

**DIRECTRICES COMUNITARIAS SOBRE AYUDAS ESTATALES Y CAPITAL RIESGO PARA PEQUEÑAS Y MEDIANAS EMPRESAS**

(2006/C 194/02)

(Texto pertinente a efectos del EEE)

1. **INTRODUCCIÓN**
  - 1.1. **Capital riesgo como objetivo comunitario**
  - 1.2. **Experiencia en el ámbito de las ayudas estatales al capital riesgo**
  - 1.3. **La prueba de equilibrio para las ayudas estatales de apoyo a las inversiones en capital riesgo**
    - 1.3.1. *El plan de acción de ayudas estatales y la prueba de equilibrio*
    - 1.3.2. *Deficiencias del mercado*
    - 1.3.3. *Idoneidad de los instrumentos*
    - 1.3.4. *Efecto de los incentivos y su necesidad*
    - 1.3.5. *Proporcionalidad de la ayuda*
    - 1.3.6. *Efectos negativos y balance general*
  - 1.4. **Planteamiento del control de las ayudas estatales en el ámbito del capital riesgo**
2. **ÁMBITO DE APLICACIÓN Y DEFINICIONES**
  - 2.1. **Ámbito de aplicación**
  - 2.2. **Definiciones**
3. **APLICABILIDAD DEL ARTÍCULO 87, APARTADO 1, EN EL ÁMBITO DEL CAPITAL RIESGO**
  - 3.1. **Textos aplicables generales**
  - 3.2. **Presencia de ayuda a tres niveles**
  - 3.3. **Cantidades *de minimis***
4. **EVALUACIÓN DE LA COMPATIBILIDAD DE LA AYUDA DE CAPITAL RIESGO DE CONFORMIDAD CON EL ARTÍCULO 87, APARTADO 3, LETRA C, DEL TRATADO CE**
  - 4.1. **Principios generales**
  - 4.2. **Forma de la ayuda**
  - 4.3. **Condiciones para la compatibilidad**
    - 4.3.1. *Nivel máximo de tramos de inversión*
    - 4.3.2. *Restricción a la financiación en las fases de puesta en marcha, inicial y de expansión*
    - 4.3.3. *Predominio de instrumentos de inversión de capital y cuasicapital*
    - 4.3.4. *Participación de inversores privados*
    - 4.3.5. *Carácter lucrativo de las decisiones de inversión*
    - 4.3.6. *Gestión comercial*
    - 4.3.7. *Orientación sectorial*

5. **COMPATIBILIDAD DE LAS MEDIDAS DE AYUDA DE CAPITAL RIESGO SUJETAS A UNA EVALUACIÓN DETALLADA**
  - 5.1. **Medidas de ayuda sujetas a una evaluación detallada**
  - 5.2. **Efectos positivos de la ayuda**
    - 5.2.1. *Existencia y pruebas de deficiencias del mercado*
    - 5.2.2. *Idoneidad de los instrumentos*
    - 5.2.3. *Efecto de incentivo y necesidad de la ayuda*
      - 5.2.3.1. Gestión comercial
      - 5.2.3.2. Presencia de un comité de inversión
      - 5.2.3.3. Volumen de la medida/del fondo
      - 5.2.3.4. Presencia de inversores informales (*business angels*)
    - 5.2.4. *Proporcionalidad*
  - 5.3. **Efectos negativos de la ayuda**
    - 5.3.1. *Exclusión*
    - 5.3.2. *Otros falseamientos de la competencia*
  - 5.4. **Equilibrio y decisión**
6. **ACUMULACIÓN**
7. **DISPOSICIONES FINALES**
  - 7.1. **Seguimiento y presentación de informes**
  - 7.2. **Entrada en vigor y validez**
  - 7.3. **Medidas apropiadas**

## 1 INTRODUCCIÓN

### 1.1 Capital riesgo como objetivo comunitario

El capital riesgo está relacionado con la financiación del capital de empresas en las que se percibe un potencial de crecimiento rápido durante sus primeras etapas de crecimiento. La demanda de capital riesgo procede, en general, de empresas con potencial de crecimiento que no tienen suficiente acceso a los mercados de capitales, mientras que la oferta de capital riesgo procede de inversores dispuestos a asumir un alto riesgo a cambio de una rentabilidad potencialmente superior a la media sobre el capital invertido.

En su Comunicación al Consejo Europeo de Primavera — *Trabajando juntos por el crecimiento y el empleo — Relanzamiento de la estrategia de Lisboa* <sup>(1)</sup>, la Comisión ha reconocido que el nivel de capital riesgo del que disponen las empresas europeas en fase de puesta en marcha, jóvenes e innovadoras es insuficiente. La Comisión ha adoptado iniciativas, como la denominada «Recursos europeos conjuntos para las micro y medianas empresas» (*Joint European Resources for Micro to Medium Enterprises, «JEREMIE»*), que es una iniciativa conjunta de la Comisión y el Fondo Europeo de Inversiones para abordar el déficit de capital riesgo para las pequeñas y medianas empresas en algunas regiones. Basándose en la experiencia adquirida con los instrumentos financieros en el Programa plurianual en favor de la empresa y el espíritu empresarial, en particular para las pequeñas y medianas empresas (MAP), adoptado por la Decisión 2000/819/CE del Consejo <sup>(2)</sup>, la Comisión ha propuesto un mecanismo de ayuda financiera a las PYME innovadoras y de rápido crecimiento (MIC) en el Programa Marco de Competitividad e Innovación (CIP), que está en fase de adopción y abarcará el periodo 2007-2013 <sup>(3)</sup>. Este mecanismo aumentará la oferta de capital para las PYME innovadoras invirtiendo en condiciones de mercado en fondos de capital de especulación dirigidos a PYME en sus primeras fases y en fase de expansión.

<sup>(1)</sup> COM(2005) 24.

<sup>(2)</sup> DO L 333 de 29.12.2000, p. 84. Decisión modificada por la Decisión nº 593/2004/CE (DO L 268 de 16.8.2004, p. 3).

<sup>(3)</sup> COM(2005) 121 final.

La Comisión trató el asunto de la financiación de capital riesgo en su Comunicación «Financiar el crecimiento de las PYME — Añadir valor europeo», adoptada el 29 de junio de 2006 <sup>(1)</sup>. La Comisión también ha destacado la importancia de reducir y reorientar las ayudas estatales con el fin de abordar las deficiencias del mercado para aumentar la eficiencia económica y estimular la investigación, el desarrollo y la innovación. En este contexto, la Comisión se ha comprometido a reformar las normas sobre ayudas estatales, con el objetivo, entre otros, de facilitar el acceso al capital de financiación y al capital riesgo.

En cumplimiento de su compromiso, la Comisión publicó en junio de 2005 el «Plan de acción de ayudas estatales (SAAP) — Menos ayudas estatales con unos objetivos mejor definidos» («el Plan de Acción de Ayudas Estatales») <sup>(2)</sup>. El Plan de Acción de Ayudas Estatales ha resaltado la importancia de mejorar el clima empresarial y facilitar la rápida puesta en marcha de nuevas empresas. En este contexto, el Plan de Acción de Ayudas Estatales ha anunciado la revisión de la Comunicación de la Comisión sobre ayudas estatales y capital riesgo <sup>(3)</sup> para abordar las deficiencias del mercado que afectan a la provisión de capital riesgo a las pequeñas y medianas empresas (PYME) en fase de puesta en marcha y a las PYME jóvenes e innovadoras, aumentando, en especial, la flexibilidad de las normas que figuran en la Comunicación sobre Ayudas Estatales y Capital Riesgo.

Aunque el principal papel del mercado es facilitar suficiente capital riesgo en la Comunidad, existe un déficit de capital en el mercado de capital riesgo, una persistente imperfección del mercado de capitales que impide que la oferta case con la demanda a un precio aceptable por ambas partes, lo que afecta negativamente a las PYME europeas. Ese déficit afecta principalmente a empresas innovadoras de alta tecnología, en su mayoría, empresas jóvenes con alto potencial de crecimiento. Sin embargo, también puede verse afectada una gama más amplia de empresas de diferentes fases de desarrollo y de diferentes sectores con menor potencial de crecimiento que no pueden encontrar financiación para sus proyectos de expansión sin capital riesgo del exterior.

La existencia de ese déficit de capital puede justificar la concesión de ayuda estatal en algunas circunstancias determinadas. Si se encausa convenientemente, la ayuda estatal en apoyo de la provisión de capital riesgo puede ser un medio efectivo para aliviar las deficiencias constatadas en el mercado en este ámbito y apalancar capital privado.

Las presentes directrices reemplazan a la Comunicación sobre Ayudas Estatales y Capital Riesgo, estableciendo las condiciones en que la ayuda estatal en apoyo de las inversiones en capital riesgo puede considerarse compatible con el mercado común. Las directrices explican las condiciones en que existe ayuda estatal con arreglo al artículo 87, apartado 1, del Tratado CE y los criterios que la Comisión aplicará al evaluar la compatibilidad de las medidas de capital riesgo de conformidad con lo dispuesto en el artículo 87, apartado 3, del Tratado CE.

## 1.2 Experiencia en el ámbito de las ayudas estatales al capital riesgo

Las presentes directrices se han elaborado teniendo en cuenta la experiencia adquirida en la aplicación de la Comunicación sobre Ayudas Estatales y Capital Riesgo. También se han tenido en cuenta los comentarios de las consultas públicas procedentes de los Estados miembros y de los interesados sobre la revisión de la Comunicación sobre Ayudas Estatales y Capital Riesgo, sobre el Plan de Acción de Ayudas Estatales y sobre la Comunicación sobre Ayuda Estatal a la Innovación <sup>(4)</sup>.

