



COMISSÃO EUROPEIA

Bruxelas, 7.12.2011
SEC(2011) 1516 final

DOCUMENTO DE TRABALHO DOS SERVIÇOS DA COMISSÃO

RESUMO DA AVALIAÇÃO DE IMPACTO

que acompanha o documento

Proposta de
REGULAMENTO DO PARLAMENTO EUROPEU E DO CONSELHO
relativo aos Fundos de Capital de Risco Europeus

{COM(2011) 860 final}
{SEC(2011) 1515 final}

1. INTRODUÇÃO

Os fundos de capital de risco são operadores que fornecem sobretudo financiamento de capital próprio a empresas, em geral de muito pequena dimensão, nas fases iniciais do seu desenvolvimento. Essas empresas são quase sempre inovadoras e dão provas de um forte potencial de crescimento e expansão. Na UE, o financiamento por fundos de capital de risco possui um elevado potencial, embora em larga medida por explorar, para o desenvolvimento de pequenas e médias empresas (PME)¹. As PME que beneficiam de financiamento por fundos de capital de risco obtêm melhores resultados do que as que não recebem qualquer apoio por esses fundos. As PME apoiadas por fundos de capital de risco podem criar emprego de melhor qualidade, uma vez que o capital de risco patrocina a criação de empresas inovadoras cujo crescimento ultrapassa o crescimento verificado em setores mais tradicionais. De acordo com estudos recentes, o aumento dos investimentos em fundos de capital de risco está associado a um aumento do PIB e os efeitos do financiamento de PME em fase inicial apresentam um impacto ainda mais acentuado. Apoiar os fundos de capital de risco pode, por conseguinte, impulsionar a economia real.

Na Europa, a mobilização de fundos para financiamento por capital de risco mantém-se em níveis inferiores aos desejáveis. O facto de os fundos europeus de capital de risco serem, em média, de dimensão reduzida (60 milhões de EUR) tem repercussões negativas sobre a afetação ideal de recursos. As dimensões relativamente reduzidas dos fundos europeus de capital de risco impedem a concretização de economias de escala, uma condição prévia para a especialização necessária para gerir um fundo de capital de risco bem sucedido.

A avaliação de impacto centra-se nas medidas regulamentares adequadas para proporcionar maior disponibilidade de capital aos fundos de capital de risco e para permitir que os fundos europeus de capital de risco ampliem os ativos sob gestão. O objetivo da política subjacente consiste em converter esses fundos num instrumento de financiamento mais importante para empresas inovadoras em fase de arranque. Na prossecução deste objetivo, a avaliação de impacto centrou-se nas regras que regulam o «investimento privado» em fundos de capital de risco por parte de potenciais investidores.

2. DEFINIÇÃO DO PROBLEMA

Motor 1: Fragmentação regulamentar. Em comparação com os centros mundiais de alta tecnologia e inovação concorrentes, em especial dos Estados Unidos, as regras que regulam a comercialização de investimentos em fundos de capital de risco são fragmentadas e dispersas. Nove dos 27 Estados-Membros adotaram regras específicas sobre o funcionamento dos fundos de capital de risco, a composição das suas carteiras de investimento, os instrumentos de investimento qualificados, objetivos de investimento qualificados, localização geográfica dos objetivos de investimento e tipos de investidores que são elegíveis nesses fundos. Todas essas regras divergem substancialmente em alguns ou na totalidade dos aspetos anteriormente referidos, o que tem impedido o estabelecimento de um conceito uniforme do que constitui um fundo de capital de risco. Dezoito Estados-Membros não adotaram regras específicas sobre as atividades de mobilização de fundos realizadas pelos operadores de capital de risco.

¹ As PME são definidas na Recomendação da Comissão de 6 de Maio de 2003 relativa à definição de micro, pequenas e médias empresas (JO L 124/36 de 20.5.2003).

Aplicam regras gerais de direito das sociedades e de obrigação de publicação de prospeto aos fundos que pretendam comercializar «investimentos privados»² de capital de risco. O cumprimento deste conjunto heterogêneo de regras gera custos e complicações adicionais.

Motor 2: A mobilização de fundos de capital de risco no estrangeiro envolve várias etapas processuais que não são necessárias quando se mobilizam capitais a nível nacional. Como consequência da fragmentação regulamentar e da necessidade de cumprir diversos conjuntos de regras que regulam a comercialização de fundos de capital de risco, as etapas processuais e preparatórias (identificação de regras locais, busca de aconselhamento jurídico, análise custo/benefício antes de definir o mercado-alvo) necessárias para mobilizar capital de risco tornam-se mais complexas à medida que cresce o número de jurisdições envolvidas.

