles. No obstante, el apartado 2 de este mismo artículo permite que, mediante reglamento, se fijen otros porcentajes mínimos de inversión en categorías amplias de activos con el fin de garantizar la liquidez o solvencia del fondo.

Por tanto, bastaría con un Real Decreto para reformar el Reglamento de Planes y Fondos de Pensiones y dar paso al nuevo modelo. La modificación del artículo 72, que establece los criterios de diversificación, dispersión y congruencia de las inversiones, sería clave, dado que actualmente limita al 30% del activo del fondo la inversión en valores e instrumentos financieros no aptos para el comercio generalizado e impersonal. SpainCap ya ha señalado anteriormente que el mínimo obligatorio del 70% es alto en comparación con otras jurisdicciones, pero reconoce la dificultad de revisar este aspecto, dado su carácter de ley.

Dentro del margen actual, se podría añadir en el artículo 72 la obligación de incluir, salvo oposición explícita del pensionista, un porcentaje predeterminado de inversión en capital privado, adaptado al perfil de riesgo del inversor y al horizonte de tiempo hasta su jubilación. Dado el carácter necesariamente dinámico de los límites mínimos de inversión que se establezcan, sería adecuado que su desarrollo se llevase a cabo mediante una Orden Ministerial.



---

## RETOS EN EL FOMENTO DE LA INVERSIÓN DE IMPACTO: APRENDIZAJE DE LOS FONDOS 90/10

España se encuentra en un momento crucial para avanzar hacia marcos regulatorios que fomenten la inversión de impacto en sectores social y ambientalmente sostenibles, áreas que, tal y como refleja el informe Draghi, presentan un notable déficit de financiación y una gran necesidad de asesoramiento estratégico. La inversión de impacto es una estrategia que, además de buscar rentabilidad financiera, prioriza generar impactos sociales y medioambientales positivos. En un contexto de creciente preocupación por la sostenibilidad y la justicia social, este tipo de inversión se perfila como un motor potencial para el desarrollo de proyectos con alta repercusión en la sociedad y el medio ambiente.

En los últimos años, España ha demostrado un interés creciente en el desarrollo de la inversión de impacto. La inversión de impacto, promovida tanto por la regulación como por el compromiso del sector privado, ha ganado terreno, particularmente a través del impulso del capital privado. La inversión de impacto se define de múltiples formas, pero, en esencia, se refiere a aquella inversión que persigue simultáneamente resultados financieros e impactos positivos medioambientales o sociales.

Algunas de las definiciones más reconocidas de inversión de impacto son las siguientes: para la Global Impact Investing Network (GIIN), la inversión de impacto es aquella realizada con la intención de generar un efecto social y ambiental positivo y medible junto con un retorno financiero; la Impact Management Platform (IMP) sostiene que esta inversión es la que realiza una contribución profunda y de largo plazo a un reto específico desatendido; GSG Impact define la inversión de impacto como una optimización medible del riesgo, la rentabilidad y el impacto en beneficio de las personas y el planeta; y para Impact Europe, se trata de combinar criterios de impacto social, rentabilidad financiera y riesgo asociado. Todas estas definiciones reflejan un interés común por transformar la inversión en una herramienta para la mejora del entorno social y medioambiental.

### Un modelo para España de fomento de inversión de impacto: Ley Fabius

La economía solidaria abarca empresas, organizaciones y proyectos cuyo propósito principal es el bienestar de la comunidad, en lugar de la maximización de beneficios individuales. Francia, un país pionero en la promoción de este modelo, estableció en 2001 la Ley Fabius o *Loi sur les Nouvelles Régulations Économiques* (NRE), que introdujo un marco regulatorio para impulsar el desarrollo de las finanzas solidarias. Esta ley, referente en inversión responsable, obligó a los planes de ahorro de empresa a incluir al menos un fondo de inversión solidario, lo cual dio origen a los fondos 90/10: fondos que destinan entre el 5 % y el 10 % de sus activos a inversiones de impacto social o ambiental positivo.

