



COMISIÓN DE LAS COMUNIDADES EUROPEAS

Bruselas, 16.10.2002
COM(2002) 563 final

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

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

1. SÍNTESIS

La presente Comunicación informa sobre el progreso en la aplicación del PACR para el año 2001 y, en algunos aspectos, para la primera mitad de 2002. Es el cuarto desde la adopción del PACR en 1998. Los sucesivos Consejos Europeos han fijado 2003 como plazo para concluir el Plan de acción para el capital riesgo.

*Éste es el cuarto
informe anual*

El análisis del mercado sugiere que los últimos 18 meses han sido un período de ajuste para el sector europeo del capital riesgo. La dura corrección iniciada a mediados de 2000 siguió en marcha y fue particularmente significativa en los países candidatos a la adhesión, entre otras cosas debido a su sensibilidad a las tendencias mundiales. Sin embargo, a pesar de la tendencia negativa, el año 2001 ha sido para el sector europeo el segundo más alto, tanto por fondos invertidos como por fondos concentrados. El declive ha sido menos acusado en Europa que en los EE.UU. -aunque queda aún un largo camino para ponerse a su nivel. El problema en Europa se agrava por la presencia de un mercado de capitales aún muy fragmentado, problema que aborda el Plan de acción en materia de servicios financieros. Además, la debilidad y el pobre rendimiento de los mercados de valores de crecimiento rápido de la UE hacen que actualmente siga en gran parte cerrado el margen de OPI, que es una importante estrategia de salida para los inversores de capital riesgo. Son necesarias mejoras del funcionamiento, la reglamentación y la liquidez de estos mercados para que el capital riesgo crezca y para que surja una dimensión paneuropea suficiente, a través de una mayor racionalización.

*Período de ajuste
para el sector*

La modernización del marco regulador ha continuado con éxito en un entorno financiero dominado por la acertada introducción física del euro. Se observan importantes progresos en la introducción obligatoria para 2005 de las Normas Internacionales de Contabilidad y en la próxima legislación sobre los fondos de pensiones complementarios. A resultas de ello, esas entidades pueden llegar a ser fuentes importantes de fondos de capital riesgo, como ocurre ya en los EE.UU. En el aspecto negativo, persisten las dificultades para tener una patente europea rentable y asequible.

*Se está
modernizando
continuamente el
marco regulador*

Está también cobrando mayor importancia la política de espíritu empresarial. El próximo Libro Verde sobre el tema debería tener un perfil más amplio y potenciar su vital acoplamiento con el capital riesgo. Deben fomentarse los proyectos que propicien una mejor equiparación de la oferta y de la demanda de capital riesgo, como el ya concluido con la ayuda de la Comisión. El objetivo acordado en el Consejo Europeo de Barcelona de incrementar la inversión de la UE en I+D (acercándose al 3% del PIB en 2010, con dos tercios procedentes del sector privado) exige un aumento de la inversión por parte del sector privado y refuerza el papel del capital riesgo, público o privado, en la financiación de proyectos e iniciativas de futuro.

*Se está
fomentando el
espíritu
empresarial desde
diversos ángulos*

Con respecto a la financiación pública, la adopción por la Comisión de su Comunicación sobre ayudas estatales y capital riesgo ha aclarado la cuestión de la compatibilidad de la financiación pública de medidas de

*La financiación
comunitaria del*

capital riesgo con los artículos de ayuda estatal del Tratado. El FEI ha entrado en una fase de rápida expansión y ha logrado, en condiciones de mercado difíciles, captar inversores privados para fondos de financiación inicial. Finalmente, ha aumentado perceptiblemente la parte de los Fondos estructurales dedicada a financiar inversiones de capital riesgo. Todos estos cambios políticos recientes muestran que las medidas de acompañamiento para desarrollar el capital europeo de riesgo han experimentado en los últimos 4 años cambios profundos y positivos.

capital riesgo ha resultado acertada

En comparación con 1998, los mercados de capitales de riesgo no sólo han crecido sino que también han madurado. Debe mantenerse el esfuerzo actual por mejorar el entorno de la inversión de capital riesgo, y contemplarlo en una perspectiva a largo plazo, al margen de consideraciones cíclicas.

El PACR debe contemplarse en una perspectiva a largo plazo

El año 2003 será el del "análisis" final del PACR -y un año en el que se deberá reflexionar si se precisan nuevas medidas para seguir potenciando el capital riesgo después de 2003.

2. INTRODUCCIÓN

Desde la adopción del **Plan de acción para el capital riesgo (PACR)** en la *Cumbre de Cardiff* de junio de 1998¹, la Comisión ha publicado *informes anuales* dirigidos al Consejo y al Parlamento Europeo² sobre el nivel de los progresos alcanzados en su puesta en práctica. Este **cuarto informe provisional**³ **abarca los últimos 18 meses** (año 2001 y parte del primer semestre de 2002). Además, se presentan por primera vez algunos análisis sobre países candidatos a la adhesión. También por primera vez se presentan algunas cifras sobre compra de participaciones mayoritarias, así como algunas sugerencias para ir más allá del PACR.

Éste es el cuarto informe provisional del PACR

El PACR pretende eliminar los restantes obstáculos reguladores y administrativos a nivel comunitario y nacional que impiden el **pleno desarrollo en Europa de los mercados de capitales de riesgo**⁴. La eliminación de todas estas barreras desempeñará un papel importante en la creación y el desarrollo de PYME innovadoras de crecimiento rápido y, por ende, será importante para estimular el crecimiento económico y la creación de empleo. Por otra parte, la realización puntual del PACR será fundamental para que en 2010 la Comunidad llegue a ser, según lo acordado en Lisboa, la sociedad del conocimiento más competitiva y dinámica del mundo.

Deben suprimirse las barreras a nivel comunitario y nacional

¹Basado en "Capital riesgo, clave para la creación de empleo en la Unión Europea", SEC(1998)552, abril de 1998

²El Parlamento Europeo ha adoptado resoluciones favorables sobre estos informes, la última el 11 de abril de 2002 (Informe A5-0020/2002, del diputado del Parlamento Europeo Sr. Peter William Skinner)

³Los anteriores eran COM(1999)493, de 20 de octubre de 1999, COM(2000)658, de 18 de octubre de y COM(2001)605, of 25 de octubre de 2001.

⁴Como tal, *el PACR es una pieza clave de la reforma estructural* en Europa y, a nivel macroeconómico, el esperado aumento de la eficiencia del producto global de la Comunidad y de los mercados de capitales debería traducirse en *crecimiento económico y creación de empleo (de alta calidad)*.

Al aproximarse el plazo de 2003⁵ es más apremiante la necesidad de conocer mejor la situación de los Estados miembros. Teniendo en cuenta lo anterior, la información obtenida a través de los informes provisionales nacionales en el contexto de las Orientaciones Generales de Política Económica de 2001-2002 se complementa con las respuestas a un cuestionario ad hoc enviado a los Estados miembros en abril de 2002. Estas respuestas se presentarán por separado.

El PACR debe concluir a finales de 2003

Este informe provisional ha sido elaborado por el **Grupo de trabajo de la Comisión sobre el capital riesgo**, en el que figuran representantes del BEI y del FEI. La cooperación y las consultas continuas con el sector (EVCA) aseguran que también se tendrá en cuenta su opinión.

Estrechos contactos con el sector

3. EVOLUCIÓN DEL MERCADO⁶

3.1. El sector del capital riesgo en 2001

El mercado del capital riesgo de la UE ha experimentado una severa corrección desde la segunda mitad de 2000. La corrección refleja la deflación continuada de la burbuja de la inversión en valores de los sectores de tecnologías, medios de comunicación social y telecomunicaciones (TMT) que, sumada a la ralentización económica mundial, ha deprimido los mercados de valores y ha reducido los incentivos para los inversores en capital riesgo. La inversión de capital riesgo⁷ cayó un 35% en 2001 en relación con 2000, al tiempo que se produjo un descenso del 24% en la inversión en adquisición de empresas. En 2001 se invirtieron en total en capital riesgo **12.700 millones de euros (0,14% del PIB)**, y **10.700 millones de euros (0,12% del PIB)** en adquisiciones de empresas.

Los excesos anteriores han provocado una severa corrección a nivel mundial

El sector del capital riesgo en el mundo es pequeño⁸ y muy sensible a los cambios del entorno económico. Los flujos anuales en fondos del capital riesgo de EE.UU. se multiplicaron por diez en los años 80, y luego empezó a caer la rentabilidad y los compromisos entraron en un claro declive. Este modelo se invirtió en los años 90, y el decenio terminó con aportaciones récord. Acumulativamente, las inversiones de capital riesgo en EE.UU. se multiplicaron por 20 entre 1995 y 2000.

El sector del capital riesgo de EE.UU. ha tenido al menos dos ciclos distintos

Según lo subrayado en anteriores *Comunicaciones del PACR*, esta espectacular expansión de EE.UU. se debió en gran parte a la aparición en 1999 y 2000 de una burbuja especulativa. Las normas de inversión se relajaron a causa de la precipitación por el riesgo en los sectores tecnológicos. Cuando la burbuja finalmente estalló, se hundió la inversión.

Desarrollo de una burbuja especulativa

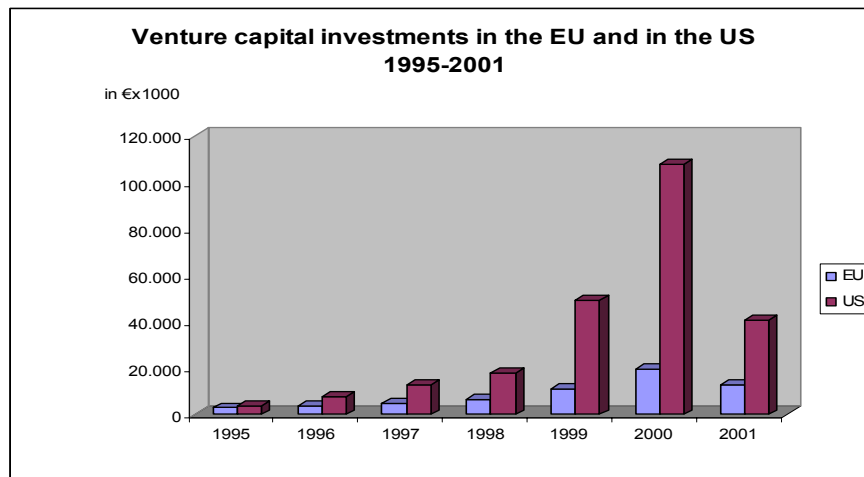
⁵Esta fecha para la realización del PACR se pidió en la cumbre de Lisboa (marzo de 2000) y se ha confirmado en las subsiguientes cumbres de primavera (Estocolmo y Barcelona)

⁶ Las cifras de la UE se derivan de la encuesta realizada por **PwC para la EVCA**, publicada en el Anuario 2000 de la EVCA; Las cifras de EE.UU. proceden de la encuesta realizada por PwC y Venture Economics para la NVCA (encuesta MoneyTree). Se han preferido Estas fuentes a otras posibles porque dan datos coherentes a lo largo de varios años de diversos países (aunque **las cifras de la UE y EE.UU. no sean enteramente comparables**).

