Avizul Comitetului Economic și Social European privind propunerea de regulament al Parlamentului European și al Consiliului privind fondurile europene cu capital de risc

COM(2011) 860 final – 2011/0417 (COD)

(2012/C 191/13)

Raportor: **dna Anna NIETYKSZA**

La 20 ianuarie 2012 și, respectiv, 17 ianuarie 2012, în conformitate cu articolul 114 din Tratatul privind funcționarea Uniunii Europene (TFUE), Consiliul și Parlamentul European au hotărât să consulte Comitetul Economic și Social European cu privire la

Propunerea de regulament al Parlamentului European și al Consiliului privind fondurile europene cu capital de risc

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

Secțiunea pentru piața unică, producție și consum, însărcinată cu pregătirea lucrărilor Comitetului pe această temă, și-a adoptat avizul la 17 aprilie 2012.

În cea de a 480-a sesiune plenară, care a avut loc la 25 și 26 aprilie 2012 (ședința din 26 aprilie), Comitetul Economic și Social European a adoptat prezentul aviz cu 131 de voturi pentru, 2 voturi împotrivă și 5 abțineri.

1. **Concluzii și recomandări**

1.1 CESE salută Regulamentul privind fondurile cu capital de risc, care propune instituirea unui vehicul de investiții paneuropean care să facă uz de un pașaport unic pentru a sprijini fondurile europene cu capital de risc să atragă investitori internaționali și să faciliteze accesul la finanțare pentru IMM-urile inovatoare. Regulamentul instituie reguli uniforme cu privire la categoriile de investitori, cerințe uniforme pentru administratorii întreprinderilor colective care funcționează sub denumirea de „fonduri europene cu capital de risc"și cerințe referitoare la portofoliul de investiții, la tehnicile de investiție și la întreprinderile pe care le poate avea în vedere un fond cu capital de risc eligibil.

1.2 Inițiativa constituie un răspuns la obiectivele strategiei generale Europa 2020 și ale Actului privind piața unică urmărind să asigure, până în 2012, libertatea de a investi în întreaga UE pentru fondurile cu capital de risc cu sediul în oricare dintre statele membre și posibilitatea ca acestea să finanțeze în mod durabil companii inovatoare din UE și crearea de locuri de muncă.

1.3 Regulamentul privind fondurile europene cu capital de risc este destinat să atragă investitori privați de la nivel internațional, inclusiv persoane fizice, care să investească în fondurile cu capital de risc care își au sediul în oricare dintre statele UE. Acest lucru este foarte important, întrucât sectorul european al capitalului de risc depinde în foarte mare măsură de finanțarea publică, peste 50 % din acesta fiind furnizat din contribuții publice. CESE consideră că autoritățile publice ar trebui să se concentreze mai degrabă asupra creării unui cadru de reglementare stabil.

1.4 Regulamentul instituie reguli uniforme cu privire la categoriile de investitori care sunt considerați eligibili. Măsurile propuse trebuie să fie mai flexibile și să răspundă necesităților investitorilor privați de la nivel internațional, așa încât aceștia să poată face investiții transfrontaliere. CESE consideră că măsurile ar trebui să fie interesante atât pentru investitorii din afara Europei, cât și pentru cei din interiorul ei, dacă se dorește sporirea bazei de capital aflat la dispoziția IMM-urilor europene.

1.5 În contextul normelor prudențiale precum Basel III, Directiva privind cerințele de capital IV și directiva „Solvabilitate", pașaportul la nivelul UE pentru fondurile cu capital de risc este deosebit de important pentru marii furnizori de capital ai sectorului capitalului de risc: băncile, fondurile de pensii și companiile de asigurări, care-și limitează investițiile în IMM-uri inovatoare, considerate active cu nivel ridicat de risc.

1.6 CESE salută îndeosebi rolul avut în vedere pentru fondurile europene cu capital de risc în sprijinirea creării de locuri de muncă în IMM-urile europene inovatoare și de înaltă tehnologie. Fondurile ale căror active gestionate nu ar trebui să depășească un plafon de 500 de milioane EUR ar trebui să-și direcționeze minimum 70 % din totalul aporturilor lor de capital direct către investiții în întreprinderi mici și mijlocii (IMM), finanțând instrumente de capital propriu și cvasi-capital propriu ale acestora.

