



COMISIÓN DE LAS COMUNIDADES EUROPEAS

Bruselas, 4.11.2003  
COM(2003)654 final

**COMUNICACIÓN DE LA COMISIÓN AL CONSEJO Y AL PARLAMENTO  
EUROPEO**

**SOBRE LA APLICACIÓN DEL PLAN DE ACCIÓN PARA EL CAPITAL RIESGO  
(PACR)**

## 1. EXPOSICIÓN DE MOTIVOS

La presente Comunicación informa sobre los avances en la aplicación del PACR para el año 2002 y, en la medida de lo posible, para el primer trimestre de 2003. Es el quinto desde la adopción del PACR en 1998. Es también el último, puesto que diversos Consejos Europeos habían establecido, y confirmado, el año 2003 como fecha límite para completar el Plan de acción para el capital riesgo.

*Éste es el quinto y último informe anual*

El año 2002 ha sido un período de ajuste al prolongado bache. Considerando que la cantidad total de inversión en valores privados de la UE aumentó ligeramente a lo largo de 2001, siendo históricamente la segunda en importancia, se ha producido una tendencia importante hacia las compras de participaciones mayoritarias (*buy-outs*) menos arriesgadas, centrándose en las inversiones de seguimiento, dejando la inversión en las primeras fases, particularmente para la inversión en capital inicial en una situación difícil.

*Importante tendencia hacia las compras de participaciones mayoritarias*

Aún persisten diferencias importantes entre Estados miembros, lo que demuestra la existencia de un mercado muy fragmentado en Europa. Lo mismo puede decirse de los países candidatos a la adhesión, donde el capital riesgo está claramente subdesarrollado.

*Mercado muy fragmentado*

Persiste la diferencia con Estados Unidos, donde la inversión es aún el doble que en Europa. No obstante, la situación ha mejorado con respecto a 2001, momento en que las inversiones en los EE.UU. eran más del triple, y con respecto a 2000, cuando las inversiones eran el cuádruple. Pero aún, en términos acumulados, queda un largo camino por recorrer. Además, sigue destinándose más dinero en los EE.UU. a las empresas incipientes (políticamente sensibles).

*Persiste la diferencia de inversión con los EE.UU.*

El marco normativo de la UE ha mejorado considerablemente, aunque el tema fiscal sigue siendo su punto débil. El aumento de la concienciación sobre la importancia del espíritu empresarial está alimentando la cargada agenda comunitaria para los próximos años. Lo mismo puede decirse de la I+D, donde se están desarrollando medidas importantes para el horizonte 2010. También se ha aprobado con regularidad la financiación pública, demostrándose el éxito de la política de ayudas estatales para el sector del capital riesgo.

*Considerables avances en casi todos los ámbitos*

Si se toma el período del PACR en su conjunto, se constatan avances considerables, habiéndose logrado todos los objetivos políticos, así como muchos de los técnicos. El sector europeo del capital riesgo es ahora mucho más amplio, más maduro y profesional que en 1998. La concienciación de las empresas y de los poderes públicos sobre la importancia estratégica de este sector y las posibilidades que ofrece este tipo de financiación está bien asentada ahora mismo en Europa. El PACR ha desempeñado un papel político a la hora de apoyar a los implicados en las actividades de capital riesgo de forma directa o indirecta. La filosofía subyacente tras el PACR ya está impregnando otras políticas y programas comunitarios, regionales y nacionales. También se ha producido un fuerte apoyo por parte del Parlamento Europeo. Éste es un logro importante en sí mismo.

*Se han logrado la mayoría de los objetivos del PACR*

Con el fin de mantener este ímpetu, la Comisión continuará su cercano

seguimiento de los mercados de capitales riesgo europeos. Analizará más profundamente los ámbitos donde todavía existen deficiencias con el fin de presentar recomendaciones y propuestas, según el caso, teniendo en mente la fecha de 2010 establecida en Lisboa.

*Se analizará un posible seguimiento*

Resulta especialmente preocupante la situación de las bolsas especializadas para las empresas de alto crecimiento. Una vez que los países candidatos a la adhesión entren a formar parte de la Comunidad en mayo de 2004, la UE tendrá tantas bolsas que su supervivencia comercial a largo plazo es insostenible. En los EE.UU., por ejemplo, existen básicamente dos (NYSE + NASDAQ) más algunos Sistemas Comerciales Alternativos (ATS) que obtienen buenos resultados.

*Demasiadas bolsas en la UE*

Tantas bolsas, la mayoría pequeñas, fragmentan la liquidez disponible para las pequeñas empresas en fase de crecimiento de la UE, aumentando el coste del capital y reduciendo las posibilidades de salida de los capitalistas de riesgo. Seguramente ha llegado el momento de unir formalmente las bolsas europeas más pequeñas, creando una agrupación común de la liquidez para las empresas europeas de crecimiento rápido, basada en un conjunto común y riguroso de normas de gobernanza comercial y empresarial paneuropeas que se están desarrollando en el PASF. Las bolsas regionales podrían también unirse a esta red paneuropea especializada y consecuentemente a las bolsas más grandes. La Comisión acogería con satisfacción una iniciativa estratégica por parte del sector en este sentido.

*Habrá que mejorar la infraestructura para las empresas de alto crecimiento*

## **2. INTRODUCCIÓN**

Desde la adopción<sup>1</sup> del Plan de acción para el capital riesgo (PACR) en 1998 la Comisión ha publicado *anualmente* una comunicación, dirigida al Consejo y al Parlamento Europeo, sobre los avances realizados en su aplicación. Este **quinto** informe provisional<sup>2</sup> abarca el año 2002 y, en la medida de lo posible, los tres primeros trimestres de 2003. También incluye una evaluación global para todo el período del PACR (1998-2003)<sup>3</sup>, así como un marco para posibles nuevas medidas.

*Éste es el quinto y último informe provisional del PACR*

El PACR se inició con el objetivo de eliminar barreras normativas y administrativas persistentes, tanto a escala comunitaria como nacional, que puedan impedir la creación de un mercado verdaderamente único en el ámbito del capital riesgo. A este respecto el PACR es un componente importante de la reforma estructural, como fue reconocido en la Cumbre de Lisboa.

*El objetivo es tener un mercado único en el ámbito del capital riesgo*

Esta Comunicación ha sido elaborada por el **Grupo de trabajo de la Comisión sobre el capital riesgo** en el que figuran representantes del FEI. Se ha mantenido un estrecho contacto con el sector (EVCA y otros) y sus opiniones

*Continuos contactos con el sector*

---

<sup>1</sup> Basado en "*Capital riesgo, clave para la creación de empleo en la Unión Europea*", SEC(1998)552, abril de 1998.

<sup>2</sup> Los anteriores fueron COM(1999)493 de 20 de octubre de 1999, COM(2000)658 de 18 de octubre de 2000, COM(2001)605 de 25 de octubre de 2001 y COM(2002)563 de 16 de octubre de 2002.

<sup>3</sup> Esta fecha para la realización del PACR se indicó en la Cumbre de Lisboa (marzo de 2000) y ha sido confirmada en posteriores cumbres de primavera (Estocolmo y Barcelona).

han enriquecido los debates.

En la sección 3 figura el análisis pertinente del mercado y las perspectivas para el medio plazo. La sección 4 estudia los asuntos normativos. La sección 5 hace referencia a asuntos fiscales. La sección 6 se centra en la evolución del espíritu empresarial. La sección 7 trata los asuntos de I+D. La sección 8 describe diversos aspectos de la financiación pública. En la sección 9 figuran las conclusiones para todo el período del PACR. La sección 10 propone un marco para posibles nuevas medidas. Por último, el documento está enriquecido con varios anexos de importancia.

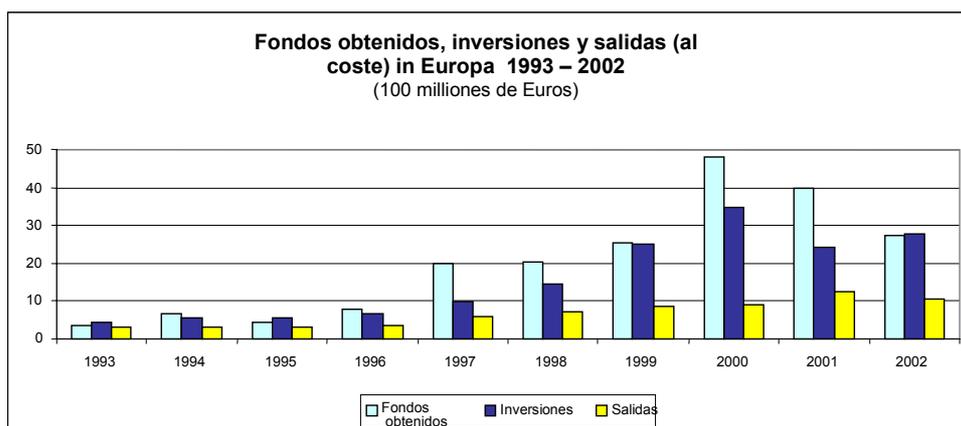
*El documento está compuesto por 9 secciones más los anexos*

### **3. EVOLUCIÓN DEL MERCADO<sup>4</sup>**

#### **3.1. El sector de los valores privados en la UE en el año 2002**

En 2002, el total de la inversión en valores privados de la UE, incluidos tanto el capital riesgo como la inversión en la compra de participaciones mayoritarias, ascendió a **27 000 millones de euros o al 0,29 % del PIB**, lo que supuso un ligero incremento con respecto a 2001. El número de empresas que recibió una inversión en valores privados fue de aproximadamente 7.800, de las cuales un tercio eran empresas de alta tecnología.

*Ligero incremento de los valores privados con respecto a 2001*

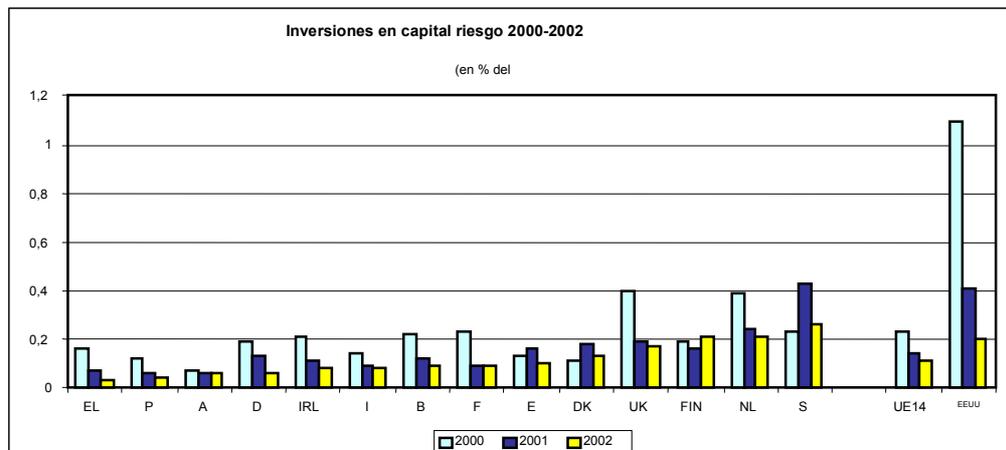


Aunque el volumen de inversión se mantuvo bien, se produjo una huida del capital riesgo hacia la inversión en participaciones mayoritarias. Más concretamente, el crecimiento positivo global de la inversión en valores privados de la UE en 2002 se debió a la inversión en participaciones mayoritarias que aumentó un 57 %, de 10 700 millones de euros a **16 800 millones de euros o el 0,18 % del PIB** el pasado año. La inversión en capital riesgo descendió de 12 700 millones de euros a **10 100 millones de euros o el 0,11 % del PIB**. La inversión en alta tecnología financiada con capital riesgo

*El capital riesgo desciende, las participaciones mayoritarias*

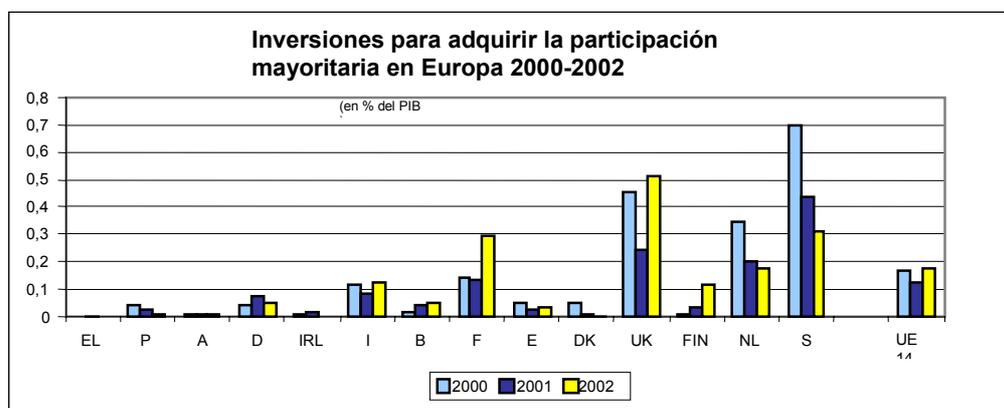
<sup>4</sup> Las cifras de la UE proceden de la encuesta realizada por PwC para EVCA publicada en el **Anuario EVCA 2003**; las de EE.UU. proceden de la encuesta realizada por PwC y Venture Economics para NVCA (Money Tree Survey). Se han preferido éstas a otras fuentes porque ofrecen datos coherentes para los distintos países (aunque las cifras de la UE y de EE.UU. no son totalmente comparables) para varios años.

(anexo 4) se vio especialmente castigada, descendiendo un 41 %, de 5 700 *aumentan* millones de euros a 3 300 millones de euros.



En 2002, como en años anteriores, hubo diferencias significativas entre los Estados miembros en lo relativo al crecimiento de la inversión en valores privados. El crecimiento fue importante en Francia (78 %), Finlandia (78 %) y Reino Unido (52 %). En cambio, la actividad inversora disminuyó perceptiblemente en Grecia (-56 %), Alemania (-43 %) y Portugal (-37 %). En términos absolutos, el sector de valores privados de Reino Unido fue el mayor<sup>5</sup> con unas inversiones totales que ascienden a 10 400 millones de euros. Reino Unido también tuvo el nivel de inversión más elevado en valores privados en porcentaje del PIB, 0,63 %, aunque seguido de cerca por Suecia con un 0,58 % del PIB. Otros países con altos niveles de inversión fueron Francia (0,39 %), Países Bajos (0,39 %) y Finlandia (0,33 %).

