

PL

PL

PL



KOMISJA WSPÓLNOT EUROPEJSKICH

Bruksela, dnia 21.12.2007
KOM(2007) 853 wersja ostateczna

**KOMUNIKAT KOMISJI DO RADY, PARLAMENTU EUROPEJSKIEGO,
EUROPEJSKIEGO KOMITETU EKONOMICZNO-SPOŁECZNEGO ORAZ
KOMITETU REGIONÓW**

Usuwanie przeszkód w transgranicznych inwestycjach funduszy *venture capital*

{SEK(2007)1719}

1. FINANSOWANIE WZROSTU I INNOWACJI

W bardzo konkurencyjnej gospodarce globalnej poprawa dostępu małych i średnich przedsiębiorstw (MŚP) do finansowania jest niezbędnym czynnikiem poprawy konkurencyjności i realizacji celów **lizbońskiego partnerstwa na rzecz wzrostu gospodarczego i zatrudnienia**.

Zgromadzenie kapitału jest jednym z warunków wstępnych udanego założenia przedsiębiorstwa i jego dalszego rozwoju. Środki własne i finansowanie dłużne to często za mało dla **MŚP na wczesnym etapie rozwoju lub w przypadku dużego potencjału rozwoju**. Wielu inwestorów nie chce inwestować w takie przedsiębiorstwa w związku z wysokimi kosztami transakcji oraz przeświadczeniem, że oczekiwane zyski nie skompensują ryzyka. Przedsiębiorstwa takie najczęściej poszukują **kapitału venture**¹, który zapewnia im wysokość finansowania konieczną do wejścia na rynek i szybszego rozwoju. Kapitał *venture* to wprawdzie tylko jeden instrument z szerokiej gamy innych form inwestycji, jest on jednak niezbędny w rozwoju innowacyjnych przedsiębiorstw.

Podział rynku *venture capital* w Unii Europejskiej, wyznaczony granicami państw członkowskich, poważnie ogranicza podaż kapitału wczesnego etapu rozwoju dla innowacyjnych MŚP. W związku z tym w państwach członkowskich, gdzie rynek dopiero się formuje, fundusze *venture capital* mają problem z osiągnięciem **masy krytycznej**, koniecznej do obniżenia ryzyka portfela i pokrycia kosztów. Uproszczenie transakcji transgranicznych może pomóc w pokonaniu tej bariery i poprawić ogólną podaż kapitału wczesnego etapu rozwoju.

W komunikacie „Finansowanie rozwoju MŚP – tworzenie europejskiej wartości dodanej”² z czerwca 2006 r. Komisja określiła szereg działań mogących pomóc MŚP w **poprawie dostępu do finansowania**, w szczególności na wczesnym etapie ich rozwoju, zarówno na poziomie UE, jak i krajowym. Uproszczenie transgranicznych inwestycji *venture capital* było jednym z głównym celów, przy czym Komisja wezwała do usuwania barier regulacyjnych i podatkowych.

Chcąc uzyskać lepszy wgląd w rozwój innowacji i finansowania przez kapitał podwyższonego ryzyka, Rada ds. Gospodarczych i Finansowych na posiedzeniu w październiku 2006 r. wezwała państwa członkowskie do przekazania, w ramach **krajowych programów reform**, sprawozdania na temat krajowego otoczenia regulacyjnego i zwróciła się z wnioskiem do Komisji o dalsze badanie warunków inwestycji *venture capital* na wczesnym etapie rozwoju.

Ponadto Rada ds. Konkurencyjności na posiedzeniu w grudniu 2006 r. między innymi wezwała **Komisję do złożenia sprawozdania** na temat przeszkód w transgranicznych inwestycjach dla funduszy *venture capital*.

Przygotowując niniejszy komunikat, Komisja przeprowadziła konsultacje zarówno z państwami członkowskimi, jak i podmiotami działającymi na rynku. Dołączone do komunikatu **sprawozdanie grupy eksperckiej** z marca 2007 r. na temat „*Usuwania*

¹ Słownik w załączniku.

² COM(2006) 349 z 29.6.2006.

przeszkód w transgranicznych inwestycjach funduszy venture capital” zawiera analizę przeszkód i proponuje rozwiązania dla funduszy *venture capital* inwestujących na obszarze Europy.