En 2003, la Ley Fillon creó los planes de ahorro colectivo para la jubilación, conocidos como PERCO. Estos planes de ahorro voluntario, de aportación definida y financiados tanto por los empleados como por los empleadores, establecieron la obligación de ofrecer fondos 90/10 a los beneficiarios del PERCO. Más tarde, en 2008, la Ley de Modernización de la Economía consolidó la normativa, imponiendo la obligación de incluir al menos un fondo solidario en todos los planes de pensiones del sector privado. En los últimos años, esta normativa se ha extendido también a las aseguradoras, que ahora deben ofrecer al menos una opción de inversión solidaria en los seguros de vida.

Estos fondos 90/10 tienen especial relevancia en el contexto de la *épargne salariale* (ahorro salarial) en Francia. Representaron más del 68 % de la inversión solidaria del país en 2020, con un patrimonio que superaba los 13,7 mil millones de euros, siendo la principal fuente

de ahorro solidario accesible para los trabajadores. Aunque están mayoritariamente financiados por el ahorro salarial, su alcance se amplió con la Ley Pacte de 2019, que facilitó su inclusión en otros vehículos de inversión, como los seguros de vida.

Los fondos 90/10 distribuyen sus activos en dos partes: entre un 90 % y un 95 % se invierte en activos tradicionales que cumplen criterios de inversión socialmente responsable (ISR), mientras que entre el 5 % y el 10 % se asigna a inversiones de tipo solidario. Este componente solidario se destina a tres tipos principales de entidades:

**Empresas solidarias:** organizaciones que producen bienes o servicios con un fuerte valor social o ambiental.

**Instituciones de financiamiento solidario:** intermediarios que financian proyectos de alto impacto social o ambiental y ofrecen asesoría a iniciativas solidarias.

**Actores de solidaridad internacional:** instituciones de microfinanzas y fondos que brindan servicios financieros a comunidades sin acceso a la banca tradicional.

El porcentaje de entre el 5 y el 10% que los fondos 90/10 deben invertir en la economía solidaria se puede hacer a través de los siguientes instrumentos:



### Capital privado

Dentro de los fondos 90/10, el capital privado juega un papel esencial en el cumplimiento de los requisitos de inversión solidaria.



### Bonos Verdes o Sociales

Inversiones en bonos emitidos por entidades que financian proyectos sostenibles, como infraestructura verde o programas sociales.



### Inversiones en Infraestructura Sostenible

Proyectos de energías renovables, movilidad sostenible o eficiencia energética, que suelen tener un impacto positivo y alinearse con los criterios ESG.



### Acciones de Empresas Cotizadas con Compromiso medioambiental, social o de gobernanza (ESG)

En algunos casos, las acciones de empresas grandes, si estas cumplen con altos estándares de sostenibilidad, pueden ser parte de este 10%.

El capital privado facilita la financiación de entidades no cotizadas con alto impacto social y ambiental, como empresas sociales y de microfinanzas, proyectos de energías renovables y agricultura ecológica. Estas inversiones buscan apoyar a empresas en etapas iniciales o en sectores que necesitan capital de crecimiento, con un enfoque dirigido a mejorar la utilidad social o ambiental del dinero invertido.

En la práctica, el capital privado en los fondos 90/10 permite a los inversores combinar rentabilidad y responsabilidad social. Al incluir proyectos de economía solidaria, el capital privado contribuye a diversificar la cartera de los fondos y a garantizar que, aunque haya un componente de riesgo más elevado, los fondos puedan sostener inversiones con impacto social en sectores estratégicos para el desarrollo sostenible.

## Avances en España en inversión de impacto, margen de mejora y potenciales beneficios.

En 2013, la UE estableció el marco regulatorio para los Fondos de Emprendimiento Social Europeo (FESE). En España, dichos fondos y sus sociedades gestoras están regulados por la Ley 22/2014, que fue actualizado en la anterior legislatura por la Ley 18/2022, de creación y crecimiento de empresas.

