

**COMUNICACIÓN DE LA COMISIÓN****Directrices sobre las ayudas estatales para promover las inversiones de financiación de riesgo**

(2014/C 19/04)

## ÍNDICE

1.	Introducción .....	6
2.	Ámbito de aplicación de las Directrices y definiciones .....	9
2.1.	Criterio del operador en una economía de mercado .....	10
2.1.1.	Ayudas a los inversores .....	11
2.1.2.	Ayudas a un intermediario financiero y/o a su gestor .....	11
2.1.3.	Ayudas a las empresas que reciben la inversión .....	12
2.2.	Ayudas a la financiación de riesgo sujetas a notificación .....	12
2.3.	Definiciones .....	14
3.	Evaluación de la compatibilidad de las ayudas a la financiación de riesgo .....	16
3.1.	Principios de evaluación comunes .....	16
3.2.	Contribución a un objetivo común .....	17
3.2.1.	Objetivos políticos específicos perseguidos por la medida .....	17
3.2.2.	Contribución a los objetivos políticos de los intermediarios financieros .....	17
3.3.	Necesidad de la intervención del Estado .....	18
3.3.1.	Medidas destinadas a las categorías de empresas no comprendidas en el ámbito de aplicación del Reglamento general de exención por categorías .....	19
a)	Pequeñas empresas de capitalización media .....	19
b)	Empresas de mediana capitalización innovadoras .....	19
c)	Empresas que reciben la inversión inicial de financiación de riesgo más de siete años después de su primera venta comercial .....	19
d)	Empresas que requieren una inversión de financiación de riesgo de un importe superior al límite máximo establecido en el Reglamento general de exención por categorías .....	20
e)	Plataformas de negociación alternativas que no reúnen los requisitos exigidos por el Reglamento general de exención por categorías .....	20
3.3.2.	Medidas cuyos parámetros de diseño no reúnen los requisitos del Reglamento general de exención por categorías .....	21
a)	Instrumentos financieros en los que la participación de los inversores privados es inferior a los porcentajes establecidos en el Reglamento general de exención por categorías .....	21

b) Instrumentos financieros cuyos parámetros de diseño superan los límites máximos establecidos en el Reglamento general de exención por categorías .....	21
c) Instrumentos financieros distintos de las garantías en los que se seleccionan los inversores, los intermediarios financieros y sus gestores dando prioridad a la protección frente a pérdidas sobre la participación asimétrica en los beneficios .....	21
d) Incentivos fiscales para los inversores corporativos, en particular para los intermediarios financieros y sus gestores cuando actúan como coinversores .....	22
3.4. Idoneidad de la medida de ayuda .....	22
3.4.1. Idoneidad respecto a otros instrumentos políticos y otros instrumentos de ayuda .....	22
3.4.2. Requisitos de los instrumentos financieros .....	23
a) Inversiones en forma de capital .....	24
b) Instrumentos de deuda con aportación de fondos: préstamos .....	25
c) Instrumentos de deuda sin aportación de fondos: garantías .....	26
3.4.3. Requisitos de los instrumentos fiscales .....	26
3.4.4. Requisitos de las medidas de ayuda a las plataformas de negociación alternativas .....	27
3.5. Efecto de incentivo de las ayudas .....	27
3.6. Proporcionalidad de la ayuda .....	28
3.6.1. Condiciones de los instrumentos financieros .....	28
3.6.2. Condiciones de los instrumentos fiscales .....	29
3.6.3. Condiciones de las plataformas de negociación alternativas .....	30
3.7. Prevención de los efectos negativos injustificados sobre la competencia y el comercio .....	30
3.8. Transparencia .....	31
3.9. Acumulación .....	32
4. Evaluación .....	32
5. Disposiciones finales .....	33
5.1. Prórroga de las Directrices de capital riesgo .....	33
5.2. Aplicabilidad de las normas .....	33
5.3. Medidas apropiadas .....	33
5.4. Presentación de informes y seguimiento .....	33
5.5. Revisión .....	34