2. ROLA KAPITAŁU VENTURE DLA INNOWACYJNYCH MŚP

2.1. Potencjał gospodarczy kapitału *venture*

Innowacyjne MŚP mają pozytywny wpływ na konkurencyjność w Europie, jednak mają one poważne problemy z dostępem do finansowania niezbędnego do rozpoczęcia działalności, rozwoju i konkurowania na globalnych rynkach. Poprawa dostępu do inwestycji typu *venture* pomogłaby im lepiej wykorzystać technologie i konkurować w skali globalnej.

Innowacyjne MŚP stanowią stosunkowo niski odsetek w łącznej liczbie MŚP, jednak mają duży potencjał pod względem korzyści dla tworzenia nowych miejsc pracy i technologii. Wyniki badań dowodzą, że kapitał *venture* znacznie przyczynia się do **tworzenia miejsc pracy**. Z niedawno opublikowanego badania³ wynika, że przedsiębiorstwa w UE, korzystające z kapitału *private equity* i *venture*, przyczyniły się do utworzenia miliona nowych miejsc pracy w latach 2000-2004; ponad 60 % tych miejsc pracy zostało utworzonych przez przedsiębiorstwa, które korzystały z kapitału *venture*; zatrudnienie w tych przedsiębiorstwach rosło w skali 30 % rocznie.

Ponadto przedsiębiorstwa innowacyjne i nastawione na rozwój, który uzyskały wsparcie kapitału *venture*, przeznaczają średnio 45 % łącznych wydatków **na B+R**, czyli 3,4 mln EUR w przeliczeniu na jedno przedsiębiorstwo i 50,5 tys. EUR w przeliczeniu na pracownika, tak więc sześć razy więcej niż w 500 przedsiębiorstwach wydających najwięcej na B+R w UE-25.

W badaniach ekonometrycznych odnotowano również pozytywny wpływ kapitału *venture* na **wzrost gospodarczy**. W przeprowadzonej niedawno analizie⁴ oszacowano, że wzrost inwestycji na etapie kapitału *venture* o 0,1 % PKB przyczynia się do podniesienia poziomu rzeczywistego wzrostu gospodarczego o cały jeden punkt procentowy.

Ponadto kapitał *venture* staje się coraz ważniejszy w kontekście **trwałości środowiska naturalnego** (w 2006 r. zgromadzono w tym kontekście 1,25 mld EUR).⁵ Fundusze *venture capital* inwestują w trwałość środowiska kwoty rzędu 1-5 mln EUR, koncentrując się najczęściej na inwestycjach wczesnego etapu i typowych inwestycjach w energię odnawialną i technologie ekologiczne.

2.2. Niedawne zmiany i wyzwania

Po kryzysie związanym „upadkiem dotcomów” w 2000 r. europejski sektor *venture capital* zaczął ponownie rozwijać się od 2004 r. i osiągnął bardzo wysokie notowania w 2006 r.⁶ – z łącznej kwoty 112 mld EUR **zgromadzonych** środków, 17 mld EUR zostało przeznaczonych

³ „Employment Contribution of PE and VC in Europe”, EVCA Publication, październik 2005 r.

⁴ „Venture Capital in Europe: Spice for European Economies” T. Meyer, Deutsche Bank Research, październik 2006

⁵ „Venture Capital for Sustainability 2007”, Eurosif, 2007

⁶ „Annual Survey of Pan-European Private Equity & Venture Capital Activity”, EVCA Yearbook 2007

na kapitał *venture*, co stanowi wzrost o 60 % w porównaniu z poziomem z 2005 r. Z 71 mld EUR łącznie **zainwestowanego** kapitału, inwestycje *venture capital* stanowiły 17,2 mld EUR, co stanowi łączny wzrost o 36 % w porównaniu z wcześniejszym rokiem.

W danych z 2006 r. widać wprawdzie znaczny wzrost inwestycji w kapitał załączkowy, jednak większa część inwestycji *venture capital* nadal przeznaczana jest na kapitał na etapie rozwoju działalności. Głównym wyzwaniem jest stworzenie otoczenia, w którym **inwestycje w kapitał załączkowy** mogą być utrzymane na wysokim poziomie pomimo cyklicznego charakteru kapitału *venture*.

Inny rodzaj trudności polega na tym, że potencjał rozwojowy jest ograniczony **niską kwotą** pojedynczej transakcji w inwestycjach typu *venture*. Przeciętna wartość jednej transakcji w tego typu inwestycjach wynosi zaledwie 0,4 mln EUR w porównaniu z 2,2 mln EUR w Stanach Zjednoczonych.