La experiencia de la Comisión y los comentarios recibidos en las consultas han mostrado que, en general, la Comunicación sobre Ayudas Estatales y Capital Riesgo ha funcionado bien en la práctica, pero también ha revelado la necesidad de aumentar la flexibilidad en la aplicación de las normas y de ajustarlas de modo que reflejen el cambio de situación en el mercado de capital riesgo. Además, la experiencia ha demostrado que para algunos tipos de inversiones en capital riesgo en determinadas áreas no siempre era posible cumplir las condiciones establecidas en la Comunicación sobre Ayudas Estatales y Capital Riesgo y que, como consecuencia de ello, el capital riesgo no podía apoyarse adecuadamente en la ayuda estatal en esos casos. Además, la experiencia también ha demostrado una baja rentabilidad general de los fondos de capital riesgo que reciben ayudas.

<sup>(1)</sup> COM(2006) 349.

<sup>(2)</sup> COM(2005) 107 final – SEC (2005) 795.

<sup>(3)</sup> DO C 235 de 21.8.2001, p. 3.

<sup>(4)</sup> COM 2005 (436) final.

Para resolver esos problemas, las presentes directrices adoptan un planteamiento más flexible en determinadas circunstancias a fin de permitir a los Estados miembros atajar mejor con sus medidas del capital riesgo la deficiencia pertinente del mercado. Las directrices han refinado también el planteamiento económico al evaluar la compatibilidad de las medidas de capital riesgo con el Tratado CE. En la Comunicación sobre Ayudas Estatales y Capital Riesgo, la evaluación de la compatibilidad de sistemas se basaba ya en un análisis económico relativamente sofisticado que se centraba en el volumen de la deficiencia del mercado y en la finalidad de la medida. Por lo tanto, la Comunicación sobre Ayudas Estatales y Capital Riesgo ya reflejaba el núcleo principal de un planteamiento económico refinado. Sin embargo, aún era necesario cierto afinamiento sobre algunos de los criterios para garantizar una mejor focalización de la medida sobre la deficiencia pertinente del mercado. En particular, las directrices contienen elementos que garantizan el fortalecimiento de las decisiones con carácter lucrativo y de inversores profesionales para animar más a los inversores privados a coinvertir con el Estado. Por último, se ha hecho un esfuerzo para aumentar la claridad del texto de la Comunicación sobre Ayudas Estatales y Capital Riesgo cuando la experiencia ha demostrado que era necesario.

### 1.3 La prueba de equilibrio para las ayudas estatales de apoyo a las inversiones en capital riesgo

#### 1.3.1 *El plan de acción de ayudas estatales y la prueba de equilibrio*

En el Plan de Acción de Ayuda Estatal, la Comisión destacaba la importancia de consolidar el planteamiento económico del análisis de las ayudas estatales. Esto se traduce en un equilibrio de los potenciales efectos positivos de la medida para alcanzar un objetivo de interés común en relación con sus potenciales efectos negativos en términos de falseamiento de la competencia y del comercio. La prueba de equilibrio, de acuerdo con el Plan de Acción de Ayuda Estatal, consta de tres pasos, los dos primeros relativos a los efectos positivos y el último a los efectos negativos y al balance resultante:

1. ¿La medida de ayuda está dirigida a un objetivo bien definido de interés común, tal como crecimiento, empleo, cohesión y medio ambiente?
2. ¿La ayuda está bien concebida para conseguir el objetivo de interés común, o, en otras palabras, la ayuda propuesta aborda la deficiencia del mercado u otro objetivo?
  - i) ¿Es la ayuda estatal un instrumento político apropiado?
  - ii) ¿Hay un efecto de incentivo o, en otras palabras, cambia la ayuda el comportamiento de empresas o inversores?
  - iii) ¿Es la medida de ayuda proporcionada o, en otras palabras, podría el mismo cambio de comportamiento obtenerse con menos ayuda?
3. ¿Los falseamientos de la competencia y el efecto sobre el comercio son limitados de modo que el equilibrio general sea positivo?

La prueba de equilibrio es igualmente pertinente para la elaboración de normas sobre ayudas estatales y la evaluación de casos que entran en su ámbito.

#### 1.3.2 *Deficiencias del mercado*

Basándose en la experiencia adquirida en la aplicación de la Comunicación sobre Ayuda Estatal y Capital Riesgo, la Comisión considera que no existe una deficiencia general del mercado de capital riesgo en la Comunidad. No obstante, acepta que existe escasez de mercado para determinados tipos de inversiones en ciertas etapas del desarrollo de las empresas. Esta escasez resulta de una imperfecta adaptación de la oferta y la demanda del capital riesgo y puede describirse en general como un déficit de capital.

La provisión de financiación de capital, en especial para las pequeñas empresas, presenta numerosos desafíos tanto para el inversor como para la empresa en la que se invierte. Del lado de la oferta, el inversor necesita hacer un análisis pormenorizado no sólo de las garantías ofrecidas (como es el caso de un prestamista) sino de toda la estrategia empresarial para calcular las posibilidades de obtener un beneficio de la inversión y los riesgos asociados a ello. El inversor también necesita poder supervisar que la estrategia empresarial sea bien ejecutada por los administradores de la empresa. Por último, el inversor necesita planear y ejecutar una estrategia de salida, con el fin de generar un rendimiento de las inversiones que sea ajustado al riesgo de vender su participación de capital en la empresa objeto de la inversión.

Del lado de la demanda, la empresa debe entender los beneficios y riesgos asociados a la inversión de capital exterior para llevar adelante la operación y elaborar unos planes empresariales sólidos para garantizar los recursos y asesores necesarios. Debido a la falta de capital interno o de la garantía necesaria para obtener financiación de la deuda o un historial crediticio sólido, la empresa puede sufrir problemas muy importantes para financiarse. Además, la empresa debe compartir el control con un inversor exterior, que generalmente tiene influencia en las decisiones de la empresa además de poseer un porcentaje del capital.

Como consecuencia de ello, la adaptación de la oferta y la demanda del capital riesgo puede ser ineficaz de modo que el volumen de capital riesgo que proporcione el mercado sea demasiado restringido y las empresas no obtengan financiación a pesar de contar con un modelo empresarial valioso y con perspectivas de crecimiento. La Comisión considera que la principal fuente de deficiencias del mercado pertinente para los mercados de capital riesgo que afecta particularmente al acceso al capital por parte de las PYME y de las empresas en las fases iniciales de su desarrollo y que puede justificar la intervención pública, está relacionada con una información imperfecta o asimétrica.

Las consecuencias de esta información imperfecta o asimétrica pueden ser sobre todo:

- a) Gastos de operaciones y gestión: los posibles inversores tienen más dificultades para recopilar información fiable sobre las perspectivas empresariales de una PYME o de una empresa nueva y posteriormente para supervisar y apoyar el desarrollo de la empresa. Es el caso, en especial, de los proyectos altamente innovadores o arriesgados. Asimismo, las pequeñas operaciones resultan menos atractivas para los fondos de inversión por el coste relativamente elevado de la valoración de la inversión y otros gastos de transacción.
- b) Aversión al riesgo: los inversores pueden ser más reacios a proporcionar capital riesgo a las PYME, en la medida que la provisión de capital riesgo sea objeto de información imperfecta o asimétrica. Dicho de otro modo, la información imperfecta o asimétrica tiende a exacerbar la aversión al riesgo.

### 1.3.3 *Idoneidad de los instrumentos*

La Comisión considera que la ayuda estatal a las medidas de capital riesgo puede resultar un instrumento apropiado dentro de los límites y condiciones establecidos en las presentes directrices. No obstante, debe tenerse en cuenta que la provisión de capital riesgo es esencialmente una actividad comercial que implica decisiones comerciales. En este contexto, unas medidas estructurales más generales que no constituyan ayuda estatal también pueden contribuir a aumentar la provisión de capital riesgo, como es el caso de las que promuevan una cultura del espíritu empresarial, introduciendo una fiscalidad más neutra de las diferentes formas de financiación de las PYME (por ejemplo, nueva aportación de capital, beneficios no distribuidos y deuda), favoreciendo la integración de los mercados y flexibilizando las trabas reguladoras, incluidas las limitaciones a la inversión por parte de algunos tipos de entidades financieras (por ejemplo, los fondos de pensiones) y los procedimientos administrativos para crear empresas.

### 1.3.4 *Efecto de los incentivos y su necesidad*

La ayuda estatal al capital riesgo debe dar como resultado un incremento neto de la disponibilidad de capital riesgo para las PYME, apalancando, en particular, las inversiones por parte de inversores privados. El riesgo de falta de eficiencia (*dead-weight*), o falta de efecto de incentivo, significa que algunas empresas financiadas a través de medidas con apoyo público podrían haber obtenido financiación en las mismas condiciones incluso en ausencia de la ayuda estatal (efecto de exclusión o *crowding out*). Hay pruebas de que esto sucede, aunque estas pruebas son inevitablemente anecdóticas. En estas circunstancias los fondos públicos resultan ineficaces.

La Comisión considera que la ayuda en forma de capital riesgo que cumpla las condiciones establecidas en estas directrices asegura la presencia de un efecto de incentivo. La necesidad de ofrecer incentivos depende del volumen de la deficiencia del mercado relacionada con los diferentes tipos de medidas y beneficiarios. Así, se expresan criterios diferentes en términos de volumen de los tramos de inversión por empresa objetivo, grado de implicación de los inversores privados y consideración, en especial, del volumen de la compañía y de la fase financiada.