SpainCap tomó la iniciativa de impulsar la inversión de impacto primero entrando a formar parte ya en 2004 de la entonces European Venture Philanthropy Association (EVPA) y hoy Impact Europe, y posteriormente dando la bienvenida a la Asociación a nuevos actores en el mercado de capital privado: las gestoras de capital privado especializadas en la inversión de impacto.

Por otro lado, instrumentos/vehículos como los gestionados por ICO y COFIDES muestran también desde el sector público el compromiso de España con la inversión de impacto. No obstante, es necesario evolucionar el marco regulatorio en este ámbito. La aprobación de un marco legislativo que regule y promueva la inversión de impacto, inspirado la Ley Fabius francesa, sería una iniciativa a seguir. Este marco debería incluir incentivos fiscales para aquellos fondos, incluyendo fondos que destinen un porcentaje de sus recursos a proyectos de impacto social, así como para los instrumentos financieros que permitan la canalización de recursos hacia estos sectores, como los fondos de capital privado. Los principales impactos serían:

**Aumento en la captación de fondos solidarios:** siguiendo el ejemplo francés, un marco normativo que promueva el ahorro solidario permitiría canalizar un mayor volumen de capital hacia proyectos de impacto social. Esto no solo beneficiaría a los sectores de impacto, sino que también generaría una mayor confianza en la sociedad hacia este tipo de inversión, atrayendo a un número creciente de ciudadanos interesados en generar externalidades positivas con sus inversiones.

**Desarrollo de nuevas competencias en la gestión de fondos de impacto:** la implementación de un modelo 90/10 en España podría impulsar la especialización en la gestión de activos solidarios, favoreciendo la creación de competencias en la gestión de inversiones con objetivos de impacto social. Esto permitiría que las gestoras de fondos en España desarrollen experiencia y conocimiento en un sector en expansión, lo cual mejoraría la calidad de la gestión de estos fondos y aumentaría la capacidad del país para atraer inversores internacionales enfocados en proyectos de impacto.

**Fortalecimiento de la economía social y solidaria:** el modelo 90/10 podría consolidarse en España como una herramienta de financiación estable para el sector de la economía social, promoviendo la creación de empleo en sectores estratégicos y fomentando la cohesión social. En un contexto en el que la demanda de soluciones sostenibles está en aumento, este tipo de marco regulatorio permitiría canalizar recursos hacia proyectos que contribuyan al desarrollo de una economía más inclusiva.

## 07 Conclusiones

# Propuestas para reforzar la contribución del capital privado a los retos estratégicos de la UE

Los retos estratégicos marcados por la UE en materia de competitividad, transición ecológica y transformación digital exigen la movilización del capital. El capital privado es una industria líder de financiación alternativa a las empresas disruptivas que deben liderar los procesos de cambio en nuestras economías. SpainCap propone diferentes medidas en el ámbito UE de cara a la nueva legislatura alineadas con las medidas propuestas por Invest Europe.

- 1. IMPULSAR LA INVERSIÓN EN CAPITAL PRIVADO DE PLANES DE PENSIONES Y ASEGURADORAS**
- 2. FACILITAR EL ACCESO DEL INVERSOR MINORISTA AL CAPITAL PRIVADO**
- 3. ELIMINAR OBSTÁCULOS A LA INVERSIÓN EXTRANJERA EN CAPITAL PRIVADO**
- 4. COMPLETAR LA UNIÓN DE MERCADOS DE CAPITALES**
- 5. FORTALECER EL PAPEL DE LAS INSTITUCIONES FINANCIERAS PÚBLICAS Y LA COLABORACIÓN PÚBLICO-PRIVADO**
- 6. AVANZAR EN LOS REPORTES DE SOSTENIBILIDAD**
- 7. MODIFICAR EL CONCEPTO DE CONTROL DE CARA A LAS EMPRESAS PARTICIPADAS POR EL CAPITAL PRIVADO**
- 8. FINANCIAR LA INNOVACIÓN EN SECTORES ESTRATÉGICOS: DEFENSA, ESPACIO Y BIOTECNOLOGÍA**
- 9. FOMENTAR LA INVERSIÓN DE IMPACTO**