⁷Que incluye las fases de lanzamiento, expansión y sustitución de la evolución de las empresas

⁸Las inversiones en capital riesgo suponen **solamente el 5% del capital concentrado en los mercados bursátiles**

Al final de 2001 estaba un 62% por debajo de la del año anterior.



Las recientes fluctuaciones han sido menos acusadas en la UE que en los EE.UU. Las inversiones de capital riesgo de la UE solamente se multiplicaron por seis en el período 1995-2000. Sin embargo, la corrección desde el primer trimestre de 2001 ha sido acusada y ha propiciado un fuerte descenso de los índices de inversión. En el aspecto positivo, la inversión total de capital riesgo alcanzó en 2001 en la UE el segundo nivel más alto jamás registrado. El declive de la inversión se debió en parte a una regresión a niveles más conservadores de la valoración de las operaciones.

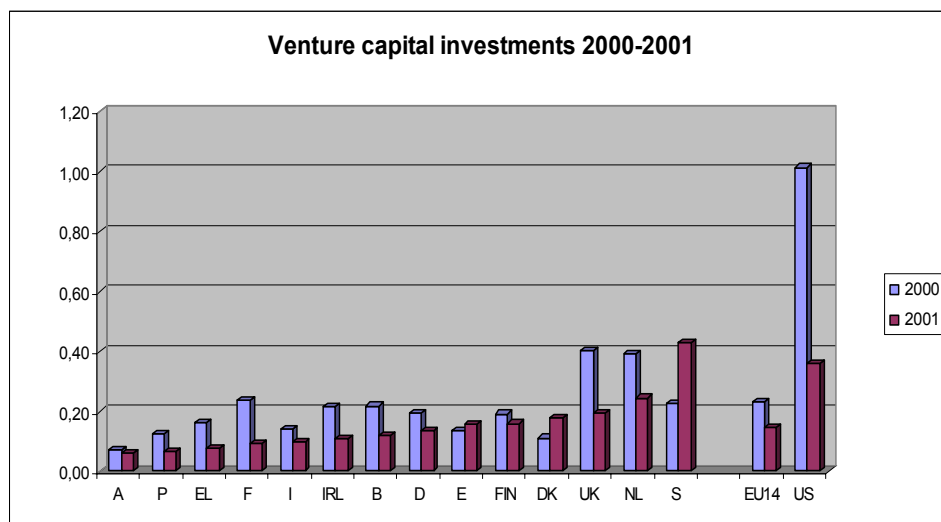
El declive ha sido menos acusado en Europa que en los EE.UU.

Aunque la corrección haya sido menos severa que en los EE.UU., el sector del capital riesgo de la UE sigue siendo relativamente pequeño. Pese al descenso del 62% en 2001, el sector del capital riesgo de EE.UU. representa aún el **0,36% del PIB**, por sólo el 0,14% del PIB en la UE. En términos absolutos, la industria de EE.UU. sigue siendo tres veces más grande (es decir, **41.000 millones de euros** contra 12.700 millones). La contracción se ha centrado en el lanzamiento y en la tecnología, segmentos que en la UE estaban ya relativamente poco desarrollados.

En términos absolutos, la industria europea sigue eclipsada por los EE.UU.

El mercado de capital riesgo de la UE sigue fragmentado, con marcadas diferencias entre países en cuanto a su nivel y tendencias. Después de varios años de crecimiento significativo, la inversión siguió creciendo en 2001 en Suecia (+80%), Dinamarca (+67%) y España (+26%). Por contra, disminuyó perceptiblemente en Francia (-60%), el Reino Unido (-50%), Grecia (-50%), Bélgica, Irlanda y Portugal (-40%). Suecia tiene ahora el nivel de inversión con respecto al PIB (0,43% del PIB) más alto de la UE, aunque el Reino Unido conserva el nivel más alto en términos absolutos.

El rendimiento del sector varía según los Estados miembros



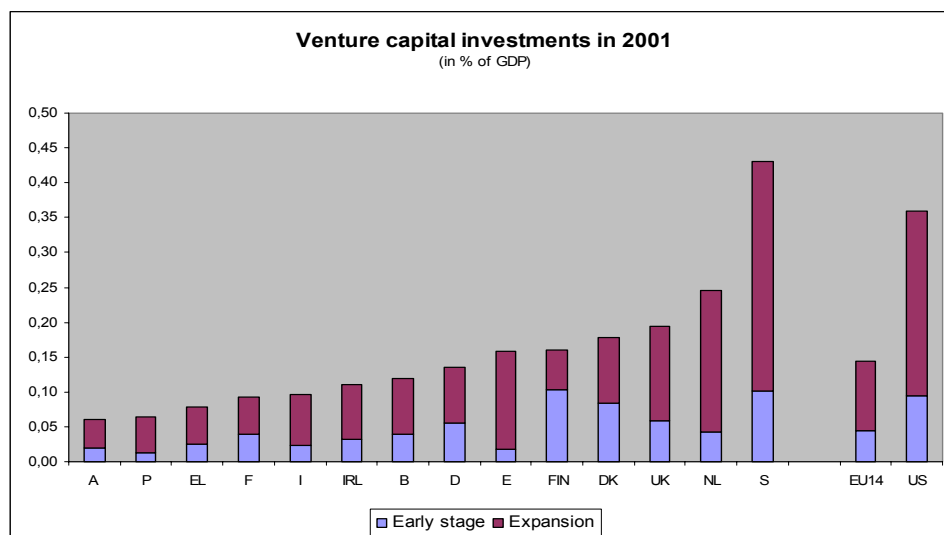
En Suecia, la inversión en etapas iniciales se mantuvo floja en los últimos dos años, mientras que la inversión en expansión se duplicó en 2001, al desplazarse la atención a desarrollar las carteras existentes. En los Países Bajos se produjo una tendencia similar, con una caída más marcada de las inversiones en etapas iniciales. España siguió centrándose en inversiones de etapas más avanzadas, y las de puesta en marcha, ya escasas, disminuyeron relativamente aún más. Bélgica Irlanda e Italia experimentaron un declive particularmente acusado en la inversión en etapas iniciales. En el Reino Unido, las inversiones de puesta en marcha disminuyeron en una proporción similar a las inversiones de etapas más avanzadas. Sin embargo, aunque la inversión en el Reino Unido se haya centrado tradicionalmente en las etapas posteriores y en las adquisiciones de empresas, las inversiones de lanzamiento casi se doblaron en 2001, y el número de proyectos de capital de lanzamiento aumentaron diez veces. Finlandia ha seguido invirtiendo mucho en 2001 en etapas iniciales, tendencia a la que se ha sumado este año Dinamarca. En Alemania y Francia todos los segmentos se vieron afectados por igual por una depresión en la inversión, que fue más fuerte en Francia que en Alemania.

Declive generalizado en las etapas iniciales

La contracción del sector del capital riesgo fue especialmente significativa en los países candidatos a la adhesión. Su sector es nuevo y relativamente subdesarrollado, y es especialmente sensible a las tendencias mundiales⁹. Estos países sufren también de una falta de oportunidades de salida, pues sus mercados de valores raramente ofrecen una posibilidad realista de realizar una OPI.

Contracción importante en los países candidatos a la adhesión

⁹La mayor parte de la financiación se capta en el extranjero, principalmente en la UE



Aunque los datos del capital riesgo pueden no ser completos para los países candidatos a la adhesión, pueden detectarse claramente ciertas tendencias. En la República Checa, la inversión en capital riesgo cayó un 75%, lo que representa el 0,04% del PIB, y la financiación descendió un 90% en 2001. Los bancos siguieron siendo los principales inversores y solamente el 12,5% de la inversión total se financió en el ámbito nacional. El grueso de la financiación (63%) provino de otros países de la UE. El declive de la inversión fue menos pronunciado en Polonia (-25%) donde las inversiones de capital riesgo fueron del 0,07% del PIB. La financiación descendió un 50%, principalmente procedente de inversores y bancos de otros países de la UE (79%). En Hungría, las inversiones de capital riesgo se mantuvieron escasas (0,05% del PIB), mientras que las adquisiciones de empresas fueron seis veces más altas que en 2000. Las acciones ordinarias privadas fueron financiadas casi enteramente por otros países de la UE (99%). Por el contrario, la inversión de capital riesgo aumentó en Eslovaquia (si bien partía de un nivel muy bajo en 2000 y sin un aumento significativo del número de participantes), con más del 90% de la nueva financiación aportado por inversores no pertenecientes a la UE.

Distintos modelos en los diversos países

Aunque la corrección en el sector del capital riesgo de la UE puede considerarse como un reajuste necesario hacia valoraciones sostenibles, hay varios aspectos que son motivo de preocupación. Especialmente, el impacto desproporcionado en la inversión en las etapas iniciales y en alta tecnología. Como los fondos de capital riesgo se han centrado en la consolidación de las empresas en cartera, ha disminuido en 2001 la parte dedicada a las inversiones en empresas muy pequeñas. El descenso del número de empresas financiadas ha sido incluso más agudo que el descenso del número de inversiones (-23% contra -20%). La inversión en proyectos de lanzamiento y puesta en marcha ha caído un 38%, mientras que las inversiones de sustitución han aumentado un 22%. Esto puede conducir a una crisis crediticia para el segmento de primera etapa, con efectos adversos para la viabilidad de las empresas de nueva creación y las pequeñas empresas.

La inversión en etapas iniciales se vio especialmente afectada por la corrección

La inversión en el segmento tecnológico también ha disminuido bruscamente en un 35%, quedando en **5.700 millones de euros**. Este declive fue particularmente importante en Francia, Portugal y España. En este último país, la tecnología supuso en 2001 menos del 15% de todas las inversiones de capital riesgo. Las inversiones relacionadas con Internet cayeron en picado. Pero las inversiones relacionadas con la informática seguían siendo la mayor categoría de inversiones tecnológicas (pese a la caída del 36%) y se centraron en la financiación de segunda etapa, para la expansión de empresas ya establecidas. En comparación con los EE.UU., el mercado europeo de la tecnología sigue siendo pequeño (seis veces por debajo de las **inversiones de EE.UU., de 35.400 millones de euros**). Sin embargo, como se realizaron más operaciones en Europa que en los EE.UU. (4.340 contra 3.280), la distancia se debe a las diferencias en el tipo de inversión¹⁰. No se debe esperar un crecimiento continuo a corto plazo. Los fondos concentrados en 2001 y destinados a la inversión en fases iniciales y en la expansión de empresas de alta tecnología disminuyeron respectivamente el 35% (a 5.600 millones de euros) y el 40% (a 4.000 millones de euros).

