Dictamen de Comité Económico y Social Europeo sobre la Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo sobre los fondos de capital riesgo europeos

[COM(2011) 860 final — 2011/0417 (COD)]

(2012/C 191/13)

Ponente: **Anna NIETYKSZA**

El 20 de enero de 2012 el Consejo, y el 17 de enero de 2012 el Parlamento Europeo, de conformidad con el art. 114 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea, decidieron consultar al Comité Económico y Social Europeo sobre la

Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo sobre los fondos de capital riesgo europeos

COM(2011) 860 final — 2011/0417 (COD).

La Sección Especializada de Mercado Único, Producción y Consumo, encargada de preparar los trabajos del Comité en este asunto, aprobó su dictamen el 17 de abril de 2012.

En su 480º Pleno de los días 25 y 26 de abril de 2012 (sesión del 26 de abril), el Comité Económico y Social Europeo aprobó por 131 votos a favor, 2 en contra y 5 abstenciones el presente dictamen:

1. **Conclusiones y recomendaciones**

1.1 El CESE recibe con satisfacción la propuesta de Reglamento sobre los fondos de capital riesgo europeos, que propone la creación de un mecanismo jurídico de inversión que utilice un pasaporte único que ayude a los fondos de capital riesgo europeos a atraer a inversores internacionales y facilite el acceso de las pymes innovadoras a la financiación. El Reglamento establece normas uniformes relativas a las categorías de inversores, requisitos uniformes aplicables a los gestores de organismos de inversión colectiva que deseen utilizar la designación de «fondo de capital riesgo europeo» y requisitos relativos a la cartera de inversiones, técnicas de inversión y las empresas en las que pueden invertir tales fondos.

1.2 Esta iniciativa responde a los objetivos de la Estrategia Europa 2020 y del Acta del Mercado Único, a fin de garantizar que para 2012 los fondos de capital riesgo establecidos en cualquier Estado miembro puedan invertir libremente en toda la UE, así como financiar empresas innovadoras de la UE y una creación de empleo sostenible.

1.3 El Reglamento sobre los fondos de capital riesgo europeos tiene como objetivo atraer a inversores privados internacionales, incluidos particulares, para que inviertan en fondos de capital riesgo establecidos en cualquier país de la UE. Es muy importante, ya que el sector europeo del capital riesgo depende excesivamente de la financiación pública, con más del 50 % de la financiación procedente de contribuciones públicas. El CESE considera que las administraciones públicas deberían, por el contrario, concentrarse en la creación de un marco regulador estable.

1.4 El Reglamento establece normas uniformes sobre las categorías de inversores que se consideran admisibles. Las medidas propuestas deben ser más flexibles y atender las necesidades de los inversores privados internacionales para que puedan realizar inversiones transfronterizas. El CESE considera que las medidas deberían ser atractivas tanto para los inversores no europeos como para los europeos si se quiere aumentar el capital disponible para las pymes europeas.

1.5 El pasaporte de capital riesgo europeo es muy importante, en el contexto de normas prudenciales como Basilea III, CRDIV y Solvencia, para los principales proveedores de capital al sector del capital riesgo: bancos, fondos de pensiones y empresas de seguros que limitan sus inversiones en las pymes innovadoras consideradas como activos de alto riesgo.

1.6 El CESE acoge con especial satisfacción la función prevista para los fondos de capital riesgo europeos de apoyo a la creación de empleo en pymes europeas innovadoras de alta tecnología. Los fondos cuyos activos gestionados no rebasen en total un límite de 500 millones de euros deberán destinar al menos el 70 % del total agregado de sus aportaciones de capital directamente a las pymes a través de instrumentos de capital o de cuasi capital.

1.7 El Comité también se muestra satisfecho con los requisitos uniformes para el registro de fondos en toda Europa y con el pasaporte de comercialización para toda la UE, que deberán facilitar las inversiones transfronterizas, así como los requisitos de cumplimiento empresarial, organizativos y éticos para los gestores de fondos europeos.

1.8 No obstante, el CESE constata varias limitaciones que pueden atenuar el impacto anticipado, tales como limitar el campo de acción del fondo de capital riesgo admisible, restringiéndolo exclusivamente a inversiones en instrumentos de capital y cuasi capital emitidos directamente por una empresa (por ejemplo, una nueva emisión de acciones u otras formas de participación). El CESE propone la ampliación de la propuesta de Reglamento para incluir acciones o unidades de otros fondos de capital riesgo europeos, así como fondos de fondos, que puedan aumentar el montante total de capital disponible para las inversiones en pymes.