### 1.3.5 Proporcionalidad de la ayuda

La necesidad de ofrecer incentivos depende de la importancia de las deficiencias del mercado relacionadas con los diversos tipos de medidas, beneficiarios y etapa de desarrollo de las PYME. Una medida de capital riesgo está bien concebida si la ayuda es necesaria en todos sus elementos para crear los incentivos que permitan proporcionar capital a las PYME en su fase inicial y de puesta en marcha y en las demás fases iniciales. La ayuda estatal será ineficaz si va más allá de lo necesario para inducir una mayor provisión de capital riesgo. En particular, para garantizar que la ayuda se limita al mínimo, resulta crucial que exista una participación privada significativa y que las inversiones persigan la rentabilidad y se gestionen con criterios comerciales.

### 1.3.6 Efectos negativos y balance general

El Tratado CE exige a la Comisión el control de las ayudas estatales en el interior de la Comunidad. Por ello, la Comisión debe prestar atención para garantizar que las medidas están bien enfocadas y evitar distorsiones importantes de la competencia. Al decidir si la concesión de fondos públicos para las medidas elaboradas con el fin de promover el capital riesgo es compatible con el mercado común, la Comisión intentará limitar en la medida de lo posible las siguientes categorías de riesgo:

- a) el riesgo de «efecto de exclusión». La presencia de medidas que cuenten con financiación pública podría dejar de animar a otros inversores potenciales a ofrecer capital. Esto podría desalentar a más largo plazo la inversión privada en PYMES jóvenes y terminar, por lo tanto, aumentando el déficit de capital, creando al mismo tiempo la necesidad de financiación pública adicional;
- b) el riesgo de que las ventajas a los inversores o a los fondos de inversión creen una distorsión indebida de la competencia en el mercado de capital de especulación en relación con sus competidores que no reciben las mismas ventajas;
- c) el riesgo de que un exceso de oferta de capital riesgo público para empresas objetivo que no reciban inversiones con arreglo a una lógica comercial, pudiera ayudar a las empresas ineficientes a mantenerse a flote y generar una inflación artificial de sus calificaciones, haciendo todo ello que fuera menos atractivo para los inversores privados ofrecer capital riesgo a estas empresas.

## 1.4 Planteamiento del control de las ayudas estatales en el ámbito del capital riesgo

La provisión de financiación de capital riesgo a empresas no puede vincularse al concepto tradicional de «costes subvencionables» utilizado para el control de las ayudas estatales, que se basa en determinados costes específicos para los cuales se permite la ayuda y la determinación de intensidades máximas de ayuda. La diversidad de modelos posibles para las medidas de capital riesgo concebidas por los Estados miembros también significa que la Comisión no está en condiciones de definir unos criterios rígidos por los que determinar si esas medidas son compatibles con el mercado común. La evaluación del capital riesgo implica, por lo tanto, un desvío de la manera tradicional en que se lleva a cabo el control de la ayuda estatal.

Sin embargo, puesto que la Comunicación sobre Ayuda Estatal y Capital Riesgo ha demostrado funcionar bien en la práctica en el ámbito del capital riesgo, la Comisión ha decidido proseguirla y garantizar con ello la continuidad con el planteamiento de la Comunicación sobre Ayuda Estatal y Capital Riesgo.

## 2 ÁMBITO DE APLICACIÓN Y DEFINICIONES

### 2.1 Ámbito de aplicación

Las presentes directrices sólo son aplicables a los sistemas de capital riesgo destinados a PYMES. No pretenden constituir el fundamento jurídico para determinar que una medida *ad hoc* que proporcione capital a una empresa concreta es compatible con el mercado común.

Nada de lo que figura en estas directrices debería cuestionar la compatibilidad de las medidas de ayudas estatales que cumplan los criterios establecidos en otras directrices, marcos dispositivos o reglamentos adoptados por la Comisión.

La Comisión prestará especial atención a la necesidad de impedir que las presentes directrices se utilicen para soslayar los principios establecidos en los marcos dispositivos, directrices y reglamentos vigentes.

Las medidas de capital riesgo deben excluir específicamente la provisión de ayuda a las empresas:

- a) en crisis en el sentido de las directrices comunitarias sobre ayudas estatales de salvamento y de reestructuración de empresas en crisis <sup>(1)</sup>;
- b) de los sectores de la construcción naval <sup>(2)</sup>, del carbón <sup>(3)</sup> y del acero <sup>(4)</sup>.

Las presentes directrices no son aplicables a las ayudas a las actividades relacionadas con la exportación y, en especial, a las ayudas relacionadas directamente con las cantidades exportadas, a la creación y funcionamiento de una red de distribución o a otros gastos de explotación vinculados a la actividad de exportación, así como a las ayudas subordinadas a un uso de bienes nacionales con preferencia sobre los bienes importados.

## 2.2 Definiciones

A efectos de las presentes directrices, se aplicarán las siguientes definiciones:

- a) **«capital»:** participación en la propiedad de una empresa, representada por las acciones emitidas a sus inversores;
- b) **«valores privados (*private equity*)»:** inversión de capital privado (es decir, no público) en sociedades sin cotización en un mercado de valores; incluye el capital de especulación, el capital de sustitución y las compras de participaciones;
- c) **instrumentos de inversión de cuasicapital:** instrumentos cuya rentabilidad para su tenedor (inversor/prestamista) se basa predominantemente en los beneficios o las pérdidas de la sociedad objetivo subyacente; no están garantizados en caso de impago. Esta definición se basa en un enfoque que privilegia el fondo sobre la forma;
- d) **instrumentos de inversión de deuda:** préstamos y otros instrumentos de financiación que proporcionan al prestamista/inversor un componente predominante de remuneración mínima fija y están garantizados, al menos parcialmente. Esta definición se basa en un enfoque que privilegia el fondo sobre la forma;
- e) **capital inicial:** financiación facilitada para estudiar, evaluar y desarrollar un concepto inicial; que precede a la fase de puesta en marcha;
- f) **capital de puesta en marcha:** financiación proporcionada a empresas que no han vendido su producto o su servicio comercialmente, por lo que aún no están generando beneficios, para el desarrollo de sus productos y la comercialización inicial;
- g) **capital para la fase inicial:** el capital inicial y el de puesta en marcha;
- h) **capital de expansión:** financiación proporcionada para el crecimiento y la expansión de una empresa, que puede o no alcanzar un punto de equilibrio financiero o resultar rentable, con el objetivo de aumentar la capacidad de producción, el desarrollo del mercado o del producto o la provisión de capital de explotación adicional;
- i) **capital de especulación (*venture capital*):** inversión en sociedades no cotizadas por fondos de inversión (fondos de capital de especulación) que, actuando como principales, gestionan dinero particular, institucional o interno e incluye la financiación para la fase inicial y de expansión, pero no incluye la financiación de sustitución ni la compra de participaciones;

<sup>(1)</sup> DO C 244 de 1.10.2004, p. 2.

<sup>(2)</sup> A efectos de las presentes directrices, son aplicables las definiciones establecidas en el Marco aplicable a las ayudas estatales a la construcción naval, DO C 317 de 30.12.2003, p. 11.

<sup>(3)</sup> A efectos de las presentes directrices, «carbón» significa los carbones de rango superior, rango medio y rango inferior de clase «A» y «B», con arreglo a la clasificación del «Sistema internacional de codificación del carbón» de la Comisión Económica para Europa de las Naciones Unidas.

<sup>(4)</sup> A efectos de las presentes directrices, es aplicable la definición establecida en el anexo I de las Directrices sobre las ayudas de estado de finalidad regional para el período 2007-2013 (DO C 54 de 4.3.2006, p. 13).

- j) **capital de sustitución:** compra de acciones existentes en una sociedad por parte de otra organización privada de capital inversión o de otro accionista o accionistas. El capital de sustitución también se denomina compra secundaria;
- k) **capital riesgo (*risk capital*):** financiación de capital y cuasicapital a sociedades durante sus primeras etapas de crecimiento (fases inicial, de puesta en marcha y de expansión), incluyendo la inversión informal por *business angels*, el capital de especulación y los mercados de valores alternativos especializados en PYME, entre ellas las sociedades de crecimiento rápido (en lo sucesivo denominado «instrumentos de inversión»);
- l) **medidas de capital riesgo:** sistemas para proporcionar o promover las ayudas en forma de capital riesgo;
- m) **Oferta Pública Inicial (OPI):** proceso de poner en marcha la venta o distribución al público de las acciones de una sociedad por vez primera;
- n) **inversión de seguimiento:** inversión adicional en una sociedad posterior una inversión inicial;
- o) **compra de participaciones («buyout»):** compra de al menos un porcentaje de control del capital de una empresa a los accionistas actuales mediante negociación u oferta, para hacerse con los activos y operaciones de la misma;
- p) **estrategia de salida:** estrategia para la liquidación de participaciones por parte de un fondo de capital de especulación o de un fondo de capital de inversión (*private equity fund*) con arreglo a un plan para lograr la máxima rentabilidad, como puede ser la venta comercial, las amortizaciones, el reembolso de acciones/préstamos preferentes, la venta a otro inversor de capital de especulación, la venta a una entidad financiera y la venta mediante oferta pública (incluida la Oferta Pública Inicial);
- q) **pequeñas y medianas empresas (PYME):** «pequeñas empresas» y «medianas empresas» en el sentido del Reglamento (CE) n° 70/2001 de la Comisión, de 12 de enero de 2001, relativo a la aplicación de los artículos 87 y 88 del Tratado CE a las ayudas estatales a las pequeñas y medianas empresas <sup>(1)</sup> o de cualquier reglamento que sustituya a éste;
- r) **empresa o sociedad objetivo:** empresa o sociedad en la que un inversor o fondo de inversión está considerando invertir;
- s) **inversores informales («business angels»):** particulares ricos que invierten directamente en empresas nuevas, jóvenes, no cotizadas y en fase de crecimiento (financiación inicial) y les proporcionan asesoramiento, normalmente a cambio de una participación en acciones de la empresa, aunque también pueden ofrecer otro tipo de financiación a largo plazo;
- t) **zonas asistidas:** regiones que entran en el ámbito de las derogaciones que figuran en el artículo 87, apartado 3, letras a) o c), del Tratado CE.