Motor 3: A mobilização de fundos de capital de risco no estrangeiro envolve custos que não são suportados quando se mobilizam capitais a nível nacional. A fim de garantir o cumprimento dos vários requisitos legais aplicáveis à comercialização de fundos de capital de risco, o gestor do fundo deve assumir as obrigações de «diligência», assegurando a identificação correta de todos os requisitos e regras aplicáveis. Os custos relacionados com a adaptação da documentação jurídica aos requisitos das diferentes regras nacionais relativas aos investimentos privados podem ascender a entre 500 e 1 000 EUR por jurisdição. Se o promotor do fundo de capital de risco pretender mobilizar capitais em toda a UE, esses custos aumentarão para entre 13 500 e 27 000 EUR.

Motor 4: Várias jurisdições aplicam as regras relativas à obrigação de publicação de prospectos às ofertas de capital de risco. Os requisitos nacionais em matéria de publicação de prospectos envolvem custos elevados. Por exemplo, os Estados-Membros e as respetivas autoridades reguladoras têm pontos de vista divergentes sobre se as participações em sociedades em comandita (que é a estrutura que geralmente acolhe os fundos de capital de risco) se qualificam ou não como valores mobiliários, sendo em caso afirmativo abrangidas pela Diretiva «prospectos». O registo de um prospecto, só num Estado-Membro de acolhimento (Alemanha), custaria cerca de 40 000 EUR. Foram identificados os requisitos em matéria de prospectos e aprovações prévias relativamente à Áustria, Bélgica, Países Baixos, França, Suécia e Reino Unido.

Motor 5: Várias jurisdições exigem o registo local e uma representação de distribuição local. Muitos Estados-Membros exigem o recurso a um agente de comercialização local autorizado (ou seja, uma instituição financeira) para um fundo de capital de risco poder ser comercializado nos respetivos territórios. Em alternativa, o próprio gestor do fundo de capital de risco deve obter uma licença que a qualifique como agente de comercialização. Os custos relativos à obtenção de uma licença de distribuição variam entre os 20 000 e os 40 000 EUR³. Os custos anuais de manter uma «representação local» regulada no Reino Unido, por exemplo, situar-se-iam em pelo menos 25 000 EUR/ano. Este valor não inclui os custos relativos ao pessoal.

O Relatório grupo de peritos, de 2007, sobre *a remoção de obstáculos aos investimentos transfronteiras por fundos de capital de risco*, estimava que os custos de gerir quatro

² Uma aplicação privada é entendida, em sentido lato, como a comercialização/venda de (neste caso) unidades de participação ou ações em fundos de investimento a um número reduzido ou limitado de investidores, geralmente profissionais. Uma aplicação privada é o oposto da mobilização de capitais através da oferta/emissão pública de ações nos mercados públicos.

³ Estimativas fornecidas por um consultor jurídico da EVCA em 25 de Outubro de 2011.

estruturas paralelas de um fundo, necessárias para mobilizar capital em quatro jurisdições diferentes, era superior a 0,4 % do capital total afetado a esse fundo.

3. ANÁLISE DA SUBSIDIARIEDADE

Já foi testada uma solução baseada na ação desenvolvida pelos Estados-Membros mas o objetivo pretendido não foi alcançado. Em 2007, a Comissão propôs o reconhecimento mútuo dos fundos de capital de risco que são legalmente comercializados noutro Estado-Membro. No entanto, num relatório de dezembro de 2009, a Comissão concluiu que o reconhecimento mútuo, por si só, não tinha contribuído para abrir os mercados dos Estados-Membros de acolhimento aos gestores de fundos de capital de risco legalmente estabelecidos numa jurisdição. Por conseguinte, somente uma harmonização direcionada, a nível europeu, dos requisitos essenciais aplicáveis aos fundos de capital de risco permitirá a sua comercialização transfronteiras.

4. OBJETIVOS

Objetivo geral – tornar as PME europeias mais competitivas no mercado mundial

O objetivo global consiste em tornar as PME europeias mais competitivas no mercado mundial. A Europa não tem escassez de ideias nem de inovadores. É na área do financiamento em fase de arranque e do empreendedorismo que a Europa está a ficar para trás.