Należy również zwrócić uwagę na fakt, że w Europie nastąpił wprawdzie wzrost inwestycji w nowo powstające przedsiębiorstwa zajmujące się **technologiami ekologicznymi**, jednak w Stanach Zjednoczonych wartość inwestycji tego typu wzrosła ponad dwukrotnie w ciągu ostatnich dwóch lat i jest obecnie cztery razy wyższa niż w UE. Wyzwaniem dla Europy jest zatem generowanie zyskowych inwestycji w technologie ekologiczne, aby zapewnić ich dalszy rozwój⁷.

3. PODZIAŁ RYNKU OGRANICZA ROZWÓJ KAPITAŁU VENTURE

Obecnie potencjał rynków kapitałowych UE nie jest w pełni wykorzystany i nie zapewniają one wystarczającej ilości kapitału dla MŚP w ich wczesnych fazach rozwoju. Do głównych przyczyn **nieprawidłowości w funkcjonowaniu rynku** należą: brak tradycji w zakresie inwestycji kapitałowych, problemy z przepływem informacji, podzielony rynek i wysokie koszty.

Stopień rozwoju rynków *venture capital* jest **różny**. W większych państwach członkowskich, cechujących się dojrzałością rynków, **fundusze sektorowe** stają się coraz bardziej powszechne; fundusze te mogą korzystać z poprawy warunków w zakresie inwestycji transgranicznych oraz gromadzenia środków na jednolitym rynku. Na rynkach będących we wczesnej fazie rozwoju funkcję katalizatora rozwoju rynku pełnią **fundusze krajowe** z udziałem inwestorów publicznych. Jednak na mniejszych, kształtujących się dopiero rynkach *venture capital*, fundusze mają trudności w rozwoju, specjalizacji i osiągnięciu **krytycznej masy transakcji**.

Ponadto **rozbieżne kierunki polityki w poszczególnych krajach** prowadzą do znacznego podziału rynku, co ma **negatywny wpływ na gromadzenie środków i inwestycje** w obrębie UE. Fundusze *venture capital* i ich menedżerowie podlegają krajowym procedurom i regulacjom. Fundusze, które mogłyby rozwijać swój portfel inwestycyjny poza granicami kraju, napotykać więc na przeszkody natury operacyjnej i regulacyjnej.

⁷ Znaczna część środków we wspólnotowym programie ramowym na rzecz konkurencyjności i innowacji (CIP) jest przeznaczonych na wsparcie eko-innowacyjnych MŚP.

Na podzielonym rynku *venture capital*, funkcjonującym obecnie w **27 różnych otoczeniach regulacyjnych**, transgraniczne operacje funduszy są coraz bardziej złożone i mniejsze fundusze unikają prowadzenia działalności poza granicami własnego kraju.

4. LEPSZE WARUNKI DLA KAPITAŁU VENTURE

4.1. Tworzenie warunków ramowych

W komunikacie poświęconym szeroko zakrojonej strategii innowacyjnej⁸ stwierdzono, że niedoskonałość warunków ramowych, jak również bariery na rynku wewnętrznym, w tym między innymi niska dostępność kapitału *venture*, są przeszkodą na drodze do mobilności kapitału, co pozbawia przedsiębiorstwa możliwości pełnego skorzystania z możliwości inwestycyjnych, jak również ogranicza potencjał innowacyjny UE.

W krajowej polityce można wprowadzać zachęty dla sektora *venture capital*, jak również promować inwestycje w innowacyjne MŚP. **Współfinansowanie publiczne** może w szczególności rozwiązać problemy związane z dostępem do kapitału załączkowego, zmniejszyć lukę finansową oraz pomóc w rozwoju rynku *venture capital*, przy czym istotne tutaj są różnice w stopniu rozwoju rynków *venture capital* w różnych państwach członkowskich.

Ukierunkowana, horyzontalna pomoc państwa może również odgrywać rolę w sprzyjaniu inwestycjom prywatnym. W nowych wspólnotowych zasadach ramowych dotyczących pomocy państwa na działalność badawczą, rozwojową i innowacyjną⁹ **pomoc państwa dla nowo powstałych innowacyjnych przedsiębiorstw** pozwala wspierać MŚP podczas pierwszych lat ich istnienia, umożliwiając im pokonanie początkowych problemów z płynnością finansową i brakiem dostępu do finansowania, jak również ułatwiając ich rozwój. Z kolei nowe wytyczne w sprawie **pomocy państwa na wspieranie inwestycji kapitału podwyższonego ryzyka** w MŚP¹⁰ opisują procedurę uproszczonej oceny obejmującą między innymi podwyższenie progu inwestycji, wynoszącego 1,5 mln EUR na jedno MŚP przez okres 12 miesięcy; dla wartości poniżej tego progu Komisja zakłada istnienie nieprawidłowości w funkcjonowaniu rynku.