## 1. INTRODUCCIÓN

1. En virtud del artículo 107, apartado 3, letra c), del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea, la Comisión puede considerar compatibles con el mercado interior las ayudas destinadas a facilitar el desarrollo de determinadas actividades económicas, siempre que no alteren las condiciones de los intercambios en forma contraria al interés común. Por las razones que se indican en las presentes Directrices, la Comisión considera que el desarrollo del mercado de financiación de riesgo y la mejora del acceso al mismo por parte de las pequeñas y medianas empresas («PYME»), las pequeñas empresas de capitalización media y las empresas de mediana capitalización innovadoras es de gran importancia para la economía de la Unión en su conjunto.
2. Los incentivos al desarrollo y expansión de las nuevas empresas, especialmente de las innovadoras y de alto crecimiento, pueden representar un gran potencial para crear empleo. Por consiguiente, un mercado eficiente de financiación de riesgo para las PYME resulta crucial para que las empresas emprendedoras tengan la posibilidad de obtener la financiación necesaria en cada etapa de su desarrollo.
3. Aunque tengan perspectivas de crecimiento, las PYME pueden tropezar con dificultades para acceder a la financiación, especialmente en las etapas iniciales de su desarrollo. En la raíz de estas dificultades encontramos el problema de la información asimétrica: las PYME, sobre todo cuando son jóvenes, no suelen ser capaces de demostrar a los inversores su solvencia o la solidez de sus planes empresariales. En tales circunstancias, los métodos dinámicos de análisis de inversiones utilizados por los inversores para conceder financiación a las grandes empresas pueden no resultar rentables cuando se aplican a operaciones destinadas a las PYME, porque el coste del análisis es demasiado elevado respecto al importe de la inversión. Por consiguiente, con independencia de la calidad de su proyecto y de su potencial de crecimiento, probablemente estas PYME no podrán acceder a la financiación que necesitan, en la medida en que carezcan de un historial acreditado y de garantías suficientes. Como consecuencia de esta información asimétrica, es posible que los mercados financieros para empresas no aporten a las PYME de reciente creación y de alto potencial de crecimiento el capital o los créditos necesarios, lo que conlleva una deficiencia persistente del mercado de capitales que impide la coincidencia de la oferta y la demanda a un precio aceptable para ambas partes y afecta negativamente a las perspectivas de crecimiento de las PYME. En determinadas circunstancias, las pequeñas empresas de capitalización media y las empresas de mediana capitalización innovadoras pueden tener que enfrentarse con esta misma deficiencia del mercado.
4. Las consecuencias de que una empresa no consiga financiación pueden extenderse asimismo más allá de esta entidad concreta debido, en particular, a las externalidades del crecimiento. Muchos sectores de éxito registran grandes incrementos de productividad, no porque todas las empresas presentes en el mercado sean más productivas, sino porque las más eficientes y avanzadas tecnológicamente crecen a expensas de las menos eficientes (o de aquellas con productos obsoletos). En la medida en que este proceso se vea alterado por el hecho de que empresas con potencial de éxito no consiguen financiación, las consecuencias de más amplio alcance sobre el incremento de la productividad probablemente serán negativas. Así pues, la entrada en el mercado de un mayor número de empresas puede estimular el crecimiento.
5. Por lo tanto, la existencia de un déficit de financiación que afecta a las PYME, a las pequeñas empresas de capitalización media y a las empresas de mediana capitalización innovadoras puede justificar medidas públicas de apoyo, en particular la concesión de ayudas estatales en determinadas circunstancias específicas. Aplicadas a los fines específicos adecuados, las ayudas estatales destinadas a apoyar el acceso a la financiación de riesgo de estas empresas pueden representar un medio eficaz para compensar las deficiencias del mercado señaladas y apalancar capital privado.
6. El acceso a la financiación para las PYME es uno de los objetivos de interés común en que se basa la Estrategia Europa 2020 <sup>(1)</sup>. En particular, la iniciativa emblemática «Unión por la innovación» <sup>(2)</sup> trata de mejorar las condiciones marco y el acceso a la financiación destinada a la investigación y la

<sup>(1)</sup> En particular, la Comunicación de la Comisión «Europa 2020 — Una estrategia para un crecimiento inteligente, sostenible e integrador», COM(2010) 2020 final de 3.3.2010, define un marco estratégico para un planteamiento novedoso de la política industrial que debería colocar a la economía de la Unión en una senda de crecimiento dinámico y reforzar su competitividad. Subraya la importancia de mejorar el acceso a la financiación de las empresas, especialmente de las PYME.