Objetivo específico – Criar um sistema europeu de mobilização transfronteiras de fundos de capital de risco

Os fundos de capital de risco são o instrumento de eleição das empresas em fase de arranque. Na fase inicial de lançamento, os empresários precisam da estabilidade do financiamento de capital próprio, preferencialmente a empréstimos ou outros instrumentos de dívida. A linha de acção proposta centra-se, portanto, no desenvolvimento de mercados de capitais mais sólidos para os fundos de capital de risco.

Objetivos operacionais

Estabelecer um conceito do que constitui um «fundo de capital de risco qualificado». A fim de melhorar o funcionamento prático da mobilização de fundos transfronteiras, é necessário um entendimento comum do conceito de «fundo de capital de risco». Propõe-se assim a harmonização das características essenciais de um fundo de capital de risco.

Criar uma abordagem regulamentar comum para regular os «fundos de capital de risco qualificados» e respetivos gestores. Logo que a noção de «fundo de capital de risco» for delineada com o nível de precisão exigido, o segundo objetivo operacional consistirá em proporcionar um quadro uniforme que se aplique quando os fundos de capital de risco qualificados são comercializados na Comunidade.

Criar uma rede de cooperação administrativa para a introdução e supervisão eficazes dos gestores de fundos de capital de risco qualificados. Um pilar operacional essencial para a aplicação prática da mobilização de fundos transfronteiras reside na instituição de um quadro de cooperação administrativa em matéria de supervisão e aplicação das regras uniformes que regulam os fundos de capital de risco.

5. OPÇÕES POLÍTICAS

No que se refere às opções políticas de fundo, a avaliação de impacto considera a melhor forma de definir as características essenciais, em termos de limiares da carteira de investimentos, empresas-alvo e instrumentos de investimento qualificados, que caracterizam um fundo de capital de risco. As opções avaliadas incluíam a instituição de um limiar de investimento de 50 %, 70 % ou até 90 % do capital afetado a favor de empresas-alvo elegíveis (PME não cotadas em bolsa). Os instrumentos avaliados incluíam instrumentos de capital próprio e equiparados. Em termos de investidores elegíveis, as opções avaliadas incluíam fundos abertos a investidores profissionais (tal como definidos na DMIF), fundos abertos ao grupo mais vasto que inclui os «family offices» (gestores de fortunas), «investidores providenciais» (angel investors), equipas de gestão e particulares ricos e fundos abertos a todos os investidores não profissionais.

Foram avaliadas várias opções relativas à forma jurídica. Entre estas incluem-se opções que defendem que as regras especiais sobre fundos de capital de risco deverão ser integradas na Diretiva relativa aos Gestores de Fundos de Investimento Alternativos (DGFIA), sejam promulgadas na categoria «nível 2» aquando da aplicação da DGFIA, ou aplicadas através de um instrumento jurídico autónomo direcionado, ou através de um instrumento jurídico que especifique as condições de «reconhecimento mútuo» entre as estratégias nacionais que regulam o capital de risco ou, na sua ausência, os «investimentos privados».

6. AVALIAÇÃO DE IMPACTOS

A avaliação de impactos revelou os méritos de uma abordagem intermédia. Uma abordagem segundo a qual um objetivo intermédio de 70 % do capital afetado deve ser investido em capital próprio ou equiparado, emitido pelas PME elegíveis, é a que oferece maiores probabilidades de dar origem a uma marca europeia distintiva de «fundos de capital de risco», sem o inconveniente de diluição da nova marca. No que respeita a investidores elegíveis, a abordagem mais consensual consiste em criar um sistema limitado a investidores profissionais, que, em determinadas condições, seria também aberto a investimentos por parte de «family offices», «investidores providenciais», equipas de gestão e particulares ricos, mas não a investidores não profissionais. Esta abordagem captaria a base clássica dos investidores em fundos de capital de risco, sem necessidade de um quadro plenamente desenvolvido para os investidores não profissionais.

No que se refere ao instrumento jurídico, a avaliação de impacto aponta para uma abordagem autónoma. Considera-se que as opções que propõem a criação de regras uniformes para os fundos de capital de risco no âmbito da DGFIA existente dariam origem a fricções no quadro da DGFIA, uma diretiva que teria de integrar uma abordagem rigorosa em matéria de supervisão, face a uma população heterogénea de gestores de fundos alternativos. Por outro lado, na ausência de um nível mais elevado de convergência regulamentar entre os Estados-Membros, uma opção baseada no «reconhecimento mútuo» de fundos de capital de risco legalmente comercializados não é considerada eficaz para alcançar o primeiro objetivo operacional (um entendimento comum do que constitui um fundo de capital de risco e a criação de condições uniformes para a sua comercialização).