1.7 Comitetul își exprimă, de asemenea, satisfacția în legătură cu cerințele uniforme pentru înregistrarea fondurilor în întreaga Europă și cu pașaportul de marketing la nivelul întregii UE, care ar trebui să faciliteze investițiile transfrontaliere, dar și respectarea de către gestionarii fondurilor europene a obligațiilor antreprenoriale, a cerințelor organizaționale și a normelor etice.

1.8 Cu toate acestea, CESE atrage atenția asupra mai multor insuficiențe, care ar putea slăbi impactul așteptat, cum ar fi limitarea domeniului de acțiune al unui fond cu capital de risc eligibil, acesta fiind restrâns numai la investiții în instrumente de capital propriu sau cvasi-capital propriu care sunt emise direct de o întreprindere (de ex. o nouă emisiune de acțiuni sau de alte forme de participare). CESE propune lărgirea regulamentului propus astfel încât să fie incluse acțiunile sau unitățile din alte fonduri europene cu capital de risc (FECR), precum și din fondurile de fonduri, ceea ce ar putea spori totalul capitalului disponibil pentru investiții în IMM-uri.

1.9 Astfel de limite exclud din domeniul de aplicare a regulamentului posibilitatea de obținere a unui pașaport la nivelul UE de către un așa-numit „fond de fonduri”.

1.10 CESE atrage atenția asupra faptului că pașaportul unic nu rezolvă problema transparenței fiscale a instrumentelor de investiții, care este crucială pentru realizarea eficientă a investițiilor cu capital de risc sau cu capital privat. Ar trebui analizată problema obstacolelor fiscale transfrontaliere în capitalul de risc și ar trebui propuse soluții.

1.11 CESE subliniază că esența unui instrument de investiții eficace este aceea că oferă unor tipuri diferite de investitori posibilitatea de a investi împreună, asigurându-le totodată optimizarea fiscală, în special în ceea ce privește dubla impozitare (problematic este aici impozitul plătit pe investițiile de portofoliu și impozitul pe distribuirea fondurilor înapoi către investitorii din cadrul unui fond).

1.12 CESE solicită introducerea unei perioade de tranziție pentru punerea în aplicare a cerințelor în materie de plafon, pentru a se ține seama de nivelurile diferite ale veniturilor din diversele state membre ale UE.

1.13 CESE consideră că un fond european cu capital de risc ar trebui să fie un organism cu structură închisă care investește minimum 70 % din totalul aporturilor sale de capital și al capitalului angajat nevărsat în active care sunt investiții eligibile, pentru a se garanta faptul că acțiunile lor nu sunt răscumpărabile în numerar sau valori mobiliare înaintea lichidării fondului. De asemenea, fondurile ar trebui să fie situate în Uniune, pentru a se evita constituirea unor fonduri cu capital de risc gestionate de un administrator din UE în paradisuri fiscale în scopul evaziunii fiscale.

1.14 Sistemul de protejare a investitorilor ar trebui consolidat prin numirea unui depozitar responsabil cu garantarea păstrării în siguranță a activelor și cu monitorizarea fluxului de lichidități și care să aibă funcții de supraveghere. Directiva privind OPCVM solicită numirea unui depozitar pentru organismele de plasament colectiv.

1.15 CESE dorește să atragă atenția asupra semnificației deosebite a dezvoltării utilizării fondurilor UE pentru piața capitalului de risc și a disponibilității finanțării pentru întreprinderile aflate în aflate în fază de germinare sau incipientă, care nu sunt finanțate din capital privat din pricina nivelului de risc pe care îl presupun.

1.16 Propunerea regulamentului de a se introduce un pașaport pentru fondurile europene cu capital de risc reprezintă un pas în direcția cea bună; această propunere ar trebui completată și sprijinită pentru a se evita un impact disproporționat de redus în comparație cu așteptările.