*Persisten las diferencias entre Estados miembros*



Si se examina más profundamente en términos de número de empresas en las que se invierte (anexo 5), se ve un cuadro más complejo de modelos de inversión en valores privados. El número de compras de participaciones mayoritarias realizadas por casas de valores privadas de la UE creció un 13 %,

<sup>5</sup> Las cifras de EVCA atribuyen las inversiones a cada país sobre la base de las inversiones realizadas por las casas de valores privados locales con independencia de la localización de las inversiones. Así, las cifras correspondientes a algunos países incluyen algunas inversiones exteriores. En el caso de los países candidatos a la adhesión, se ha atribuido una inversión interna significativa al país de origen de los fondos de valores privados pertinentes.

sugiriendo que el 57 % del crecimiento del volumen de inversión puede haber sido el resultado de varias operaciones de miles de millones de euros. También creció el número de empresas al que se ha dirigido la inversión del capital riesgo, aunque fuera marginalmente, a pesar de la disminución del 26% en el volumen de inversión en 2002.

El importe de los **fondos obtenidos** por las casas de valores privados europeas en 2002 ascendió a **27 500 millones de euros**, algo menos de dos tercios de la cantidad obtenida el año anterior, representando una nueva disminución desde el máximo alcanzado el año 2000. Sin embargo, a pesar del descenso, los fondos obtenidos en 2002 aún superaban perceptiblemente las cantidades alcanzadas en 1997-1998, los años correspondientes al auténtico crecimiento significativo del mercado de valores privados europeo. Esto parece sugerir que el sector de valores privados europeo ha alcanzado una cierta madurez.

*Disminuyen los fondos obtenidos*

Durante la última década, los bancos, los fondos de pensiones y las compañías de seguros han proporcionado la mayor parte de los fondos obtenidos por la inversión en valores privados, suponiendo 50 000 millones de euros, 40 000 millones de euros y 25 000 millones de euros respectivamente en 1993-2002. Combinados han supuesto entre el 67 % (1997) y el 56 % (2002) del total de los fondos obtenidos. Con excepción de los organismos públicos, todas las categorías de inversores redujeron su compromiso con respecto a los valores privados en 2001 y 2002, siendo la inversión de los fondos de pensiones la que más ha descendido. En 2002, los fondos de pensiones invirtieron 4 300 millones de euros en la financiación de valores privados, cantidad inferior a los 10 200 millones de euros de 2001. Las compañías de seguros invirtieron 3 600 millones de euros en valores privados en 2002, cantidad inferior a los 4 700 millones de euros del año anterior. La cantidad de fondos asignados por los bancos a los valores privados en 2002 ascendió a 6 800 millones de euros, mientras que en 2001 la cifra fue de 9 200 millones de euros. Puede asumirse que la mayoría de los fondos proporcionados por los bancos fue, sin embargo, destinada a sus empresas cautivas de valores privados.

*Fuerte reducción de la inversión en valores privados de los fondos de pensiones*

En 2002, los fondos obtenidos para la inversión de capital riesgo ascendieron a 8 500 millones de euros, muy por debajo de los 15 000 millones de euros de 2001. La obtención de fondos para la actividad de compra de participaciones mayoritarias tuvo mejores resultados, 18 300 millones de euros obtenidos el pasado año, mientras que en 2001 se asignaron 23 300 millones de euros con este fin.

En 2002, el total de 10 700 millones de euros de la inversión europea de capital riesgo se desglosa en 3 000 millones de euros de inversiones en la fase inicial y 8 000 millones de euros en la fase de inversión (anexo 6). La inversión en la fase inicial se desglosó en 305 millones de euros en inversiones en la fase inicial y 2 600 millones de euros en inversión inicial, un 43 % y un 28 % menos, respectivamente, con respecto al año anterior. Más de 500 empresas en fase inicial recibieron una inversión que, por término medio, ascendió a 570 000 euros. Más de 2.700 empresas en fase de puesta en marcha recibieron financiación con una media por transacción cercana a 1 millón de euros. Casi 3.900 empresas en fase de expansión recibieron una inversión de capital riesgo por un valor medio de 1,8 millones de euros.

*La inversión en fase inicial más afectada por el descenso*

Como indicador del crecimiento y de la madurez del sector europeo de valores privados, a finales de 2002 sólo había algo más de 5.500 ejecutivos de valores privados en la UE (anexo 7), un 6,6 % menos que el año anterior, pero un 68 % más que en el 1998, en que eran 3 275.

*Se consolida el número de ejecutivos*

Desde 2001, el volumen de amortizaciones (anexo 8) calculado sobre la base del coste de la inversión ha cambiado a una escala distinta de la que tenía en 1993-2000. En 2002, el 31% de las salidas, calculadas al coste de la inversión original, fueron por amortización.

*Han aumentado las amortizaciones*

### **3.2. El sector de los valores privados en los países candidatos a la adhesión**

Los sectores de valores privados de los países candidatos a la adhesión están a diferentes niveles de desarrollo. En términos de inversión, en % del PIB, la húngara es la más alta. En 2001, la inversión privada húngara en valores por casas privadas locales de valores ascendió al 0,23 % del PIB, cerca de la media de la UE del 0,27 % del PIB ese año. Sin embargo, conforme a la evolución general de los mercados europeos, se contrajo de manera importante en 2002 al 0,03% del PIB. En términos absolutos, la inversión descendió un 88 % para situarse en 17 millones de euros con respecto a los 143 millones de euros del año anterior.

*Diferentes niveles de desarrollo en los países candidatos a la adhesión*

El mercado polaco sigue siendo relativamente muy pequeño en términos de inversión en % del PIB, ascendiendo al 0,06 % en 2002 y al 0,08 % en 2001. En términos absolutos, el volumen de inversión de 2002 de 137 millones de euros era comparable al de algunos de los Estados miembros pequeños. Puede considerarse que los mercados de valores privados checo y eslovaco han alcanzado la masa crítica. En 2002, las inversiones ascendieron a 27 millones de euros y a 5 millones de euros respectivamente.

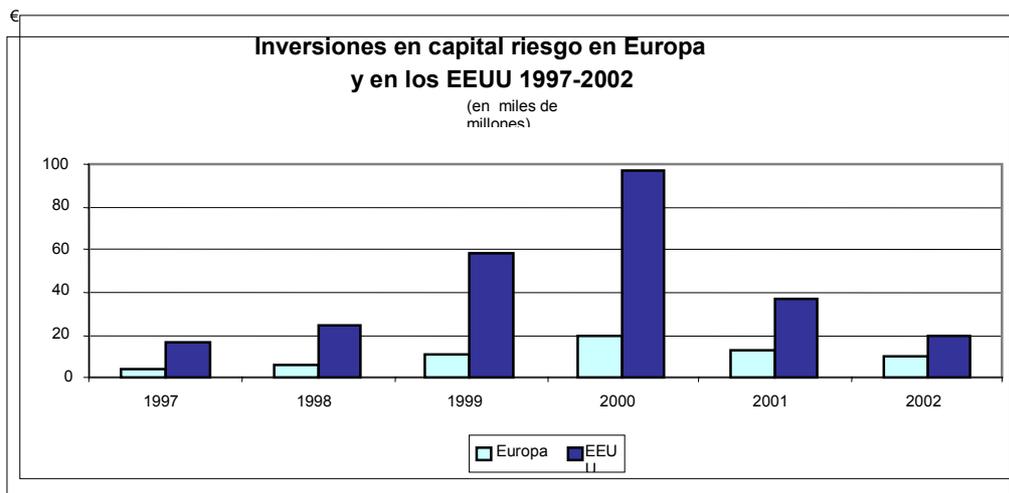
De manera coherente con los mercados más pequeños de los Estados miembros, la inversión en valores privados checa, húngara, polaca y eslovaca se orientó hacia el capital riesgo, con la inversión en participaciones mayoritarias jugando un papel de pequeña o de ninguna importancia. En conjunto, en 2002, los bancos fueron la fuente de financiación más importante, aunque en Eslovaquia los organismos públicos desempeñaran un papel importante. En 2002 la inversión en valores privados en Estonia, Letonia, Lituania y Eslovenia, tomadas en conjunto ascendieron a menos de 5 millones de euros. No se ha contado con información para Chipre y Malta.

*Ausencia de compras de participaciones mayoritarias*

### **3.3. Valores privados en la UE con respecto a los EE.UU.**

La inversión europea en capital riesgo ha descendido menos que la americana, con lo que la diferencia en el nivel de inversión de capital riesgo está ahora más equilibrada, aunque persiste. A pesar de su disminución de casi un 50 %, la inversión de capital riesgo en EE.UU. (anexo 2) aún corresponde al 0,2% del PIB, mientras que en la UE supone el 0,1% del PIB. En términos absolutos, en 2002 el volumen de **inversión en capital riesgo de EE.UU. (20 000 millones de euros) dobló la de la UE (10 000 millones de euros)**.

*Contracción más fuerte en los EE.UU.*



En Europa, la inversión en las primeras fases supone un porcentaje ligeramente superior de la inversión de capital riesgo que en los EE.UU.. Esto parece contradecir la opinión generalizada de que en los EE.UU. las empresas en sus fases iniciales obtienen financiación más fácilmente que en Europa. Sin embargo, como el volumen relativo de inversión en capital riesgo en los EE.UU. ha superado muchas veces la inversión en Europa en el pasado, la financiación del capital riesgo para las empresas en sus fases iniciales fue más alta en los EE.UU..

*El total de la financiación de las empresas en sus fases iniciales es más alta en los EE.UU.*

Por otra parte, en los EE.UU., en torno al 60% de las empresas que reciben una inversión de capital riesgo pertenecen a las que se encuentran en las primeras fases, mientras que en Europa la cifra correspondiente es aproximadamente del 40%. En los EE.UU. alrededor del 20% del volumen de la inversión de capital riesgo va a las empresas que reciben por primera vez el capital riesgo y el 80% a las empresas que ya reciben este tipo de inversión. Por el contrario, en Europa estas cifras ascienden al 75% y al 25% respectivamente. Esto puede sugerir que el capitalista de riesgo de EE.UU. es en general más experimentado y está más dispuesto a seguir una estrategia a largo plazo, es decir a invertir en muchos tramos secuenciales mientras que en Europa es más habitual una aportación de capital única y más cuantiosa, al tratarse aparentemente de inversores de capital riesgo menos experimentados (una sola vez). Dado que cada desembolso estaría sujeto a un estudio de la empresa en la que se invierte, es más probable que el capitalista de riesgo de EE.UU. combine su inversión con un compromiso en términos de apoyo de supervisión y gestión.

*Los EE.UU. se centran más en las inversiones de seguimiento*

El mercado de EE.UU. también ha experimentado un descenso importante de la movilización de fondos para los valores privados. **En 2002, se obtuvieron 30 900 millones de dólares**, por debajo de los 82 600 millones de dólares de 2001 y del máximo de 180 200 alcanzado en el año 2000. La reserva de fondos obtenidos pero no invertidos es mucho más evidente. Los fondos obtenidos para el capital riesgo ascendieron sólo a 6 900 millones de dólares en 2002, por debajo de los 40 700 millones de dólares de 2001 y de los 106 900 millones de dólares de 2000. Simultáneamente a la baja obtención de fondos nuevos para el capital riesgo en 2002, 26 fondos de capital riesgo cancelaron aproximadamente 5 000 millones de dólares de compromisos recibidos, a falta de inversiones atractivas. Los fondos netos de 2002 obtenidos para la inversión de capital riesgo fueron de esta manera sólo de 1 900 millones de dólares, una

*Reserva enorme de fondos por invertir*

cantidad que corresponde a los fondos de capital riesgo obtenidos en una fecha tan lejana como 1991.

### **3.4. Salidas y mercados de valores de elevado crecimiento**

En 2002, los inversores de valores privados en Europa abandonaron sus inversiones en 4.911 empresas, por debajo de las 6.293 de 2001. Las ventas comerciales supusieron 821 y 1.233 empresas, respectivamente. En términos de inversión al coste, las ventas comerciales supusieron un 17% del total de desinversiones de 2002, por debajo del 34% del año anterior. En 2002, en términos de coste de inversión, las OPI respaldadas por valores privados (incluidas las flotaciones por compra de participaciones mayoritarias) ascendieron a 250 millones de euros en 2001. En 2002, se flotaron 41 empresas financiadas por valores privados en bolsas europeas, por debajo de las 47 del año anterior. En 2003, los mercados fueron aún menos receptivos.

*Disminución del número de salidas*

Como muestra el anexo 9, en los tres últimos años, el *Neuer Markt* de Frankfurt, el *Nouveau Marché* de Euronext, el *AIM* de Londres y el *Nasdaq Europe* han perdido la mayoría de su valor. Una pérdida más severa que la experimentada por los principales mercados de valores europeos. Por otra parte, ninguno de los mercados de elevado crecimiento había alcanzado todavía (mediados de 2003) el nivel inicial de principios de 1998. El bajo volumen de operaciones originado por la apatía inversora en pequeñas empresas en fase de crecimiento hizo que se decidiera el cierre del *Neuer Markt* y *Nasdaq Europe*. Las bolsas europeas de valores de elevado crecimiento se comparan a menudo a Nasdaq que, sin embargo, se creó en 1971 y cuenta con más de 4.000 empresas, incluidas algunas de las mayores empresas internacionales que siempre figurarán prominentemente en las carteras de los inversores. Esto puede explicar por qué Nasdaq perdió proporcionalmente menos de su valor de mercado del capital emitido total después de la quiebra de 2.000 y por qué su recaudación ha sido más elevada.

*Los resultados de NASDAQ son mejores que los de los mercados de elevado crecimiento de la UE*

En 2002 el número de OPI se redujo de nuevo. En el *Nouveau Marché*, sólo empezaron a cotizar 2 nuevas empresas en 2002, por debajo de las 10 de 2001 y de las 52 de 2000. En el *Neuer Markt* sólo empezó a cotizar una nueva empresa en 2002, mientras que fueron 11 en 2001 y 133 en 2000. En el *Nuovo Mercato* no empezó a cotizar ninguna nueva empresa en 2002, mientras que 5 lo hicieron en 2001, por debajo de las 30 que lo hicieron en 2000. En el *Nuevo Mercado* no empezó a cotizar ninguna empresa nueva en 2002, mientras que en 2001 lo hicieron 6. En *AIM*, empezaron a cotizar 60 nuevas empresas en 2002, por debajo de las 94 y 179 que lo hicieron en 2001 y 2000, respectivamente. A finales de 2002, cotizaban en *AIM* 704 empresas (más que a finales de 2001 en que eran 629), en *Nouveau Marché* 135 (164), en *Nuovo Mercato* 45 (45), en *Nuevo Mercado* 13 (13) y en *Neuer Markt* 240 (por debajo de las 326 de finales de 2001). Para los volúmenes de operaciones véase el anexo 10. Los datos disponibles para 2003 no son alentadores. A mediados de año sólo había una OPI en *Nuevo Mercado* y 12 nuevas empresas en *AIM*.