Ponadto ważnym aspektem każdej inwestycji *venture capital* jest strategia wyjścia – moment, w którym inwestor może odsprzedać swoje udziały i uwolnić fundusze na nowe przedsięwzięcia. Kapitał *venture* narzuca konieczność **większej płynności rynków wyjścia** w UE, w szczególności rynków giełdowych dla rozwijających się przedsiębiorstw, zapewniających płynność i mogących osiągnąć krytyczną masę w zakresie usług doradczych.

Kapitał *venture* to z jednej strony przedsięwzięcie lokalne, polegające na bliskich powiązaniach między funduszami a przedsiębiorcami, lecz z drugiej strony ma on wymiar globalny, polegający na konkutowaniu o gromadzenie środków i możliwości inwestycyjne. Kapitał *venture* doskonale rozwija się w otoczeniu klastrów i uczelni, tworzących nowe koncepcje i kształcących przedsiębiorców. W europejskiej polityce innowacji zwraca się szczególną uwagę na **wsparcie klastrów** oraz ich współpracę, co może również pomóc sektorowi *venture capital* w utrzymaniu długoterminowej stabilności dzięki łatwemu dostępowi do transakcji.

⁸ COM(2006) 502 z 13.9.2006.

⁹ Dz.U. C 323 z 30.12.2006, str. 1-26

¹⁰ Dz.U. C 194 z 18.8.2006, str. 2-22

4.2. Polityka wspólnotowa jako narzędzie wsparcia finansowania innowacji

Następujące programy wspólnotowe przyczyniają się do realizacji odnowionej strategii lizbońskiej na rzecz wzrostu gospodarczego i zatrudnienia, wspierając innowacje i przedsiębiorczość:

Siódmy program ramowy (7.PR), którego celem jest poprawa finansowania wspólnie prowadzonych badań naukowych w Europie w latach 2007-2013, przeznacza na wsparcie ponad 53 mld EUR, z czego 1,3 mld EUR na działania innowacyjne polegające na zakupie usług B+R przez MŚP. Dodatkowe 0,4 mld EUR wsparcia publicznego ma być udostępnione w latach 2008-2013 w ramach wspólnego programu Eurostars wspierającego MŚP prowadzące badania i rozwój.

W **programie ramowym na rzecz konkurencyjności i innowacji (CIP)**, który wspiera aspekt handlowy innowacji i korzysta z wcześniej zdobytych doświadczeń, przeznaczono 1,1 mld EUR na pomoc w dostępie do finansowania dla MŚP w okresie 2007-2013. Wprowadzenie nowego instrumentu na rzecz wysokiego wzrostu i innowacji w MŚP ma umożliwić poprawę dostępu do kapitału dla MŚP; dzieje się to przez inwestowanie na zasadach rynkowych w fundusze *venture capital*, nastawione na inwestowanie w MŚP na ich wczesnym etapie rozwoju lub w fazie ekspansji.

Uzupełniające instrumenty są dostępne w ramach inicjatywy **JEREMIE** (Joint European Resources for Micro to Medium Enterprises - wspólne europejskie zasoby dla mikro-, małych i średnich przedsiębiorstw), prowadzonej wspólnie przez Komisję i Europejski Fundusz Inwestycyjny, której celem jest ułatwienie dostępu do kapitału podwyższonego ryzyka dla MŚP w niektórych regionach. Umożliwi to państwom członkowskim, które sobie tego życzą, wykorzystanie części przeznaczonych im funduszy strukturalnych na rozwój różnych form kapitału podwyższonego ryzyka i instrumentów finansowych przeznaczonych na wsparcie MŚP.

W rozwoju rynków *venture capital*, zarówno na poziomie UE, jak i krajowym, ważna jest spójna polityka i dobre praktyki. Komisja będzie wspierać **wymianę dobrych praktyk** na wszystkich poziomach, od poziomu krajowego do poziomu regionalnego i poziomu poszczególnych sektorów, zwłaszcza przez wspieranie platform i sieci innowacyjności.

5. STRATEGIA POPRAWY WARUNKÓW W KONTEKŚCIE TRANSGRANICZNYM

Strategie bezpośredniego wsparcia finansowania innowacji same w sobie nie wystarczą, aby osiągnąć masę krytyczną i sprostać wyzwaniom globalnej gospodarki. Partnerstwa publiczno-prywatne i zachęty publiczne mogą przyczynić się do zredukowania luki kapitałowej, ale długoterminowym rozwiązaniem może być jedynie **wzrost inwestycji ze strony inwestorów prywatnych**. W związku z tym Komisja i państwa członkowskie muszą wspólnie podjąć działania mające na celu poprawę warunków ramowych funkcjonowania funduszy *venture capital*; jednym z tych warunków są transakcje transgraniczne.