La inversión en tecnología también descendió notablemente

No se prevé la recuperación a corto plazo de la tecnología

3.2. Perspectivas para el sector de capital riesgo de la UE

Muchas inversiones realizadas bien entrado 1999 y en la primera mitad de 2000 estaban sobrevaloradas e inciden ahora, y probablemente lo hagan durante algún tiempo, en el rendimiento de los fondos de capital riesgo. En 2001, el 23% de las desinversiones se realizaron por amortización¹¹, cuando el sector liquidó carteras. La rentabilidad ha caído, registrándose el descenso más importante en la inversión en etapas iniciales, con -9% para el tipo de rendimiento económico interno anual al final de 2001. Por otra parte, la persistente debilidad de los mercados de valores de crecimiento rápido ha propiciado la casi desaparición de las OPI¹². La imposibilidad de que los fondos de capital riesgo se desinvieran por medio de OPI afectará a su rendimiento y, por tanto, a su capacidad para concentrar nuevo capital. Esto también limitará su capacidad de invertir en nuevas empresas, ya que están forzados a seguir con su actual cartera más tiempo del esperado.

Es probable que la corrección se mantenga durante algún tiempo

En los EE.UU., las inversiones en 2000(2T) han disminuido por noveno trimestre consecutivo, y las inversiones totales para el año 2002 se esperan muy por debajo del nivel de 1999, y probablemente de 1998. Y, dado que los fondos de capital riesgo se han hecho muy selectivos en sus inversiones, han devuelto más capital¹³ a sus inversores del que han obtenido de ellos. En Europa, las cifras preliminares para 2002(1T) muestran también un bajo nivel de inversión, centrado en inversiones de seguimiento y no tanto en el apoyo a nuevas empresas.

Sigue disminuyendo la inversión en EE.UU. y Europa

¹⁰Por ejemplo, las operaciones en el **sector de servicios médicos** fueron 33 veces superiores en los EE.UU. que en Europa

¹¹Comparado con una media inferior al 7% en los tres años anteriores

¹²Las ventas comerciales han sido siempre mucho más grandes que las OPI en volumen, pero **las OPI son fundamentales para la evaluación**

¹³Por primera vez en la historia del mercado de capital riesgo en EE.UU.

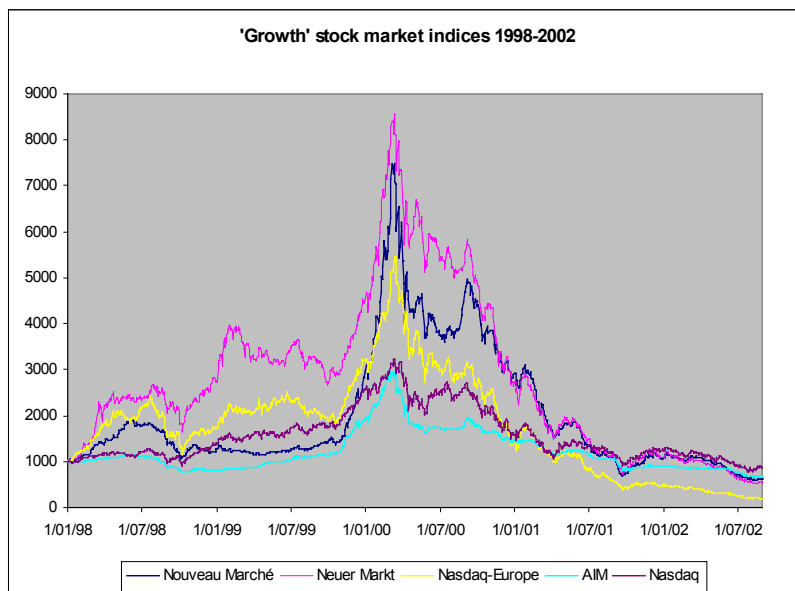
Las perspectivas a medio plazo de la inversión de capital riesgo en la UE parecen relativamente favorables, con espacio significativo para seguir financiando proyectos viables, debido al elevado nivel de los fondos no invertidos. En 2001 se registraron afluencias de **15.000 de euros** -nuevamente la segunda cifra más alta jamás registrada- para la inversión futura de capital riesgo, y de **22.000 millones de euros para la adquisición de empresas**. Un signo de madurez es la mayor diversificación de las fuentes de financiación. En 2001, por segundo año consecutivo, los fondos de pensiones fueron la mayor fuente de capital privado de las acciones ordinarias (27%) en la UE, por delante de los bancos (24%) y las compañías de seguros (13%). La plena participación de los fondos de pensiones, que tienen unos horizontes de inversión más largos, es una condición previa para desarrollar un mercado maduro del capital riesgo. Está aumentando también la participación de donaciones, organizaciones caritativas, universidades, etc., en el capital riesgo de la UE.

Las perspectivas a medio plazo parecen más favorables

Al madurar el sector del capital riesgo de la UE, está ahora considerablemente mejor capacitado para afrontar baches económicos. La valoración más razonable de los efectos bursátiles ofrece nuevas oportunidades de mercado, a lo que contribuye el progresivo desarrollo del sector en su conjunto y la aparición gradual en la UE de un espíritu más emprendedor. Sin embargo, podrían descartarse las expectativas de una recuperación rápida.

El sector de la UE ha madurado y está más capacitado

3.3. Mercados de valores de crecimiento rápido



Estos mercados desempeñan un papel importante en la financiación del fomento del crecimiento de las empresas y en ofrecer caminos de salida a los inversores. Desde la explosión de la burbuja de TMT en marzo de 2000, cayeron los precios de los valores de crecimiento rápido, deteniéndose la actividad primaria en esos mercados.

Los acontecimientos del 11 de septiembre asestaron un nuevo golpe a unos mercados ya deprimidos. A finales de septiembre de 2001, el *Neuer Markt de Frankfurt* había caído más del 90% con respecto a su cotización récord de marzo de 2000. En el mismo período, el *Nouveau Marché de Euronext* cayó un 91%, el *Nuovo Mercato de Italia* el 92%, *Nasdaq Europa* -antes Easdaq- el 93%, y el *Nuevo Mercado de España* "solamente" el 83%, probablemente gracias a que se había establecido poco después de marzo de 2000. Después de una cierta recuperación a finales de 2001 y principio de 2002, los mercados experimentaron una nueva corrección en abril-julio de 2002. Las preocupaciones del inversor reflejan tres factores: i) la perspectiva de unas ganancias inferiores a las esperadas en los próximos trimestres debido a la ralentización de la economía mundial; ii) la percepción de que la ratio precios-beneficios sigue siendo insosteniblemente alta en algunos mercados; iii) una cierta pérdida de confianza en la fiabilidad de las cuentas auditadas (efecto dominó de los EE.UU.); iv) falta de liquidez en las pequeñas participaciones. Esta preocupación es especialmente alta para los valores TMT.

Los mercados de valores de crecimiento rápido de la UE se deprimieron a consecuencia de la burbuja TMT

Para la actividad primaria, los mercados "de crecimiento rápido" de la UE permanecieron en 2001 virtualmente cerrados. En total, solamente 10 sociedades cotizaron en el *Nouveau Marché* (contra 52 el año anterior), 11 en el *Neuer Markt* (contra 133 en 2000) y 5 en el *Nuovo Mercato* (contra 30 en 2000). Y en los primeros seis meses de 2002, 2 nuevas sociedades cotizaron en el *Nouveau Marché* y una en el *Neuer Markt*. Varias sociedades han decidido también dejar de cotizar, especialmente en el *Neuer Markt* y *Nasdaq Europa*. Debido a los costes que comporta, en el caso de algunas sociedades extranjeras, centrarse en sus mercados interiores o, en general debido a la crisis de confianza en el mercado de valores. La excepción a esta tendencia fue *AIM* (en 2001 cotizaron 108 nuevas sociedades, contra 250 en 2000), porque combina pequeñas sociedades de capitalización con empresas "de crecimiento rápido".

Ausencia actual de liquidez

Al final de 2001 cotizaban en *AIM* 629 sociedades, 326 en el *Neuer Markt* y 164 en el *Nouveau Marché*. La liquidez ha sido siempre baja en estos mercados y la volatilidad alta, dos importantes inconvenientes que se han incrementado en 2001. El año pasado, se cotizaban diariamente menos de 4 millones de euros en *AIM*, 8 millones en el *Nouveau Marché* y 50 millones de euros en el *Neuer Markt*. La liquidez mejoró a finales de 2001, pero se ha mantenido baja. La decisión de cerrar el *Neuer Markt* y de reorganizar la *Deutscher Börse* en una estructura a dos niveles, así como la consolidación entre los mercados de París, Amsterdam, Bruselas y Lisboa en *Euronext*, que incluye un segmento de alta tecnología, puede hacer a estos mercados más atractivos para los inversores y restaurar la confianza. Los profesionales del mercado son relativamente optimistas, aunque persiste una gran incertidumbre sobre el crecimiento, la rentabilidad de las empresas y la valoración de las acciones, por lo que puede retrasarse la recuperación. No ha surgido todavía con éxito ninguna plataforma paneuropea que pudiera mejorar la profundidad de algunos mercados y ampliar el grupo de inversores.

La incertidumbre sigue siendo alta

En contraste con los mercados de la UE, en *Nasdaq* cotizan más de

4000 sociedades. *Nasdaq* también ha acusado considerablemente el colapso de la burbuja TMT después de 2000, perdiendo más de un 60% de su valor desde principios de 2000. En 2001 solamente cotizaron 144 nuevas sociedades (contra más de 800 en 2000), y 815 dejaron de cotizar. Sin embargo, con una media diaria de cotización de 12.000 millones de euros, el mercado sigue gozando de una gran liquidez.

El Nasdaq en cambio sigue siendo altamente líquido

4. ASPECTOS NORMATIVOS

La modernización del marco regulador, según el PACR, debería conducir finalmente a un sistema normativo rentable y sin obstáculos, que fomentara el pleno desarrollo de los mercados de capitales de riesgo. El año pasado, el proceso de modernización avanzó sin pausas en un entorno financiero dominado por la introducción acertada del euro en forma física, lo que contribuirá a la estabilidad del mercado.

Introducción acertada del euro en forma física

La cumbre de Barcelona reconfirmó el plazo de 2003 para la realización de los mercados de valores y de capitales de riesgo integrados (segundo párrafo del punto 35 de las conclusiones de la Presidencia). Otro hito importante ha sido el acuerdo, celebrado el 5 de febrero de 2002 entre la Comisión con el Parlamento, que inició el **desarrollo de los procedimientos Lamfalussy**¹⁴. Estos procedimientos, concebidos en principio para las normativas de los mercados de valores, podrían ampliarse a otros sectores financieros.