1.9 Esta limitación excluye del ámbito del Reglamento la posibilidad de que un «fondo de fondos» pueda obtener el pasaporte único para toda la UE.

1.10 El CESE señala que el pasaporte único no resuelve la cuestión de la transparencia fiscal de los vehículos de inversión, que es vital para la efectiva realización de las inversiones de capital riesgo y de capital inversión. Deberá estudiarse el problema de los obstáculos fiscales transfronterizos al capital riesgo, y proponerse soluciones.

1.11 El CESE resalta que la razón de ser de un vehículo de inversión competente es permitir a los distintos tipos de inversores la realización de inversiones conjuntas y, al mismo tiempo, garantizarles una optimización fiscal, sobre todo a la hora de evitar la doble imposición fiscal (nos referimos a los impuestos en concepto de inversión de cartera y los impuestos en concepto del reparto de capital entre los inversores del fondo).

1.12 El CESE solicita un período transitorio para la aplicación de los requisitos umbral, a fin de tomar en consideración los diferentes niveles de renta de los Estados miembros de la UE.

1.13 El CESE considera que los fondos de capital riesgo europeos deberían ser organismos de estructura cerrada que inviertan como mínimo el 70 % del total agregado de sus aportaciones de capital y del capital comprometido no exigido en activos que sean inversiones admisibles, a fin de garantizar que sus acciones no sean reembolsables en efectivo o valores hasta su liquidación. También deben estar ubicados en la Unión Europea, a fin de evitar el establecimiento de fondos de capital riesgo gestionados por gestores de la UE en paraísos fiscales con fines de evasión fiscal.

1.14 El sistema de protección de los inversores debe reforzarse mediante la designación de un depositario, responsable de garantizar la custodia de los activos, la supervisión de los flujos de caja y las funciones de vigilancia. La Directiva OICVM requiere la designación de un depositario para los organismos de inversión colectiva.

1.15 El CESE desea subrayar la especial importancia de desarrollar el uso de los fondos de la UE para el mercado de capital riesgo y la disponibilidad de financiación para las empresas en fase de incubación e inicio, que no están financiadas por capital privado debido a su nivel de riesgo.

1.16 La introducción del pasaporte de capital riesgo propuesta en el Reglamento va por buen camino; esta propuesta deberá completarse y favorecerse a fin de evitar un impacto desproporcionadamente pequeño en relación con las expectativas.

2. **El mercado de capital riesgo y capital de inversión en Europa**

2.1 La propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo fue elaborada en el contexto de un diagnóstico específico. En el documento se describe un mercado de capital riesgo cuya característica más marcada es su debilidad, en comparación con el mercado estadounidense. El mercado europeo es significativamente menor, se encuentra dividido en una serie de mercados nacionales y se caracteriza por la ausencia de una normativa uniforme. Solo algunos Estados miembros cuentan con sistemas especiales de fondos de capital riesgo, con normas relativas a la estructura de cartera, las técnicas de inversión y el objetivo de inversión. Esta situación revela que la dirección de las inversiones hacia el capital riesgo en el caso de proveedores de capital tales como clientes individuales, fondos de pensiones y compañías aseguradoras resulta difícil y costoso.

2.2 Tradicionalmente los gestores de fondos británicos son los que consiguen e invierten la mayor parte de los capitales europeos del sector de capital riesgo y de capital inversión. Los británicos han conseguido captar sistemáticamente alrededor del 30 % de los capitales del mercado para nuevas inversiones, y en 2009 el 34 %. Durante el auge de 2007, los gestores de fondo británicos invirtieron 34000 millones de euros, lo que representa un 46 % de todas las inversiones europeas. En el crítico año 2009, esta cantidad se vio reducida a 9000 millones de euros, casi un 40 % del mercado. Sólo el 52 % de los 9000 millones de euros invertidos fue a parar a empresas británicas, mientras que el capital restante fue exportado en su mayoría a otros países europeos.

2.3 Los otros agentes principales del mercado europeo son las mayores economías del viejo continente, esto es, Francia, Alemania e Italia. Su posición en el mercado es estable; en 2009 estos tres países acumularon alrededor del 31 % de todos los nuevos capitales e invirtieron 6700 millones de euros, lo que supone cerca del 29 % de todas las inversiones. Estos tres países obtienen la mayoría de sus capitales en sus mercados nacionales y estos permanecen también en el país en forma de inversiones que, como en el caso de Italia y Alemania en 2009, son complementadas con la importación de capital.