2. **Piața capitalului de risc și a capitalului privat în Europa**

2.1 Propunerea de regulament al Parlamentului European și al Consiliului a fost elaborată în contextul unei evaluări specifice. Documentul descrie piața capitalului de risc din Europa ca fiind slabă în comparație cu piața americană. Piața europeană este semnificativ mai mică, fragmentată într-o serie de piețe naționale și caracterizată de absența unor norme uniforme. Numai câteva state membre au adoptat regimuri specifice pentru fondurile cu capital de risc, cu norme privind structura capitalului, tehnicile de investiții și obiectivele de investiții eligibile. Aceasta înseamnă că, pentru furnizorii de capital cum ar fi clienții individuali, fondurile de pensii și companiile de asigurări, direcționarea investițiilor către capitalul de risc este dificilă și costisitoare.

2.2 În mod tradițional, administratorii britanici de fonduri au colectat și au investit cea mai mare parte a capitalului european în sectorul capitalului de risc și al fondurilor de investiții private. Britanicii au reușit în mod sistematic să atragă aproximativ 30 % din fondurile de pe piața pentru noi investiții, iar în 2009 au ajuns chiar la 34 %. În momentul de vârf al perioadei lor faste, în 2007, administratorii britanici de fonduri au investit 34 mld EUR, ceea ce reprezintă 46 % din totalul investițiilor europene. În anul de criză 2009, această cifră era de 9 mld EUR, ceea ce reprezenta aproape 40 % din totalul pieței. În ceea ce privește investițiile, numai 52 % din cele 9 mld EUR au ajuns la firme britanice, în timp ce cea mai mare parte a capitalului rămas a fost exportat către alte țări europene.

2.3 Ceilalți actori principali de pe piața europeană sunt cele mai mari economii de pe bătrânul continent, și anume Franța, Germania și Italia. Poziția acestora pe piață este stabilă; în 2009, cele trei țări au strâns aproximativ 31 % din capitalul nou și au investit 6,7 mld EUR, ceea ce se ridică la aproximativ 29 % din totalul investițiilor. În cazul acestora, majoritatea fondurilor sunt colectate de pe piețele naționale și rămân în țară sub formă de investiții care, așa cum a fost cazul Italiei și al Germaniei în 2009, sunt suplimentate cu capital importat.

2.4 Au avut loc, de asemenea, modificări importante în structura furnizorilor de capital. În 2008, principala sursă de capital au constituit-o fondurile de pensii (28 %), în vreme ce importanța băncilor a scăzut treptat (22 % în 2000, devenind 7 % în 2008). În 2009, această tendință s-a inversat, cota de piață a băncilor ridicându-se la 18 %. Aceste modificări au fost rezultatul unei suspendări bruște a fluxului de resurse dinspre sectorul fondurilor de pensii, care a căutat să-și limiteze expunerea la active riscante.

2.5 Un indicator al gradului de dificultate al colectării de fonduri îl reprezintă intervalul de care au nevoie administratorii de fonduri pentru închiderea definitivă a unui fond (adică pentru adunarea unui grup noțional de investitori). Între 2005 și 2007, nu era, în medie, nevoie de mai mult de un an în acest scop. În 2009, același proces dura 18 luni, iar în prima jumătate a lui 2010, indicatorul se cifra la 20 de luni.

2.6 În ultimii câțiva ani s-a putut remarca o tendință descrescătoare clară a investițiilor în capital de risc din Europa: în 2009 investițiile în capital de risc se ridicau la 9 mld EUR, în vreme ce investițiile în întreprinderi aflate în fază de germinare sau incipientă se cifrau la numai 2 mld EUR. În primele trei trimestre ale lui 2010, investițiile s-au ridicat la 7 mld EUR.

2.7 O consecință esențială a scăderii investițiilor a constat în reducerea valorii medii a investițiilor într-o singură întreprindere de la 8,8 milioane EUR în 2008 la 4,7 milioane EUR un an mai târziu. Datele cu privire la prima jumătate a anului 2010 arată că această sumă a crescut ulterior la 7,9 milioane EUR.

2.8 Investițiile sunt concentrate în 5 sectoare: în 2009 și 2010, 19 % din investiții s-au concentrat în sectorul bunurilor și serviciilor pentru întreprinderi, 13 % în cel al bunurilor de consum, al comerțului cu amănuntul și al telecomunicațiilor, iar 15 % au fost investite în sectorul biotehnologiei (*life science*). În cazul capitalului de risc, 65 % din investiții s-au concentrat în sectorul biotehnologiei, al tehnologiilor informației și în sectorul electronicii și telecomunicațiilor.