Acuerdo con el Parlamento sobre los procedimientos Lamfalussy

Aplicación de la legislación sobre los servicios financieros

	Bancos	Seguros	Valores	Sistemas de pago	Derecho de sociedades	Total	Posición
B	7/9	24/25	8/8	2/2	15/15	56/59	9
DK	9/9	24/25	8/8	2/2	15/15	58/59	3
D	7/9	24/25	8/8	2/2	15/15	56/59	9
EL	7/9	23/25	8/8	2/2	15/15	55/59	15
E	7/9	24/25	8/8	2/2	15/15	56/59	9
F	7/9	24/25	8/8	2/2	15/15	56/59	9
IRL	9/9	24/25	8/8	2/2	15/15	58/59	3
I	9/9	24/25	8/8	2/2	15/15	58/59	3
L	9/9	24/25	8/8	2/2	15/15	58/59	3
NL	7/9	24/25	8/8	2/2	15/15	56/59	9
A	9/9	25/25	8/8	2/2	15/15	59/59	1
P	9/9	24/25	8/8	2/2	15/15	58/59	3
FIN	7/9	24/25	8/8	2/2	15/15	56/59	9
S	9/9	25/25	8/8	2/2	15/15	59/59	1
UK	9/9	24/25	8/8	2/2	15/15	58/59	3
UE	89,6%	96,3%	100%	100%	100%	98,7%	/

Septiembre de 2002

¹⁴En este contexto la Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios del PE ha creado el 24 de abril de 2002 un **Grupo consultivo de expertos de servicios financieros**. Véase ECON online. www.europarl.eu.int/committee/econ_home.htm

En cuanto al PASF¹⁵, las Presidencias belga y española han contribuido a crear el impulso político necesario, a consecuencia de lo cual: *"se han alcanzado varios acuerdos, pero persisten importantes desafíos para realizar el plan dentro de 2003/2005"* (página 2). Al ir avanzando el programa, avanzará también el centro de gravedad de la acción comunitaria, y por lo tanto las prioridades.

Se está realizando el PASF

4.1. Medidas contempladas en el PASF¹⁶

En la mayoría de las medidas reguladoras incluidas tanto en el PASF como en el PACR, se han ultimado los pasos decisivos:

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

La Comisión ha adoptado una propuesta modificada¹⁷ sobre prospectos que tiene en cuenta el dictamen del Parlamento sobre la propuesta original. Una vez adoptada, la Directiva introducirá un verdadero *"pasaporte único para emisores"*. Esto facilitará las OPI, incluidas las destinadas a cotización en los mercados de valores especializados de crecimiento rápido. La nueva propuesta de la Comisión ha añadido flexibilidad adicional para las OPI de PYME. La Presidencia danesa y el Parlamento Europeo se están esforzando por llegar a un consenso antes del fin de 2002.

Se están acelerando las medidas para abrir la puerta a las OPI

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

Se han adoptado dos nuevas directivas¹⁸ sobre fondos de inversión armonizados (OICVM). En lo que respecta a la propuesta de la Comisión sobre las actividades y la supervisión de los fondos complementarios de pensiones, las negociaciones siguen en curso pero se están logrando progresos importantes. Como consecuencia, será posible que estas entidades inviertan en mercados de capitales de riesgo. Más adelante cabría esperar que se conviertan en fuentes importantes de fondos de capital riesgo.

Se han adoptado los OICVM y se han logrado progresos importantes en los fondos de pensiones

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

El 6 de junio de 2002 se adoptó un Reglamento sobre la aplicación en la UE de las Normas Internacionales de Contabilidad (NIC). Requiere que, a partir de 2005, todas las empresas de la UE con cotización en bolsa elaboren sus cuentas consolidadas de conformidad con las NIC. Los Estados miembros pueden ampliar este requisito a las empresas sin cotización en bolsa. En este contexto, la Comisión adoptó el 3 de junio de 2002 una propuesta de modificación de las Directivas contables de la UE. Esto permitiría que los Estados miembros que no aplican las NIC a todas

Las normas NIC serán obligatorias en toda Europa a partir de 2005

¹⁵ "6º Informe provisional del PASF", COM(2002)267, de 3 de junio de 2002.

¹⁶ Estas medidas afectan fundamentalmente a la vertiente de la oferta de capital riesgo.

¹⁷ COM(2002)460, de 9 de agosto de 2002, www.europa.eu.int/comm (mercado interior)

¹⁸ Directivas 2001/107/CE (DO L 41, p. 20, de 13.2.2002) y 2001/108/CE (DO L 41, p. 35, de 13.2.2002)

las empresas avanzaran progresivamente hacia una información financiera similar y de alta calidad. Las normas contables comunes facilitarán la comparación del rendimiento de las empresas, así como su cotización en mercados de valores de crecimiento rápido. Con respecto a la auditoría legal, la Comisión adoptó el 16 de mayo de 2002 una recomendación sobre la independencia de los auditores legales en la UE. La Comisión publicará a finales de este año una comunicación general sobre el control legal, que definirá las prioridades para ulteriores medidas. Estas medidas favorecerán la fiabilidad de las cuentas.

- **Medida: “Difusión de las mejores prácticas en materia de gobierno de empresas”**

En enero de 2002 finalizó el estudio comparativo pedido por la Comisión sobre los códigos de gobierno de empresas que afectan a la UE y a los Estados miembros. A finales de este año, y a petición del Consejo Ecofin (Oviedo, abril de 2002), *Grupo de alto nivel de expertos en derecho de sociedades* formulará varias recomendaciones sobre algunos problemas fundamentales de la gestión de sociedades que han cobrado relevancia a raíz de los últimos escándalos financieros de EE.UU., sobre todo para las acciones de TMT. Mejorar la transparencia, la información y el gobierno de empresas constituyen elementos esenciales para restablecer los mercados de valores de la UE, incluidos los mercados de crecimiento rápido.

Las mejores prácticas de gobierno de empresas son la primera prioridad del orden del día

4.2. Medidas no contempladas en el PASF¹⁹

Para las medidas legislativas del PACR no incluidas en el PASF solamente pueden destacarse ligeros progresos.

- **Medida: “Reforma de la legislación sobre insolvencia y quiebra”²⁰**

Para aumentar la eficacia de los ordenamientos jurídicos y reducir el estigma del fracaso en Europa, para conceder una segunda ocasión a los empresarios, la Comisión, junto con expertos nacionales, y tras un estudio preparatorio²¹, ha definido un grupo de indicadores y pruebas de referencia del rendimiento para ayudar a los Estados miembros a preparar su estrategia en este ámbito. Además, la Comisión ha publicado una guía²² que incluye directrices para regímenes eficaces en materia de insolvencia y derechos de los acreedores y ejemplos de buenas prácticas en asuntos jurídicos y sistemas de apoyo.

Se está abordando el problema de la fatalidad ligada al fracaso

- **Medida: “Reforma del sistema europeo de patentes”**

Tras la propuesta de la Comisión²³, los sucesivos Consejos Europeos han pedido a los Estados miembros que acuerden un paquete claro y

Sigue pendiente la cuestión de una

¹⁹Estas medidas reguladoras tienen como finalidad impulsar la vertiente de la **demand**a de capital riesgo.

²⁰Para 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

²¹“Bankruptcy and a Fresh Start” (“Quiebra y comienzo de cero”) www.europa.eu.int/comm (empresa)

²²“Cómo ayudar a las empresas a resolver sus dificultades financieras”, www.europa.eu.int/comm (empresa)

²³Reglamento sobre la patente comunitaria (DO C 337, de 28.11.2000)

equilibrado. Sin embargo, las negociaciones aún continúan. Una patente comunitaria que sea asequible, simple, rentable y jurídicamente segura será especialmente importante para las PYME innovadoras de crecimiento rápido. Esto requerirá acuerdos jurisdiccionales satisfactorios de carácter comunitario²⁴.

*sola patente
asequible*

4.3. Medidas después del PACR

Según lo mostrado anteriormente, el PACR advierte varios obstáculos reguladores concretos que deben superarse. Al progresar la puesta en práctica del PACR pueden aparecer otros obstáculos, tanto en el ámbito comunitario como nacional, que no hayan sido mencionados en 1998. Los ejemplos son las nuevas *normas de Basilea sobre adecuación del capital* y el nuevo *reglamento sobre fusiones*, ambos supervisados de cerca por el sector que teme que, por ejemplo, los bancos puedan reducir su inversión en el capital riesgo o que los que aportan capital riesgo se vean forzados a enviar notificaciones "innecesarias". El sector está también a favor de disponer de unas *Estructuras europeas para los fondos* que eviten las actuales ineficacias motivadas por las normas fiscales vigentes. Deberán abordarse también de manera adecuada las nuevas necesidades y avances para alcanzar el objetivo político que persigue el PACR.

*El alcance del
PACR debería
interpretarse de
manera dinámica*

5. TEMAS FISCALES

La importancia básica de los temas fiscales para el desarrollo del capital riesgo es ya un hecho bien establecido y ha pasado a ser una característica común de la mayor parte de las publicaciones relacionadas con los impuestos. Por otra parte, las fuentes empresariales ponen de relieve que, en términos relativos, la importancia de los temas fiscales va en aumento.

*Aumenta la
importancia de
los temas fiscale*

5.1. Entorno fiscal del capital riesgo

Los operadores europeos de capital riesgo se enfrentan a dos tipos de restricciones fiscales: obstáculos estructurales (por ejemplo, el tratamiento fiscal de los dividendos y ganancias del capital, de la inversión al por menor en vehículos privados de inversión, de capital con respecto a la financiación de deuda y a las opciones de compra de acciones) y obstáculos a las actividades transfronterizas. Un reciente **estudio de la Comisión**²⁵ encontró que los diferenciales de tipo impositivo en la UE son muy altos y que, en virtualmente todos los países y situaciones, la financiación de deuda recibe un tratamiento fiscal más favorable que la financiación en acciones²⁶. Para los obstáculos transfronterizos, el estudio propone una estrategia a dos niveles. A corto plazo, promulgación de la legislación específica dirigida a cada obstáculo concreto. A más largo plazo, desarrollo de una solución sistemática y completa a todos los problemas transfronterizos que proporcione a las sociedades una base impositiva consolidada común para sus actividades económicas en la UE.

*Dos grupos de
obstáculos*

*Estrategia a dos
niveles*

²⁴A este respecto, la Comisión ha presentado un documento de trabajo "*Relativo al órgano jurisdiccional previsto en materia de patentes comunitarias*", COM(2002) 480 de 30.8.2002

²⁵"*El impuesto de sociedades en el Mercado Interior*", SEC (2001) 1681, de 23.10.2001

²⁶Véase también "Impuesto sobre beneficios, dividendos y ganancias de capital de las sociedades en Europa" EVCA, mayo de 2002

Según lo ilustrado en anteriores **Comunicaciones** de la Comisión²⁷, varios Estados miembros han decretado una legislación fiscal que tiene por objeto estimular el capital riesgo y/o la I+D. En 2002 se ha mantenido la tendencia. Por ejemplo, el Reino Unido ha seguido el ejemplo alemán y prevé ahora una exención de las ganancias de capital procedentes de la puesta a disposición de la participación de la empresa. Con respecto a las ganancias de capital de los inversores informales ("*business angels*"), algunos Estados miembros como el Reino Unido y Francia eximen estas ganancias de capital o proporcionan una reducción fiscal para la inversión a largo plazo en sociedades.