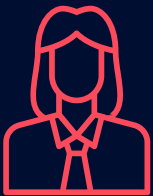


España en la XIV legislatura realizó varios pasos adelante fundamentales en la mejora del clima negocios. No obstante, la actual legislatura debe continuar con el ritmo de reformas para que España esté a la altura de los retos estratégicos identificados en materia de transición ecológica, transformación digital y competitividad. En este sentido, la industria del capital privado tiene que seguir siendo potenciada como mecanismo de asignación eficiente del ahorro a la inversión, para lo que son necesarias diversas reformas que permitan desarrollar su potencial.



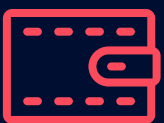
### **Establecimiento de un régimen fiscal específico**

**para los FILPE:** el nuevo régimen FILPE 2.0 supone un avance en flexibilidad. No obstante, España no cuenta con un régimen fiscal específico para estos vehículos salvo en las provincias autónomas de Álava y Vizcaya. Es necesario modificar la Ley del IS para que los FILPE tengan el mismo tratamiento que a las entidades de capital riesgo (ECRs) en el Impuesto de Sociedades.



### **Incentivos al inversor persona física para invertir en capital privado:**

se proponen dos medidas: articular una deducción por inversión en capital riesgo en la base imponible del IRPF, en línea con la deducción por inversión en empresas de nueva o reciente creación (apartado 1 del artículo 68 de la Ley del IRPF); y permitir el diferimiento fiscal para las inversiones en capital riesgo, en línea con las instituciones de inversión colectiva que para las que está contemplado (artículo 94 de la Ley del IRPF).



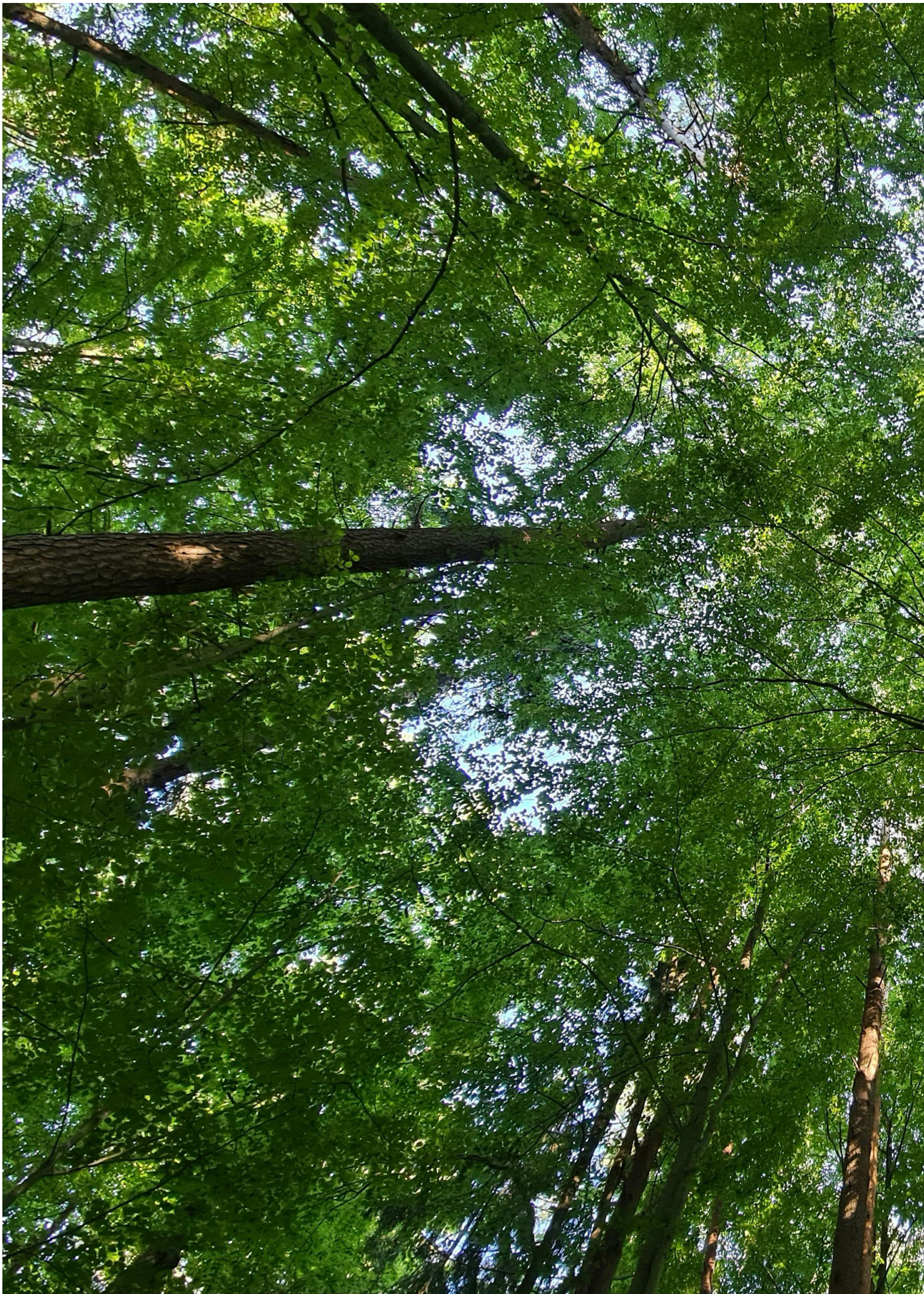
### **Inversión mínima de los fondos de pensiones en capital privado:**