5.1. Rola swobodnego przepływu kapitału

Swobodny przepływ kapitału jest jedną z podstawowych swobód ustanowionych w Traktacie oraz głównym czynnikiem integracji finansowej. **Zintegrowany rynek finansowy** przynosi korzyści gospodarce europejskiej poprzez efektywną alokację kapitału, pozwalającą na

poprawę długoterminowych wyników ekonomicznych. Dobrze działający rynek kapitału *venture* stanowi istotny element rynku finansowego, szczególnie w kontekście dążenia do większej innowacyjności i konkurencyjności w Europie.

Z tego też względu konieczne jest zapewnienie na rynkach kapitału *venture* oraz wśród funduszy działających transgranicznie pełnej świadomości swobody przepływu kapitału, która jest nadzorowana i egzekwowana przez Komisję Europejską.

5.2. Poprawa warunków dla pozyskiwania funduszy

Dzięki rynkom kapitału *venture*, **inwestorzy instytucjonalni** – np. banki, fundusze emerytalne i przedsiębiorstwa ubezpieczeniowe – mają możliwość dywersyfikacji portfela oraz wyboru różnych profili inwestycji pod względem stosunku zysków do ryzyka. W niektórych państwach członkowskich inwestowanie przez **fundusze emerytalne** w fundusze *venture capital* jest zabronione lub podlega ograniczeniom ilościowym i geograficznym. We wszystkich tych przypadkach oznacza to pozbawienie rynku kapitału *venture* potencjalnego źródła kapitału. Wdrożenie dyrektywy 2003/41/WE¹¹ w poszczególnych państwach powinno umożliwić pracownikom funduszom emerytalnym w UE podejmowanie decyzji w zakresie wykorzystywania kapitału *venture* na podstawie „**reguły przezornej osoby**”. Zachęca się państwa członkowskie do rozszerzenia zakresu „reguły przezornej osoby” również na inne rodzaje funduszy emerytalnych i inwestorów instytucjonalnych.

Inną przeszkodą utrudniającą operacje transgraniczne jest **brak ogólnoeuropejskich zasad w zakresie ofert prywatnych**. Prowadzi to do wyższych kosztów organizacyjnych związanych z pozyskiwaniem funduszy (szczególnie dotyczy to kosztów procedur prawnych i doradztwa, ponoszonych przez inwestorów). Ma to negatywny wpływ na zyski i atrakcyjność pozyskiwania funduszy. Oferta prywatna to specyficzna metoda sprzedaży produktów inwestycyjnych bezpośrednio inwestorom instytucjonalnym. W ramach krajowych zasad ofert prywatnych dąży się do zmniejszania wielu ograniczeń obowiązujących w przypadku publicznego oferowania danego funduszu, np. notowania go na giełdzie papierów wartościowych. Obecnie obowiązujące zasady krajowe znacznie różnią się między sobą, natomiast wspólne zasady ofert prywatnych umożliwiłyby podmiotom zarządzającym funduszami bezpośrednie kontakty z doświadczonymi inwestorami w całej Unii i rozszerzanie działalności bez wzbudzania wątpliwości w zakresie ochrony inwestorów detalicznych.

Dyrektywa RIF¹² wprowadza przepisy ułatwiające transakcje transgraniczne obejmujące udziały w funduszach *venture capital*, dokonywane między doświadczonymi profesjonalistami. Być może możliwe są dalej idące działania w kierunku ułatwienia transakcji transgranicznych w zakresie kapitału prywatnego pomiędzy podmiotami zarządzającymi funduszami, pośrednikami i wyspecjalizowanymi inwestorami.

Komisja analizuje krajowe ramy w zakresie niezharmonizowanych funduszy, w tym funduszy *venture capital*, oraz bariery ograniczające transgraniczne oferty prywatne, i w pierwszej połowie 2008 r. przedstawi sprawozdanie na temat możliwości ustanowienia ogólnoeuropejskich zasad ofert prywatnych.

¹¹ Dz.U. L 235 z 23.9.2003.

¹² Dyrektywa 2004/39/WE; Dz.U. L 145 z 30.4.2004, str. 1.