La legislación fiscal es cada vez más favorable al capital riesgo

5.2. Aspectos concretos e iniciativas de la Comisión en curso

No hay legislación de la UE que prevea la exención de las ganancias de capital derivadas de la transferencia de acciones ni ningún otro método para eliminar la doble imposición o para la compensación transfronteriza de las pérdidas. No hay tampoco armonización alguna referente a entidades transparentes, incluidas entidades de inversión como las asociaciones o los fondos.

La legislación de la UE es escasa

Aunque se han adoptado dos Directivas sobre imposición directa, éstas presentan varias carencias. La **Directiva matriz-filial**²⁸ prevé la exención de pagos de dividendos entre empresas asociadas de toda la UE, pero no se aplica a las asociaciones y otras formas jurídicas a menudo adoptadas por las PYME. Por otra parte, el requisito mínimo (directo) del 25% de las acciones excluye a un número significativo de sociedades de cartera de la recepción de sus beneficios. La **Directiva sobre fusiones**²⁹ tampoco es aplicable a las asociaciones y no contempla la fusión de sociedades de cartera. Además, no hay normas para evitar la doble imposición originada por operaciones como el canje de acciones o las aportaciones de activos.

Las Directivas sobre imposición directa han dado un resultado limitado

En cuanto a los convenios fiscales bilaterales, la Comisión se propone, tras celebrar conversaciones técnicas con los Estados miembros en 2003, elaborar una **Comunicación** sobre la necesidad de adaptar determinadas disposiciones de los convenios de doble imposición, basadas en el **modelo de la OCDE**³⁰, para hacerlos compatibles con los **principios del Tratado**³¹.

Deberían adaptarse los convenios fiscales bilaterales

El tratamiento fiscal de las opciones de compra de acciones es otro tema importante para el sector del capital riesgo (véase la sección 6.4). Por ejemplo, a los empleados que ejercen su derecho de libre circulación puede exigírseles una carga fiscal excesiva sobre esta clase de renta, dado que los Estados miembros siguen criterios fiscales distintos -impuesto sobre la

Las opciones de compra de acciones se gravan de manera

²⁷ Véase COM(2000) 658, de 18.10.2000 y COM(2001) 605, de 25.10.2001

²⁸ "Directiva del Consejo relativa al régimen fiscal aplicable a las sociedades matrices y filiales de Estados miembros diferentes", 90/435/CEE, de 23.7.1990

²⁹ "Directiva del Consejo relativa al régimen fiscal común aplicable a las fusiones, escisiones, aportaciones de activos y canjes de acciones realizados entre sociedades de diferentes Estados miembros" 90/434/CEE, de 23.7.1990

³⁰ "Modelo de Convenio Fiscal sobre la renta y el patrimonio", OCDE, noviembre de 2000.

³¹ En una perspectiva a largo plazo, la presente Comunicación constituye un primer paso hacia la posible elaboración de un modelo de tratado fiscal de la UE.

concesión, sobre el ejercicio o sobre los derechos de pensión consolidados- y no aplican de manera uniforme los convenios sobre la doble imposición. *diversa*

5.3 Incentivos fiscales

Los regímenes fiscales especiales han sido, y así deberían seguir siendo, utilizados para fomentar actividades de capital riesgo, I+D e innovación, a condición de que cumplan los requisitos del Código de conducta sobre fiscalidad de las empresas, las normas de la UE sobre las ayudas estatales y otros compromisos de los Estados miembros en el entorno fiscal de la UE. *Los regímenes fiscales especiales deberían ser compatibles con las normas actuales*

Por lo que se refiere a la *I+D e innovación*, los Gobiernos han concebido una variedad de incentivos fiscales en beneficio del sector empresarial³². El papel de los incentivos económicos en este ámbito ha sido objeto de creciente atención habida cuenta de la evolución teórica y práctica, con la aparición en escena de una multiplicidad de variables. Los Gobiernos pueden incidir en gran medida en muchas de estas variables (por ejemplo, la base de conocimientos de la economía, las condiciones del marco para la I+D y la innovación, la eficacia de los mecanismos de establecimiento de redes y de transferencia de conocimientos). Por regla general, el empleo de incentivos económicos debería concentrarse en fallos del mercado definidos y en reducir la exclusión de esfuerzos de investigación privados y posibles distorsiones de la competencia. Así pues, para optimizar los incentivos económicos es necesaria una estrategia completa basada en la interacción percibida entre los diversos instrumentos de la política económica que determinan la calidad del sistema de innovación. *Entran en juego múltiples variables*

6. ESPÍRITU EMPRESARIAL

Es ya una opinión ampliamente compartida de que el dinamismo empresarial es insuficiente en Europa y de que hay mucho por mejorar. Para llamar la atención sobre el tema, la Comisión se propone publicar a principios de 2003 un **Libro Verde** sobre el espíritu empresarial³³. El Libro Verde, que se presentará en la cumbre de primavera de 2003, resaltarán la importancia de los empresarios en la economía basada en el conocimiento y analizará la correlación entre el espíritu empresarial y el rendimiento económico. *Gran margen para mejorar*

Por otra parte, el Informe de 2002³⁴ sobre la aplicación de la **Carta europea de las pequeñas empresas**³⁵ concluye que se han hecho progresos reales en la aplicación de la Carta, particularmente en aspectos como los procedimientos de puesta en marcha y en la mejora de la *Se está aplicando la Carta*

³²Para un análisis más a fondo, véase “**Corporation tax and innovation: Issues at stake and review of European Union experiences in the nineties**”. EUR 17035 (Comisión, documentos sobre innovación, nº 19, 2002)

³³El Consejo Europeo tomó nota en Barcelona (15/16 de marzo de 2002) de la intención de la Comisión y añadió que "el Consejo se reunirá antes de cada Consejo Europeo de primavera para evaluar los progresos en este sector"(Punto 15 de las conclusiones de la Presidencia)

³⁴COM(2002) 68 ,de 6.2.2002 (Este segundo informe anual se presentó en la cumbre de Barcelona)

³⁵La **Carta europea de las pequeñas empresas**, adoptada por el Consejo de Asuntos Generales de 13 de junio de 2000 y acogido con satisfacción por el Consejo Europeo Feira de 19-20 de junio de 2000, pedía a los Estados miembros y a la Comisión que tomaran medidas para apoyar y motivar a las pequeñas empresas en diez ámbitos fundamentales.

legislación. En 23 de abril de 2002, todos los países candidatos firmaron en Eslovenia la "*Declaración Maribor*", que apoyaba las recomendaciones de la Carta.

6.1. Financiación informal del capital riesgo

Está aumentando rápidamente el número de redes de inversores informales ("business angels") (véase el anexo 4). No obstante, el único que, por el momento, puede considerarse un mercado maduro es el Reino Unido. La Comisión ha tratado de desarrollar en Europa la financiación informal a través de una acción piloto (1998-2000) y de un proyecto de evaluación comparativa (2001-2002). El *Programa piloto para una red de inversores informales* se integra en el tercer programa plurianual³⁶, y su evaluación muestra que el establecimiento de redes presente considerables ventajas, tanto para las empresas como para el desarrollo local³⁷. El proyecto de *evaluación comparativa* se centra en las políticas públicas que favorecen el desarrollo de un mercado maduro de inversores informales.

*Sigue
progresando el
desarrollo de la
financiación
informal
("business
angels")*

Aunque es difícil obtener cifras exactas, las **empresas de riesgo** han acusado también el golpe del descenso de los mercados, y muchas empresas han abandonado completamente sus actividades de riesgo. Según las encuestas, los objetivos estratégicos han cobrado mayor importancia que los objetivos financieros, lo cual probablemente amortiguará el declive de la inversión en empresas de riesgo. Para favorecer este tipo de actividad algunos Estados miembros han introducido incentivos, como el régimen británico de las empresas de riesgo en el que, si una empresa compra acciones en otra empresa, el 20% de la cantidad invertida puede, bajo ciertas condiciones, desgravarse de la carga fiscal.

*Cobran
importancia los
objetivos
estratégicos*

6.2. Equiparación de oferta y demanda en el capital riesgo

La información sobre empresarios e inversores debería ser de fácil acceso, y puede tener un considerable valor añadido la fácil equiparación de ambas partes. Las redes de inversores informales están en condiciones ideales para facilitar esa equiparación. Pero, para alcanzar una masa crítica, se necesitarán sucesivas campañas de sensibilización, y habrá que explotar plenamente las modernas herramientas de las TIC³⁸. Esto se necesitará no sólo a nivel regional o nacional, sino también a nivel transfronterizo, especialmente en algunos ámbitos de alta tecnología donde el número de empresas e inversores bien informados es reducido.

*Los inversores y
los empresarios
deberían
encontrarse
fácilmente*

Para reducir las distancias actuales en la equiparación de capital riesgo y prestar servicios relacionados, la Comisión respalda³⁹ desde marzo de 2002 un servicio de identificación y orientación de inversores, **Gate2Growth.com**, para que los empresarios innovadores complementen las iniciativas regionales y nacionales. El servicio está compuesto de un equipo de analistas de inversión en capital riesgo y/o de formación empresarial. En su primer trimestre se han inscrito 900 empresarios y se

*Se está
elaborando una
extensa base de
datos*

³⁶Tercer programa plurianual para las PYME (1997-2000), 97/15/CE, de 9.12.1996 (DO L 6, 10.1.1997, p. 25-31)

³⁷A finales de 2002 se presentará un informe de evaluación.

³⁸En la misma vena, el Parlamento Europeo ha pedido un **sitio Internet de capital riesgo de "ventanilla única"** (punto 17 de la Resolución del PE de 11.4.2000, Opus cit.)

³⁹Dentro de la **Iniciativa Gate2Growth** y sobre la base de los resultados del proyecto piloto del **LIFT Helpdesk** (1999-2000) de acceso a las finanzas (www.gate2growth.com)

han establecido los perfiles de 3000 inversores europeos. Se espera que esta base de datos paneuropea de equiparación alcance su masa crítica a finales de 2002.

6.3. Espíritu empresarial y formación

Se viene reconociendo ampliamente que la noción de espíritu empresarial es una capacidad básica que debe adquirirse a través de la formación permanente. Existen ya iniciativas en este sentido en la mayor parte de los países de la UE. En el marco del 4º Programa plurianual⁴⁰, la Comisión está elaborando un *Proyecto de "procedimiento BEST"* sobre educación y formación del espíritu empresarial con el objetivo de identificar y comparar las iniciativas que se acometen en Europa para promover la enseñanza del espíritu empresarial en los sistemas educativos, desde la escuela primaria a la universidad. A principios del año, la Comisión publicó⁴¹ los resultados de un proyecto sobre la formación del espíritu empresarial que incluía el resultado de una conferencia sobre el tema celebrada en 2001 en Madrid.