2.4 Se han producido grandes cambios también en la estructura de los proveedores de capital. En 2008, la principal fuente de capital fueron los fondos de pensiones (28 %), mientras que caía gradualmente la importancia de los bancos (un 22 % en 2000 y un 7 % en 2008). En 2009, esta tendencia dio un vuelco y el porcentaje de los bancos creció hasta el 18 %. Estas variaciones son el efecto de la repentina interrupción del flujo de capitales del sector de los fondos de pensiones, que intentaban restringir su exposición a activos de riesgo.

2.5 Un indicador que muestra la escala de las dificultades relacionadas con la captación de fondos es el tiempo que necesitan los gestores de fondos para el cierre definitivo de un fondo, es decir, para la formación de un grupo determinado de inversores. Entre los años 2005 y 2007 se necesitaba para este fin no más de un año de media. En 2009 este proceso requirió dieciocho meses, y en la primera mitad de 2010 se necesitaron veinte meses.

2.6 Desde hace unos años, la tendencia inversora de capital riesgo en Europa ha ido claramente a la baja: en 2009, las inversiones de capital riesgo alcanzaron los 9000 millones de euros, pero las inversiones en empresas en fase de incubación e inicio de actividad solo llegaron a los 2000 millones de euros. En los tres primeros trimestres de 2010 las inversiones alcanzaron los 7000 millones de euros.

2.7 Una consecuencia fundamental de la disminución de las inversiones fue la caída del valor medio de las inversiones en una única empresa, que pasó de 8,8 millones de euros en 2008 a 4,7 millones de euros el año siguiente. Los datos del primer semestre de 2010 muestran que más tarde este valor aumentó hasta llegar a los 7,9 millones de euros.

2.8 Las inversiones se concentran en cinco sectores: el 19 % de las inversiones realizadas entre 2009 y 2010 recayó sobre el sector productivo de bienes y servicios para la empresa, el 13 % fue a parar al sector de los bienes de consumo y del comercio minorista, así como a las telecomunicaciones, y el 15 % fue invertido en el sector de ciencias de la vida. En el segmento de la compra de acciones, cerca del 25 % fue a parar al sector de los bienes de consumo y comercio minorista, y el 17 % se invirtió en ciencia. En el caso del capital riesgo, el 65 % de las inversiones fue a parar a las ciencias de la vida, al sector de las tecnologías de la información y a la electrónica y las telecomunicaciones.

3. **Síntesis de la propuesta de la Comisión**

3.1 A raíz de la crisis financiera de 2008 y 2009, y de la entrada en vigor de nuevos requisitos prudenciales como Basilea III, CRDIV y Solvencia, la concesión de líneas de crédito bancarias a las pymes, y su cuantía, se han reducido notablemente, por lo que la búsqueda y demanda de otras fuentes de financiación por parte de las pymes es ya urgente.

3.2 Por tal motivo, es necesario ofrecer fuentes de financiación alternativas para las pymes. A este respecto, los fondos de capital riesgo pueden desempeñar una función decisiva a la hora de colmar las lagunas de financiación de la inversión en innovación. Ofrecen, en efecto, fondos de capital o cuasi capital a nuevas empresas y pequeñas empresas a las que se les atribuye un potencial de crecimiento a largo plazo, generalmente para financiar su desarrollo temprano en el mercado. Al contrario que los fondos de capital inversión (centrados principalmente en las compras totales de acciones), los fondos de capital riesgo invierten en empresas a largo plazo, junto con los empresarios.

3.3 El sector europeo de capital riesgo está fragmentado y disperso. Esta fragmentación y dispersión hace que el inversor sea remiso a invertir en fondos de capital riesgo, en una medida estadísticamente significativa. Debido a la fragmentación de la reglamentación, a los inversores potenciales de «capital riesgo», como son los particulares con grandes patrimonios, los fondos de pensiones o las empresas de seguros, les resulta difícil y costoso encauzar una parte de sus inversiones hacia el capital riesgo.

3.4 La escasez de los recursos financieros que actualmente se destinan a capital riesgo es la causa directa del subóptimo volumen medio de los fondos de capital riesgo europeos. En este momento, el capital riesgo desempeña un papel menor en la financiación de las pymes. Al no disponer de un sector de capital riesgo eficiente, los innovadores y las empresas innovadoras europeos no explotan todo su potencial comercial. A su vez, esto resulta negativo para la competitividad general de Europa.