3. **Sinteza propunerii Comisiei Europene**

3.1 Ca urmare a crizei din 2008 și 2009 și a noilor norme prudențiale precum Basel III, Directiva privind cerințele de capital IV și directiva „Solvabilitate", băncile au deschis și au extins mult mai puține linii de credit pentru IMM-uri. Căutarea și cererea de alte surse de finanțare pentru IMM-uri a devenit presantă.

3.2 Prin urmare, este necesară găsirea unor surse alternative de finanțare a IMM-urilor. Fondurile cu capital de risc pot juca un rol esențial în acest sens, eliminând lacuna de finanțare în ceea ce privește investițiile în inovare. Într-adevăr, fondurile cu capital de risc pot furniza finanțare de capital propriu sau cvasi-capital propriu întreprinderilor nou înființate și societăților mici cu potențial de creștere pe termen lung, de obicei pentru a finanța dezvoltarea inițială pe piață a acestora. Spre deosebire de fondurile private de investiții (care se concentrează mai ales asupra preluărilor), fondurile cu capital de risc investesc în companii pe termen lung, asemenea antreprenorilor.

3.3 Sectorul european al capitalului de risc este fragmentat și dispersat. Caracterul fragmentar și dispersat conduce la o reticență semnificativă din punct de vedere statistic a investitorilor în a investi în fonduri cu capital de risc (FCR). Din cauza fragmentării la nivel de reglementare, potențialii investitori în „capital de risc", cum ar fi persoanele bogate, fondurile de pensii sau companiile de asigurări, consideră că este dificil și costisitor să canalizeze o parte a investițiilor către capitalul de risc.

3.4 Insuficiența resurselor financiare direcționate în prezent către capitalul de risc este direct responsabilă de dimensiunea insuficientă pe care o atinge, în medie, un FCR european. În momentul de față, capitalul de risc are un rol minor în finanțarea IMM-urilor. Absența unui sector eficient al capitalului de risc înseamnă o limitare a potențialului comercial al inovatorilor și al întreprinderilor europene inovatoare. Această situație are, la rândul ei, un efect negativ asupra competitivității Europei la nivel mondial.

3.5 Această situație diminuează în mod semnificativ potențialul de investiții, adică resursele, și limitează fluxul de capital către întreprinderile de dimensiuni mici și mijlocii, în special cele inovatoare. Ca urmare, conjunctura „forțează" IMM-urile să fie dependente de sectorul bancar. Această situație este cu atât mai dificilă pentru IMM-uri cu cât, în perspectiva noilor norme prudențiale, băncile sunt cu mult mai puțin dispuse să finanțeze întreprinderile mici în etapele inițiale ale dezvoltării acestora, chiar dacă vin cu idei inovatoare.

3.6 O piață europeană prosperă a capitalului de risc este unul dintre obiectivele generale ale Strategiei Europa 2020. În Actul privind piața unică [1] (SMA- *Single Market Act*), Comisia Europeană s-a angajat să asigure ca până în 2012 fondurile cu capital de risc înființate în orice stat membru să poată să atragă capital și să investească liber pe întreg teritoriul UE.

3.7 În documentul publicat la 7 decembrie 2011, Comisia a prezentat o propunere de regulament al Parlamentului European și al Consiliului privind fondurile europene cu capital de risc. Esența propunerii constă în introducerea în spațiul economic european a posibilității ca fondurile cu capital de risc să obțină așa-numitul statut de fond european (pașaportul), cu condiția să întrunească anumite cerințe normative. Pașaportul le-ar permite acestora să activeze liber și să strângă fonduri în diferite țări. De asemenea, ar asigura faptul că investitorii beneficiază de o siguranță elementară a investițiilor, iar pentru societățile de administrare ar reduce costurile de reglementare aferente accesului la anumite categorii de investitori și la anumite piețe.