7. COMPARAÇÃO DE OPÇÕES E ESCOLHA POLÍTICA

Da análise comparativa final de todas as opções de fundo e processuais conclui-se que a melhor opção seria um instrumento de harmonização autónomo, que criasse condições uniformes nos termos das quais o gestor de um fundo pudesse comercializar fundos de capital de risco qualificados na Comunidade.

A abordagem selecionada parece ser a mais eficiente porque, em termos práticos, um gestor de fundos que cumpra todos os requisitos uniformes previstos no instrumento proposto estaria apto a comercializar fundos uniformes em toda a Comunidade sem: i) ter de optar por aderir ao quadro regulamentar estipulado pela Diretiva 2011/61/CE; ou ii) ter de cumprir as regras nacionais residuais, bastante heterogéneas, relativas a fundos de capital de risco, investimentos privados, prospectos e requisitos relativos à distribuição local.

8. CUSTOS E BENEFÍCIOS

Não se prevê que o cumprimento dos critérios uniformes resulte em custos de conformidade ou encargos administrativos significativos. A harmonização dos requisitos de qualidade aplicáveis aos fundos de capital de risco reduziria consideravelmente os custos atuais associados à obrigação de cumprir as regras nacionais bastante diferentes e heterogéneas, que se aplicariam na ausência de harmonização.

Apesar de, para cumprir as regras uniformes, um fundo de capital de risco poder vir a incorrer em alguns custos relacionados com a adaptação das suas regras de informação e de divulgação, esses custos deverão constituir apenas uma fração das despesas de funcionamento decorrentes de um cenário de manutenção do *status quo*, em que os fundos têm de cumprir diversas disposições nacionais em matéria de informação e divulgação.

Não se prevê que o custo de supervisão da conformidade com o quadro uniforme seja significativo, visto que, caso não se tenham registado ao abrigo do quadro proposto, todos os fundos de investimento alternativos se encontram sujeitos aos requisitos gerais de registo e divulgação estipulados no n.º 3 do artigo 3.º da Diretiva relativa aos Gestores de Fundos de Investimento Alternativos (DGFIA).

Determinados requisitos poderiam aumentar os custos das empresas em carteira que os fundos de capital de risco qualificados pretendem atingir. Esses custos podem decorrer, em especial, da obrigação imposta aos fundos de apresentarem relatórios anuais regulares. No entanto, é improvável que esses custos sejam significativamente mais altos do que os suportados num cenário de manutenção do *status quo*, já que as empresas em carteira que buscam financiamento por capital de risco se encontram sujeitas à condição prévia de estarem «preparadas para o investimento».

Prevê-se que a criação de um quadro europeu para os fundos de capital de risco, baseado num conceito comum do que constitui um fundo de capital de risco qualificado, melhore a eficácia da mobilização de fundos transfronteiras, promova a concorrência entre gestores de fundos de capital de risco e aumente as oportunidades de especialização. Do ponto de vista dos investidores, regras uniformes que regulassem os fundos de capital de risco criariam uma maior confiança nesta classe específica de ativos e, aliadas a um melhor acesso a fundos, ajudariam os investidores a afetar o seu capital de forma mais eficaz. Por último, um quadro

uniforme aplicado aos fundos de capital de risco canalizaria mais capital para empresas inovadoras e com elevado potencial de crescimento.

9. ACOMPANHAMENTO E AVALIAÇÃO

Em linha com os objetivos que sustentam a escolha política da Comissão, o acompanhamento e a avaliação pós-adoção incidirá em três questões: 1) terá o novo quadro estabelecido um conceito do que constitui um «fundo de capital de risco qualificado»; 2) terá o novo quadro contribuído para uma estratégia regulamentar comum de regulação dos fundos de capital de risco qualificados; e 3) terá o novo quadro contribuído para a criação de uma rede de cooperação administrativa com vista ao estabelecimento e à supervisão eficazes dos gestores de fundos europeus de capital de risco.

O acompanhamento destas questões será realizado em estreita colaboração com a AEVMM, que será responsável por manter um registo central, acessível ao público através da Internet, que inclua uma lista de todos os gestores de fundos de capital de risco qualificados registados na União, em conformidade com o Regulamento proposto.