*Se redujo aún más el número de OPI*

La integración que está en marcha entre los mercados europeos de valores, nacionales y regionales, permitirá cada vez más a los inversores negociar eficazmente con acciones de forma transfronteriza. La liquidez del mercado europeo aumentará. Esto mejorará las condiciones de cotización de las

*La recuperación dependerá*

empresas en fase de crecimiento, pero no puede sustituir a la confianza de los inversores en las perspectivas futuras de las empresas en fase de crecimiento que empiecen a cotizar como elemento conductor de las decisiones de inversión.

*de la  
confianza de  
los  
inversores*

### **3.5. Perspectivas para el sector de los valores privados europeos**

El total de la inversión en valores privados en 2002 fue el segundo más alto registrado hasta la fecha (anexo 1), triplicando casi el de 1997, que fue el primer año de crecimiento muy elevado en el mercado europeo. Esto sugiere que los valores privados europeos han alcanzado un nivel y una madurez que han permitido encajar razonablemente bien los recientes reveses.

*2002  
segundo año  
más elevado  
registrado  
hasta la  
fecha*

En 1997, tanto las inversiones de capital riesgo como en la compra de participaciones mayoritarias ascendieron 4 800 millones de euros. En 2002, las inversiones de capital riesgo en la UE ascendieron a 10 100 millones de euros, por debajo de los 12 700 millones de euros del año anterior, mientras que la inversión en la compra de participaciones mayoritarias alcanzó 16 800 millones de euros, su máximo histórico. Parece que la inversión de capital riesgo aún se está contrayendo, aunque a un ritmo reducido, mientras que la inversión en compra de participaciones mayoritarias está aumentando de nuevo.

*Tendencia  
hacia las  
compras de  
participacio  
nes  
mayoritarias*

Mientras que, durante el período 1997-2001, los fondos obtenidos para nuevas inversiones superaron con creces a los de inversión, en 2002 los fondos obtenidos igualaron al volumen de inversión, como fue el caso durante el período anterior a 1997. En 2003 la movilización de fondos se ha hecho progresivamente más difícil incluso para los fondos privados de valores bien establecidos con excelentes historiales.

*Obtención  
del fondos  
más difícil*

En el año 2002 se produjo una clara tendencia de los bancos que empezaron a deshacerse de sus operaciones de valores privados cautivos. Durante los cinco últimos años, los bancos, por término medio, han sido la fuente del 26% de todos los fondos obtenidos en Europa. Pasada la etapa de vinculación, lo más probable es que el interés bancario por ocuparse de la financiación futura de estas entidades disminuya y no resulta evidente si la compra de participaciones mayoritarias o el segmento del capital riesgo se vería afectado de manera más desfavorable.

*Los bancos  
de deshacen  
de algunas  
de sus  
operaciones  
de valores  
privados*

La cuota de financiación proporcionada por los fondos de pensiones durante los últimos cinco años también ha permanecido estable en el creciente mercado, con un promedio del 23%. La diversificación a un activo del tipo de los valores con un ciclo diferente de los que tienen cotización oficial se considera, en general, como algo beneficioso. Sin embargo, debido al hundimiento de los precios de los valores con cotización, la proporción de valores privados de sus carteras supera ahora a menudo las asignaciones de objetivos y, a corto plazo, pueden estar poco dispuestos a asignar fondos adicionales a la inversión en valores privados. Mientras que, a medio y largo plazo, el aumento de la financiación de los pasivos de pensiones europeos podría aumentar considerablemente la oferta de valores privados, la tendencia en algunos Estados miembros hacia los sistemas con cotizaciones definidas podría tener el efecto opuesto.

*Se prevé una  
inversión  
más  
equilibrada  
de los fondos  
de pensiones*

Parece confirmarse que los valores privados están ganando aceptación como clase independiente de activo. La necesaria evaluación comparativa presenta, sin embargo, considerables desafíos. En el sector se están realizando esfuerzos para desarrollar convenciones y estadísticas generalmente aceptadas para medir la rentabilidad de este tipo de inversión.

*Se están desarrollando o parámetros apropiados*

La falta de oportunidades de salida se percibe generalmente como el freno más importante a la recuperación de los mercados de valores privados europeos, especialmente la inversión de capital riesgo en las empresas en fase inicial y tecnológicas. El bajo nivel de salidas es especialmente preocupante en el contexto de los altos niveles de inversión del periodo 1998-2000 que, en circunstancias normales, debería estar maduras para la desinversión en un futuro muy próximo. Así pues, las empresas dependen cada vez más de las inversiones de capital riesgo de seguimiento, aumentando temporalmente la demanda de este tipo de financiación<sup>6</sup>.

*La falta de oportunidad es de salida se ve como el problema principal*

#### **4. ASUNTOS NORMATIVOS**

Desde el inicio del RCAP en 1998, la elaboración de un marco normativo apropiado, tanto a escala comunitaria como nacional, ha sido una prioridad política principal. Con ello se reconoce el hecho de que, sin un conjunto moderno y flexible de normas legales y administrativas que reflejen las necesidades de los operadores de capital riesgo (el lado de la oferta) y de las empresas (el lado de la demanda) los mercados de capitales riesgo no prosperarán en Europa. Como se describe más adelante (véase también el anexo 11) se ha avanzado mucho<sup>7</sup> desde 1998 en la consecución de ese objetivo.

*Avances importantes en la creación de un marco normativo apropiado*

##### **4.1. Medidas contempladas en el PASF<sup>8</sup>**

La realización del PASF prosigue con paso firme<sup>9</sup> y se espera que esté completado, tal como solicitó la Cumbre europea de primavera de Bruselas, para abril de 2004. Esto coincide con la sesión final del Parlamento Europeo actual y concede bastante tiempo (normalmente 18 meses) para la transposición de las últimas medidas adoptadas en las legislaciones nacionales antes de finales de 2005. Una vez acabada la negociación de las restantes medidas del PASF, la acción comunitaria debería, lógicamente, trasladarse a garantizar la puesta en práctica y la aplicación comunes a escala europea, incluso en los nuevos Estados miembros. Considerando en especial las medidas del PACR también incluidas en el PASF, los avances han sido importantes:

*El PACR sigue su curso hacia su completa realización*

**Medida: "Actualización de las directivas sobre prospectos a fin de facilitar a las empresas la obtención transfronteriza de capitales (por ejemplo, en el marco de una OPI)"**

La nueva directiva sobre prospectos se ha adoptado el 15 de julio de 2003. *La directiva*

<sup>6</sup> Esto es aplicable en particular a las empresas que se dedican a las ciencias biológicas, que tienen unos plazos largos para el desarrollo de sus productos y unas grandes necesidades de capital.

<sup>7</sup> A este respecto, véase el punto 8 de las conclusiones de la Presidencia de la Cumbre europea de primavera de Bruselas (20/21 de marzo de 2003).

<sup>8</sup> Estas medidas afectan fundamentalmente a la *vertiente de la oferta* de capital riesgo.

<sup>9</sup> Véase el "**Informe ocho - Servicios financieros/faltan nueve meses para completar el PASF**", 3 de junio de 2003, [www.europa.eu.int/comm](http://www.europa.eu.int/comm) (mercado interior, servicios financieros).

Como consecuencia de ello, una vez transpuesta, será más fácil y más barato obtener capital en toda la UE sobre la base de un sello de aprobación concedido por la autoridad normativa de un Estado miembro. Esto facilitará las salidas de capital riesgo (OPI) y la introducción de empresas en mercados de valores de elevado crecimiento.

*sobre prospectos ha sido adoptada en verano de 2003*

**Medida: "Adopción de normas cautelares que permitan a los inversores institucionales invertir en capital riesgo"**

La directiva sobre fondos de pensiones suplementarias se adoptó el 13 de mayo de 2003. Una vez que se transponga (24 meses) dará nuevas oportunidades al sector del capital riesgo. A este respecto la Cumbre europea de primavera de Bruselas invita explícitamente al Consejo y a la Comisión a examinar obstáculos para la inversión de los fondos de pensiones en los mercados de capital riesgo (punto 31, segundo guión, de las conclusiones de la Presidencia). Por otra parte, las nuevas directivas sobre OICVM de 2001 deberían haberse transpuesto en agosto de 2003.

*Por fin se ha adoptado la directiva sobre fondos de pensiones que era tan esperada*

**Medida: "Evaluación de los requisitos existentes en materia de contabilidad y auditoría"**

Además de la adopción, ya señalada, del Reglamento del Consejo sobre la aplicación de las Normas Internacionales de Contabilidad (NIC), la Comisión ha adoptado el 19 de mayo de 2003 una directiva<sup>10</sup> que permite a los Estados miembros la exención parcial a más PYME de las normas para la presentación de la información financiera. También se han modernizado la Cuarta y la Séptima directivas<sup>11</sup>. Por otra parte, a la vista de los recientes escándalos financieros, la Comisión ha adoptado una Comunicación<sup>12</sup> el 21 de mayo de 2003 en la que da prioridad a las acciones sobre auditoría legal, necesarias para reforzar la calidad de auditoría y la independencia de los auditores.

*Se han modernizado los marcos contable y de auditoría*

**Medida: "Difusión de las mejores prácticas en materia de gobernanza empresarial"**

Para evitar el efecto dañino sobre los escándalos financieros tan difundidos por la prensa, la Comisión ha adoptado el 21 de mayo de 2003 una Comunicación<sup>13</sup> sobre el Derecho de sociedades y la gobernanza empresarial que incluye un plan de acción. Después de acabar un proceso de consulta, se espera que la Comisión proponga medidas específicas en otoño de 2003.

*Ya está en curso un plan de acción*

**4.2. Medidas no contempladas en el PASF<sup>14</sup>**

En cuanto a las medidas legislativas del PACR no contempladas en el PASF también se han observado avances:

**Medida: "Reforma de la legislación sobre insolvencia y quiebra"<sup>15</sup>**

<sup>10</sup> Directiva 2003/38/CE de 13 de mayo de 2003, L120, 15/05/2003, p. 22-23.

<sup>11</sup> Directiva 2003/51/CE de 18 de junio de 2003, L178, 17/07/2003, p. 16-22.

<sup>12</sup> COM(2003) 286 final.

<sup>13</sup> COM(2003) 284 final.

<sup>14</sup> Estas medidas normativas tienen como finalidad impulsar la **vertiente de la demanda** de capital riesgo.

La quinta y última reunión del grupo de expertos del Mejor Proyecto *Reestructuración, quiebra y reanudación* tuvo lugar el 16 de mayo de 2003. El Informe final referente a este Mejor Proyecto se publicará en otoño de 2003 y proporcionará, basándose en la labor del grupo de expertos, una serie de indicadores para cada uno de los temas discutidos (detección precoz; sistema jurídico; reanudación; estigma del fracaso) y una estrategia para la mejora dando ejemplos de las mejores prácticas.

*Se ha completado un Mejor Proyecto*

#### Medida: "Reforma del sistema de patentes europeo"

Después de más de tres décadas de deliberaciones, el Consejo de Ministros alcanzó un acuerdo político sobre una patente comunitaria el 3 de marzo de 2003. Cuando exista, se espera, entre otras cosas, que la patente comunitaria, por término medio, deje en la mitad los costes de traducción. Asimismo, un Tribunal comunitario centralizado y único dictaminará sobre las controversias que surjan de las patentes comunitarias.

*La disponibilidad de una patente comunitaria ya está en marcha*

### 5. ASPECTOS FISCALES

Los aspectos fiscales son de vital importancia para el desarrollo de los mercados de capital riesgo. Es el caso del impuesto sobre sociedades (sobre los dividendos y sobre las plusvalías) y del impuesto sobre la renta personal (sobre los dividendos, sobre las plusvalías y sobre las opciones de compra de acciones). También son importantes las condiciones para los incentivos fiscales a la innovación y la I+D. Aunque el cuadro global está aún lejos de ser satisfactorio, también pueden señalarse importantes avances.

*El cuadro global está mejorando*

#### 5.1. Evolución en los Estados miembros

Como los impuestos siguen siendo en gran parte competencia nacional, los operadores paneuropeos se enfrentan a un sistema fragmentado: disparidad de tipos efectivos del impuesto sobre sociedades, muchas ineficacias fiscales y altos costes para el cumplimiento de las obligaciones fiscales. También se encuentran con una tendencia general a tratar peor a la financiación mediante emisión de acciones que la financiación mediante emisión de deuda. Las diferencias en los regímenes fiscales pertinentes explican el distinto rendimiento de los Estados miembros en el ámbito del capital riesgo, algo de lo que los responsables políticos son cada vez más conscientes. En especial, parece que está generalmente reconocido que tanto una **política fiscal general concebida adecuadamente** como unos **incentivos fiscales específicos** (incluidos los de I+D e innovación) pueden desempeñar un papel importante en este contexto. Como se ha indicado en Comunicaciones previas, muchos Estados miembros ya han promulgado estos últimos años la legislación apropiada (por ejemplo anexo 12), una tendencia que ha continuado en 2003.

*Muchos Estados miembros han promulgado la legislación apropiada*

#### 5.2. Evolución a escala comunitaria

Para el buen funcionamiento del mercado interior resulta necesario contar con iniciativas fiscales a escala comunitaria. Como ya se ha informado, un estudio

---

<sup>15</sup> Para una descripción del tema, véase "*La guía europea de reestructuración e insolvencia 2002/2003*", Página blanca, 2002 y "*Quiebra e insolvencia*", EVCA, mayo de 2002.

de la Comisión<sup>16</sup> concluyó que el sector sufre a menudo un elevado coste derivado de las obligaciones fiscales y una doble imposición internacional en ámbitos tales como las operaciones en los grupos multinacionales de empresas, los flujos transfronterizos de dividendos, los pagos de intereses y derechos, la asistencia por pérdidas transfronterizas y la reestructuración empresarial. El objetivo político final sería eliminar todos estos obstáculos.

*Deberían eliminarse los obstáculos transfronterizos*

El paquete fiscal adoptado por el Consejo Ecofin durante su sesión de junio de 2003 incluía la directiva sobre el régimen fiscal aplicable a los pagos de intereses y derechos entre empresas asociadas que será aplicable a partir del 1 de enero de 2004. El paquete fiscal también incluía un código de conducta para la fiscalidad empresarial en la zona de la UE. El objetivo es garantizar la igualdad de condiciones para evitar la competencia fiscal desleal que produzca pérdidas en las recaudaciones tributarias y distorsione las decisiones económicas eficientes.