3.8 Regulamentul propus vizează rezolvarea acestor probleme astfel:

— introduce o definiție clară a unui „fond european cu capital de risc", care include următoarele cerințe esențiale: (i) fondul investește în IMM-uri cel puțin 70 % din totalul aportului său de capital; (ii) fondul gestionează active al căror total nu depășește un plafon de 500 milioane EUR; (iii) fondul furnizează finanțare din capital propriu sau cvasi-capital propriu respectivelor IMM-uri (cu alte cuvinte, „capital proaspăt"); și (iv) fondul nu utilizează efectul de levier (adică fondul nu investește mai mult capital decât cel angajat de investitori, deci nu este îndatorat). Împrumuturile pe termen scurt ar trebui să fie permise doar pentru a da fondului posibilitatea să răspundă nevoilor excepționale de lichidități;

— stabilește norme uniforme privind categoriile de investitori considerați eligibili să investească în „fondurile europene cu capital de risc". Fondurile eligibile pot fi deschise doar investitorilor recunoscuți ca investitori profesioniști în conformitate cu Directiva 2004/39/CE și altor categorii specifice de investitori în capital de risc tradiționali [de ex., persoanelor fizice cu disponibilități financiare ridicate sau investitorilor providențiali (*business angels*)];

— stabilește pentru toți administratorii de fonduri cu capital de risc eligibile cerințe de înregistrare uniforme, precum și un pașaport de distribuție valabil la nivelul UE, ceea ce va permite accesul investitorilor eligibili din întreaga UE și va contribui la crearea unor condiții de concurență echitabile pentru toți participanții pe piața capitalului de risc;

— introduce cerințe minime privind transparența, organizarea și conduita în afaceri, care trebuie respectate de administrator.

4. **Observații generale și specifice**

4.1 Propunerea de regulament al Parlamentului European și al Consiliului privind fondurile europene cu capital de risc face parte din eforturile de reglementare pentru crearea unor condiții mai favorabile modului de operare a pieței capitalului de risc și pentru obținerea unui impact mai substanțial asupra IMM-urilor. CESE consideră că aceasta reprezintă un prim pas extrem de pozitiv către dezvoltarea unei industrii europene inovatoare și durabile a tehnologiilor moderne, care să angajeze lucrători europeni cu o înaltă calificare și cu o instruire de calitate, participând astfel la crearea de locuri de muncă.

[1] http://ec.europa.eu/internal_market/smact/docs/20110413-communication_en.pdf.

4.2 CESE subliniază că esența unui instrument de investiții eficace este aceea că oferă unor tipuri diferite de investitori posibilitatea de a investi împreună, asigurându-le totodată optimizarea fiscală, în special în ceea ce privește dubla impozitare (problematic este aici impozitul plătit pe investițiile de portofoliu și impozitul pe distribuirea fondurilor înapoi către investitorii din cadrul unui fond). S-ar părea că absența unei referiri la chestiunea transparenței fiscale va determina un interes limitat față de pașaport.

4.3 Sprijinirea investitorilor instituții pentru a obține accesul la piața capitalului de risc poate avea loc mult mai rapid și mai ușor prin utilizarea mecanismului fondului de fonduri, în cazul căruia se realizează o dispersare semnificativă a riscului la nivelul investițiilor de portofoliu. Fondurile de fonduri reprezintă o metodă bună de a investi în capital de risc pentru investitorii instituții care dispun de resurse reduse pe care le pot investi în capital de risc sau pentru investitorii instituții care nu au acumulat o experiență bogată în investițiile directe în fonduri. Conform datelor EVCA, în 2009 fondurile de fonduri erau răspunzătoare pentru aproximativ 13,5 % din capitalul proaspăt alocat fondurilor cu capital de risc și fondurilor private de investiții, în timp ce în perioada 2005-2009, cota lor de piață reprezenta în medie 14,1 % (în aceeași perioadă, fondurile de fonduri constituiau cel de-al doilea furnizor de capital ca ordin de mărime după fondurile de pensii).

4.4 CESE solicită introducerea unei perioade de tranziție pentru punerea în aplicare a cerințelor în materie de plafon, pentru a se ține seama de nivelurile diferite ale veniturilor din diversele state membre ale UE.