5.3. Poprawa otoczenia regulacyjnego

Lepsze otoczenie regulacyjne może przyczynić się do obniżenia kosztów operacyjnych i ryzyka, osiągnięcia większych zwrotów, poprawy przepływu kapitału *venture* oraz **większej wydajności rynków *venture capital***. Przyniosłoby to korzyści wszystkim państwom członkowskim, ponieważ kapitał podwyższonego ryzyka mógłby trafić do najlepiej przygotowanych do jego przyjęcia przedsiębiorców i firm, które charakteryzują się najwyższym potencjałem wzrostu i rozwoju.

Usunięcie przeszkód administracyjnych w inwestycjach transgranicznych ułatwiłoby również małym funduszom, jak również funduszom w małych krajach, prowadzenie działalności na **większym obszarze geograficznym**, poprawę wydajności, osiągnięcie ekonomii skali, zwiększenie zysków, specjalizację oraz dywersyfikację portfela.

W każdym z państw członkowskich konieczne jest istnienie uregulowań ułatwiających tworzenie funduszy *venture capital* i prowadzenie przez nie działalności inwestycyjnej. Komisja uznaje, że takie rozwiązania i regulacje powinny uwzględniać specyfikę sytuacji w poszczególnych państwach członkowskich. Organy krajowe powinny na poziomie lokalnym ocenić wszelkie czynniki podaży i popytu mające wpływ na lukę kapitałową i określić środki prawne konieczne do poprawy sytuacji.

Państwa członkowskie zachęca się do dokonania **przeglądu** ustawodawstwa krajowego pod kątem możliwości w zakresie transgranicznych inwestycji *venture capital* oraz inwestycji lokalnych.

W państwach członkowskich bez formalnych przepisów w zakresie struktur *venture capital* przyjęcie **nowych regulacji** powinno wiązać się z dopuszczeniem transakcji transgranicznych.

5.4. Zmniejszenie przeszkód podatkowych

Oprócz kwestii regulacyjnych ważne są również kwestie podatkowe. Zmniejszenie przeszkód w transgranicznych inwestycjach *venture capital* wymaga takich struktur funduszy, które będą dostosowane do wymogów prawnych i podatkowych poszczególnych inwestorów.

Obecnie fundusze mogą być zakładane w UE pod **różnymi formami prawnymi**, w różnych systemach i strukturach, co w sumie może prowadzić do podwójnego opodatkowania. Państwa członkowskie można ogólnie podzielić na trzy kategorie:

(i) Państwa członkowskie o rozwiniętym rynku *venture capital* dysponują odpowiednimi strukturami umożliwiającymi przyjęcie krajowych i zagranicznych inwestorów *venture capital*, np. spółek komandytowych, na przejrzystych zasadach¹³ lub ze zwolnieniem od podatku.

(ii) Państwa członkowskie mające specyficzne struktury *venture capital*, w tym również struktury umożliwiające zwolnienie z podatku (podatkowo przejrzyste). Struktury te jednak są zbyt złożone lub zbyt restrykcyjne i nie mogą być stosowane w praktyce.

¹³ Przejrzystość systemu podatkowego oznacza, że dochód i zyski kapitałowe zasadniczo nie podlegają opodatkowaniu na poziomie funduszu, w kraju, w którym fundusz ma siedzibę.

(iii) Państwa członkowskie niemające szczególnych zasad, regulacji ani odpowiedniej struktury; inwestycje są możliwe tylko przez inwestycje *off-shore*, inwestycje pośrednie lub w ramach istniejącej struktury spółek handlowych (spółki z ograniczoną odpowiedzialnością, spółki komandytowe, spółki inwestycyjne [*qualified investment company*], jak również zamknięte struktury inwestowania zbiorowego, spółki akcyjne, lokalne struktury przedsiębiorczości lub inne podobne struktury inwestycyjne).

W ramach szeroko zakrojonych konsultacji¹⁴ z przedstawicielami branży i państwami członkowskimi stwierdzono, że struktury *venture capital* dostępne obecnie w Europie nie są w stanie przyjąć wszystkich rodzajów inwestorów zagranicznych z UE i spoza jej obszaru.

Konieczne jest zatem utworzenie złożonych struktury funduszy, dysponujących równoległymi instrumentami, które umożliwiłyby minimalizację niekorzyści podatkowych wynikających z inwestowania za granicą. Wysokie koszty transakcji związane z założeniem takiej struktury¹⁵ i bieżącym zarządzaniem w połączeniu z istniejącą niepewnością prawną sprawiają, że fundusze *venture capital* niechętnie inwestują za granicą.