<sup>(2)</sup> Comunicación de la Comisión «Iniciativa emblemática de Europa 2020 Unión por la innovación», COM(2010) 546 final de 6.10.2010.

innovación, al objeto de garantizar que las ideas innovadoras puedan transformarse en productos y servicios que generen crecimiento y empleo. Otra iniciativa emblemática es «Una política industrial para la era de la mundialización»<sup>(3)</sup>, concebida para mejorar el entorno empresarial y apoyar el desarrollo de un sector industrial fuerte y sostenible, capaz de competir a escala global. La «Hoja de Ruta hacia una Europa eficiente en el uso de los recursos»<sup>(4)</sup> invita a establecer unas condiciones de referencia claras a fin de mejorar el nivel de seguridad de los inversores y el acceso a la financiación por parte de las empresas que realicen inversiones ecológicas, consideradas más arriesgadas o con plazos de reembolso más largos. Por otro lado, la «Small Business Act»<sup>(5)</sup> define una serie de principios que deberán inspirar la creación de una estrategia general concebida para contribuir al desarrollo de las PYME. Uno de estos principios consiste en facilitar el acceso de las PYME a la financiación. Este mismo principio queda reflejado igualmente en el Acta del Mercado Único<sup>(6)</sup>.

7. En este contexto de políticas, el Plan de acción de 2011 para mejorar el acceso a la financiación de las PYME<sup>(7)</sup> y el debate suscitado en 2013 por el Libro Verde relativo a la financiación a largo plazo de la economía europea<sup>(8)</sup> reconocen que el éxito económico de la Unión depende en gran medida de que las PYME crezcan, a pesar de que a menudo estas se enfrentan, no obstante, con dificultades significativas a la hora de obtener financiación. Para afrontar este desafío se han adoptado o propuesto iniciativas políticas destinadas a hacer a las PYME más visibles ante los inversores y a que los mercados financieros sean más atractivos y accesibles para las PYME.
8. En fechas muy recientes se han adoptado dos iniciativas relevantes en materia de fondos de inversión: el Reglamento sobre los fondos de capital riesgo europeos<sup>(9)</sup>, adoptado en 2013, que autoriza a los fondos de capital riesgo de la Unión a comercializar sus fondos y a obtener capital en el mercado interior y la propuesta de Reglamento sobre los fondos de inversión a largo plazo europeos<sup>(10)</sup> que aspira a introducir unas condiciones generales para facilitar el funcionamiento de los fondos de inversión privados que cuenten con un compromiso a largo plazo de sus inversores.
9. Además de estos reglamentos específicos, el marco normativo para la gestión y el funcionamiento de los fondos de inversión activos en la financiación de riesgo, como los fondos de capital privado, lo constituye la Directiva relativa a los gestores de fondos de inversión alternativos («GFIA»)<sup>(11)</sup>.
10. De conformidad con estas iniciativas políticas, la Comisión tiene el propósito de utilizar el presupuesto de la Unión para facilitar a las PYME el acceso a la financiación con vistas a colmar las deficiencias estructurales del mercado que limitan su crecimiento. A tal efecto, se han formulado propuestas encaminadas a potenciar el uso de los nuevos instrumentos financieros<sup>(12)</sup> dentro del Marco Financiero Plurianual (MFP). En particular, los programas de financiación comunitarios COSME<sup>(13)</sup> y Horizonte 2020<sup>(14)</sup> tratarán de mejorar el uso de los recursos públicos a través de mecanismos de

<sup>(3)</sup> Comunicación de la Comisión «Una política industrial integrada para la era de la globalización», COM(2010) 614 final de 28.10.2010.

<sup>(4)</sup> Comunicación de la Comisión «Hoja de ruta hacia una Europa eficiente en el uso de recursos», COM(2011) 571 final de 20.9.2011.

<sup>(5)</sup> Comunicación de la Comisión «Pensar primero a pequeña escala» «Small Business Act» para Europa: iniciativa en favor de las pequeñas empresas, COM(2008) 394 final de 25.6.2008.