### 3 APLICABILIDAD DEL ARTÍCULO 87, APARTADO 1, EN EL ÁMBITO DEL CAPITAL RIESGO

#### 3.1 Textos aplicables generales

Ya existen una serie de textos publicados por la Comisión que ofrecen interpretación para saber si una medida concreta entra en la definición de ayuda estatal y qué puede resultar pertinente para las medidas de capital riesgo. Entre ellos está la Comunicación de 1984 sobre aportaciones de capital estatal <sup>(2)</sup>, la comunicación de 1998 de la Comisión relativa a la aplicación de las normas sobre ayudas estatales a las medidas relacionadas con la fiscalidad directa de las empresas <sup>(3)</sup> y la comunicación de la Comisión relativa a la aplicación de los artículos 87 y 88 del Tratado CE a las ayudas estatales otorgadas en forma de garantía <sup>(4)</sup>. La Comisión seguirá aplicando estos textos, u otros que puedan sustituirlos en el futuro, al evaluar si las medidas de capital riesgo constituyen ayudas estatales.

<sup>(1)</sup> DO L 10 de 13.1.2001, p. 33; Reglamento modificado en último lugar por el Reglamento (CE) n° 1040/2006 (DO L 187 de 8.7.2006, p. 8).

<sup>(2)</sup> Boletín CE 9-1984, reproducido en «Legislación de competencia en las Comunidades Europeas», volumen IIA, p. 133.

<sup>(3)</sup> DO C 384 de 10.12.1998, p. 3.

<sup>(4)</sup> DO C 71 de 11.3.2000, p. 14.

### 3.2 Presencia de ayuda a tres niveles

Las medidas de capital riesgo implican a menudo complejas interpretaciones concebidas para promover el capital riesgo porque las autoridades públicas crean incentivos para un grupo de operadores económicos (inversores) con el fin de proporcionar financiación a otro grupo (PYMES objetivo). Dependiendo de la concepción de la medida, y aún en el caso de que la intención de las autoridades públicas sólo sea ofrecer ventajas al segundo grupo, las empresas, pertenezcan a uno u otro de estos niveles, o a ambos, pueden beneficiarse de una ayuda estatal. Además, en la mayoría de los casos la medida prevé la creación de un fondo u otro instrumento de inversión con una existencia independiente de los inversores y de las empresas en las que se realiza la inversión. En tales casos también es necesario determinar si se puede considerar que el fondo o instrumento es una empresa que disfruta de una ayuda estatal.

En este contexto, la financiación con recursos que no son recursos estatales en el sentido del artículo 87, apartado 1, del Tratado CE, se considera proporcionada por inversores particulares. Es, en especial, el caso de la financiación por parte del Banco Europeo de Inversiones y del Fondo Europeo de Inversiones.

La Comisión tendrá en cuenta los siguientes factores específicos al determinar si existe ayuda estatal en cada uno de los distintos niveles <sup>(1)</sup>.

**Ayuda a los inversores.** Cuando una medida permite a los inversores efectuar inversiones de capital o cuasicapital en una sociedad o un grupo de sociedades en términos más favorables que los inversores públicos, o más favorables que si hubieran realizado dichas inversiones en ausencia de la medida, se considerará que tales inversores reciben una ventaja. Esta ventaja puede adoptar diferentes formas, como se explica en la sección 4.2 de las presentes directrices. Ello es así aun cuando la medida persuade al inversor de la conveniencia de conceder una ventaja a la sociedad o sociedades de que se trate. En cambio, la Comisión considerará que la inversión se efectúa *pari passu* entre inversores públicos y privados y no constituye, por lo tanto, ayuda estatal cuando sus condiciones serían aceptables por un operador económico normal en una economía de mercado en ausencia de cualquier intervención estatal. Se supone que éste es el caso sólo si los inversores públicos y privados comparten exactamente los mismos riesgos y recompensas y tienen el mismo nivel de subordinación, y normalmente cuando al menos el 50 por ciento de la financiación de la medida la proporcionan los inversores particulares, que son independientes de las sociedades en las que invierten.

**Ayuda a un fondo de inversión, a un instrumento de inversión y/o al administrador de los mismos.**

En general, la Comisión considera que un fondo de inversión o un instrumento de inversión es un intermediario para la transferencia de ayuda a inversores o empresas en los que invierte, y no un beneficiario de la misma. Sin embargo, medidas fiscales o de otro tipo que impliquen transferencias directas en favor de un instrumento de inversión o de fondos existentes con inversores numerosos y diversos con carácter de empresa independiente, pueden constituir ayuda a menos que la inversión se efectúe en términos que sean aceptables para un operador económico normal en una economía de mercado y, por lo tanto, no proporcionen ninguna ventaja al beneficiario. Del mismo modo, se considerará que hay ayuda a los administradores del fondo o a la sociedad de gestión si su remuneración no refleja completamente la remuneración actual del mercado en situaciones comparables. Por otro lado, se presume que no existe ayuda si los administradores o la sociedad de gestión se eligen a través de una licitación pública abierta y transparente o si no reciben otros beneficios concedidos por el Estado.

**Ayuda a las empresas en las que se invierte.** En los casos en que exista ayuda a los inversores, al instrumento de inversión o al fondo de inversión, la Comisión considerará en principio que, al menos en parte, la misma se transmite a las empresas objetivo y que, por lo tanto, también éstas la reciben. Es el caso incluso cuando las decisiones de inversión son adoptadas por los administradores del fondo con una lógica puramente comercial.

<sup>(1)</sup> Habría, no obstante, que señalar que las garantías concedidas por el Estado en favor de las inversiones en capital riesgo incluyen más fácilmente un elemento de ayuda al inversor que las garantías de préstamo tradicionales, de las que se considera normalmente que constituyen ayuda al prestatario y no al prestamista.

En los casos en que la inversión se realice en términos que serían aceptables para un inversor privado en una economía de mercado a falta de cualquier intervención estatal, las empresas en que se realice la inversión no se considerarán receptoras de la ayuda. Con este fin, la Comisión considerará si estas decisiones de inversión se realizan exclusivamente para obtener beneficios y están vinculadas a un plan empresarial y a unas proyecciones razonables, así como a una estrategia de salida clara y realista. También será importante la elección y el mandato de inversión de los administradores del fondo o de la sociedad de gestión, así como el porcentaje y el grado de implicación de los inversores privados.

### 3.3 Cantidades *de minimis*

Cuando toda la financiación en forma de capital riesgo proporcionada a los beneficiarios sea *de minimis* en el sentido del Reglamento (CE) n° 69/2001 de la Comisión, de 12 de enero de 2001, relativo a la aplicación de los artículos 87 y 88 del Tratado CE a las ayudas *de minimis* <sup>(1)</sup>, y del Reglamento (CE) n° 1860/2004 de la Comisión, de 6 de octubre de 2004, relativo a la aplicación de los artículos 87 y 88 del Tratado CE a las ayudas *de minimis* en los sectores agrario y pesquero <sup>(2)</sup>, se considerará que no está incluida en el ámbito de aplicación del artículo 87, apartado 1, del Tratado CE. En las medidas de capital riesgo la aplicación de la norma *de minimis* se complica por las dificultades del cálculo de la ayuda, así como por el hecho de que las medidas puedan proporcionar ayuda no sólo a las empresas objetivo sino también a otros inversores. Aunque estas dificultades pudieran superarse, la norma *de minimis* seguiría siendo de aplicación. Así pues, si un sistema proporciona capital público sólo hasta el umbral *de minimis* pertinente, para cada empresa a lo largo de un período de tres años, es seguro que cualquier ayuda a estas empresas o a los inversores entra dentro de los límites prescritos.

## 4 EVALUACIÓN DE LA COMPATIBILIDAD DE LA AYUDA DE CAPITAL RIESGO DE CONFORMIDAD CON EL ARTÍCULO 87, APARTADO 3, LETRA C, DEL TRATADO CE

### 4.1 Principios generales

El artículo 87, apartado 3, letra c), del Tratado CE establece que podrán ser compatibles con el mercado común las ayudas destinadas a facilitar el desarrollo de determinadas actividades, siempre que no alteren las condiciones de los intercambios en forma contraria al interés común. Tomando como base la prueba de equilibrio mencionada en la sección 1.3, la Comisión sólo considerará compatible una medida de capital riesgo si llega a la conclusión de que la medida de ayuda produce un aumento de la provisión de capital riesgo sin afectar desfavorablemente a las condiciones comerciales en un grado contrario al interés común. La presente sección establece una serie de condiciones con arreglo a las cuales la Comisión considerará que la ayuda en forma de capital riesgo es compatible con el artículo 87, apartado 3, letra c).