*Debería evitarse una competencia fiscal desleal*

Por otra parte, la Comisión ha adoptado recientemente una propuesta de Directiva del Consejo<sup>17</sup> cuya finalidad es mejorar y ampliar el ámbito de la Directiva sobre sociedades matrices y filiales. Estipula la eliminación de la doble imposición internacional de los pagos de dividendos, lo que llevará a la reducción del coste internacional del capital.

*Se está modernizando o la Directiva sobre sociedades matrices y filiales*

En lo relativo a las iniciativas específicas relacionadas con el capital riesgo, la idea de la Comisión de desarrollar el concepto<sup>18</sup> de "fiscalidad del Estado de origen" en un proyecto experimental para pequeñas y medianas empresas merece una atención especial. Con este planteamiento, una empresa puede optar por computar el total de su base impositiva de la UE, incluidas las filiales extranjeras o los establecimientos permanentes, con arreglo a las normas del Estado miembro donde tenga su sede. Se espera que este proyecto proporcione en especial una importante reducción del coste relacionado con el cumplimiento fiscal para la internacionalización de las PYME en el mercado interior.

*Un proyecto experimental para las PYME podría proporcionar mayores beneficios*

### **5.3 Política fiscal en el contexto internacional**

La interacción de las medidas individuales, que pueden ser coherentes y justificables a escala nacional, y el planteamiento distinto al aplicar principios fiscales internacionales puede conducir a situaciones de **doble imposición** cuando están implicados residentes de más de un Estado miembro. Desgraciadamente, éste es a menudo el caso, por ejemplo, de las opciones de compra de acciones cuando la empresa emisora y el empleado receptor son residentes en países distintos. A este respecto resulta alentador observar que estos problemas reciben una atención cada vez mayor de la OCDE, entre otros organismos. Resulta obvio que, desde una perspectiva comunitaria, sería importante mostrar un planteamiento coordinado entre los Estados miembros en

*Los Estados miembros deberían coordinar sus posiciones en los foros internacionales*

---

<sup>16</sup> "El impuesto de sociedades en el Mercado Interior", SEC (2001) 1681, de 23.10.2001.

<sup>17</sup> "Propuesta de Directiva del Consejo por la que se modifica la Directiva 90/435/CEE relativa al régimen fiscal común aplicable a las sociedades matrices y filiales de Estados miembros diferentes", COM(2003) 462 final de 29.07.2003.

<sup>18</sup> Véase el resultado de la consulta publicada el 7 de julio de 2003 en: [http://europa.eu.int/comm/taxation\\_customs/taxation/company\\_tax/index.htm](http://europa.eu.int/comm/taxation_customs/taxation/company_tax/index.htm)

estos foros internacionales.

## **6. ESPÍRITU EMPRESARIAL**

Los proyectos sobre el *Mejor procedimiento* (basados en la determinación e intercambio de las mejores prácticas entre Estados miembros) han proporcionado el marco del espíritu empresarial para el PACR. Se dispone de informes de proyectos<sup>19</sup> sobre la transferencia de empresas, sobre educación y formación para el espíritu empresarial, sobre la elaboración de parámetros para evaluar la gestión de las incubadoras, sobre inversores informales (*business angels*), sobre quiebra y reanudación, así como sobre otros temas. Sin embargo, aunque ya está ampliamente reconocida la importancia del espíritu empresarial para la creación de empleo<sup>20</sup>, la innovación y el crecimiento económico, Europa no aprovecha todavía plenamente su potencial empresarial.

*El potencial empresarial en Europa no se aprovecha todavía completamente*

Con el fin de poner en marcha un amplio debate público sobre la futura agenda para la política empresarial, la Comisión adoptó un *Libro Verde* en enero de 2003<sup>21</sup>. Como continuación, y a petición de la Cumbre europea de primavera de Bruselas<sup>22</sup>, la Comisión está trabajando en estos momentos en el *Plan de acción para el espíritu empresarial* que deberá presentarse a finales de 2003.

*Se está preparando un plan de acción*

El Informe de 2003<sup>23</sup> sobre la puesta en práctica de la *Carta europea para pequeñas empresas* concluye que el progreso es alentador. Muchos Estados miembros han situado a la educación sobre el espíritu empresarial en un lugar preponderante en las agendas nacionales y los esfuerzos para apoyar las capacidades empresariales en las escuelas se han intensificado considerablemente en 2002<sup>24</sup>. El primer informe sobre la puesta en práctica por parte de los países candidatos a la adhesión de la Carta demuestra que estos países están siguiendo el buen camino. Ahora su principal desafío es asentar una cultura empresarial. El acceso a la financiación sigue resultando difícil para las PYME y el capital riesgo no está todavía suficientemente desarrollado. Por ello, sería necesario realizar un esfuerzo educativo en este terreno. En la cumbre de Salónica celebrada en junio de 2003, los países de los Balcanes occidentales aprobaron la Carta.

*La Carta para las pequeñas empresas muestra avances alentadores*

### **6.1. Inversores informales y capital riesgo comunitario**

El número de redes de inversores informales ha seguido creciendo (anexo 3). Tiene especial relevancia la explosión del número de redes en Francia y Alemania que actualmente igualan al número de redes de Reino Unido.

*Sigue aumentando el número de redes de inversores informales*

---

<sup>19</sup> Véase [http://europa.eu.int/comm/enterprise/index\\_en.htm](http://europa.eu.int/comm/enterprise/index_en.htm).

<sup>20</sup> En la nueva directriz sobre el empleo nº 2 sobre la creación de puestos de trabajo y el espíritu de empresa (véase la Decisión del Consejo 2003/578/CE - DO L 197, 5.8.2003, p. 13) se pone énfasis en la necesidad de facilitar el acceso al capital para la creación de nuevas empresas, para las PYME nuevas y existentes y para aquellas que presenten un alto potencial de crecimiento y creación de empleo.

<sup>21</sup> "Libro Verde - El espíritu empresarial en Europa", COM(2003) 27 final de 21.01.2003.

<sup>22</sup> Véase el punto 23, primer guión, de las conclusiones de la Presidencia.

<sup>23</sup> COM(2003) 21 final, 21.1.2003.

<sup>24</sup> SEC(2003) 57, de 21.1.2003.

A medida que maduran los mercados europeos de capital riesgo, han empezado a surgir unos objetivos más amplios. En varios Estados miembros los fondos regionales de capital riesgo tienen participación pública y persiguen los objetivos del desarrollo comunitario como la creación de empleo o el desarrollo local. Por ejemplo, en Reino Unido el Estado participa con un 50% en el *Bridges Community Development Venture Fund*, que invertirá en las zonas más pobres de Inglaterra. Estos fondos también se benefician de la reducción fiscal para inversiones en comunidades del RU.

*Se está utilizando capital riesgo en el desarrollo comunitario*

## **6.2. Participación financiera de los trabajadores**

A raíz de la *Comunicación de la Comisión sobre la promoción de la participación financiera de los trabajadores*<sup>25</sup>, se han financiado diversas acciones y proyectos en este ámbito, (conferencias, ejercicios de evaluación comparativa, estudios, etc.). Entre tanto, se espera que un grupo de expertos *ad hoc*<sup>26</sup> creado por la Comisión encargado de examinar los obstáculos transnacionales para la aplicación de diversos sistemas, presente su informe a principios del otoño de 2003.

*Se están analizando los obstáculos para la participación financiera de los trabajadores*

Otro grupo de expertos creado por la Comisión ha analizado las actuales disposiciones para las opciones de compra de acciones por parte de los trabajadores y ha presentado sus conclusiones para mejorar el marco jurídico<sup>27</sup>. El informe concluye que los tipos impositivos efectivos sobre las opciones de compra de acciones por parte de los trabajadores (y la posterior tenencia de acciones) en la UE se sitúan entre en torno al 15% y por encima del 70% y que, dadas las diferencias entre los sistemas impositivos, pueden surgir problemas considerables para los trabajadores que se trasladan de un país a otro junto con sus opciones de compra de acciones.

*Se ha publicado un informe sobre las opciones de compra de acciones por parte de los trabajadores*

## **7. ÁREA EUROPEA DE INVESTIGACIÓN E INNOVACIÓN**

Actividades iniciadas con arreglo al 5º Programa marco como las de promover la creación de redes y el agrupamiento entre universidades, centros de investigación, empresarios, inversores, abogados a escala europea se llevará a cabo con arreglo al 6º Programa marco<sup>28</sup>. Esto incluye la "*Iniciativa Gate2Growth*"<sup>29</sup> y el "*Foro sobre biotecnología y finanzas*" del que ya se ha informado en pasadas Comunicaciones.

*Seguirá habiendo una serie de iniciativas*

Por otra parte, con arreglo al 6º Programa marco, se pone más énfasis en la integración de la innovación como dimensión importante en la concepción y puesta en práctica de un proyecto de investigación y en la explotación de los resultados de la investigación por parte de los propios socios, mediante la creación de empresas derivadas o a través de la transferencia de tecnología. Se

*Énfasis en la integración*

<sup>25</sup> "Comunicación relativa a un marco para la participación financiera de los trabajadores", COM(2002)364, de 5 de julio de 2002.

<sup>26</sup> El "Grupo de alto nivel sobre obstáculos transnacionales para la participación financiera de los trabajadores en las empresas que tienen una dimensión transfronteriza" se ha reunido siete veces hasta julio de 2003.

<sup>27</sup> "*Opciones de compra de acciones para los trabajadores-El entorno legal y administrativo para las opciones de compra de acciones para los trabajadores en la UE*". Informe final del grupo de expertos, junio de 2003; [www.europa.eu.int/comm](http://www.europa.eu.int/comm) (empresa).

<sup>28</sup> "6º Programa marco (2002-2006)", 27 de junio de 2002, [www.european.eu.int/comm](http://www.european.eu.int/comm) (investigación).

<sup>29</sup> Véase [www.gate2growth.com](http://www.gate2growth.com)

anima, por lo tanto, a los participantes a incluir en sus proyectos "actividades relacionadas con la innovación", que pueden apoyarse de la misma forma que las actividades de investigación, así como estudios de viabilidad sobre la posibilidad de aprovechar estas investigaciones en las empresas creadas con ese fin. Las asociaciones de PYME pueden participar en nombre de sus miembros.

*de la  
innovación*

Las organizaciones que buscan fuentes externas de financiación para su proyecto, otras actividades de investigación, infraestructuras de investigación o para la explotación de los resultados de investigación, recibirán información sobre los diversos instrumentos financieros del BEI (por ejemplo, la nueva **Iniciativa Innovación 2010** del BEI con una dotación orientativa de 20 000 millones de euros para el periodo 2003-2006 proporcionará financiación a través de préstamos para la innovación e iniciativas relacionadas con la I+D) y el FEI.

*Se  
proporciona  
rá  
información  
sobre la  
financiación*

### **7.1. Hacia el 3% del PIB**

En la primavera de 2003, la Comisión aprobó una Comunicación<sup>30</sup> estableciendo un Plan de acción para conseguir el objetivo presentado en el Consejo Europeo de Barcelona (marzo de 2002) de aumentar la inversión en la UE en I+D con el fin de acercarse al 3% del PIB para 2010, del que los dos tercios deberán proceder del sector privado, la Comisión adoptó una Comunicación en la primavera de 2003. Este Plan de acción se ha elaborado consultando con todos los interesados, especialmente con el sector y con la comunidad financiera, y tiene en cuenta las recomendaciones de cinco grupos de expertos sobre las formas de mejorar la eficacia de los mecanismos para la financiación pública (incluido el capital riesgo) de la investigación.

*Se ha  
adoptado  
una nueva  
Comunicación*

El Plan de acción define una serie de acciones que implican diversas políticas e instrumentos que deben emprenderse y desarrollarse a escala europea, a escala nacional o a ambas para lograr el objetivo del 3 %. Incluyen una serie de acciones para mejorar el acceso a la financiación de la investigación y la innovación: (i) apoyo con el fin de garantizar mecanismos para la investigación y la innovación en las PYME; (ii) apoyo al capital riesgo para las PYME con investigación intensiva, y (iii) disponibilidad de mercados financieros eficientes, que ofrezcan apoyo e integrados. Además, el Plan de acción define otras medidas que contribuirán a promover la creación y el crecimiento de nuevas empresas basadas en la tecnología y a aumentar por lo tanto la demanda de capital riesgo:

*Deberían  
emprenderse  
acciones  
tanto a  
escala  
europea  
como  
nacional*

realizar o iniciar reformas normativas y administrativas y medidas de apoyo para permitir que las instituciones públicas dedicadas a la investigación desarrollen unos vínculos más efectivos con el sector; entre los asuntos que deben abordarse figura especialmente **la creación de incubadoras y fondos de capital inicial;**

*Una serie de  
medidas  
aumentará  
la demanda  
de capital  
riesgo*

desarrollar directrices europeas para la gestión y explotación de derechos de propiedad intelectual que resulten de la investigación de financiación pública con el objetivo de promover la transferencia de tecnología al sector y **la**

---

<sup>30</sup> "Invirtiendo en investigación: un Plan de acción para Europa", COM(2003) 226 final de 30 de abril de 2003.

## creación de empresas derivadas;

fomentar un uso concertado de los incentivos fiscales y otros, especialmente para promover la **creación y el crecimiento rápido de empresas con investigación intensiva**.

## **8. FINANCIACIÓN PÚBLICA**

### **8.1. Ayudas estatales y capital riesgo**

La Comunicación sobre ayudas estatales y capital riesgo<sup>31</sup> está demostrando ser un instrumento acertado en el apoyo de la intervención pública en forma de valores cuando falla el mercado, atrayendo al mismo tiempo capital privado. Tanto las autoridades nacionales como el sector han apreciado la flexibilidad de este instrumento y su planteamiento innovador. En especial, los Estados miembros han sido partidarios de recurrir a los sistemas innovadores de capital riesgo principalmente en las PYME situadas en áreas deprimidas o activas en la alta tecnología o en el sector de servicios, o como parte de otros proyectos de interés para la UE. El éxito de varias asociaciones entre el sector público y privado animado por el principio de *pari passu* ha generado una inversión recurrente por parte de los inversores privados, junto con los poderes públicos, y ha facilitado la contratación de directivos independientes y experimentados del sector privado, que reciben una remuneración ligada al rendimiento del capital invertido, al rendimiento del fondo de inversión o a ambas cosas.