<sup>(6)</sup> Comunicación de la Comisión «Acta del Mercado Único, doce prioridades para estimular el crecimiento y reforzar la confianza, "Juntos para un nuevo crecimiento"», COM(2011) 206 final, de 13.1.2011.

<sup>(7)</sup> Comunicación de la Comisión «Plan de acción para mejorar el acceso a la financiación de las PYME», COM(2011) 870 final de 7.12.2011.

<sup>(8)</sup> COM(2013) 150 final de 25.3.2013.

<sup>(9)</sup> Reglamento (UE) n° 345/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 17 de abril de 2013, sobre los fondos de capital riesgo europeos (DO L 115 de 25.4.2013, p. 1).

<sup>(10)</sup> Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo sobre los fondos de inversión a largo plazo, COM(2013) 462 final, 2013/0214 (COD).

<sup>(11)</sup> Directiva 2011/61/UE, de 8 de junio de 2011, relativa a los gestores de fondos de inversión alternativos y por la que se modifican las Directivas 2003/41/CE y 2009/65/CE y los Reglamentos (CE) n° 1060/2009 y (UE) n° 1095/2010 (DO L 174 de 1.7.2011, p. 1).

<sup>(12)</sup> Los instrumentos financieros abarcan los instrumentos que no tienen carácter de subvención, pudiendo revestir la forma de instrumentos de deuda (préstamos, garantías) o de instrumentos de capital (inversiones en capital en sentido estricto o en cuasicapital, o bien otros instrumentos de riesgo compartido).

<sup>(13)</sup> Reglamento (UE) n° 1287/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo por el que se establece el Programa para la Competitividad de las Empresas y para las Pequeñas y Medianas Empresas (COSME) (2014-2020) y por el que se deroga la Decisión n° 1639/2006/CE (DO L 347 de 20.12.2013, p. 33).

<sup>(14)</sup> Reglamento (UE) n° 1291/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo por el que se establecen las normas de participación y difusión relativas a Horizonte 2020, Programa Marco de Investigación e Innovación (2014-2020) y por el que se deroga la Decisión n° 1982/2006 (DO L 347 de 20.12.2013, p. 104).

financiación de riesgo compartido destinados a las PYME en sus etapas inicial, de crecimiento y de transferencia, y también a las pequeñas empresas de capitalización media y a las de mediana capitalización innovadoras, prestando una particular atención a las medidas destinadas a apoyar sin discontinuidades desde la innovación hasta su comercialización, y en particular a la utilización comercial de los resultados de la investigación y desarrollo («I+D») <sup>(15)</sup>.

11. En el ámbito de la política de cohesión, el Reglamento por el que establecen disposiciones comunes <sup>(16)</sup> trata de impulsar las medidas dirigidas a desarrollar los mecanismos financieros dotados por los Estados miembros a partir de sus asignaciones de los Fondos Estructurales y de los Fondos de Inversión, promoviendo el uso de los instrumentos de capital y de deuda y haciendo que su aplicación sea más sencilla, flexible y eficaz <sup>(17)</sup>.
12. La Comisión organizó en 2012 una consulta pública <sup>(18)</sup> para recoger información sobre el alcance de la deficiencia del mercado que afecta al acceso a la financiación de las PYME mediante deuda y capital, y en torno a la idoneidad de las Directrices sobre capital riesgo de 2006 <sup>(19)</sup>. Los resultados de la consulta pública pusieron de manifiesto que los principios básicos consagrados en estas Directrices han constituido una base sólida para encauzar los recursos de los Estados miembros hacia las PYME destinatarias de los mismos, limitando los riesgos de exclusión. Sin embargo, la consulta pública puso de relieve asimismo que las Directrices sobre capital riesgo se consideraban a menudo demasiado restrictivas en lo relativo a las PYME subvencionables, modalidades de financiación, instrumentos de ayuda y organismos de financiación.
13. En la Comunicación sobre la modernización de las ayudas estatales <sup>(20)</sup>, la Comisión definió un ambicioso programa de modernización basado en tres objetivos principales:
  - a) impulsar un crecimiento sostenible, inteligente e integrador en un mercado interior competitivo;
  - b) concentrar la evaluación *ex ante* de la Comisión en los temas con una mayor incidencia para el mercado interior, reforzando al mismo tiempo la cooperación de los Estados miembros en la aplicación de las normas sobre ayudas estatales, y
  - c) racionalizar las normas con objeto de acelerar la toma de decisiones.
14. A la luz de cuanto antecede, se ha considerado apropiado revisar a fondo el régimen de ayudas estatales aplicable a las medidas de capital riesgo, incluidas las abarcadas por el Reglamento general de exención por categorías <sup>(21)</sup>, de forma que se promueva una aportación más eficiente y eficaz de las diversas modalidades de financiación de riesgo a una categoría más amplia de empresas subvencionables. En el caso de las medidas de exención por categorías, su notificación no es necesaria, porque se presupone que tratan de solucionar una deficiencia del mercado a través de medios adecuados y proporcionados, al tiempo que tienen un efecto incentivador y limitan al mínimo los posibles falseamientos de la competencia.