Cuando la Comisión esté en posesión de una notificación completa que demuestre que se cumplen todas las condiciones establecidas en la presente sección, tratará de hacer una valoración rápida de ella dentro de los plazos establecidos en el Reglamento (CE) n° 659/1999 del Consejo, de 22 de marzo de 1999, por el que se establecen disposiciones de aplicación del artículo 93 del Tratado CE <sup>(3)</sup>. Para determinados tipos de medidas que no cumplen todas las condiciones establecidas en la presente sección, la Comisión realizará una evaluación más minuciosa de la medida de capital riesgo según lo establecido de forma detallada en la sección 5.

Cuando también exista ayuda a las empresas objetivo y la provisión de capital riesgo esté vinculada a los costes que sean elegibles para la ayuda con arreglo a otro reglamento, otro marco dispositivo u otras directrices existentes, dicho texto podrá aplicarse para considerar si la ayuda es compatible con el mercado común.

<sup>(1)</sup> DO L 10 de 13.1.2001, p. 30.

<sup>(2)</sup> DO L 325 de 28.10.2004, p. 4.

<sup>(3)</sup> DO L 83 de 27.3.1999, p. 1.

## 4.2 Forma de la ayuda

La elección de la forma de una medida de ayuda corresponde en general al Estado miembro. Esto es igualmente aplicable a las medidas de capital riesgo. Sin embargo, en la evaluación de estas medidas por parte de la Comisión se considerará también si incitan a los inversores del mercado a proporcionar capital riesgo a las empresas objetivo y pueden dar lugar a decisiones de inversión adoptadas con una base comercial (es decir, con el objetivo de obtener beneficios), según se explica más adelante en la sección 4.3.

La Comisión cree que entre los tipos de medidas que pueden producir este resultado figuran las siguientes:

- a) constitución de fondos de inversión («fondos de capital de especulación») en los que el Estado es socio, inversor o partícipe, aunque sea en condiciones menos ventajosas que las de otros inversores;
- b) garantías a inversores de capital riesgo o a fondos de capital de especulación contra un porcentaje de pérdidas de inversión, o garantías dadas por lo que se refiere a préstamos a inversores/fondos para la inversión en capital riesgo, a condición de que la cobertura pública para las pérdidas subyacentes potenciales no supere el 50 % de la cantidad nominal de la inversión garantizada;
- c) otros instrumentos financieros a favor de inversores de capital riesgo o de fondos de capital de especulación para proporcionar capital adicional para la inversión;
- d) incentivos fiscales a fondos de inversión o a sus administradores, o a inversores para realizar inversión de capital riesgo.

## 4.3 Condiciones para la compatibilidad

Para asegurarse de que el efecto de incentivo y la necesidad de la ayuda según lo establecido en la sección 1.3.4 estén presentes en una medida de capital riesgo, son pertinentes varios indicadores. La razón fundamental es que la ayuda estatal debe centrarse en una deficiencia específica en el mercado de cuya existencia existan pruebas suficientes. Con ese fin, las presentes directrices establecen umbrales de seguridad específicos relacionados con los tramos de inversión de las PYME objetivo en las fases iniciales de su actividad. Además, para que la ayuda se limite al mínimo necesario, resulta crucial que las inversiones que reciban ayudas en las PYME objetivo se rijan por una lógica de rentabilidad y sean gestionadas de forma comercial. La Comisión considerará que el efecto de incentivo, la necesidad y la proporcionalidad de la ayuda están presentes en una medida de capital riesgo y que el balance general es positivo cuando se cumplan todas las condiciones siguientes.

Las medidas relacionadas específicamente con instrumentos de inversión se evaluarán en la sección 5 de estas directrices y no con arreglo a las condiciones que figuran en la presente sección.

### 4.3.1 Nivel máximo de tramos de inversión

La medida de capital riesgo debe proporcionar tramos de financiación, sea ésta financiada total o parcialmente a través de ayuda estatal, que no exceda de 1,5 millones de euros por PYME objetivo a lo largo de cada período de doce meses.

### 4.3.2 Restricción a la financiación en las fases de puesta en marcha, inicial y de expansión

La medida de capital riesgo deberá limitarse a proporcionar financiación hasta la fase de expansión para las pequeñas empresas, o para las medianas empresas localizadas en zonas asistidas. Deberá limitarse a facilitar financiación hasta la fase inicial a las empresas medianas localizadas en zonas no asistidas.

### 4.3.3 Predominio de instrumentos de inversión de capital y cuasicapital

La medida de capital riesgo debe proporcionar al menos el 70 % de su presupuesto total en forma de instrumentos de inversión de capital y cuasicapital en las PYME objetivo. Al valorar la naturaleza de estos instrumentos, la Comisión tendrá en cuenta el fondo económico del instrumento más que su nombre y la calificación que le atribuyan los inversores. En particular, la Comisión tendrá en cuenta el nivel de riesgo resultante de la actividad de la empresa objetivo soportada por el inversor, las pérdidas potenciales asumidas por el inversor, el predominio de la remuneración basada en los beneficios y no en una remuneración fija y el nivel de subordinación del inversor en caso de quiebra de la sociedad. La Comisión también puede tener en cuenta el tratamiento aplicable al instrumento de inversión con arreglo a las normas legales, reglamentarias, financieras y contables nacionales prevalentes si resultan coherentes y pertinentes para la calificación.

#### 4.3.4 Participación de inversores privados

La financiación de las inversiones realizadas con arreglo a la medida de capital riesgo debe ser proporcionada al menos en un 50 % por inversores privados, o al menos en un 30 % por inversores privados en el caso de medidas dirigidas a PYME situadas en zonas asistidas.

#### 4.3.5 Carácter lucrativo de las decisiones de inversión

La medida de capital riesgo debe garantizar que las decisiones de invertir en empresas objetivo tengan carácter lucrativo. Es el caso cuando la motivación para efectuar la inversión tiene como base la perspectiva de un potencial de beneficio significativo y la consiguiente asistencia constante a las empresas objetivo.

Se considera que se cumple este criterio si se cumplen todas las condiciones siguientes:

- a) las medidas tienen implicación significativa de inversores privados según lo descrito en la sección 4.3.4, con inversiones que se realicen con una base comercial (es decir, sólo para obtener beneficios) directa o indirectamente en el capital de las empresas objetivo; y
- b) existe un plan empresarial para cada inversión que contenga detalles de la evolución del producto, las ventas y la rentabilidad y establezca la viabilidad *ex ante* del proyecto; y
- c) existe una estrategia clara y realista de salida para cada inversión.

#### 4.3.6 Gestión comercial

La gestión de un fondo o de una medida de capital riesgo debe efectuarse con una base comercial. El equipo de gestión debe comportarse como una administración del sector privado, intentando maximizar la rentabilidad para sus inversores. Se considera que este criterio está presente cuando se cumplen todas las condiciones siguientes::

- i) existe un acuerdo entre una sociedad de gestión o un gestor de fondos profesional y los participantes del fondo, siempre que la remuneración del gestor esté vinculada a la realización y establecimiento de los objetivos del fondo y a la programación de inversiones propuesta; y
- ii) los inversores privados del mercado están representados en la toma de decisiones, a través, por ejemplo, de un comité de inversores o un comité consultivo; y
- iii) se aplican a la gestión de los fondos buenas prácticas y supervisión reguladora.

#### 4.3.7 Orientación sectorial

En la medida en que muchos fondos del sector privado se orientan hacia tecnologías innovadoras específicas o incluso hacia sectores innovadores (como el sanitario, la tecnología de la información, la biotecnología), la Comisión puede aceptar una orientación sectorial para las medidas de capital riesgo, siempre que dichas medidas entren en el ámbito de las directrices establecidas en la sección 2.1.

### 5 COMPATIBILIDAD DE LAS MEDIDAS DE AYUDA DE CAPITAL RIESGO SUJETAS A UNA EVALUACIÓN DETALLADA

La presente sección se aplica a las medidas de capital riesgo que no cumplen ninguna de las condiciones establecidas en la sección 4. Es necesario realizar una evaluación de compatibilidad más detallada basada en la prueba de equilibrio esbozada en la sección 1.3 para estas medidas, debido a la necesidad de asegurar la focalización en la deficiencia del mercado pertinente y al mayor riesgo de exclusión de los inversores privados y de falseamiento de la competencia.

El análisis de la compatibilidad de las medidas con el Tratado CE se basará en una serie de elementos positivos y negativos. Ningún elemento es esencial, ni se puede considerar que un conjunto de ellos baste por sí solo para garantizar la compatibilidad. En algunos casos, su aplicabilidad, y la importancia que se les dé, puede depender de la forma de la medida.

Los Estados miembros tendrán que proporcionar todos los datos y pruebas que consideren útiles para la evaluación de una medida. El nivel de demostración requerido y la evaluación de la Comisión dependerán de las características de cada caso y serán proporcionados al nivel de deficiencia del mercado abordado y al riesgo de exclusión de la inversión privada.