*La Comunicación sobre ayudas estatales y capital riesgo está demostrando que es acertada*

Entre los sistemas aprobados conforme a la Comunicación<sup>32</sup> figuraban: el *Fondo de capital riesgo y de préstamos para las pequeñas y medianas empresas de Reino Unido*<sup>33</sup>, que se centra en la provisión de préstamos de valores y cuasi-valores, así como de micropréstamos para las PYME; el griego *Taneo - Fondo para el desarrollo de la nueva economía*<sup>34</sup>, un fondo de fondos con el que se pretende proporcionar financiación a fondos de capital riesgo que inviertan en PYME activas en sectores de la "nueva economía" tales como telecomunicaciones y biotecnología; el sistema italiano *Capital riesgo para la puesta en marcha de empresas innovadoras*<sup>35</sup>, que aspira a apoyar a empresas innovadoras en la fase de puesta en marcha; y el *Fondo para la participación en el capital social de las PYME de Burgenland*, y el *Sistema de capital riesgo para el Estado federado de Steiermark*<sup>36</sup>, ambos austríacos

*Algunos ejemplos recientes*

### **8.2. El Fondo Europeo de Inversiones**

El FEI tiene intención de apoyar los mercados de capital riesgo de la UE e invertir fundamentalmente en fondos para apoyar a las empresas tecnológicas regionales y paneuropeas. En el sector de la tecnología, el primer objetivo del FEI han sido las inversiones en la fase inicial e intermedia, incorporando a la vez inversiones en fases posteriores siguiendo un reciente estudio que demuestra que la falta de financiación impide que proyectos tecnológicos

*El FEI invierte en otros fondos*

<sup>31</sup> Comunicación sobre "*Ayudas estatales y capital riesgo*", DO C235, 21.08.2001, p. 3.

<sup>32</sup> Véase [www.europa.eu.int/comm/secretariat\\_general/sgb/state\\_aids](http://www.europa.eu.int/comm/secretariat_general/sgb/state_aids)

<sup>33</sup> Asunto N 620/2002, Decisión de la Comisión de 4/2/2003.

<sup>34</sup> Asunto N 548/2002, Decisión de la Comisión de 18/9/2002.

<sup>35</sup> Asunto N 292/2002, Decisión de la Comisión de 11/12/2002.

<sup>36</sup> Asunto N 677/2002, Decisión de la Comisión de 4/4/2003.

prometedores en fase intermedia o avanzada reciban la oportuna financiación.

En 2002, el FEI comprometió 471,5 millones de euros en 36 fondos de capital riesgo. Esta disminución con respecto a 2001 (800 millones de euros en 57 fondos) se debe a la actual tendencia bajista del mercado, que proporciona pocas oportunidades apropiadas de inversión. No obstante, el FEI sigue teniendo una gran importancia en el mercado de capital riesgo de empresas en fase inicial y de alta tecnología, con una cartera total de compromisos que incluye 185 fondos y asciende a 2 450 (a 30/04/03), de los cuales el 73% se dedica a empresas en fase inicial y el 61% a la alta tecnología.

*Disminución de nuevos compromisos en 2002*

Para sus inversiones, el FEI utiliza sus propios fondos o los fondos de los que dispone en el marco de los mandatos que le confían el BEI o la Comisión Europea. Desde el lanzamiento de la **Iniciativa Innovación 2000**, el FEI ha gestionado todos los recursos del BEI dedicados al capital riesgo. En total, el 88% de la actividad de capital riesgo del FEI procede de recursos del BEI (a 30/04/03). En este contexto, y en respuesta a las peticiones de mayor actuación en el ámbito del capital riesgo, el FEI ha iniciado los procedimientos oportunos para aumentar en 500 millones de euros el importe puesto a disposición del FEI.

*Una variedad de fuentes de fondos*

En nombre de la Comisión Europea, el FEI gestiona el Programa plurianual para la empresa y el espíritu empresarial 2001/2005, sucesor del Sistema para el crecimiento y el empleo 1998-2000, bajo el cual se crea el *Plan de ayuda inicial del MET* para las inversiones en empresas en la fase inicial y en las primeras fases, así como el sistema de subvenciones *Acción para el capital inicial*. El *Plan de ayuda inicial del MET* supone el 5% de la cartera de capital riesgo acumulada del FEI (a 30/04/2003). Las inversiones del FEI se hacen siguiendo las mejores prácticas comerciales.

El FEI ha desarrollado recientemente servicios consultivos independientes como actividad nueva y complementaria, mediante los cuales puede proporcionar asesoramiento basado en su experiencia como inversor y garante. Esta actividad nueva y gratuita realizada en estrecha colaboración con la Comisión Europea, se centra actualmente en las entidades y autoridades regionales, pero muy probablemente se aplicará también a otros sectores como la investigación.

*Actividades de asesoramiento como tareas complementarias*

### **8.3. Fondos regionales**

Como ya se indicó el año pasado, las directrices de la Comisión<sup>37</sup> para la puesta en práctica de fondos estructurales para el período 2000-2006 pedían que las filiales tradicionales a las PYME fueran reemplazadas parcialmente por métodos de financiación más modernos y dinámicos, por ejemplo capital riesgo y fondos de garantía. Esto tiene la ventaja de que las contribuciones públicas a estos fondos son recuperables (fondos rotatorios) pasados unos años, una vez que se liquida la inversión en las PYME.

*Las subvenciones tradicionales están siendo reemplazadas por instrumentos financieros más modernos*

<sup>37</sup>

[www.europa.eu.int/comm/regional\\_policy/sources/docoffic/official/guidelines/coord\\_en.htm](http://www.europa.eu.int/comm/regional_policy/sources/docoffic/official/guidelines/coord_en.htm)

La programación de los fondos estructurales muestra que se están siguiendo las directrices y que, como consecuencia de ello, las intervenciones en fondos de capital riesgo y fondos de garantía serán en el período 2000-2006 aproximadamente 1 400 millones de euros, es decir más del doble que para el período 1994-1999. Alrededor de los dos tercios corresponderán a las regiones del objetivo 1 y un tercio a las regiones del objetivo 2. Por países, Reino Unido es claramente el que más está utilizando estas posibilidades.

*Los fondos de capital riesgo y de garantía multiplicarán por más de dos sus recursos*

Por otra parte, la *Guía de la Comisión sobre la financiación del capital riesgo en la política regional* ya está disponible en todas las lenguas comunitarias<sup>38</sup>. Deberá convertirse en un documento práctico para todos los implicados a escala regional y nacional en las actividades relacionadas con el capital riesgo.

*La nueva Guía ya está disponible*

## **9. CONCLUSIONES**

Los últimos 18 meses han sido un período de ajuste en Europa y muchos operadores están convencidos de que el prolongado ciclo bajista ya está tocando fondo. Han quedado atrás la explosión de la burbuja y los escándalos financieros y muchos operadores del sector, tras un proceso de consolidación y de racionalización que pronto estarán terminados, parecen estar listos para una recuperación.

*Puede comenzar pronto un nuevo ciclo*

Si se toma el período del PACR en su conjunto (1998-2003) hay que destacar importantes avances. Desde el punto de vista político, los asuntos relacionados con el capital riesgo figuran ahora como uno de los puntos principales de la agenda de todas las instituciones regionales, nacionales y comunitarias. Desde el punto de vista técnico la mayoría de las medidas previstas en el PACR en 1998 han sido completadas. Por supuesto, hay medidas que por su propia naturaleza (por ejemplo las relacionadas con barreras culturales) no pueden estar sujetas, en la práctica, a un plazo específico, pero en las cuales puede informarse de avances cualitativos.

*Se ha logrado la mayoría de los objetivos previstos en 1998*

La industria europea también ha cambiado considerablemente en los últimos cinco años. Ahora es mucho mayor (aunque persiste la diferencia con los EE.UU.), más global, madura y profesional y, como consecuencia de ello, el capital riesgo se está convirtiendo en un número cada vez mayor de Estados miembros en una clase propia de activo. Ahora el reto será llevar estos progresos positivos a toda la Comunidad y en especial a los futuros nuevos Estados miembros.

*El capital riesgo debería ser una clase de activo propia en toda Europa*

## **10. CAMINO A SEGUIR**

El mundo de hoy, desde los puntos de vista económico, financiero y político es muy diferente al de 1998. El sector del capital riesgo ha sido objeto de importantes transformaciones, experiencias difíciles que le han puesto a prueba e importantes éxitos. Por ello, merece la pena volver a examinar muchas de las premisas y objetivos previstos en el PACR. Además, para lograr los objetivos de Lisboa 2010, Europa necesitará desarrollar una economía moderna y un sector innovador potente, algo que requerirá un mercado de capital riesgo

*El entorno del capital riesgo ha cambiado radicalmente en los últimos cinco años*

<sup>38</sup>

[www.europa.eu.int/comm/regional\\_policy/sources/docgener/guides/risk/risk\\_en.pdf](http://www.europa.eu.int/comm/regional_policy/sources/docgener/guides/risk/risk_en.pdf)

paneuropeo mucho más eficiente y sofisticado.

Con estas consideraciones en mente, con el fin de mantener el ímpetu, y basándose en la experiencia de los últimos cinco años, la Comisión tiene intención de continuar siguiendo de cerca la evolución en el mercado europeo de capital riesgo y de realizar un análisis posterior en 2004 de los aspectos del mercado donde siguen existiendo deficiencias, tomando la invitación que el Consejo Europeo de Bruselas hizo a la Comisión en marzo de 2003: *"invita al Consejo y a la Comisión a que actúen para reducir los obstáculos a la creación de un verdadero mercado europeo de capitales riesgo, capaz de apoyar el espíritu de empresa, y estudien, entre otras cosas, los obstáculos a la inversión de los inversores institucionales (fondos de pensiones) en mercados de capital riesgo"* (punto 31, segundo guión, de las conclusiones de la Presidencia).

*Análisis posterior basado en la experiencia del PACR*

Aunque el capital riesgo cubre una vasta variedad de temas y aspectos, algunos elementos importantes, que pudieran ser incluidos en el análisis, podrían ser los siguientes:

*Algunos posibles elementos*

**(i) Obstáculos a los que se enfrentan los inversores institucionales para invertir en capital riesgo**

Cumplir la invitación antes mencionada del Consejo Europeo.

**(ii) Nuevas mejoras en el marco normativo**

Ésta debería ser una actividad permanente con el objetivo principal de garantizar que se tengan en cuenta las necesidades de capital riesgo durante la negociación (por ejemplo el *Reglamento sobre fusiones* o las nuevas *Normas sobre suficiencia de capital-Basilea II*), puesta en práctica y aplicación de nuevas normas.

*Debería tenerse en cuenta al capital riesgo en cualquier nueva iniciativa*

Una medida específica repetidamente solicitada por el sector es la creación de una *estructura jurídica europea armonizada para los fondos* capaz de garantizar la transparencia, desde el punto de vista fiscal, en toda Europa. En la Comunicación COM(2003) 226 final de 30 Abril 2003, sobre *"Inversión en investigación: un plan de acción para Europa"* página 24, la Comisión ya ha adoptado el compromiso de "considerar los méritos y la posibilidad" de esta medida. Aunque esto se hizo en el contexto de la I+D, éste es un problema horizontal que debería tenerse en cuenta para todos los casos relacionados con el capital riesgo.

*El sector necesita estructuras transparentes*

**(iii) Fomento de los mecanismos de salida**

La disponibilidad de mecanismos eficientes de salida es uno de los requisitos fundamentales para tener un mercado de capital riesgo satisfactorio. A este respecto, deberán reexaminarse las características, estructura y **papel de las bolsas especializadas y bolsas secundarias para las empresas de alto crecimiento**, así como los factores que determinan el apetito inversor hacia las empresas apoyadas por capital riesgo.

*Deberá garantizarse un ciclo continuo de capital riesgo*

**(iv) Evitación de las lagunas informativas entre la comunidad financiera (el lado de la oferta) y las empresas y empresarios (el lado de la demanda)**  
Este empeño, que beneficia a ambas partes, tiene claramente dos aspectos

distintos:

### ***Disponibilidad de mecanismos de cruce***

Los proveedores de capital riesgo tienen que saber, de manera fácil y rentable, qué empresas y empresarios están buscando financiación y viceversa. Esto debería estar disponible a escala regional, nacional y paneuropea, dependiendo del tamaño, la estrategia y los objetivos de los diversos participantes (véase la sección 6.2 de COM(2002) 563).

*Los inversores y los empresarios deberían entrar en contacto fácilmente*

### ***Elaboración de calificaciones de las PYME incluida la calificación tecnológica***

Los proveedores financieros, antes de realizar sus inversiones, necesitan calcular los riesgos y recompensas que éstas conllevan. Si resulta costoso o difícil, seguramente no harán esas inversiones. Para las empresas con cierto tamaño que lleven varios años en el mercado pueden utilizarse los métodos clásicos (por ejemplo: historial financiero, calificaciones bancarias internas, estudios de viabilidad, diligencia debida). El caso se complica más cuando, como es a menudo el caso en la inversión de capital riesgo, tiene relación con la tecnología o cuando la empresa es nueva e innovadora, basándose posiblemente en un solo producto o servicio tecnológico, sin historial y con escasos activos. Para todos estos casos sería importante desarrollar metodologías de calificación que sean creíbles, fiables y rentables.

*Deberían desarrollarse e mecanismos de calificación capaces de valorar la tecnología*

### **(v) Estratégico: reducir la diferencia con los EE.UU.**

Esto exigirá un análisis profundo de los instrumentos satisfactorios privados y públicos utilizados en los EE.UU. para estimular las actividades de capital riesgo en todas las fases de capital de inversión, tanto oficiales como no oficiales, que puedan explicar, por ejemplo, por qué proporcionalmente menos personas deciden convertirse en empresarios en Europa y por qué las empresas nuevas de los EE.UU. crecen más rápidamente y llegan a ser más grandes que en Europa.

*Deberían transponerse a Europa las políticas acertadas*

### **(vi) Concentración del apoyo comunitario**

Las pasadas acciones comunitarias que canalizaron la ayuda financiera hacia los fondos de capital riesgo que invertían principalmente en la fase inicial, han conseguido incentivar el crecimiento del sector de capital riesgo europeo. Para salvaguardar el mercado que se ha creado, debería mantenerse esta estrategia y realizarse a través de MAP. Aunque debería seguir siendo prioritaria la inversión en la fase inicial y en las primeras fases, los instrumentos comunitarios (especialmente el FEI) también deberían desempeñar su papel en el mantenimiento de una disponibilidad adecuada de financiación en fases posteriores a las empresas potencialmente exitosas. El objetivo sería contrarrestar los efectos de la actual reducción de la provisión de financiación en la fase de desarrollo ya que los mercados de capital riesgo aún se están ajustando tras la explosión de la burbuja de internet.