3.5 Esta circunstancia contribuye a una reducción significativa del potencial inversor, esto es, de los fondos, y a una limitación del flujo de capital para pequeñas y medianas empresas, sobre todo para las empresas innovadoras. Asimismo, «condena» a las pymes a depender del sector bancario. Esta situación es tanto más difícil para las pymes, cuanto que la nueva regulación prudencial ha reducido significativamente la disposición de los bancos a dar financiación a empresas en las fases iniciales de su desarrollo, incluso a empresas innovadoras.

3.6 Lograr un mercado europeo de capital riesgo floreciente es un objetivo de la Estrategia general Europa 2020. La Comisión Europea se comprometió en el Acta del Mercado Único [1] (AME) a garantizar que antes de 2012 los fondos de capital riesgo establecidos en cualquier Estado miembro puedan captar capital e invertir libremente en toda la UE.

3.7 En su documento de 7 de diciembre de 2012, la Comisión presentó una propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo sobre los fondos de capital riesgo europeos. El objetivo de la propuesta es el traslado al ámbito del Espacio Económico Europeo de la posibilidad de obtención del llamado estatus (pasaporte) de fondo europeo para los fondos de capital riesgo que cumplan determinados requisitos normativos. El pasaporte les posibilitaría la libre actividad y la captación de capital en el territorio de los respectivos países. Garantizaría a los inversores la seguridad primordial para sus inversiones y, para los gestores, disminuiría los costes de regulación del acceso a las categorías particulares de inversores y de mercados.

3.8 Para abordar estos problemas, la propuesta de Reglamento:

— introduce una definición clara de «fondo de capital riesgo europeo», que incluye los siguientes requisitos esenciales: i) dedicar al menos el 70 % del total agregado de sus aportaciones de capital a invertir en pymes; ii) que sus activos gestionados no rebasen en total un límite de 500 millones EUR; iii) aportar financiación mediante capital o cuasi capital a esas pymes (es decir, nuevo capital); y iv) no recurrir al apalancamiento (es decir, que el fondo no invierte más capital del que han comprometido los inversores, de manera que no se endeuda). Solo deben permitirse los préstamos a corto plazo para que el fondo pueda cubrir las necesidades de liquidez extraordinarias;

— establece normas uniformes sobre las categorías de inversores que se consideran admisibles para invertir en «fondos de capital riesgo europeos»; los fondos admisibles solo pueden comercializarse entre inversores reconocidos como inversores profesionales en la Directiva 2004/39/CE y determinados inversores tradicionales de capital riesgo (como particulares con grandes patrimonios o inversores providenciales);

— establece para todos los gestores de fondos de capital riesgo admisibles requisitos uniformes en materia de registro, así como un pasaporte de comercialización válido en toda la Unión, lo que permitirá el acceso a inversores admisibles en toda la Unión y contribuirá a la igualdad de condiciones de competencia de todos los participantes en el mercado de capital riesgo;

— introduce requisitos mínimos de transparencia, organización y ejercicio de la actividad que debe cumplir el gestor.

4. **Observaciones generales y específicas**

4.1 La propuesta de reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo sobre los fondos de capital riesgo europeos se inscribe en el marco de los esfuerzos reguladores destinados a crear condiciones más favorables para el funcionamiento del mercado de capital riesgo y tener una mayor repercusión en las pymes. El CESE considera que es un primer paso muy adecuado para desarrollar una industria europea de tecnologías modernas innovadora y sostenible, que proporcione empleo a trabajadores europeos altamente cualificados y bien formados, actuando en favor de la creación de empleo.

[1] http://ec.europa.eu/internal_market/smact/docs/20110413-communication_en.pdf, 13 de abril de 2011.

4.2 El CESE resalta que la razón de ser de un vehículo de inversión competente es permitir a los distintos tipos de inversores la realización de inversiones conjuntas y, al mismo tiempo, garantizarles una optimización fiscal, sobre todo a la hora de evitar la doble imposición fiscal (nos referimos a los impuestos en concepto de inversión de cartera y los impuestos en concepto del reparto de capital entre los inversores del fondo). Da la impresión de que la ausencia de referencia a la cuestión de la transparencia fiscal va a hacer que el pasaporte despierte poco interés.