Debe enseñarse la actitud y la capacidad empresarial

La EVCA⁴² ha establecido en 2002 el *Entrepreneurship Education Toolkit* (Material docente para la enseñanza del espíritu empresarial), que se ha facilitado a 500 universidades y centros europeos de enseñanza superior para la docencia de un curso de un semestre en la que explican los fundamentos y las posibilidades de la financiación de capital riesgo.

Se ha distribuido material docente

6.4. Participación financiera de los empleados

Para analizar más a fondo las posibilidades que permite la participación financiera de los diversos tipos de empleados, la Comisión ha publicado una Comunicación⁴³ sobre el tema y se ha constituido un grupo de trabajo⁴⁴ de expertos independientes. Por otra parte, la Comisión ha presentado a finales de 2001 un estudio⁴⁵ sobre las opciones de compra de acciones por los empleados en el que se analizan las disposiciones existentes en los Estados miembros y en los EE.UU. y se valoran los pros y los contras de esta forma de remuneración, prestando especial atención a las PYME. Para ayudar a la Comisión se ha creado un grupo de expertos⁴⁶.

Se están estudiando las opciones de compra de acciones y otras formas de remuneración

7. ZONA EUROPEA DE INVESTIGACIÓN E INNOVACIÓN

En el Consejo Europeo de Barcelona se acordó⁴⁷ aumentar el gasto global de la UE en I+D con el objetivo de acercarse al **3% del PIB en 2010**

⁴⁰"Programa plurianual (2001-2005) en favor de la empresa y el espíritu empresarial" (Decisión 2000/819/CE del Consejo, de 20.12.2000, DO L 333, de 29.12.2000, p. 84.)

⁴¹"Desarrollo y aplicación de programas europeos de formación del espíritu empresarial", EUR 17047 (Comisión, Documentos de innovación nº 24, 2002)

⁴²Con el apoyo de la iniciativa Gate2Growth de la Comisión (www.cordis.lu/finance/home.html)

⁴³Comunicación relativa a un marco para la participación financiera de los trabajadores, COM(2002)364, de 5 de julio de 2002

⁴⁴"Grupo de alto nivel sobre los obstáculos transnacionales para la participación financiera de los empleados de empresas de dimensión internacional", reunido por primera vez el 18 de septiembre de 2002

⁴⁵"Opciones de compra de acciones por los empleados en la UE y los EE.UU.", septiembre de 2002 (www.europa.eu.int/comm) (empresas)

⁴⁶Los expertos han sido nombrados por los Estados miembros y los países candidatos, y el grupo se ha reunido por primera vez el 22 de mayo de 2002.

⁴⁷Primer guión del punto 47 de las conclusiones del Consejo Europeo de Barcelona, 15 y 16 de marzo de 2002.

(desde el 1,9% de 2000), con dos tercios de ese gasto procedentes del sector privado. La UE está gastando mucho menos en I+D que sus principales socios comerciales, y la diferencia con los EE.UU. ha ido en constante aumento⁴⁸. En una reciente **Comunicación**⁴⁹, la Comisión define una gama de áreas políticas y puntos que deben abordarse para alcanzar ese objetivo. Declara que los mercados financieros eficientes e integrados serán cruciales para aumentar y facilitar el acceso de las PYME a fuentes externas de financiación y se necesitará un uso más eficaz de los diversos instrumentos financieros públicos (apoyo directo, incentivos fiscales, regímenes de garantía y capital riesgo), en especial para estimular y apalancar la inversión privada.

En 2010 debe alcanzarse el 3% del PIB para la investigación

Los grupos de expertos están ayudando a la Comisión a determinar cómo el apoyo público podría utilizarse mejor para estimular la inversión privada en I+D, en especial mejorando el acceso al capital riesgo y a los instrumentos de deuda. Sobre la base del debate con todos los accionistas mencionados en la Comunicación antes citada, la Comisión estudiará, en una **segunda Comunicación** que se presentará en la primavera de 2003, proponer un grupo focalizado de acciones prioritarias apoyadas en un proceso de coordinación abierta.

Está en preparación una segunda Comunicación

El **6º Programa marco** (2002-2006) recientemente aprobado⁵⁰, que cuenta con un presupuesto global de 17.500 millones de euros (+17% en relación con el 5º) ha sido concebido específicamente para apoyar la creación del *Espacio europeo de investigación e innovación*. El 6º Programa marco introduce nuevos instrumentos para fomentar la integración de capacidades de investigación, promover la coordinación de programas nacionales, aumentar la movilidad de los investigadores y potenciar el impacto de los esfuerzos de investigación. Se fortalecerán actividades horizontales del 5º Programa marco que faciliten la transferencia transnacional de tecnologías y la interconexión entre investigadores, empresas e inversores. Se fomentarán foros de inversión basados en el éxito del *"Foro de biotecnología y finanzas"*.

Se están introduciendo los nuevos instrumentos

8. FINANCIACIÓN PÚBLICA

8.1. Ayudas estatales y capital riesgo

La adopción de la Comunicación sobre este tema⁵¹ ha demostrado ser un paso importante y se ha aplicado en otros casos desde el informe del año pasado⁵², entre los que cabe citar la *Línea de apoyo a la capitalización de empresa de base tecnológica* (España), *Sächsische Beteiligungsgesellschaft* (Alemania) y otros dos sistemas británicos, uno destinado a cubrir el déficit de aportación de capital riesgo en pequeñas cantidades a las PYME de las zonas hulleras de Inglaterra, y otro similar para otras comunidades especialmente desfavorecidas. En la evaluación de las medidas surge un problema particular cuando todos los fondos invertidos son fondos

Se está aplicando la Comunicación

⁴⁸ Los datos de la OCDE y los cálculos de la Comisión cifran esa diferencia en alrededor de 120.000 millones de euros en 2000, en más de un 80% debido al menor volumen de gasto empresarial

⁴⁹ "Más investigación para Europa: hacia el 3% del PIB", COM(2002) 499, de 11.9.2002

⁵⁰ Decisión del Consejo y el Parlamento Europeo de 27 de junio de 2002, www.europa.eu.int/comm/research

⁵¹ Comunicación sobre *"Ayuda estatal y capital riesgo"*, de 23 de mayo de 2001 (DO C 235, de 21.8.2001, p. 3)

⁵² COM(2001) 605, de 25.10.2002, sobre la puesta en práctica del PACR, sección 6.1, nota 39

públicos. En estos casos puede ser más difícil determinar que las decisiones de inversión tienen carácter lucrativo, que es uno de los criterios fijados por la Comunicación.

8.2. La iniciativa "i2i" y el Fondo Europeo de inversiones

Según lo explicado en la Comunicación⁵³ del año pasado, el BEI lanzó la **Iniciativa Innovación 2000** ("i2i") en mayo de 2000 en respuesta a la cumbre de Lisboa de la UE y como contribución del BEI a la aparición de una sociedad más innovadora y basada en el conocimiento. El grupo del BEI (incluido el FEI, su "brazo" bursátil) está dedicando una parte considerable de sus recursos a fomentar la inversión en investigación e innovación. A partir de enero de 2002, los préstamos aprobados dentro de "i2i" para proyectos relacionados con la investigación ascendieron a 4.600 millones de euros, de los que se suscribieron 3.200 millones.

i2i está en funcionamiento desde mayo de 2000

La mayor parte de los recursos de capital riesgo gestionados por el FEI los aporta el BEI (incluidos los recursos de la i2i destinados al capital riesgo, como sector audiovisual de la i2i), principalmente para la financiación inicial. Para la industria audiovisual se han recibido de la i2i varios fondos de capital riesgo que, en junio 2002, ascendían a un total de 83,5 millones de euros, de los que 48,5 millones correspondían a la inversión en industrias de contenidos y 25 millones a PYME audiovisuales de alta tecnología. El FEI gestiona también el *mecanismo de apoyo inicial*⁵⁴ del MET y la acción "*Financiación de siembra*" del Programa plurianual. El primero se dirige a los fondos de capital riesgo, particularmente los de lanzamiento, los fondos más pequeños, los fondos regionales y los fondos especializados sectorial o tecnológicamente y viveros de empresas. El segundo apoya la capacidad de inversión de los fondos de capital de lanzamiento en los que el FEI invierte a través de pequeñas subvenciones para ayudar a la contratación de personal de directivos adicionales de inversión.

El FEI es el brazo de capital riesgo del BEI y también gestiona algunos sistemas del Plan plurianual

Desde su reforma de junio de 2000, el FEI ha iniciado una fase de rápida expansión. Maneja una cartera que asciende a más de **2.200 millones de euros**⁵⁵, invertida en más de **160 fondos**. Éstos se agrupan en: i) fondos centrados en *sectores o tecnologías específicas* (por ejemplo, biotecnología, agroindustria, industrias de contenidos, nanotecnologías, "tecnologías generadoras", etc.); ii) *Fondos regionales*, con objeto de facilitar el desarrollo equilibrado entre las regiones de Europa (en 2001, las primeras operaciones se firmaron en Grecia y Portugal, en España se firmaron importantes compromisos que suponen el 9% de la actividad del FEI, y se concluyeron 5 operaciones en los países candidatos); iii) Fondos para financiar la *explotación de resultados de I+D*; y iv) *Fondos paneuropeos* (en 2001 se concretaron 11 *fondos paneuropeos de alta tecnología*).

El FEI se centra en fondos tecnológicos de "primera etapa"

8.3. Cooperación entre la Comisión y el BEI en I+D

⁵³Sección 6.3 del COM(2001) 605, Opus cit.

⁵⁴El Acuerdo entre la Comisión y el FEI se rubricó el 18.12.2001

⁵⁵De esta suma, el FEI invirtió 800 millones de euros en 57 fondos sólo en 2001.

Esta cooperación⁵⁶ aspira a optimizar la complementariedad y la sinergia entre el programa marco comunitario y la iniciativa i2i, aumentando así su incidencia global y el efecto de palanca en la inversión privada. Hay tres grupos de trabajo conjunto⁵⁷ dedicados a la sensibilización de la comunidad investigadora acerca de las nuevas posibilidades de financiación. El nuevo acuerdo permitirá también una mejor valoración de la especificidad de la I+D, y de las necesidades de financiación de los diversos tipos de empresas, del diseño y aplicación de los instrumentos del BEI (por ejemplo las facilidades de préstamo para la financiación de proyectos europeos de investigación estratégica), incluida la participación de entidades nacionales de crédito y garantía.

Se explotarán las sinergias y las complementariedades

8.4. Política regional

Las *Directrices de la Comisión para la aplicación de los fondos estructurales de 2000 a 2006*⁵⁸ piden que se limiten las subvenciones directas a las PYME y se sustituyan por tipos más modernos y activos de financiación, como los que aportan el capital riesgo y los fondos de garantía. La programación de los fondos regionales demuestra que se están siguiendo las directrices. Por ejemplo, mientras que la cofinanciación del Fondo estructural de la inversión de las PYME ha permanecido al mismo nivel que en el período 1994-1999, es decir, en torno a los 17.000 millones de euros, el importe calculado en los documentos de programación para la inversión de capital riesgo se ha casi duplicado, de 600 millones de euros a unos 1.200 millones.