### 5.1 Medidas de ayuda sujetas a una evaluación detallada

Los siguientes tipos de medidas de capital riesgo que no cumplan una o más de las condiciones establecidas en la sección 4 serán objeto de una evaluación más detallada, dada la menor obiedad de las pruebas de deficiencia del mercado y del mayor potencial de exclusión de la inversión privada o de falseamiento de la competencia.

a) **Medidas que proporcionan tramos de inversión más allá del umbral de seguridad de 1,5 millones de euros por PYME objetivo a lo largo de cada período de doce meses**

La Comisión es consciente de la constante fluctuación del mercado de capital riesgo y del déficit de capital a lo largo del tiempo, así como del distinto grado en el que las empresas se ven afectadas por la deficiencia del mercado dependiendo de su tamaño, su etapa de desarrollo y su sector económico. Por lo tanto, la Comisión está dispuesta a considerar compatibles con el mercado común medidas de capital riesgo que prevean tramos de inversión que superen el umbral de 1,5 millones de euros por empresa y año, siempre que se presenten las pruebas necesarias de las deficiencias del mercado.

b) **Medidas que proporcionan financiación para la fase de expansión a las medianas empresas en zonas no asistidas**

La Comisión reconoce que algunas medianas empresas en zonas no asistidas pueden tener un acceso insuficiente al capital riesgo incluso en su fase de expansión a pesar de la disponibilidad de financiación con un volumen de negocios o balance total importantes. Así pues, la Comisión está preparada para considerar compatibles con el mercado común medidas que cubran parcialmente la fase de expansión de las empresas medianas en determinados casos, siempre que se presenten las pruebas pertinentes.

c) **Medidas que proporcionan inversiones de seguimiento en empresas objetivo que ya han recibido aportaciones asistidas de capital para financiar subsiguientes etapas de financiación incluso más allá de los umbrales generales de seguridad y de la financiación de las primeras fases de crecimiento de las sociedades**

La Comisión reconoce la importancia de las inversiones de seguimiento en empresas objetivo que ya han recibido aportaciones asistidas de capital en sus primeras fases para financiar las series de financiación aun más allá de los tramos máximos de inversión de seguridad y de la financiación de las primeras fases de crecimiento de las sociedades hasta la salida de la inversión inicial. Esto puede resultar necesario para evitar la disolución de la participación pública en estas series de financiación garantizando al mismo tiempo la continuidad de la financiación para las empresas objetivo de modo que tanto los inversores públicos como los privados puedan beneficiarse plenamente de las inversiones con riesgo. En estas circunstancias, y teniendo también en cuenta las peculiaridades del sector y de las empresas objetivo, la Comisión está dispuesta a considerar compatible con el mercado común la inversión de seguimiento a condición de que el importe de la misma sea coherente con la inversión inicial y con el volumen del fondo.

d) **Medidas que proporcionan una participación de los inversores privados inferior al 50 % en zonas no asistidas o inferior al 30 % en zonas asistidas**

En la Comunidad, el nivel de desarrollo del mercado de capital riesgo privado varía en gran medida en los diversos Estados miembros. En algunos casos, puede resultar difícil para el Estado encontrar inversores privados, por lo que la Comisión puede considerar compatibles con el mercado común medidas con una participación privada inferior a los umbrales mencionados en la sección 4.3.4 si los Estados miembros presentaran las pruebas necesarias.

Este problema puede ser incluso mayor para las medidas de capital riesgo dirigidas a las PYME de zonas asistidas. En estos casos puede haber una escasez adicional de capital disponible para ellas en razón de su alejamiento de los centros de capital de especulación, de su menor densidad de población y de la mayor aversión al riesgo de sus inversores privados. Estas PYME también pueden verse afectadas por asuntos relacionados con la demanda tales como la dificultad para elaborar una propuesta empresarial viable y apta para la inversión, una cultura de capital más limitada y una especial reticencia a perder el control de la gestión como consecuencia de la intervención del capital de especulación.

e) **Medidas que proporcionan capital inicial a pequeñas empresas que pueden prever (i) una participación privada inferior o nula por parte de inversores privados, o (ii) el predominio de instrumentos de inversión de deuda en vez de capital y cuasicapital**

Las deficiencias del mercado que afectan a las empresas en su etapa inicial son más pronunciadas debido al grado elevado de riesgo que implica la inversión potencial y la necesidad de tutelar al empresario en esta fase crucial. Esto también se refleja en la reticencia y casi ausencia de inversores privados para proporcionar capital inicial, lo cual implica un riesgo nulo o muy limitado de exclusión. Además, hay un reducido potencial de falseamiento de la competencia debido a la distancia significativa del mercado de estas pequeñas empresas. Estas razones pueden justificar una postura más favorable de la Comisión hacia medidas orientadas a la etapa inicial, y ello también a la luz de su importancia potencialmente crucial para generar crecimiento y puestos de trabajo en la Comunidad.

f) **Medidas que implican específicamente a un vehículo de inversión**

Un vehículo de inversión puede facilitar el encuentro entre inversores y PYME objetivo para las cuales puede, por lo tanto, mejorar el acceso al capital riesgo. En caso de deficiencias del mercado relacionadas con las empresas a las que se dirige el instrumento, éste puede no funcionar de manera eficiente sin incentivos financieros. Por ejemplo, los inversores pueden no encontrar atractivo el tipo de inversiones a las que se dirige el instrumento en comparación con las inversiones de mayores tramos de inversiones o inversiones en empresas o mercados más establecidos, a pesar de un claro potencial de rentabilidad de las empresas objetivo. Así pues, la Comisión está dispuesta a considerar compatibles con el mercado común medidas relacionadas específicamente con un instrumento de inversión siempre que se presenten las pruebas necesarias de una deficiencia de mercado claramente definida.

g) **Costes vinculados a la primera selección de empresas para la conclusión de las inversiones, hasta la fase de diligencia debida (costes de prospección)**

Los fondos de capital riesgo o sus gestores pueden incurrir en costes de prospección al identificar PYME, con anterioridad a la fase de diligencia debida. Las subvenciones que cubren una parte de estos costes deben servir de aliciente a los fondos o a sus gestores para realizar más actividades de prospección de las que realizarían si no las recibieran. También puede resultar beneficioso para las PYME correspondientes, incluso en el caso de que la investigación no acabe en una inversión, ya que permite a esas PYME adquirir más experiencia con la financiación de capital riesgo. Estas razones pueden justificar una postura más favorable de la Comisión hacia las subvenciones que cubren una parte de los costes de prospección de los fondos de capital riesgo o sus gestores, si se dan las siguientes condiciones: los costes subvencionables deben limitarse a los costes de prospección relacionados con PYME principalmente en su fase inicial o de puesta en marcha, cuando estos costes no acaban en inversiones, y los costes deben excluir los gastos legales y administrativos de los fondos. Además, la subvención no debe superar el 50 % de los costes subvencionables.

## 5.2 Efectos positivos de la ayuda

### 5.2.1 Existencia y pruebas de deficiencias del mercado

Para las medidas de capital riesgo dirigidas a tramos de inversión en empresas objetivo más allá de las condiciones establecidas en la sección 4, en especial las destinadas a tramos superiores a 1,5 millones de euros por PYME objetivo a lo largo de cada período de doce meses, a las inversiones de seguimiento o a la financiación de la fase de expansión para medianas empresas en zonas no asistidas, así como para las medidas relacionadas específicamente con un instrumento de inversión, la Comisión exigirá pruebas adicionales de las deficiencias del mercado abordadas a cada nivel en el que la ayuda pueda estar presente antes de declarar que la medida de capital riesgo propuesta es compatible con el mercado común. Estas pruebas deberán basarse en un estudio que mostrará el nivel del déficit de capital con respecto a las empresas y a los sectores afectados por la medida de capital riesgo. La información pertinente tiene que ver con el suministro de capital riesgo y de capital de movilización de fondos, así como con la importancia del sector de capital de especulación en la economía local. Idealmente debería proporcionarse por períodos de tres a cinco años anteriores a la ejecución de la medida y también para el futuro sobre la base de proyecciones razonables, si se dispone de ellas. Entre las pruebas presentadas podrían figurar los siguientes elementos:

- a) desarrollo de la movilización de fondos a lo largo de los últimos cinco años, también en comparación con las medias nacionales o europeas correspondientes;
- b) el exceso de dinero en el momento del que se trate;
- c) la cuota de programas de inversión subvencionados por el Estado con respecto a la inversión total de capital de especulación a lo largo de los tres a cinco años precedentes;
- d) el porcentaje de nuevas sociedades en fase de puesta en marcha que reciben capital de especulación;
- e) la distribución de inversiones por categorías de importe de inversión;
- f) la comparación del número de planes empresariales presentados con el número de inversiones realizadas por segmento (importe de la inversión, sector, serie de financiación de financiación, etc.).

Para las medidas dirigidas a PYME situadas en zonas asistidas, debe complementarse la información correspondiente con cualquier otra prueba que demuestre las especificidades regionales que justifiquen las características de la medida prevista. Pueden resultar pertinentes los siguientes elementos:

- a) valoración del volumen adicional del déficit de capital causado por la situación periférica de la zona y otras especificidades regionales, en especial en lo relativo a la cantidad total de capital riesgo invertida, el número de fondos o instrumentos de inversión presentes en el territorio o cerca de él, la disponibilidad de administradores cualificados, el número de operaciones y el volumen medio y mínimo de las operaciones si se dispone del dato;
- b) datos económicos locales específicos, razones sociales o históricas para una infraprovisión de capital riesgo, en comparación con los datos medios pertinentes o la situación a escala nacional o comunitaria según el caso;
- c) cualquier otro indicador pertinente que demuestre un alto grado de deficiencia del mercado.

Los Estados miembros pueden volver a enviar las mismas pruebas varias veces siempre que las condiciones subyacentes de mercado permanezcan invariables. La Comisión se reserva el derecho a cuestionar la validez de las pruebas enviadas.