4.3 A través del empleo del mecanismo del fondo de fondos (*fund of funds*), es posible facilitar a los inversores institucionales el acceso al mercado de capital riesgo de una manera mucho más rápida y fácil, pues con dicho mecanismo se consigue una gran dispersión del riesgo al nivel de las inversiones de cartera. Los fondos de fondos son una buena manera de invertir en capital riesgo para los inversores institucionales con escasas asignaciones para capital riesgo o que no han desarrollado amplias competencias en la inversión directa en fondos. Según datos de la EVCA, en 2009 los fondos de fondos fueron los responsables de la captación de alrededor del 13,5 % de los nuevos capitales asignados a fondos de capital riesgo y capital inversión, mientras que, en todo el periodo de 2005-2009, alcanzaban una media del 14,1 % (los fondos de fondos fueron, a su vez, los segundos mayores proveedores de capital, detrás de los fondos de pensiones).

4.4 El CESE solicita un período transitorio para la aplicación de los requisitos umbral, a fin de tomar en consideración los diferentes niveles de renta de los Estados miembros de la UE.

4.5 El CESE considera que los fondos de capital riesgo europeos deberían ser organismos de estructura cerrada que inviertan como mínimo el 70 % del total agregado de sus aportaciones de capital y del capital comprometido no exigido en activos que sean inversiones admisibles, a fin de garantizar que sus acciones no sean reembolsables en efectivo o valores hasta su liquidación. También deben estar ubicados en la Unión Europea, a fin de evitar el establecimiento de fondos de capital riesgo gestionados por gestores de la UE en paraísos fiscales con fines de evasión fiscal.

4.6 El sistema de protección de los inversores debe reforzarse mediante la designación de un depositario, responsable de garantizar la custodia de los activos, la supervisión de los flujos de caja y las funciones de vigilancia. La Directiva OICVM requiere la designación de un depositario para los organismos de inversión colectiva. Este principio también se ha integrado en la Directiva GFIA. A fin de garantizar la continuidad del marco comunitario, debe designarse también un depositario para los fondos de capital riesgo europeos.

4.7 El nuevo Reglamento no resuelve la debilidad nominal del mercado de capital riesgo europeo. Estamos ante dos realidades que rigen la economía de los fondos de inversiones: en primer lugar, el desarrollo dinámico del sector de los fondos de pensiones ha conllevado un aumento sistemático del valor del capital asignado por inversores a los fondos (de capital riesgo y capital inversión). No obstante, las normas que regulan la distribución del riesgo de inversión en la cartera de inversión indican que una cartera óptima de un fondo de capital riesgo contiene entre ocho y doce sociedades. Una cantidad menor de sociedades aumenta el riesgo de la cartera, y una cantidad mayor aumenta los costes de gestión de la cartera. La correspondencia de la creciente oferta de capital con la regla de optimización de la cartera debe generar una tendencia duradera a aumentar el tamaño de los fondos que, a su vez, requiere ampliar los valores de las inversiones individuales en la sociedad de cartera. En efecto, el aumento del nivel de ahorro en las pensiones (ahorro a largo plazo) ha dado lugar al traslado de las inversiones del ámbito de capital riesgo hacia el capital inversión.

4.8 El segundo fenómeno está relacionado con el modo de retribución de los gestores de fondos: la retribución de los gestores constituye un porcentaje del valor del capital gestionado. Este modelo de retribución implica que cuanto mayor sea el fondo mayor será el valor de la retribución. Esto significa que, para un grupo determinado de gestores, es más rentable (!) la puesta en circulación del fondo de capital inversión (grande) que un fondo de capital riesgo (pequeño), donde el riesgo de inversión es mucho mayor, y también son más altos los costes de gestión. Estas dos realidades ponen de manifiesto que el mercado de capital riesgo se debilita relativamente (o crece más lentamente), puesto que el capital circula en dirección a los fondos e inversiones mayores, lo que, al mismo tiempo, puede ir en consonancia con los intereses de los gestores de fondos que actúan de manera oportunista.

4.9 El Reglamento propuesto no puede atenuar estas dos realidades, por lo que el CESE pide a la Comisión que siga reflexionando al respecto.

4.10 Deberían permitirse las inversiones realizadas por los responsables de un gestor de fondos de capital riesgo cuando se trate de inversiones en el fondo de capital riesgo admisible por ellos gestionado, demostrando su participación y responsabilidad.

4.11 El CESE apoya los fondos de capital riesgo destinados a las tecnologías de la sociedad de la información, la eficiencia energética y las fuentes de energía renovables que puedan contribuir a lograr los objetivos de la Estrategia Europa 2020.

4.12 El CESE acoge favorablemente la iniciativa de otorgar competencias a la Comisión para adoptar actos delegados, e insta a la Comisión a seguir supervisando la evolución del mercado de capital riesgo.

Bruselas, 26 de abril de 2012.

El Presidente
del Comité Económico y Social Europeo
Staffan NILSSON