Se están siguiendo las nuevas directrices

Por otra parte, la Comisión está a punto de concluir su *Nueva guía de la financiación de capital riesgo en la política regional*. Estará disponible en todas las lenguas comunitarias antes del fin de 2002, y se espera que sea una herramienta útil para los operadores nacionales y regionales, así como para los beneficiarios finales de fondos regionales.

La nueva guía estará pronto disponible

9. CONCLUSIONES

El PACR pretendía fundamentalmente sentar las bases a largo plazo de los mercados de capitales de riesgo en Europa y, por ello, las consideraciones cíclicas a corto plazo no deben disuadir a los actores pertinentes de que refuercen y consoliden la financiación mediante capital riesgo. Los mercados financieros, incluidos los mercados de capital riesgo, han estado últimamente sujetos a un **cadena de duras pruebas** que han propiciado un clima de deterioro financiero. Los efectos desestabilizadores de los atentados del 11 de septiembre y los escándalos de sociedades como ENRON, Tyco y otros, han socavado la confianza en los mercados financieros. Para restablecer una situación nuevamente atractiva para los inversores deberán introducirse mejoras en muchos frentes, incluida la presentación de cifras contables realmente significativas, valores netos actuales basados en flujos futuros de efectivo realistas, un gobierno de

Debe adoptarse una visión a largo plazo

Se necesitará un paquete completo de mejoras reguladoras

⁵⁶El Acuerdo entre la Comisión y el FEI se rubricó el 7 de junio de 2001

⁵⁷i) Proyectos de I+D; ii) Infraestructura de investigación; y iii) capital riesgo para nuevas empresas y viveros de empresas

⁵⁸Publicadas en 1999, véase www.europa.eu.int/comm (política regional)

empresas eficaz, y una supervisión apropiada.

La financiación profesionalmente organizada de capital riesgo incluye, desde el comienzo de una negociación, una estrategia de salida. El uso de la puerta de salida de la OPI, que es el vínculo clave entre los mercados privados y públicos, a menudo forma parte de esas estrategias, y debe esperarse su disponibilidad para la flotación, a precios atractivos, en los años siguientes a la negociación. Pero los mercados inciertos y volátiles que prevalecen tras la burbuja de Internet no pueden realizar bien su función básica de aportar financiación a empresas y proyectos prometedores. Como consecuencia de ello, el margen para OPI permanece en gran medida cerrado, situación que deben abordar todas las partes afectadas, incluidos los mercados de valores de crecimiento rápido. Se necesitaría una cierta racionalización paneuropea -como la que se ha producido en los sectores de valores de gran liquidez.

Debe abrirse de nuevo la puerta de la OPI

En 2001, las inversiones de capitales de riesgo en EE.UU.⁵⁹ fueron **"solamente" tres veces superiores a las de la UE**. Esto rompe la tendencia de años anteriores (en 2000 fue cuatro veces mayor). Pero ello no significa que los nuevos avances para reducir las diferencias con los EE.UU. serán automáticos. Por consiguiente, la UE debe seguir empleando todos los medios a su disposición para facilitar y fomentar el desarrollo del mercado europeo de capital riesgo. Si la UE quiere realizar sus posibilidades de empleo, debe prestar especial atención a la I+D. Los nuevos objetivos ambiciosos para la expansión de la I+D en Europa requerirán nuevos sistemas imaginativos de financiación, en los que el capital riesgo debe jugar un papel central. Quizás el mensaje más esperanzador de este informe es que, echando una ojeada desde 1998, en casi cada área política se han formulado políticas de acompañamiento significativas y positivas para apoyar el desarrollo del capital riesgo en la UE. En el BEI, FEI. En la investigación. En el espíritu empresarial y la política regional. En el entorno normativo, como el Plan de acción en materia de servicios financieros. Esto augura un buen futuro.

Las diferencias con los EE.UU. son aún muy grandes

OOOOO

⁵⁹Un estudio económico de impacto publicado en los EE.UU. en octubre de 2001 por la NVCA (asociación nacional del capital riesgo de EE.UU.) muestra que el capital riesgo invertido en los EE.UU. durante las últimas tres décadas, creó **7,6 millones de puestos de trabajo y más de \$1,3 billones en ingresos** (véase www.ncva.org)

LISTA DE LOS ANEXOS

Anexo 1 Datos históricos del capital riesgo en la UE

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

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

Anexo 4 Aplicación del PACR (medida por medida)

Anexo 5 Siglas empleadas en el PACR

Anexo 6 Glosario de términos utilizados en el PACR

DATOS HISTÓRICOS DEL CAPITAL RIESGO EN LA UE

Valor en millones de euros de	1998	1999	2000	2001
Inversión en las fases iniciales (lanzamiento + puesta en marcha)	1 566	2 991	6 405	3 988
Inversión en capital de desarrollo (expansión + sustitución)	5 172	8 242	13 226	8 758
Total del CAPITAL RIESGO	6 738	11 233	19 632	12 746
Total del CAPITAL RIESGO en % del PIB	0,09	0,14	0,23	0,14
Compras de participaciones	7 333	13 154	13 917	10 743
Total del CAPITAL PRIVADO EN ACCIONES	14 071	24 387	33 549	23 489
Total del CAPITAL PRIVADO EN ACCIONES en % del PIB	0,19	0,30	0,40	0,27
Fondos concentrados para la inversión en CAPITAL PRIVADO EN ACCIONES	19 663	24 613	45 633	36 915

DATOS HISTÓRICOS DE LA INVERSIÓN DE CAPITAL RIESGO EN LOS EE.UU.

Valor en millones de euros de	1998	1999	2000	2001
Inversión en las fases iniciales (lanzamiento + puesta en marcha)	5 365	12 925	29 340	10 643
Inversión en el capital de desarrollo (expansión + sustitución/ fase más avanzada)	11 742	36 282	78 562	30 158
Total del CAPITAL RIESGO	17 107	49 207	107 903	40 800
Total del CAPITAL RIESGO en % del PIB	0,22	0,57	1,02	0,36

REDES DE INVERSORES INFORMALES (“BUSINESS ANGELS”) EN EUROPA

	Año 1999	Año 2002
Bélgica	2	7
Dinamarca	0	6
Alemania	1	40
Grecia	0	0
España	1	2
Francia	3	31
Irlanda	1	1
Italia	0	13
Luxemburgo	1	1
Países Bajos	1	2
Austria	1	1
Portugal	0	1
Finlandia	1	1
Suecia	1	1
Reino Unido	49	50
UE	63 Redes	158 Redes

Fuente: EBAN, Estados miembros.

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

ESTRUCTURA SEGÚN EL TIPO DE OBSTÁCULO - SITUACIÓN EN OCTUBRE DE 2002

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

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

OBSTÁCULO: *FRAGMENTACIÓN DEL MERCADO*

Medida	Finalidad	Responsabilidad/participación	Situación
Desarrollar las redes de inversores informales a nivel regional, nacional y comunitario		<i>Sector privado</i> <i>Estados miembros</i> <i>Comisión</i>	<i>Ha finalizado la acción piloto (1998-2000). Está finalizando la evaluación comparativa (2001-2002)</i>
Seguimiento del mercado y desarrollo 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 a crear sinergias a 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>
Estudio detallado del coste para las empresas europeas de la obtención de financiación mediante deuda y capital en acciones	Obtener 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 5.1</i>

OBSTÁCULOS INSTITUCIONALES Y REGLAMENTARIOS

Medida	Finalidad	Responsabilidad/participación	Situación
Transposición y aplicación de todas las directivas sobre servicios financieros -control a través del Cuadro de indicadores del mercado único		<i>Estados miembros Comisión</i>	<i>Véase el cuadro (marcador) de la sección 4</i>
Simplificación de los trámites administrativos para la creación de empresas (incluidos los requisitos mínimos de capital)		<i>Estados miembros Comisión (difusión de mejores prácticas)</i>	<i>Las cifras y la evolución se obtuvieron mediante el ejercicio de evaluación comparativa</i>
Fondos de capital riesgo: evaluación de la necesidad de legislación comunitaria sobre fondos específicos de inversión de capital fijo.	Crear, conforme a la Directiva 85/611 sobre OICVM, un pasaporte europeo para fondos de capital fijo (incluidos los de capital riesgo), que permita aumentar los fondos y ofrecer servicios en todos los Estados miembros sin restricción	<i>Comisión Consejo PE Sector: - FEFSI - EVCA - Pequeñas empresas</i>	<i>Los representantes del Comité de contacto sobre OICVM y de la industria se reunieron el 18 de noviembre de 1998 en Bruselas. Se acordó que no era necesaria una directiva ad hoc.</i>
Estudio de la aplicación/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 Consejo PE Mercados de capitales (autoridades competentes y pequeñas empresas)</i>	<i>La Comisión adoptó la propuesta modificada el 9 de agosto de 2002</i>

OBSTÁCULOS INSTITUCIONALES Y REGLAMENTARIOS (*Continuación*)

Medida	Finalidad	Responsabilidad/participación	Situación
Adopción de normas cautelares que permitan a los inversores institucionales invertir en capital riesgo	Permitir a los inversores institucionales, de conformidad con normas cautelares, invertir en capital riesgo	<i>Estados miembros</i> <i>Comisión (continuación del Libro Verde sobre las pensiones complementarias)</i>	• <i>Dos Directivas OICVM adoptadas en 2002</i> • <i>Progresos importantes en las negociaciones para fondos de pensiones</i>
Evaluar los requisitos contables y de auditoría vigentes	Permitir a las empresas elaborar cuentas consolidadas para facilitar el acceso al capital riesgo (OPI y empresas con cotización en bolsa)	<i>Estados miembros</i> <i>Comisión</i> <i>Organismos contables</i>	<i>La obligación de utilizar las Normas Internacionales de Contabilidad adoptada en 2002</i>
Reducción de los requisitos de fondos propios para crear empresas	Facilitar la creación de las 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	Al tiempo que se protegen los intereses de los acreedores y consumidores, garantizar que los empresarios que hayan sufrido una quiebra puedan disponer de una segunda oportunidad	<i>Estados miembros</i> <i>Comisión (difusión de la mejor práctica)</i>	<i>Se ha definido como apoyo a los Estados miembros un grupo de indicadores y pruebas de referencia del rendimiento</i>

OBSTÁCULO: *IMPUESTOS*

Temas	Asuntos a tratar	Responsabilidad/participación	Situación
Impuestos sobre fondos de capital riesgo	Doble imposición	<i>Estados miembros</i>	<i>Varios Estados miembros han adoptado ya medidas (véase el estudio de la Comisión citado en la sección 5)</i>
Impuesto sobre las plusvalías	Impacto en el capital riesgo	<i>Estados miembros</i>	
Disposiciones fiscales para nuevas empresas	Entorno fiscal para la puesta en marcha de empresas	<i>Estados miembros</i>	
Impuestos sobre 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	Impacto en la contratación de personal y el rendimiento de la empresa	<i>Estados miembros</i>	<i>Estudio iniciado por la Comisión a finales de 2001</i>