Ośrodek *Nordic Innovation Centre*¹⁶ zaproponował pewne rozwiązania umożliwiające poprawę nordyckiego rynku *venture capital*: fundusze działające jako spółki komandytowe powinny być podatkowo przejrzyste; nie należy nakładać podatku VAT na przedsiębiorstwo zarządzające funduszem, a fundusze zagraniczne nie powinny być opodatkowane. Podejście takie może przynieść korzyści i wzmocnić region w kontekście europejskiego rynku *venture capital*.

Komisja podjęła już różne inicjatywy w dziedzinie opodatkowania bezpośredniego w celu poprawy funkcjonowania rynku wewnętrznego. Już wcześniej w kontekście realizacji planu działań w zakresie kapitału podwyższonego ryzyka¹⁷ Komisja zasugerowała, że istnieje potrzeba dalszej poprawy krajowych ram regulacyjnych oraz **wyeliminowania podwójnego opodatkowania**, gospodarczego i prawnego, w transgranicznej działalności związanej z kapitałem *venture*.

Komisja utworzyła grupę ekspercką z udziałem ekspertów rządowych i prywatnych z państw członkowskich, **która ma zidentyfikować przypadki podwójnego opodatkowania i inne przeszkody związane z opodatkowaniem bezpośrednim** w transgranicznych inwestycjach *venture capital* w UE oraz przeanalizować i przedyskutować możliwości wyeliminowania tych przeszkód. Grupa ekspercka przedstawi sprawozdanie przed końcem 2008 roku.

5.5. Realizacja postępów w dziedzinie wzajemnego uznawania

Komisja jest zdania, że aby usunąć przeszkody związane z transgranicznym gromadzeniem środków *venture capital* i inwestycjami związanymi z takim kapitałem oraz by zapewnić korzyści płynące z rynku wewnętrznego, należałoby **wszędzie wprowadzić i uznać** struktury kapitału *venture*, które prawidłowo funkcjonują w niektórych państwach członkowskich wraz ze strukturami właściwymi dla inwestorów zagranicznych. Działania obejmowałyby w

¹⁴ Zob. dołączone sprawozdanie grupy eksperckiej, marzec 2007 r.

¹⁵ Do 1 % łącznych opłat, jako odsetek zobowiązań partnerów spółki w dziesięcioletnim okresie działalności funduszu.

¹⁶ „Obstacles to Nordic Venture Capital Funds”, Nordic Innovation Centre, wrzesień 2007 r.

¹⁷ COM(2003) 654 z 4.11.2003.

praktyce pewne zmiany regulacyjne, a ich wdrożenie wymagałoby nakładów na poziomie krajowym i przemysłowym.

Najlepszym sposobem byłoby utworzenie jednolitej struktury funduszu *venture capital*, aby zapewnić takie same warunki każdemu podmiotowi inwestującemu w fundusze na terytorium całej UE. Takie rozwiązanie nie wykluczałoby istnienia struktur krajowych wykorzystywanych przez krajowe i lokalne fundusze. Jednakże tego rodzaju wyjście wydaje się niemożliwe w krótkim okresie ze względu na trudności wynikające z rozbieżnego traktowania pod względem podatkowym inwestorów podlegających różnym jurysdykcjom.

Zważywszy na złożoność rozpatrywanych kwestii związanych z regulacjami prawnymi i podatkowymi w państwach członkowskich, Komisja zaleca natężenie działań zmierzających do wypracowania **wspólnego zrozumienia** podstawowych cech funduszy *venture capital* i podmiotów w nie inwestujących. W oparciu o takie zasady, **wzajemne uznawanie istniejących ram krajowych** będzie stanowić krok naprzód. Jest to najbardziej pragmatyczne podejście **krótkoterminowe**, biorąc pod uwagę podzielony rynek kapitału *venture*.

W celu stworzenia zrównoważonego i skutecznego rynku kapitału *venture*, zachęca się państwa członkowskie by, przy okazji dokonywania przeglądu obowiązującego lub przyjmowania nowego ustawodawstwa, uznały następujące elementy¹⁸ składające się na dobrą praktykę:

- **Wzajemne uznawanie funduszy *venture capital*:** fundusz *venture capital* może być ustanowiony jedynie w ramach jednej jurysdykcji krajowej i uznany w innym państwie członkowskim jako równoważny krajowemu funduszowi *venture capital* oraz nie podlega obowiązkowi odrębnego ustanowienia w ramach każdej jurysdykcji. Władze krajowe mogą uznać, że fundusze z siedzibą w innym państwie członkowskim i funkcjonujące na ich rynku podlegają już regulacjom w kraju siedziby.
- Jeżeli **podmiot zarządzający funduszem**, który podlega regulacjom w kraju siedziby, może również działać bezpośrednio w kraju będącym inwestobiorcą bez posiadania tam siedziby, zmniejszone zostaną koszty operacyjne i nakłady potrzebnego czasu.