*El apoyo comunitario deberá abarcar todas las fases*

La próxima adhesión de los nuevos Estados miembros combinará sus mercados

*El FEI también*

financieros con los de la UE-15. Ya se han establecido en gran medida los vínculos con los operadores en el mercado paneuropeo. La ampliación del mercado de la UE ofrecerá más oportunidades a todos los interesados. Habría que aprovechar al máximo la experiencia acumulada del FEI en la creación de nuevos fondos situados en lugares que estén fuera de la beneficiosa influencia inmediata de los mayores centros financieros.

*deberá  
ocuparse de  
los nuevos  
Estados  
miembros*

**○ ○ ○ ○ ○**

## **LISTA DE ANEXOS**

**Anexo 1 - Datos históricos para el capital riesgo en la UE**

**Anexo 2 - Datos históricos de la inversión de capital riesgo en los EE.UU.**

**Anexo 3 - Redes de inversores informales (“business angels”) en Europa**

**Anexo 4 - Total de inversiones en valores privados e inversiones de alta tecnología en Europa 1993-2003**

**Anexo 5 - Número de empresas en las que se invierte capital riesgo y compras de participaciones mayoritarias en Europa 1997-2002**

**Anexo 6 - Inversiones de capital riesgo en etapas 2002**

**Anexo 7 - Número de ejecutivos de valores privados por millón de habitantes**

**Anexo 8 - Amortizaciones (al coste) en Europa**

**Anexo 9 - Índices de los mercados de valores de "crecimiento" 1998-2003**

**Anexo 10 - Volumen medio diario de operaciones a 09/2002**

**Anexo 11 - Grado de transposición del Derecho comunitario ya adoptado en el ámbito de los servicios financieros**

**Anexo 12 - Resumen de la fiscalidad relacionada con las plusvalías en los Estados miembros en 2003**

**Anexo 13 - Aplicación del PACR (medida por medida)**

**Anexo 14 - Siglas utilizadas en el PACR**

**Anexo 15 - Glosario de términos utilizados en el PACR**

**DATOS HISTÓRICOS PARA EL CAPITAL RIESGO EN LA UE**

<b>Valor en millones de euros de</b>	<b>1998</b>	<b>1999</b>	<b>2000</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>
<b>Inversión en las fases iniciales (inicial + puesta en marcha)</b>	1 566	2 991	6 405	3 988	2 699
<b>Inversión en el capital de desarrollo (expansión + sustitución)</b>	5 172	8 242	13 226	8 758	7 405
<b>Total del CAPITAL RIESGO</b>	6 738	11 233	19 632	12 746	10 104
<b>Total del CAPITAL RIESGO en % del PIB</b>	<b>0.09</b>	<b>0.14</b>	<b>0.23</b>	<b>0.14</b>	<b>0.11</b>
<b>Compras de participaciones mayoritarias</b>	7 333	13 154	13 917	10 743	16 845
<b>Total de VALORES PRIVADOS</b>	14 071	24 387	33 549	23 489	26 949
<b>Total de VALORES PRIVADOS en % del PIB</b>	<b>0.19</b>	<b>0.30</b>	<b>0.40</b>	<b>0.27</b>	<b>0.29</b>
<b>Fondos obtenidos para las inversiones en VALORES PRIVADOS</b>	19 663	24 613	45 633	38 708	26 779

**DATOS HISTÓRICOS DEL CAPITAL RIESGO EN LOS EE.UU.**

<b>Valor en millones de dólares de</b>	<b>1998</b>	<b>1999</b>	<b>2000</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>
<b>Inversión en las fases iniciales (inicial + puesta en marcha)</b>	7 325	15 426	29 297	9 949	4 366
<b>Inversión en la fase de expansión y etapas posteriores</b>	14 067	39 469	76 834	30 752	16 870
<b>Total del CAPITAL RIESGO</b>	21 392	54 895	106 131	40 701	21 236
<b>Total del CAPITAL RIESGO en % del PIB</b>	<b>0.25</b>	<b>0.60</b>	<b>1.09</b>	<b>0.41</b>	<b>0.20</b>

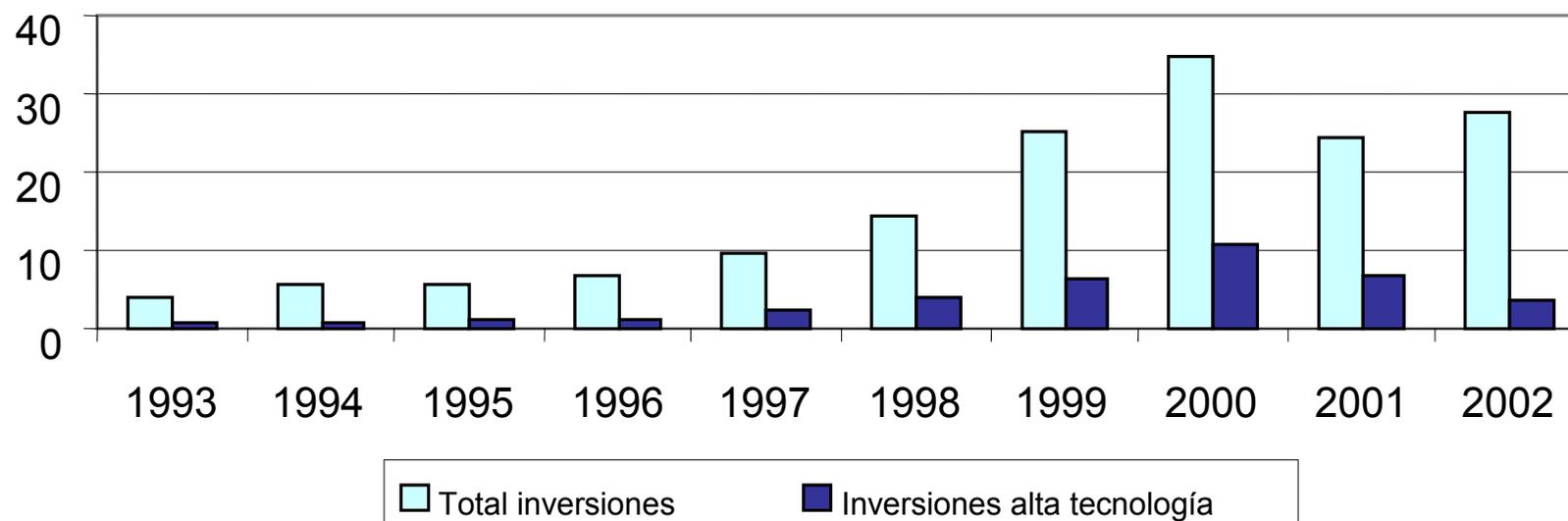
**REDES DE INVERSORES INFORMALES (“BUSINESS ANGELS”) EN LA UE**

	<b>Año 1999</b>	<b>Año 2001</b>	<b>Año 2002</b>	<b>Año 2003</b>
Bélgica	2	6	7	7
Dinamarca	0	4	6	6
Alemania	3	36	40	40
Grecia	0	0	0	0
España	1	1	2	2
Francia	3	24	31	49
Irlanda	1	1	1	1
Italia	0	6	13	11
Luxemburgo	1	1	1	1
Países Bajos	1	2	2	3
Austria	1	1	1	1
Portugal	0	1	1	1
Finlandia	1	1	1	1
Suecia	1	1	1	1
Reino Unido	49	49	50	48
<b>UE</b>	<b>64 Redes</b>	<b>134 Redes</b>	<b>158 Redes</b>	<b>176 Redes</b>

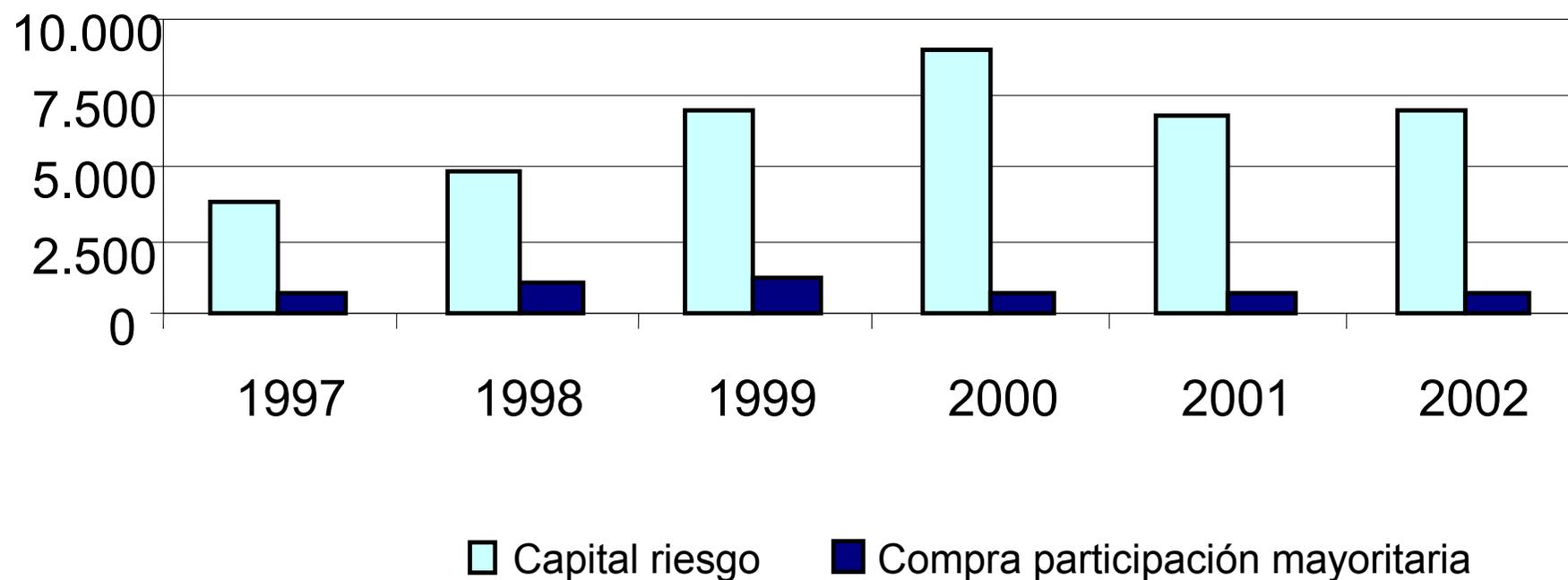
Fuente: *EBAN*

### Total inversiones en valores privados y en alta tecnología en Europa 1993-2002

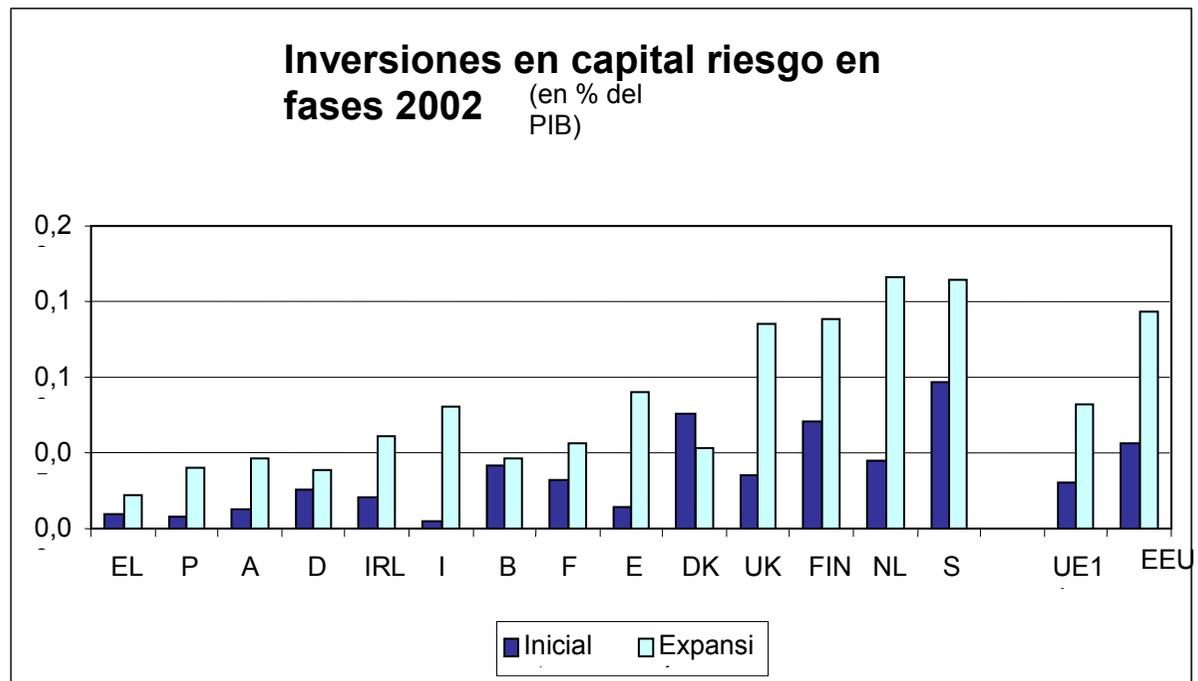
(en miles de millones de €)