OBSTÁCULO: *ESCASEZ DE PEQUEÑAS EMPRESAS DE ALTA TECNOLOGÍA*

Medida	Finalidad	Responsabilidad/participación	Situación
Desarrollo y establecimiento de enlaces entre a nivel europeo entre redes y agrupaciones entre universidades, centros de investigación, proveedores de fondos, 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>	• <i>La iniciativa "Gate2Growth" estimula redes de profesionales, empresarios y agentes financieros innovadores</i> • <i>Prosiguen con éxito las actividades del foro de biotecnología y finanzas</i>
Desarrollo de módulos de comercio electrónico a medida 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 (planes piloto)</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 nivel europeo 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 régimen 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>La Propuesta de la Comisión fue adoptada en 2000</i>

OBSTÁCULO: RECURSOS HUMANOS

Medida	Finalidad	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 ser utilizado en universidades y centros de enseñanza superior</i>
Determinación de las necesidades de formación de los gestores de fondos de capital riesgo, “market makers”, agentes del mercado 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>	<i>Sistemas de formación creados por EVCA. Cursos periódicos para operadores del mercado</i> <i>La “acción para el capital de lanzamiento”, gestionada por el FEI, se concentraría en los jóvenes gestores de inversiones</i>
Evaluación de las ventajas del salario en forma de acciones y sistemas de propiedad de los empleados	Inicio del estudio de su futuro a nivel europeo	<i>Estados miembros</i> <i>Comisión</i> <i>Interlocutores sociales</i>	<i>Se ha adoptado una comunicación sobre la participación financiera de los empleados el 5 de julio de 2002</i>

OBSTÁCULOS CULTURALES

Medida	Finalidad	Responsabilidad/participación	Situación
Demostración de las ventajas del capital riesgo y del fomento del espíritu empresarial		<i>Sector privado</i> <i>Estados miembros</i> <i>Comisión</i>	<i>Se está ejecutando un proyecto de mejor procedimiento con el objetivo de definir y comparar las iniciativas en toda Europa</i>
Difusión de las mejores prácticas sobre gobierno de empresas	Facilitar la difusión de las prácticas de gobierno de empresas que requieren los inversores	<i>Sector privado</i> <i>Organismos internacionales</i> <i>Comisión</i> <i>Estados miembros</i>	<i>Se concluyó en 2002 un estudio comparativo sobre el gobierno de empresas, pedido por la Comisión</i>

SIGLAS UTILIZADAS EN EL PACR

AIM:	Alternative Investment Market (www.londonstockexchange.com/aim)
BEI :	Banco Europeo de Inversiones (www.eib.org)
BEST :	Grupo operativo "Simplificación del entorno administrativo de las empresas". Creado por la Comisión en septiembre de 1997
BSPCE :	<i>Bons de Souscription des Parts et Créateurs d'Entreprises</i> , Francia.
CEF :	Comité económico y financiero
CERV :	Comité de responsables europeos de reglamentación de valores
CEV :	Comité europeo de valores Reemplaza al Comité de alto nivel de supervisores de valores
CRE :	capital riesgo empresarial
DSI :	Directiva sobre servicios de inversión (93/22/EEC)
EASDAQ :	<i>European Association of Securities Dealer Automated Quotation</i> . Nueva designación: "NASDAQ-Europe" (www.nasdaqeurope.com)
EURO. NM :	Nouveau Marché (París) + Neuer Markt (Frankfurt) + Nouveau Marché (Brussels) + Nieuwe Markt (Amsterdam) + Nuovo Mercato (Milán)
EVCA :	Asociación europea de sociedades de capital riesgo (www.evca.com)
FEI :	Fondo Europeo de Inversiones (www.eif.org)

FIBV:	Federación internacional de bolsas de valores (www.fibv.com)
I+D :	Investigación y desarrollo
IDT :	Investigación y desarrollo tecnológico
MAP	Programa plurianual en favor de la empresa y el espíritu empresarial, aplicado por la Comisión
NASDAQ :	<i>Association of Securities Dealers Automated Quotation system</i> de EE.UU. (www.nasdaq.com)
NIC :	Normas internacionales de contabilidad
OGPE :	Orientaciones generales de política económica
OICVM :	Organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (fondos de inversión)
PASF :	Plan de acción en materia de servicios financieros
PYME :	Pequeña y mediana empresa
TI :	Tecnologías de la información
TIC :	Tecnologías de la información y la comunicación
TJCE :	Tribunal de Justicia de las Comunidades Europeas (www.curia.eu.int)
TMT :	Telecom, media and technology
US GAAP :	Principios de contabilidad generalmente aceptados (Estados Unidos)

GLOSARIO DE TÉRMINOS UTILIZADOS EN EL PACR

<i>Acciones:</i>	Capital social ordinario de una empresa.
<i>Bolsa o mercado de valores:</i>	Mercado en que se compran y venden valores. Su función básica es permitir a las empresas públicas, los Gobiernos y las autoridades locales obtener capital mediante la venta de valores a los inversores.
<i>Capital de desarrollo:</i>	Financiación ofrecida para el crecimiento y la expansión de una empresa.
<i>Capital de fase inicial:</i>	Financiación de empresas antes de que inicien la fabricación comercial y la venta, previa a la generación de beneficios. Incluye la financiación de lanzamiento* y puesta en marcha*.
<i>Capital de lanzamiento:</i>	Financiación ofrecida a la investigación, evaluación y desarrollo de un concepto inicial.
<i>Capital de puesta en marcha:</i>	Proporcionado a empresas para el desarrollo de productos y la comercialización inicial.
<i>Capital de sustitución:</i>	Compra de acciones en una empresa por parte de otra organización de inversión de capital riesgo u otro accionista o accionistas.
<i>Capital inversión:</i>	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. Sobre todo utilizado por grandes empresas para apoyar el desarrollo tecnológico exterior.
<i>Capital riesgo:</i>	Inversión en empresas no cotizadas por empresas de capital riesgo que gestionan fondos internos o de terceros. Incluye la financiación de fases iniciales*, expansión* y de sustitución*, pero excluye la de MBO*.
<i>Comité de alto nivel de</i>	Grupo consultivo informal creado en 1985 por la Comisión y los responsables de supervisión de valores de Unión con vistas a la cooperación y el tratamiento de asuntos transfronterizos.

<i>supervisores de valores:</i>	Reemplazado por el Comité europeo de valores (CEV*).
<i>Directiva contable:</i>	Directivas 78/660/CEE y 83/349/CEE.
<i>Directiva sobre prospectos:</i>	Documentos elaborados según las normas de las Directivas 89/298/CEE (ofertas públicas) y/o 80/390/CEE (prospectos). Estas Directivas serán reemplazadas por una nueva Directiva que se encuentra en negociación (propuesta adoptada por la Comisión el 30 de mayo de 2001).
<i>Directiva sobre servicios de inversión:</i>	Directive 93/22/EEC (DSI*). Crea un “pasaporte” europeo para las empresas de inversión (agentes, corredores, etc.) y otorga a los mercados de valores electrónicos el derecho a instalar terminales en otros Estados miembros.
<i>Fondos de capital riesgo:</i>	Fondos de inversión de capital fijo creados para suministrar capital riesgo.
<i>Gobierno de empresas:</i>	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. Tema de creciente importancia desde principios los 90, cuando los proveedores de financiación externa decidieron asegurarse de que la gestión no fuera contraria a sus intereses.
<i>Inversores informales (Business angels):</i>	Particulares que invierten directamente en empresas nuevas y en crecimiento no cotizadas (financiación de lanzamiento). En muchos casos también facilitan la financiación de las siguientes etapas del ciclo de vida de las empresas jóvenes (fase de puesta en marcha). Los inversores informales generalmente proporcionan financiación a cambio de una participación en la actividad empresarial, pero pueden también proporcionar otros tipos de financiación a largo plazo. Este capital puede complementar al sector de capital riesgo* ofreciendo financiación de menores cuantías (menos de 150.000 euros) en una fase más temprana que aquella en la que suele invertir la mayor parte de las empresas de capital riesgo).
<i>Inversores institucionales:</i>	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.).
<i>'Management buy-out':</i>	Financiación que permite a los actuales directivos e inversores adquirir una línea de productos o

	empresa. También se denomina "MBO".
<i>Mercado de capitales:</i>	Mercado en el que la industria y el comercio, el Gobierno y las autoridades locales obtienen capital a largo plazo. Las bolsas forman parte del mercado de capitales.
<i>Mercado primario:</i>	Mercado en el que se pone en marcha una nueva emisión de valores.
<i>Mercado secundario:</i>	Mercado donde los valores se compran y venden posteriormente a la emisión original. Un mercado secundario próspero y líquido crea las condiciones para un mercado primario sano.
<i>Mercados de capital riesgo:</i>	Mercados que ofrecen financiación en acciones a una empresa durante sus primeras etapas de crecimiento (puesta en marcha* y desarrollo*). En la presente comunicación, abarca tres tipos de financiación: • inversión por parte de inversores informales* y empresas (“capital inversión”) • capital riesgo. • mercados de valores especializados en PYME y empresas de gran crecimiento.
<i>Mercados regulados:</i>	Mercados organizados donde los compradores y los vendedores se dan cita para negociar conforme a normas y procedimientos acordados. Mercados que cumplen las condiciones fijadas en el artículo 1.13 de la DSI*.
<i>Opción de compra de acciones:</i>	Opción a los empleados y/o directivos de comprar acciones a precio fijo.
<i>OPI:</i>	Oferta pública inicial (entrada a cotización): proceso de lanzamiento de una sociedad por primera vez mediante la invitación al público a suscribir sus acciones.
<i>Participación privada:</i>	Al contrario de una participación pública, participación en empresas sin cotización en un mercado de valores. Incluye inversiones de capital riesgo y de compra de participaciones.

<i>Principio de prudencia:</i>	La obligación de los gestores de fondos de pensiones de comportarse como inversores prudentes, en especial mediante la razonable diversificación de su cartera, sin límites a la distribución de cartera, excepto a la autoinversión en el caso de fondos de pensiones que financien planes de prestaciones definidas. Países Bajos, Reino Unido, Irlanda Estados Unidos, Canadá e Australia poseen legislación al respecto.
<i>Prospecto:</i>	Oferta formal por escrito de venta de valores que enuncia el programa de actividades de una empresa o los hechos relativos a una empresa existente de los cuales el inversor debe estar informado para tomar una decisión con conocimiento de causa.
<i>Valor de mercado del capital emitido:</i>	Precio de una acción multiplicado por el total de acciones en circulación. Valor total de mercado de una sociedad. Por extensión, valor total de las empresas con cotización en un mercado de valores.
<i>Valor:</i>	Activo financiero, incluidas las acciones, obligaciones del estado, títulos, bonos, fondos de inversión y derechos a fondos de préstamo o depósitos.

o o o o o

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