<sup>(15)</sup> Además, con el fin de ofrecer un mejor acceso a la financiación mediante préstamos, la Comisión, el Fondo Europeo de Inversiones y el Banco Europeo de Inversiones han creado conjuntamente un Instrumento de Riesgo Compartido («IRC») específico, encuadrado en el Séptimo Programa Marco de Investigación y Desarrollo (PM7). Véase [http://www.eif.org/what\\_we\\_do/guarantees/RSI/index.htm](http://www.eif.org/what_we_do/guarantees/RSI/index.htm). El IRC proporciona garantías parciales a los intermediarios financieros a través de un mecanismo de reparto del riesgo, reduciendo sus riesgos financieros e incentivándoles para que concedan préstamos a las PYME que realicen actividades de I+D o de innovación.

<sup>(16)</sup> Reglamento (UE) n° 1303/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo por el que se establecen disposiciones comunes relativas al Fondo Europeo de Desarrollo Regional, al Fondo Social Europeo, al Fondo de Cohesión, al Fondo Europeo Agrícola de Desarrollo Rural y al Fondo Europeo Marítimo y de la Pesca, incluidos en el Marco Estratégico Común, y por el que se establecen disposiciones generales relativas al Fondo Europeo de Desarrollo Regional, al Fondo Social Europeo, al Fondo de Cohesión, y al Fondo Europeo Marítimo y de Pesca y se deroga el Reglamento (CE) n° 1083/2006 del Consejo (DO L 347 de 20.12.2013, p. 320).

<sup>(17)</sup> Conviene señalar que también los Estados miembros han introducido medidas que hacen uso de instrumentos financieros similares, pero que se financian exclusivamente con recursos nacionales.

<sup>(18)</sup> El cuestionario se ha publicado en: [http://ec.europa.eu/competition/consultations/2012\\_risk\\_capital/questionnaire\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/competition/consultations/2012_risk_capital/questionnaire_en.pdf)

<sup>(19)</sup> Directrices comunitarias sobre ayudas estatales y capital riesgo para pequeñas y medianas empresas (DO C 194 de 18.8.2006, p. 2).

<sup>(20)</sup> Comunicación sobre modernización de las ayudas estatales en la UE, COM(2012) 209 final de 8.5.2012.

<sup>(21)</sup> Reglamento (CE) n° 800/2008 de la Comisión, de 6 de agosto de 2008, por el que se declaran determinadas categorías de ayuda compatibles con el mercado común en aplicación de los artículos 87 y 88 del Tratado (DO L 214 de 9.8.2008, p. 3) (actualmente en proceso de revisión).