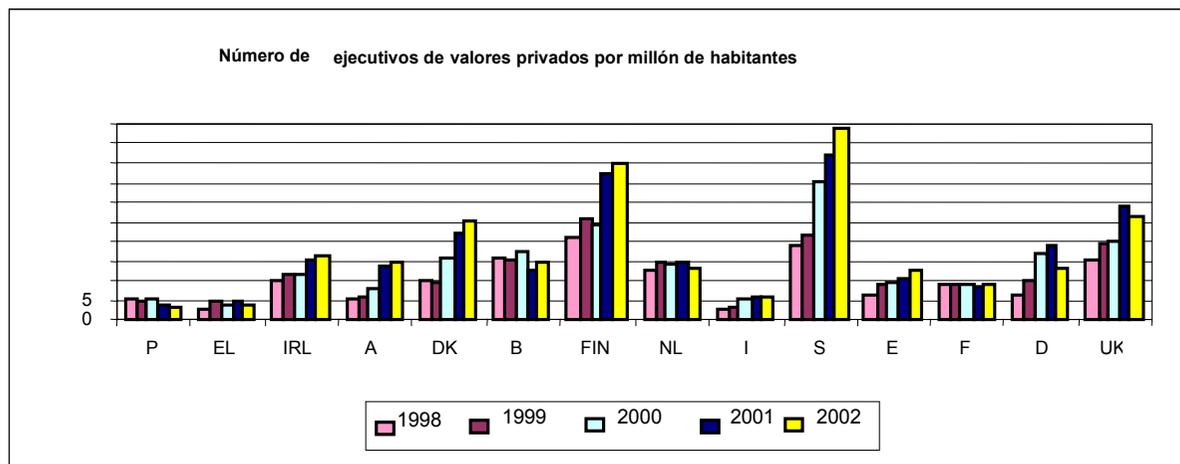


### Número de empresas en las que se invierte para el capital riesgo y compra de participaciones mayoritarias en Europa

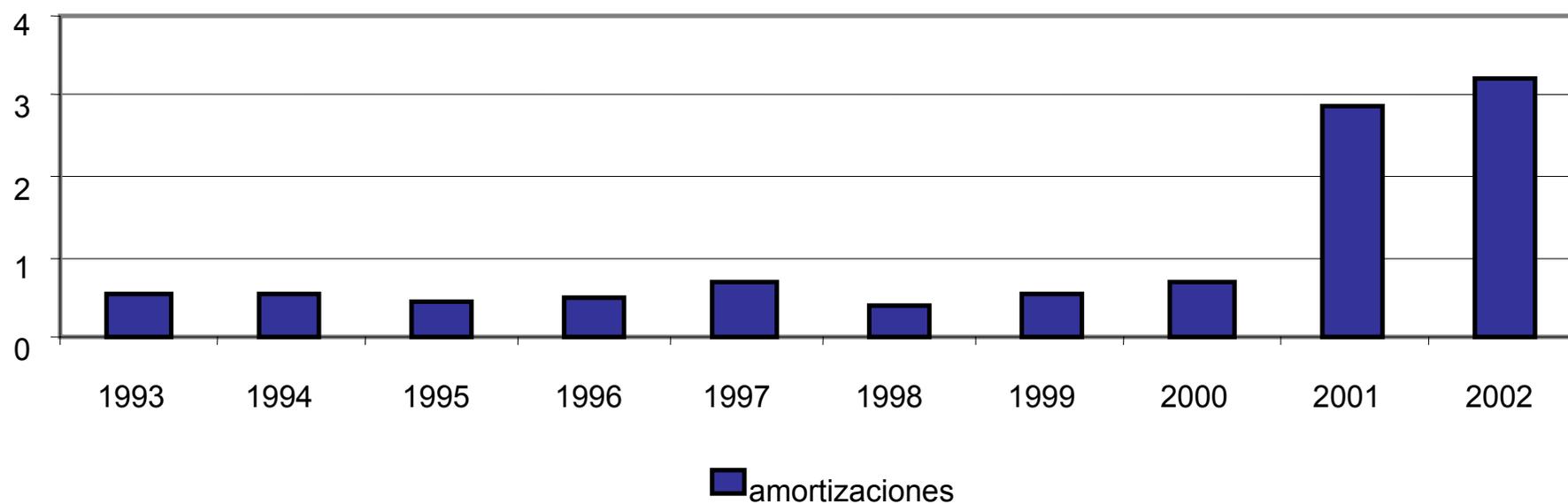


## ANEXO 6

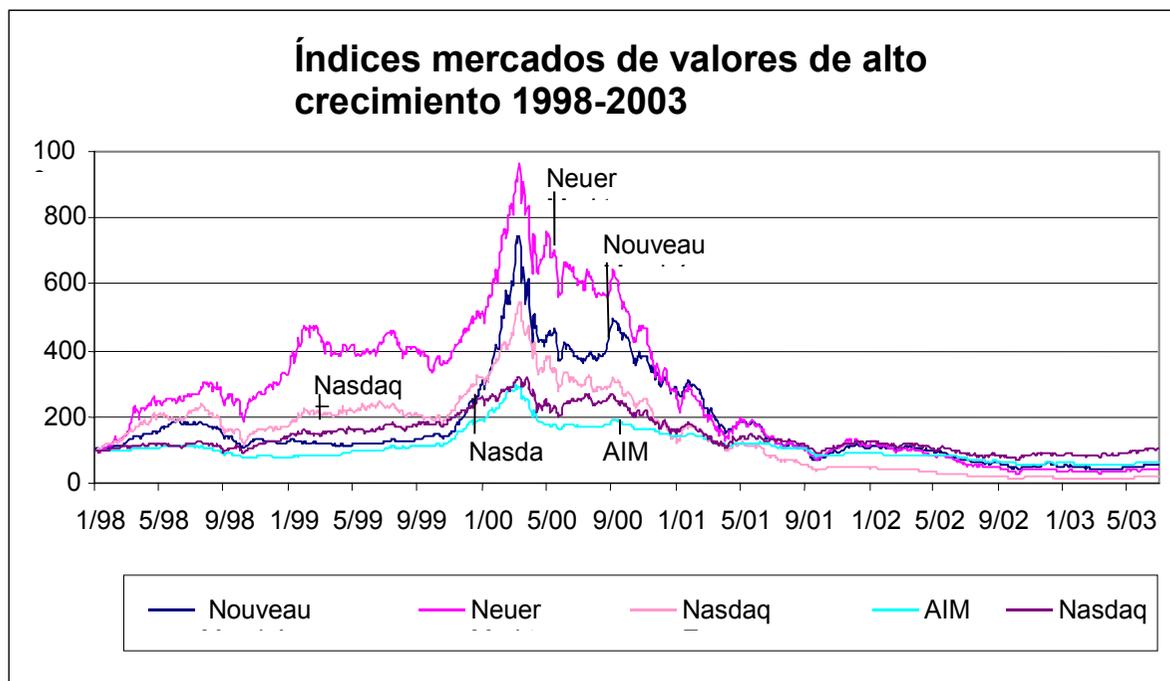


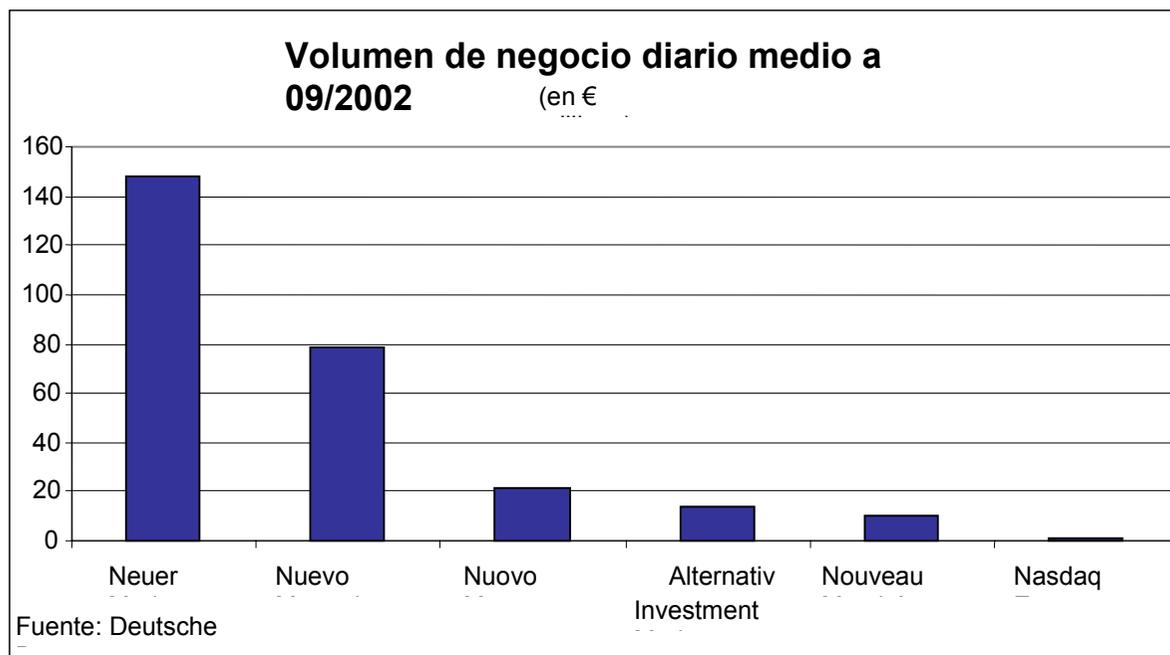


## Amortizaciones (al coste) en Europa



(en miles de millones  
de €)





**GRADO DE TRANSPOSICIÓN DEL DERECHO COMUNITARIO YA ADOPTADO EN EL  
ÁMBITO DE LOS SERVICIOS FINANCIEROS**

	<b>Bancos</b>	<b>Seguros</b>	<b>Valores</b>	<b>Sistemas de pago</b>	<b>Derecho de sociedades</b>	<b>Total</b>
<b>BE</b>	10/11	23/24	8/10	2/2	15/15	58/62
<b>DK</b>	11/11	24/24	8/10	2/2	15/15	60/62
<b>DE</b>	11/11	23/24	8/10	2/2	15/15	59/62
<b>EL</b>	10/11	23/24	7/10	2/2	15/15	57/62
<b>ES</b>	11/11	23/24	8/10	2/2	15/15	59/62
<b>FR</b>	10/11	22/24	8/10	2/2	15/15	57/62
<b>IE</b>	10/11	23/24	8/10	2/2	15/15	58/62
<b>IT</b>	10/11	24/24	8/10	2/2	15/15	59/62
<b>LU</b>	10/11	22/24	10/10	2/2	15/15	59/62
<b>NL</b>	11/11	23/24	8/10	2/2	15/15	59/62
<b>AT</b>	11/11	24/24	8/10	2/2	15/15	60/62
<b>PT</b>	10/11	24/24	8/10	2/2	15/15	59/62
<b>FI</b>	11/11	23/24	7/10	2/2	15/15	58/62
<b>SE</b>	10/11	23/24	8/10	2/2	15/15	58/62
<b>UK</b>	10/11	23/24	8/10	2/2	15/15	58/62
<b>UE</b>	94,5%	96,4%	80,0%	100%	100%	94,4%

**RESUMEN DE LA FISCALIDAD RELACIONADA CON LAS PLUSVALÍAS EN LOS ESTADOS MIEMBROS**

	<b>Exención</b>	<b>Exigencias</b>
Bélgica	Si	5% o 1,2 m. € y filiales sujetas a tributación
Dinamarca	Si	3 años, filial sin actividad financiera y sujeta a tributación
Alemania	Si	
Grecia	N. 35%	
España	Si	5% durante 1 año y filial con actividad económica
Francia	Tipo reducido: 20,2%	5% o 23 m € y 2 años
Irlanda	N. 20%	25%
Italia	Tipo reducido: 19%	20% de derechos de voto; 10% en empresas con cotización en bolsa y 3 estados financieros
Luxemburgo	Si	10% o 1,2 m. € durante 1 año y filial sujeta a tributación
Países Bajos	Si	5% y filial sujeta a tributación
Austria	Si	25% durante 2 años y filial sin actividad financiera y sujeta a tributación
Portugal	N. 30%	
Finlandia	N. 29%	
Suecia	N. 28%	
Reino Unido	Si	10% durante 1 año y la filial es una empresa comercial sin actividad financiera

**Fuente:**

- *EVCA: Fiscalidad de los beneficios empresariales, dividendos y plusvalías en Europa*
- *Servicios de la Comisión a partir de los datos facilitados por los Estados miembros*

**PACR (PLAN DE ACCIÓN SOBRE CAPITAL RIESGO) APROBADO EN LA CUMBRE DE CARDIFF (JUNIO DE 1998)**

**ESTRUCTURA POR TIPO DE OBSTÁCULO - SITUACIÓN EN OCTUBRE DE 2003**

**El PACR comprende seis (6) categorías de obstáculos que deben eliminarse en la Unión:**

- ☛ **FRAGMENTACIÓN DEL MERCADO**
- ☛ **INSTITUCIONALES Y NORMATIVOS**
- ☛ **FISCALES**
- ☛ **ESCASEZ DE PEQUEÑAS EMPRESAS DE ALTA TECNOLOGÍA**
- ☛ **RECURSOS HUMANOS**
- ☛ **CULTURALES**

**OBSTÁCULO: FRAGMENTACIÓN DEL MERCADO**

<b>Medida</b>	<b>Objetivo</b>	<b>Responsabilidad/participación</b>	<b>Situación</b>
Desarrollar redes de inversores informales ("business angels") a escala regional, nacional y comunitaria		<i>Sector privado</i> <i>Estados miembros</i> <i>Comisión</i>	<i>Ha finalizado la acción experimental (1998-2000). Ha finalizado la evaluación comparativa (2001-2002)</i>
Seguimiento y evolución del mercado de la información y las estadísticas a todos los niveles del capital riesgo en la UE		<i>EVCA</i> <i>Comisión</i> <i>Operadores del mercado</i>	<i>En curso</i>
Mesa redonda sobre las repercusiones de la fragmentación del mercado europeo de capital riesgo	Animar a todos los operadores del mercado a crear sinergias con el fin de reducir los efectos de la fragmentación	<i>Comisión</i> <i>Estados miembros</i> <i>Operadores del mercado</i> <i>(organismos de reglamentación, nuevos mercados de capitales, fondos de capital riesgo, bancos, etc.)</i>	<i>La mesa redonda tuvo lugar el 24 de octubre de 1998 en Bruselas</i>
Examen detallado del coste de la obtención de financiación mediante deuda y valores para las empresas europeas	Conseguir una visión más clara de las dificultades y necesidades financieras de las empresas	<i>Comisión</i> <i>Operadores del mercado</i> <i>(bancos, fondos de capital riesgo, mercados de capitales, etc.)</i>	<i>Para un análisis sobre cuestiones fiscales, véase el estudio de la Comisión citado en la sección 5.2.</i>

**OBSTÁCULOS INSTITUCIONALES Y NORMATIVOS**

<b>Medida</b>	<b>Objetivo</b>	<b>Responsabilidad/participación</b>	<b>Situación</b>
Transposición y aplicación de todas las directivas sobre servicios financieros - control a través del cuadro de indicadores del mercado único		<i>Estados miembros</i> <i>Comisión</i>	<i>Véase el cuadro del Anexo 11</i>
Simplificación de los trámites administrativos para la creación de empresas (incluidas las exigencias de capital mínimo)		<i>Estados miembros</i> <i>Comisión</i> <i>(difusión de mejores prácticas)</i>	<i>Las cifras y la evolución se obtuvieron mediante un ejercicio de evaluación comparativa</i>
Fondos de capital riesgo: valoración de la necesidad o no de legislación comunitaria sobre fondos específicos de capital fijo	Crear, conforme a la Directiva 85/611 sobre OICVM, un pasaporte europeo para fondos de capital fijo (incluidos fondos de capital riesgo), que permita obtener fondos y ofrecer servicios en todos los Estados miembros sin restricción	<i>Comisión</i> <i>Consejo</i> <i>PE</i> <i>Sector:</i> <i>- FEFSI</i> <i>- EVCA</i> <i>- Pequeñas empresas</i>	<i>El 18 de noviembre de 1998 se reunieron en Bruselas los representantes del Comité de contacto sobre OICVM y los del sector. Se acordó por consenso que no era necesaria una directiva ad hoc.</i>
Estudio de la aplicación y posible modificación de la Directiva sobre prospectos para facilitar a las empresas la obtención de capital transfronterizo (por ejemplo, mediante OPI)	Un prospecto o documento de oferta aprobado en un Estado miembro debe poder utilizarse en todos los demás	<i>Comisión</i> <i>Consejo</i> <i>PE</i> <i> Mercados de capitales (autoridades competentes y pequeñas empresas)</i>	<i>El 15 de julio de 2003 se adoptó una nueva directiva</i>