ante la baja inversión en capital privado por parte de fondos de pensiones en España, y ante las ventajas en rendimiento, diversificación e impacto que supone, se propone una normativa que establezca un porcentaje mínimo de inversión en capital privado inspirada en el modelo francés, permitiendo así una asignación más eficiente del ahorro a sectores clave para la transición verde y digital.



### **Impulso de la inversión de impacto:**

se propone fomentar la inversión de impacto inspirada en el modelo francés de fondos 90/10, que destina un 5-10% a proyectos con impacto social o ambiental, para lo que el capital privado cumple una función central. SpainCap sugiere que España adopte un marco regulatorio similar, incluyendo incentivos fiscales para fondos que apoyen iniciativas sostenibles. Esto permitiría captar más capital para proyectos de impacto social y fortalecería la economía solidaria y sostenible en España.





La Asociación SpainCap representa a la industria del *Private Equity & Venture Capital* en España y a sus inversores, lo que incluye a aseguradoras y fondos de pensiones. Tiene como uno de sus objetivos el establecimiento de un marco regulatorio adecuado para el sector pues, además de conectar a todos los miembros del sector en España, SpainCap también representa sus intereses ante las autoridades, medios de comunicación y opinión pública a nivel nacional e internacional, participando en alianzas y sinergias en Europa y América Latina.

La Asociación emite comunicaciones de forma regular acerca del impacto positivo de su actividad sobre el tejido industrial y la creación de empleo, y proporciona estadísticas e información actualizada sobre la evolución de la industria. SpainCap también organiza cursos de formación, eventos y mesas redondas para los socios y público en general con el fin de difundir y reforzar la contribución del capital privado para la economía y el crecimiento de las pymes y startups en España, y también para impulsar la sostenibilidad entre sus socios.

SpainCap agrupa a más de 170 firmas nacionales e internacionales de Venture Capital & Private Equity, y con 100 proveedores de servicios y 25 inversores institucionales, difunde y garantiza los estándares profesionales entre sus miembros: la transparencia, las buenas prácticas y el buen gobierno.

Diciembre de 2024



**SPAINCAP**

Capital por un Futuro Sostenible

<https://spaincap.org/>

C. del Príncipe de Vergara, 55, Salamanca, 28006 Madrid  
914 11 96 17