### 5.2.2 Idoneidad de los instrumentos

Un elemento importante en la prueba de equilibrio es si la ayuda estatal puede considerarse un instrumento apropiado en el ámbito del capital riesgo, y hasta qué punto, para fomentar la inversión en capital riesgo privado. Esta evaluación está muy relacionada con la evaluación del efecto de incentivo y la necesidad de ayuda, como se indica en la sección 5.2.3.

En su evaluación detallada, la Comisión tendrá especialmente en cuenta cualquier evaluación de impacto de la medida propuesta que el Estado miembro haya realizado. Cuando el Estado miembro se haya planteado otras posibles estrategias y se hayan establecido y presentado a la Comisión las ventajas de utilizar un instrumento selectivo como la ayuda estatal, las medidas correspondientes se considerarán un instrumento apropiado. La Comisión también evaluará las pruebas de otras medidas adoptadas o que deban adoptarse para abordar el déficit de capital, sobre todo mediante evaluaciones *a posteriori*, y los asuntos relacionados con la oferta o la demanda que afecten a las PYME objetivo, para ver cómo interactuarían con la medida de capital riesgo propuesta.

### 5.2.3 Efecto de incentivo y necesidad de la ayuda

El efecto de incentivo de las medidas de ayuda de capital riesgo desempeña un papel crucial en la evaluación de la compatibilidad. La Comisión cree que el efecto de incentivo se da en las medidas que cumplen todos los criterios enumerados en la sección 4. Sin embargo, para las medidas tratadas en la presente sección la presencia del efecto de incentivo resulta menos obvia. Así pues, la Comisión también tendrá en cuenta los siguientes criterios adicionales que demuestran el carácter lucrativo de las decisiones de inversión y la gestión comercial de la medida, cuando corresponda.

#### 5.2.3.1 Gestión comercial

Además de las condiciones establecidas en la sección 4.3.6, la Comisión valorará positivamente que la medida de capital riesgo o el fondo sean gestionados por profesionales del sector privado o profesionales independientes elegidos con arreglo a un procedimiento transparente y no discriminatorio, preferentemente una licitación abierta, con demostrada experiencia e historial en las inversiones del mercado de capitales, a ser posible en el mismo sector o sectores a los que se destine el fondo, y con una comprensión de las bases legales y contables pertinentes para la inversión.

#### 5.2.3.2 Presencia de un comité de inversión

Otro elemento positivo sería la existencia de un comité de inversión independiente de la sociedad de gestión del fondo y compuesto por expertos independientes procedentes del sector privado con una experiencia significativa en el sector afectado, y preferiblemente también por representantes de los inversores, o por expertos independientes escogidos mediante un procedimiento transparente y no discriminatorio, preferentemente una licitación abierta. Estos expertos proporcionarían a los gestores o a la sociedad de gestión análisis de la situación actualizada del mercado y de las perspectivas futuras y estudiarían y les propondrían potenciales empresas objetivo con buenas perspectivas de inversión.

#### 5.2.3.3 Volumen de la medida/del fondo

La Comisión valorará positivamente que una medida de capital riesgo tenga un presupuesto para inversiones en PYME objetivo de un volumen suficiente para aprovechar economías de escala en la administración de un fondo y la posibilidad de diversificar el riesgo a través de un grupo con un número suficiente de inversiones. El volumen del fondo debería ser tal que garantice la posibilidad de absorción de los costes de transacción o pueda financiar las últimas etapas de las empresas objetivo, que son más rentables. Fondos mayores también se valorarán positivamente teniendo en cuenta el sector al que se destinan, y siempre que se minimicen los riesgos de exclusión de la inversión privada y de falseamiento de la competencia.

#### 5.2.3.4 Presencia de inversores informales (*business angels*)

Para las medidas destinadas al capital inicial, teniendo en cuenta el nivel más pronunciado de deficiencia del mercado que puede percibirse en esta fase, la Comisión valorará positivamente una implicación directa o indirecta de inversores informales en las inversiones en las fases iniciales. En estas circunstancias está, por lo tanto, dispuesta a considerar compatibles con el mercado común medidas que impliquen un predominio de los instrumentos de deuda, incluido un grado de subordinación más elevado de los fondos estatales y un derecho a los primeros beneficios para los inversores informales, o una remuneración más elevada para su provisión de capital y su participación activa en la gestión de la medida/del fondo o de las empresas objetivo.

#### 5.2.4 Proporcionalidad

La compatibilidad exige que la cantidad de ayuda se limite al mínimo necesario. La forma de lograr este aspecto de proporcionalidad dependerá necesariamente de la forma de la medida en cuestión. Sin embargo, en ausencia de cualquier mecanismo para verificar que los inversores no reciben una compensación excesiva, o una medida en la que el riesgo de pérdidas sea asumido plenamente por el sector público o en que los beneficios vayan a parar en su totalidad a los otros inversores, la medida no se considerará proporcionada.

La Comisión considerará que los siguientes elementos influyen positivamente en la valoración de la proporcionalidad, ya que representan un planteamiento de mejores prácticas:

- a) **Oferta abierta para los administradores.** Se valorará positivamente una oferta abierta, transparente y no discriminatoria para la selección de los administradores o de la sociedad de gestión que garantice la mejor combinación de calidad y optimización de la inversión, ya que limitará el importe de los gastos (y posiblemente de la ayuda) al mínimo necesario y también minimizará el falseamiento de la competencia.
- b) **Oferta o invitación pública a los inversores.** Una oferta para el establecimiento de «condiciones preferentes» ofrecidas a los inversores, o la disponibilidad de dichas condiciones a otros inversores. Esta disponibilidad podría adoptar la forma de invitación pública a los inversores en el momento del lanzamiento de un fondo de inversión o instrumento de inversión, o podría adoptar la forma de un sistema (por ejemplo, un sistema de garantía) que permaneciese abierto a nuevos operadores durante un período amplio.

### 5.3 Efectos negativos de la ayuda

La Comisión comparará los efectos negativos potenciales en términos de falseamiento de la competencia y riesgo de exclusión de la inversión privada con los efectos positivos al evaluar la compatibilidad de las medidas de capital riesgo. Habrá que analizar estos efectos potencialmente negativos en cada uno de los tres niveles donde la ayuda pueda estar presente. La ayuda a los inversores, a los instrumentos de inversión y a los fondos de inversión puede afectar negativamente a la competencia en el mercado para la provisión de capital riesgo. La ayuda a las empresas objetivo puede afectar negativamente a los mercados del producto donde compitan estas empresas.

#### 5.3.1 Exclusión

En el mercado para la provisión de capital riesgo, la ayuda estatal puede dar lugar a una exclusión de la inversión privada. Esto podría reducir los incentivos de los inversores privados para proporcionar financiación a las PYME objetivo y animarles a esperar a que el Estado proporcione ayuda para esas inversiones. Este riesgo se hace más acentuado cuanto mayor sea el montante de un tramo de inversión invertido en una empresa, o el tamaño de la empresa, y más tardía la etapa empresarial, pues el capital riesgo privado se hace progresivamente disponible en estas circunstancias.

Así pues, la Comisión exigirá pruebas específicas sobre el riesgo de exclusión para las medidas que proporcionen tramos de inversión más amplios en las PYME objetivo, para las inversiones de seguimiento, para la financiación de la fase de expansión en medianas empresas en áreas no asistidas o para las medidas con poca participación de inversores privados o medidas que impliquen específicamente un instrumento de inversión.

Además, los Estados miembros tendrán que proporcionar pruebas que demuestren que no existe ningún riesgo de exclusión, especialmente en lo referente a la estructura del segmento, sector o industria objetivo. Pueden resultar pertinentes los siguientes elementos:

- a) el número de empresas/fondos /instrumentos de inversión de capital de especulación presentes a escala nacional o en la zona en caso de un fondo regional y los segmentos en que actúan;

- b) las inversiones objetivo en términos de tamaño de las empresas, etapa de crecimiento y sector empresarial;
- c) el volumen medio por operación y posiblemente el volumen mínimo por operación que examinarían los fondos o los inversores;
- d) el montante total del capital de especulación disponible para las empresas, el sector y la etapa objetivos de la medida pertinente.

### 5.3.2 Otros falseamientos de la competencia

Como la mayoría de las PYME objetivo son de reciente creación, en el mercado donde están presentes, es poco probable que éstas tengan un poder de mercado significativo y que haya por lo tanto un falseamiento significativo de la competencia a este respecto. Sin embargo, no puede excluirse la posibilidad de que las medidas de capital riesgo tengan el efecto de mantener a flote a empresas o sectores ineficaces, que de otro modo desaparecerían. Además, un exceso de financiación de capital riesgo en empresas ineficaces puede aumentar artificialmente su valoración y distorsionar de esta forma el mercado de capital riesgo por parte de los proveedores de fondos, que tendrían que pagar unos precios más elevados para comprar estas empresas. La ayuda sectorial específica también puede mantener la producción en sectores no competitivos, mientras que la ayuda regional específica puede generar una asignación ineficaz de los factores de producción entre regiones.

En su análisis de estos riesgos, la Comisión examinará, en particular, los siguientes factores:

- a) rentabilidad general de las empresas en las que se invierta a lo largo del tiempo y perspectivas de rentabilidad futura;
- b) índice de deficiencia de las empresas objeto de la medida;
- c) tamaño máximo del tramo de inversión previsto por la medida con respecto al volumen de negocios y a los costes de las PYME objetivo;
- d) exceso de capacidad del sector que se beneficia de la ayuda.