*OBSTÁCULOS INSTITUCIONALES Y NORMATIVOS (continuación)*

<b>Medida</b>	<b>Objetivo</b>	<b>Responsabilidad/participación</b>	<b>Situación</b>
Adopción de normas cautelares que permitan a los inversores institucionales invertir en capital riesgo	Permitir a los inversores institucionales, siguiendo las normas de gestión prudente, invertir en capital riesgo	<i>Estados miembros</i> <i>Comisión (continuación del Libro Verde sobre las pensiones complementarias)</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <i>Dos Directivas sobre los OICVM adoptadas en 2002</i></li> <li>• <i>La Directiva sobre fondos de pensiones complementarias adoptada el 13 de mayo de 2003</i></li> </ul>
Evaluación de los requisitos contables y de auditoría existentes	Permitir a las empresas elaborar cuentas consolidadas para facilitar el acceso al capital riesgo (para OPI y empresas con cotización en bolsa)	<i>Estados miembros</i> <i>Comisión</i> <i>Organismos contables</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <i>Obligación de utilizar las Normas Internacionales de Contabilidad adoptadas en 2002</i></li> <li>• <i>El 18 de junio de 2003 se han modernizado la Cuarta y la Séptima directivas.</i></li> <li>• <i>El 21 de mayo de 2003 se ha adoptado una Comunicación sobre auditoría</i></li> </ul>
Reducción de los requisitos de fondos propios para la creación de empresas	Facilitar la creación de empresas	<i>Estados miembros</i>	<i>Las cifras y la evolución se obtuvieron mediante el ejercicio de evaluación comparativa</i>
Reforma de la legislación sobre insolvencia y quiebra	A la vez que se protegen los intereses de los acreedores y consumidores, garantizar que los empresarios que hayan sufrido una quiebra puedan gozar	<i>Estados miembros</i> <i>Comisión (difusión de las mejores prácticas)</i>	<i>El Informe final sobre el Mejor Proyecto se publicará en otoño de 2003</i>

de una segunda oportunidad

**OBSTÁCULO: FISCALIDAD**

Temas	Asuntos que tratar	Responsabilidad/participación	Situación
Fiscalidad de los fondos de capital riesgo	Doble imposición	<i>Estados miembros</i>	<i>Varios Estados miembros ya han adoptado algunas medidas (véase, por ejemplo, el anexo 10)</i>
Impuesto sobre las plusvalías	Repercusión sobre el capital riesgo	<i>Estados miembros</i>	
Disposiciones fiscales para las nuevas empresas	Entorno fiscal para las empresas en fase de puesta en marcha	<i>Estados miembros</i>	
Fiscalidad del capital de bajo riesgo (por ejemplo, depósitos bancarios, bonos, comparados con el capital riesgo)	Situación en los Estados miembros	<i>Estados miembros</i>	
Opciones de compra de acciones	Efecto en la contratación de personal y en los resultados de la empresa	<i>Estados miembros</i>	<i>El Informe final de un grupo de expertos publicado en junio de 2003</i>

**OBSTÁCULO: ESCASEZ DE PEQUEÑAS EMPRESAS DE ALTA TECNOLOGÍA**

<b>Medida</b>	<b>Objetivo</b>	<b>Responsabilidad/participación</b>	<b>Situación</b>
Desarrollo y establecimiento de enlaces a escala europea de redes y agrupaciones entre universidades, centros de investigación, agentes financieros, juristas, especialistas de recursos humanos, etc.		<i>Sector privado</i> <i>Estados miembros</i> <i>Comisión (sistemas experimentales, difusión de mejores prácticas, Quinto programa marco de investigación)</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• La iniciativa "Gate2Growth" estimula redes de profesionales, empresarios y agentes financieros innovadores</li> <li>• Prosiguen con éxito las actividades del Foro sobre biotecnología y finanzas</li> </ul>
Desarrollo de módulos de comercio electrónico personalizados para facilitar el acceso de las pequeñas empresas al comercio electrónico y al mercado interior		<i>Sector privado</i> <i>Estados miembros</i> <i>Comisión (sistemas experimentales)</i>	<i>La Comisión adoptó una Comunicación sobre "GoDigital" el 13.3.2001</i>
Creación de un club paneuropeo de empresas innovadoras de alta tecnología	Facilitar la difusión a escala europea de ejemplos de éxitos y buenas prácticas: facilitar el contacto con los inversores	<i>Operadores del mercado (pequeñas empresas, fondos de capital riesgo, etc.)</i> <i>Comisión</i>	<i>Creación de la Federación europea de empresas de alta tecnología en 1999</i>
Reforma del sistema europeo de patentes	Conforme al Libro Verde, simplificación de procedimientos y creación de una auténtica patente comunitaria	<i>Comisión</i> <i>Estados miembros</i> <i>PE</i>	<i>Acuerdo político sobre una patente comunitaria alcanzado el 3 de marzo de 2003</i>

**OBSTÁCULO: RECURSOS HUMANOS**

Medida	Objetivo	Responsabilidad/participación	Situación
Fomento del espíritu empresarial y de la innovación en los sistemas educativos y de formación		<i>Estados miembros</i> <i>Comisión (difusión de mejores prácticas)</i>	<i>Con el apoyo de la Comisión, el EVCA ha desarrollado material docente sobre el espíritu empresarial para su uso en universidades y centros de enseñanza superior</i>
Determinación de las necesidades de formación de gestores de fondos de capital riesgo, creadores de mercados y analistas de empresas de alta tecnología	Determinar los sistemas de formación que deben crearse para acabar con la escasez de personal experto en estas áreas	<i>Comisión</i> <i>Operadores del mercado</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <i>EVCA ha creado sistemas de formación. Se ofrecen cursos periódicos para operadores del mercado</i></li> <li>• <i>La “Acción para el capital inicial”, gestionada por el FEI, se concentraría en los jóvenes gestores de inversiones</i></li> </ul>
Evaluación de las ventajas de los sistemas de remuneración en forma de acciones y participación de los trabajadores mediante acciones	Inicio del estudio de su futuro a escala europea	<i>Estados miembros</i> <i>Comisión</i> <i>Interlocutores sociales</i>	<i>El Informe final de un grupo de expertos debe publicarse a principios de otoño de 2003</i>

*OBSTÁCULOS CULTURALES*

<b>Medida</b>	<b>Objetivo</b>	<b>Responsabilidad/participación</b>	<b>Situación</b>
Demostración de las ventajas del capital riesgo y fomento del espíritu empresarial		<i>Sector privado</i> <i>Estados miembros</i> <i>Comisión</i>	<i>Se ha realizado un proyecto de Mejor procedimiento con el objetivo de encontrar y comparar las iniciativas en toda Europa</i>
Difusión de las mejores prácticas en materia de gobernanza empresarial	Facilitar la difusión de las prácticas de gobernanza empresarial que demandan los inversores	<i>Sector privado</i> <i>Organismos internacionales</i> <i>Comisión</i> <i>Estados miembros</i>	<i>La Comisión ha adoptado una Comunicación que contiene un plan de acción el 21 de mayo de 2003</i>

**SIGLAS UTILIZADAS EN LA COMUNICACIÓN**

<b>AIM:</b>	Mercado de inversiones alternativo ( <a href="http://www.londonstockexchange.com/aim">www.londonstockexchange.com/aim</a> )
<b>ATS:</b>	Sistema comercial alternativo
<b>BEST:</b>	Grupo operativo "Simplificación del entorno administrativo de las empresas". Creado por la Comisión en septiembre de 1997
<b>BEI:</b>	Banco Europeo de Inversiones ( <a href="http://www.eib.org">www.eib.org</a> )
<b>FEI:</b>	Fondo Europeo de Inversiones ( <a href="http://www.eif.org">www.eif.org</a> )
<b>EVCA:</b>	Asociación europea de sociedades de capital riesgo ( <a href="http://www.evca.com">www.evca.com</a> )
<b>PASF:</b>	Plan de acción para los servicios financieros
<b>NIC:</b>	Normas Internacionales de Contabilidad
<b>MAP:</b>	Programa plurianual en favor de la empresa y el espíritu empresarial ejecutado por la Comisión
<b>NASDAQ:</b>	Sistema automatizado de cotización de la Asociación Nacional Americana de operadores de valores ( <a href="http://www.nasdaq.com">www.nasdaq.com</a> )
<b>NYSE:</b>	Bolsa de Nueva York
<b>I+D:</b>	Investigación y desarrollo
<b>PYME:</b>	Pequeña y mediana empresa

**OICVM:** Organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (fondos de inversión)

## GLOSARIO DE TÉRMINOS UTILIZADOS EN LA COMUNICACIÓN

- Directiva contable:*** Directivas 78/660/CEE (Cuarta) y 83/349/CEE (Séptima) modificadas
- Inversores informales ("business angels"):*** Particulares que invierten directamente en empresas nuevas en fase crecimiento que no tienen cotización (financiación inicial). En muchos casos también facilitan la financiación de las siguientes etapas del ciclo de vida de las empresas jóvenes (fase de puesta en marcha). Por regla general, los inversores informales aportan financiación a cambio de una participación en acciones de la empresa, pero también pueden ofrecer otro tipo de financiación a largo plazo. Estos capitales pueden complementar el mercado de capital riesgo, aportando sumas más pequeñas (generalmente inferiores a 150 000 euros) en una fase temprana en la que la mayoría de las empresas de capital riesgo aún no están en condiciones de invertir.
- Mercado de capitales:*** Mercado en el que el sector y el comercio, el Estado y las autoridades locales obtienen capital a largo plazo. Las bolsas de valores forman parte del mercado de capitales.
- Gobernanza empresarial:*** Manera en que se gestionan las organizaciones, sobre todo las sociedades de responsabilidad limitada, y naturaleza de la responsabilidad de los directivos ante los propietarios. Este tema ha tenido una importancia creciente desde principios de los años noventa, ya que los proveedores de recursos financieros externos desean asegurarse de que la dirección no actúa en contra de sus intereses.
- Empresas de riesgo:*** Capital riesgo empresarial\* mediante el cual una empresa mayor adquiere una participación minoritaria directa en otra menor sin cotización por motivos estratégicos, financieros o de responsabilidad social. Lo utilizan sobre todo las grandes empresas para apoyar el desarrollo tecnológico exterior.
- Capital de desarrollo:*** Financiación ofrecida para el crecimiento y la expansión de una empresa.

<b><i>Capital para la fase inicial:</i></b>	Financiación de empresas antes de que inicien la fabricación y venta comercial, antes de que generen beneficios. Comprende el capital inicial* y el de puesta en marcha.
<b><i>Capital:</i></b>	Capital social ordinario de una empresa.
<b><i>Inversores institucionales:</i></b>	Este término hace referencia principalmente a las compañías de seguros, fondos de pensiones y fondos de inversión que recogen ahorros y facilitan fondos a los mercados, pero también a otros tipos de riqueza institucional (por ejemplo, fondos de dotación, fundaciones, etc.).
<b><i>OPI:</i></b>	Oferta pública inicial (emisión, entrada a cotización): proceso de lanzamiento de una sociedad por primera vez mediante la invitación al público a suscribir sus acciones.
<b><i>Oferta pública de adquisición presentada por los directivos de la empresa:</i></b>	Financiación que permite a los directivos e inversores en ese momento adquirir una línea de productos o empresa. También se denomina MBO.
<b><i>Valor de mercado del capital emitido:</i></b>	El precio de una acción multiplicado por el número total de acciones en circulación. Valor total de mercado de una sociedad por acciones. Por extensión, el valor total de las sociedades que cotizan en una bolsa de valores.
<b><i>Valores privados:</i></b>	Al contrario de los valores públicos, la inversión en los valores de empresas sin cotización en un mercado de valores. Incluye inversiones de capital riesgo y de compra de participaciones mayoritarias.
<b><i>Prospecto:</i></b>	Oferta formal por escrito de venta de valores que enuncia el programa de actividades de una empresa o los datos relativos a una empresa existente de los cuales el inversor debe estar informado para tomar una decisión con conocimiento de causa.
<b><i>Directiva prospectos:</i></b>	<b>sobre</b> Documentos elaborados con arreglo a las normas de las Directivas 89/298/CEE (ofertas públicas) o 80/390/CEE (detalles para la cotización oficial). Estas Directivas serán reemplazadas por una nueva

adoptada el 15 de julio de 2003.

- Capital de sustitución:** Compra de las acciones de una empresa por parte de otra organización de inversión de capital riesgo u otro accionista o accionistas.
- Mercados de capital riesgo:** Mercados que ofrecen financiación de capital a una empresa durante sus primeras etapas de crecimiento (inicial\*, puesta en marcha\* y desarrollo\*). Dentro del marco de esta Comunicación, abarca tres tipos de financiación:
- Inversión informal por parte de inversores informales (*business angels*)\* y empresas ("empresas de riesgo"\*)
  - Capital riesgo.
  - Mercados de valores especializados en las PYME y en las empresas de alto crecimiento.
- Mercado secundario:** Mercado donde los valores se compran y venden tras la emisión original. Un mercado secundario próspero y líquido crea las condiciones para un mercado primario sólido.
- Valor mobiliario:** Activo financiero, incluidas las acciones, obligaciones del estado, títulos, bonos, fondos de inversión y derechos a fondos de préstamo o depósitos.
- Capital inicial:** Financiación proporcionada para investigar, evaluar y desarrollar un concepto inicial.
- Capital de puesta en marcha:** Capital proporcionado a las empresas para el desarrollo de sus productos y la comercialización inicial.
- Bolsa o mercado de valores:** Mercado en el que se compran y venden valores. Su función básica es permitir a las empresas públicas, los Estados y las autoridades locales obtener capital mediante la venta de valores a los inversores.
- Opción de compra de acciones:** Opción a los empleados, a los directivos o a ambos de comprar acciones a un precio fijo.
- Capital riesgo:** Inversión en empresas sin cotización por parte de empresas de capital riesgo que gestionan fondos internos o de terceros. Incluye la financiación de la fase inicial\*, la de expansión\* y la de

sustitución, pero excluye la de MBO\*.

***Fondos de capital riesgo:*** Fondos de capital fijo creados para proporcionar el capital riesgo.

o o o o o

(\*) *Término definido en el glosario o en las siglas*