4.5 CESE consideră că un fond european cu capital de risc ar trebui să fie un organism cu structură închisă care investește minimum 70 % din totalul aporturilor sale de capital și al capitalului angajat nevărsat în active care sunt investiții eligibile, pentru a se garanta faptul că acțiunile lor nu sunt răscumpărabile în numerar sau valori mobiliare înaintea lichidării fondului. De asemenea, fondurile ar trebui să fie situate în Uniune, pentru a se evita constituirea unor fonduri cu capital de risc gestionate de un administrator din UE în paradisuri fiscale în scopul evaziunii fiscale.

4.6 Sistemul de protejare a investitorilor ar trebui consolidat prin numirea unui depozitar responsabil cu garantarea păstrării în siguranță a activelor și cu monitorizarea fluxului de lichidități și care să aibă funcții de supraveghere. Directiva privind OPCVM solicită numirea unui depozitar pentru organismele de plasament colectiv. Acest principiu a fost integrat, de asemenea, în directiva privind AFIA. Pentru a se asigura continuitatea cadrului comunitar, ar trebui să fie numit un depozitar și pentru fondurile europene cu capital de risc.

4.7 Noul regulament nu oferă o soluție pentru ponderea nominală scăzută a pieței capitalului de risc. Economia fondurilor de investiții este guvernată de două fenomene: pe de o parte, creșterea dinamică a sectorului fondurilor de pensii a dus la o creștere sistematică a valorii capitalului alocat fondurilor (cu capital de risc sau de investiții private) de către investitori. Însă normele care guvernează defalcarea riscului de investiție în cadrul portofoliului de investiții face ca portofoliul optim pentru un fond cu capital de risc să cuprindă între 8 și 12 societăți. Un număr mai mic de investiții sporește riscul portofoliului, în timp ce un număr mai mare sporește costurile monitorizării portofoliului. Efectul combinat al creșterii ofertei de capital și al regulii privind optimizarea portofoliului duce, în mod inevitabil, la o tendință constantă către creșterea ca dimensiune a fondurilor, care necesită, la rândul ei, o creștere a valorii investițiilor individuale în societățile din portofoliu. În final, creșterea economiilor depozitate în fondurile de pensii (economii pe termen lung) a dus la o deplasare a investițiilor din sectorul capitalului de risc către sectorul fondurilor de investiții private.

4.8 Cel de-al doilea fenomen este legat de modul în care administratorii fondurilor sunt remunerați, adică de plata acestora sub forma unui procent din capitalul administrat. Un astfel de sistem de remunerare înseamnă că remunerația este cu atât mai mare cu cât fondul este mai mare. Cu alte cuvinte, pentru un grup oarecare de administratori este mai profitabil (!) să folosească un fond de investiții private (mare) decât un fond cu capital de risc (mic), în cazul căruia riscul de investiție și costurile de administrare sunt, ambele, considerabil mai ridicate. Aceste două fenomene duc la o slăbire relativă (sau o creștere mai lentă) a pieței capitalului de investiții, deoarece capitalul tinde să se orienteze către fondurile și investițiile mai mari, ceea ce, totodată, poate fi mai degrabă în interesul oportunist al administratorilor de fonduri.

4.9 Propunerea de regulament nu este în măsură să atenueze aceste două tendințe și, de aceea, CESE invită Comisia să facă un efort de reflecție suplimentar în acest sens.

4.10 Ar trebui permise investițiile făcute de cadrele executive ale unui administrator de fond cu capital de risc atunci când acestea investesc în fondul cu capital de risc eligibil pe care îl gestionează, având în vedere că își dovedesc astfel implicarea și responsabilitatea.

4.11 CESE sprijină fondurile cu capital de risc destinate tehnologiilor societății informaționale, eficienței energetice și surselor regenerabile de energie, care pot contribui la realizarea obiectivelor Strategiei generale Europa 2020.

4.12 CESE salută inițiativa de a se conferi Comisiei competențe de a adopta acte delegate și o încurajează pe aceasta să continue monitorizarea evoluțiilor și a tendințelor pieței capitalului de risc.

Bruxelles, 26 aprilie 2012

Președintele
Comitetului Economic și Social European
Staffan NILSSON