### 5.4 Equilibrio y decisión

Teniendo en cuenta los elementos positivos y negativos citados previamente, la Comisión calibrará los efectos de la medida de capital riesgo y determinará si las distorsiones resultantes afectan desfavorablemente a las condiciones comerciales en un grado contrario al interés común. El análisis en cada caso concreto se basará en una evaluación general del impacto positivo y negativo previsible de la ayuda estatal. A este efecto, la Comisión no utilizará los criterios establecidos en estas directrices de forma mecánica, sino que hará una evaluación general de su importancia relativa.

La Comisión no puede presentar objeciones a la medida de ayuda notificada sin entrar en el procedimiento formal de investigación, o bien, siguiendo el procedimiento formal de investigación establecido en el artículo 6 del Reglamento (CE) nº 659/1999, puede cerrar el procedimiento con una decisión con arreglo al artículo 7 de dicho Reglamento. Si adopta una decisión condicional en el sentido del artículo 7, apartado 4, del Reglamento (CE) nº 659/1999, por la que se cierre un procedimiento formal de investigación, puede incluir en especial las siguientes condiciones para limitar el potencial falseamiento de la competencia y asegurar la proporcionalidad:

- a) si se prevén unos umbrales más elevados de los tramos de inversión por empresa objetivo, puede disminuir la cantidad máxima propuesta por tramo de inversión o establecer un importe máximo general de financiación por empresa objetivo;
- b) si se prevén inversiones en la fase de expansión en medianas empresas en zonas no asistidas, puede limitar las inversiones para que sean predominantes en la fase inicial y de puesta en marcha o limitarlas a una o dos series o limitar los tramos a un umbral máximo por empresa objetivo;

- c) si se prevé una inversión de seguimiento, puede establecer límites específicos a la cantidad máxima que deba invertirse en cada empresa objetivo, a la etapa de inversión seleccionable para la intervención, o al periodo durante el cual pueda concederse la ayuda, teniendo también en cuenta el sector afectado y el volumen del fondo;
- d) si se prevé una participación más baja de los inversores privados, puede exigir un aumento progresivo de la participación de los inversores privados a lo largo de la vida del fondo, teniendo especialmente en cuenta la etapa empresarial, el sector, los niveles respectivos de participación en los beneficios y la subordinación, y posiblemente la localización en zonas asistidas, de las empresas objetivo;
- e) para las medidas que proporcionen únicamente capital inicial, puede exigir a los Estados miembros que se aseguren de que el Estado reciba una rentabilidad adecuada de su inversión que sea proporcionada a los riesgos contraídos para estas inversiones, en especial cuando el Estado financie la inversión en forma de cuasicapital o instrumentos de deuda, cuya rentabilidad deba vincularse, por ejemplo, a derechos potenciales de explotación (por ejemplo, las regalías) generados por derechos de propiedad intelectual derivados de la inversión;
- f) exigir un equilibrio distinto entre los acuerdos para compartir los beneficios o pérdidas respectivos y el nivel de subordinación entre el Estado y los inversores privados;
- g) exigir compromisos más rigurosos por lo que se refiere a la acumulación de la ayuda de capital riesgo con la ayuda concedida con arreglo a otros reglamentos o a otro marco de ayudas estatales, mediante derogación de la sección 6.

## 6 ACUMULACIÓN

Cuando el capital proporcionado a una empresa objetivo con arreglo a una medida de capital riesgo cubierta por estas directrices se utilice para financiar la inversión inicial u otros costes elegibles para la ayuda con arreglo a otras regulaciones de la exención por categorías, directrices, marcos dispositivos u otros documentos relacionados con las ayudas estatales, los umbrales de ayuda pertinentes o las cantidades máximas elegibles deberán reducirse en general un 50 % y un 20 % para las empresas objetivo situadas en zonas asistidas a lo largo de los tres primeros años de la primera inversión de capital riesgo y hasta la cantidad total recibida. Esta reducción no es aplicable a las intensidades de ayuda establecidas en el Encuadramiento comunitario sobre ayudas de estado de investigación y desarrollo <sup>(1)</sup> o cualquier marco posterior o regulación de la exención por categorías en este campo.

## 7 DISPOSICIONES FINALES

### 7.1 Seguimiento y presentación de informes

El Reglamento (CE) n° 659/1999 y el Reglamento (CE) n° 794/2004 de la Comisión, de 21 de abril de 2004, por el que se establecen disposiciones de aplicación del Reglamento (CE) n° 659/1999 del Consejo por el que se establecen disposiciones de aplicación del artículo 93 del Tratado CE <sup>(2)</sup>, exigen que los Estados miembros presenten informes anuales a la Comisión.

En lo relativo a las medidas de capital riesgo, estos informes deben facilitar un desglose de las inversiones efectuadas por el fondo o con arreglo a la medida de capital riesgo, incluida una lista de todas las empresas beneficiarias de las medidas de capital riesgo. El informe también debe proporcionar una breve descripción de la actividad de los fondos de inversión con detalles de operaciones potenciales observadas y las transacciones realmente realizadas, así como el resultado de los instrumentos de inversión con información agregada sobre el importe del capital obtenido por medio del instrumento. La Comisión puede exigir información adicional relativa a la ayuda concedida para comprobar que se respeten las condiciones de la decisión de la Comisión por la que se aprueba la medida de ayuda.

Los informes anuales se publicarán en el sitio de internet de la Comisión.

<sup>(1)</sup> DO C 45 de 17.2.1996, p. 5.

<sup>(2)</sup> DO L 140 de 30.4.2004, p. 1.

Asimismo, la Comisión considera que son necesarias nuevas medidas para mejorar la transparencia de la ayuda estatal en la Comunidad. En particular, parece necesario garantizar que los Estados miembros, los operadores económicos, las partes interesadas y la propia Comisión tengan fácil acceso al texto completo de todos los programas de ayuda de capital riesgo aplicables.

Esto puede lograrse fácilmente estableciendo enlaces en internet. Por ese motivo, al examinar los programas de ayuda de capital riesgo, la Comisión exigirá sistemáticamente al Estado miembro correspondiente que publique el texto completo de todos los programas de ayuda definitivos en internet y comunique la dirección de internet de la publicación a la Comisión.

El programa no deberá aplicarse hasta que la información se publique en internet.

Los Estados miembros deben llevar registros detallados relativos a la concesión de la ayuda para todas las medidas de capital riesgo. Estos registros deben contener toda la información necesaria para determinar que se han observado las condiciones establecidas en las directrices, especialmente en lo relativo al tamaño del tramo, el tamaño de la empresa (pequeña o mediana), la fase de desarrollo (inicio, puesta en marcha o expansión), su sector de actividad (a ser posible, con cuatro dígitos de la clasificación NACE), así como información sobre la gestión de los fondos y sobre los otros criterios mencionados en las presentes directrices. Esta información debe mantenerse durante diez años a partir de la fecha de concesión de la ayuda.

La Comisión pedirá a los Estados miembros que faciliten esta información con el fin de efectuar una evaluación de impacto de estas directrices tres años después de su entrada en vigor.

### 7.2 Entrada en vigor y validez

La Comisión aplicará las presentes directrices a partir de su fecha de publicación en el *Diario Oficial de la Unión Europea*. Las presentes directrices reemplazarán a la Comunicación de 2001 sobre ayudas estatales y capital riesgo.

Las presentes directrices dejarán de ser válidas el 31 de diciembre de 2013. La Comisión, previa consulta con los Estados miembros, podrá modificarlas antes de esa fecha cuando así lo justifiquen razones importantes relacionadas con la política de competencia o de capital riesgo, o para tener en cuenta otras políticas comunitarias o compromisos internacionales. Cuando resulte útil, la Comisión también podrá dar otras aclaraciones de su planteamiento en asuntos concretos. La Comisión tiene intención de revisar estas directrices tres años después de su entrada en vigor.

La Comisión aplicará las presentes directrices a todas las medidas de capital riesgo notificadas con respecto a las cuales deba adoptar una decisión tras la publicación de las directrices en el *Diario Oficial*, incluso cuando las medidas se hubieran notificado antes de su publicación.

De acuerdo con la Comunicación de la Comisión sobre la determinación de las normas aplicables a la evaluación de las ayudas estatales ilegales («consecutio legis») <sup>(1)</sup>, la Comisión aplicará lo siguiente sobre ayudas no comunicadas:

- a) Las presentes directrices, si la ayuda se hubiera concedido después de la publicación de las mismas en el *Diario Oficial de la Unión Europea*;
- b) la Comunicación de 2001 sobre Ayudas Estatales y Capital Riesgo en los demás casos.

### 7.3 Medidas apropiadas

La Comisión propone a los Estados miembros, sobre la base del artículo 88, apartado 1, del Tratado CE, las siguientes medidas apropiadas referentes a sus respectivas medidas existentes sobre capital riesgo.

Los Estados miembros deberán modificar, cuando proceda, sus medidas de capital riesgo en vigor para alinearlas con las presentes directrices en el plazo de los doce meses siguientes a la publicación de las directrices.

Se invita a los Estados miembros a dar su acuerdo incondicional y explícito a estas medidas apropiadas propuestas en el plazo de dos meses contados a partir de la fecha de publicación de las presentes directrices. A falta de respuesta, la Comisión asumirá que el Estado miembro en cuestión no está de acuerdo con las medidas propuestas.

---

<sup>(1)</sup> DO C 119 de 22.5.2002, p. 22.