Komisja uznaje, że proponowane rozwiązanie wiąże się ze **wzajemnie akceptowalnym poziomem nadzoru i przejrzystości**. Na tej podstawie odpowiednie władze krajowe mogą uznać, że fundusze *venture capital* z innego państwa członkowskiego podlegają podobnym uregulowaniom, i zapewnić **współpracę oraz porównywalność nadzoru** w ramach istniejących struktur współpracy.

W przypadku funduszy *venture capital* i przedsiębiorstw zarządzających, zalecane jest postępowanie zgodnie z duchem i treścią norm światowej klasy przemysłu. W odniesieniu do innych kontraktów przedsiębiorstwa będące inwestobiorcami mogą, w przypadku powstania sporu, odwoływać się do obowiązującego prawodawstwa

¹⁸ Zob. dołączone sprawozdanie grupy eksperckiej, marzec 2007 r.

6. WNIOSKI

6.1. Kolejne kroki i zalecenia

Aby poprawić transgraniczne gromadzenie środków i inwestowanie Komisja:
- przeanalizuje krajowe koncepcje i przeszkody utrudniające dokonywanie transgranicznych lokat prywatnych. W pierwszej połowie 2008 r. sporządzone zostanie sprawozdanie na temat możliwości dotyczących utworzenia systemu europejskich lokat prywatnych. - określi wraz z ekspertami z państw członkowskich przypadki podwójnego opodatkowania i innych przeszkód związanych z podatkami bezpośrednimi uniemożliwiających transgraniczne inwestycje <i>venture capital</i>. Grupa ekspertów przedstawi sprawozdanie do końca 2008 r. - na podstawie wspomnianych sprawozdań Komisja zbada możliwości określenia wspólnych cech w celu utworzenia ogólnounijnych ram dla kapitału <i>venture</i>. Komisja rozpatrzy również ewentualne sposoby wspomagania państw członkowskich w procesie wzajemnego uznawania.
Aby zmniejszyć podział rynku i poprawić warunki dla gromadzenia środków <i>venture capital</i> i inwestowania ich, Komisja wzywa państwa członkowskie by:
- w przypadkach, których to jeszcze nie dotyczy, <i>rozszerzyły „regulę przeźroczą osoby”</i> na inne rodzaje <i>inwestorów instytucjonalnych</i>, włącznie z funduszami emerytalnymi. - wypracować <i>wspólne zrozumienie</i> cech funduszy <i>venture capital</i> i wykwalifikowanych inwestorów oraz rozważyć <i>wzajemne uznawanie ram krajowych</i>. - <i>pokonać przeszkody natury regulacyjnej i podatkowej</i> poprzez dokonanie przeglądu istniejącego prawodawstwa lub poprzez przyjęcie nowych przepisów prawa. Działania te mają na celu umożliwienie specjalizacji i dywersyfikacji wszystkim funduszom <i>venture capital</i>, włącznie z mniejszymi wyspecjalizowanymi funduszami. W związku z powyższym w przypadku funduszy i przedsiębiorstw zarządzających należy zapewnić możliwość inwestowania za granicą na tych samych warunkach co w kraju. Wiąże się to z brakiem wymogu odrębnej rejestracji. - zagwarantować <i>współpracę i wzajemnie akceptowalny poziom nadzoru i przejrzystości</i>. - sprzyjać rozwojowi <i>konkurencyjnych klastrów</i> i promować <i>płynne rynki wyjścia</i>.

6.2. Podejście partnerskie

Ścisła współpraca między państwami członkowskimi, Komisją Europejską i przemysłem jest zasadniczym elementem umożliwiającym wdrażanie wymienionych zaleceń i tworzenie europejskiego rynku kapitału *venture*.

Komisja będzie wciąż monitorować rozwój rynków kapitału podwyższonego ryzyka, jak wskazano w **krajowych programach reform**.

Komisja nadal będzie dążyć do utworzenia bardziej jednolitego rynku kapitału *venture*, co przyczyni się do poprawy dostępu do finansowania dla innowacyjnych MŚP, a w 2009 r. Komisja sporządzi sprawozdanie na temat tych kwestii.