## 2. ÁMBITO DE APLICACIÓN DE LAS DIRECTRICES Y DEFINICIONES

15. La Comisión aplicará los principios definidos en las presentes Directrices a las medidas de financiación de riesgo que no satisfagan todos los requisitos establecidos en el Reglamento general de exención por categorías. El Estado miembro de que se trate ha de notificar tales medidas en virtud del artículo 108, apartado 3, del Tratado, y la Comisión llevará a cabo una evaluación exhaustiva de la compatibilidad, tal como se describe en la sección 3 de las presentes Directrices.
16. No obstante, el Estado miembro también podrá optar por desarrollar medidas de financiación de riesgo de tal forma que no constituyan ayuda estatal en el sentido del artículo 107, apartado 1, del Tratado debido, por ejemplo, a que cumplen el criterio del operador que actúa en una economía de mercado o a que satisfacen las condiciones del Reglamento *de minimis* <sup>(22)</sup>. No será preciso notificar tales casos a la Comisión.
17. Nada de lo indicado en las presentes Directrices podrá interpretarse de modo tal que se ponga en entredicho la compatibilidad de las ayudas estatales que cumplen los criterios establecidos en cualquier otra directriz, marco o reglamento. La Comisión prestará especial atención a la necesidad de evitar que las presentes Directrices se utilicen para perseguir objetivos políticos a los que se dirigen otros marcos, directrices y reglamentos.
18. Las presentes Directrices se entenderán sin perjuicio de otros tipos de instrumentos financieros distintos de los abarcados en ellas, tales como los instrumentos que establecen la titulización de préstamos existentes, cuya evaluación será llevada a cabo con arreglo a la base jurídica pertinente en materia de ayuda estatal.
19. La Comisión solo aplicará los principios establecidos en las presentes Directrices a los regímenes de financiación de riesgo. No se aplicarán con respecto a las medidas *ad hoc* que faciliten ayuda de financiación de riesgo a determinadas empresas, salvo en el caso de medidas destinadas a apoyar una plataforma de negociación alternativa específica.
20. Es importante recordar que las medidas de ayuda de financiación de riesgo se han de desarrollar a través de intermediarios financieros o de plataformas de negociación alternativas, salvo en el caso de los incentivos fiscales relativos a las inversiones directas en empresas subvencionables. Por consiguiente, las medidas por las que un Estado miembro o una entidad pública realiza inversiones directas en empresas sin la intervención de tales vehículos intermediarios no se encuadran en el ámbito de aplicación de las normas de ayudas estatales de financiación de riesgo del Reglamento general de exención por categorías ni de las presentes Directrices.
21. Habida cuenta de su historial más consolidado y de su mayor colateralización, la Comisión no considera que exista una deficiencia general del mercado relacionada con el acceso a la financiación por parte de las grandes empresas. Con carácter excepcional, las medidas de financiación de riesgo pueden destinarse a las pequeñas empresas de capitalización media, de conformidad con la sección 3.3.1a), o a las empresas de mediana capitalización innovadoras que llevan a cabo proyectos de I+D e innovación, de conformidad con la sección 3.3.1b).
22. Las empresas admitidas a cotización oficial en una bolsa de valores o en un mercado regulado no pueden recibir ayudas a la financiación de riesgo, pues el hecho de que estén admitidas a cotización demuestra su capacidad de atraer la financiación privada.
23. No serán declaradas compatibles las medidas de ayuda de financiación de riesgo en ausencia total de inversores privados. En tales casos, el Estado miembro ha de considerar opciones alternativas que pueden ser más adecuadas para alcanzar los mismos objetivos y resultados, tales como ayudas regionales a la inversión o ayudas iniciales establecidas en el Reglamento general de exención por categorías.
24. No serán declaradas compatibles las medidas de ayuda de financiación de riesgo en las que los inversores privados no asuman riesgos apreciables y/o en las que los beneficios fluyan en su totalidad a los inversores privados. Que se compartan los riesgos y beneficios es una condición necesaria para limitar la exposición financiera del Estado y garantizar que este obtiene una rentabilidad justa.

<sup>(22)</sup> Reglamento (UE) n° 1407/2013 de la Comisión relativo a la aplicación de los artículos 107 y 108 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea a las ayudas *de minimis* (DO L 352 de 24.12.2013, p. 1); Reglamento (UE) n° 1408/2013 de la Comisión relativo a la aplicación de los artículos 107 y 108 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea a las ayudas *de minimis* en el sector agrícola (DO L 352 de 24.12.2013, p. 9); Reglamento (CE) n° 875/2007 de la Comisión relativo a la aplicación de los artículos 87 y 88 del Tratado CE a las ayudas *de minimis* en el sector pesquero y que modifica el Reglamento (CE) n° 1860/2004 (DO L 193 de 25.7.2007, p. 6), o el reglamento que lo sustituya.



25. Sin perjuicio de las ayudas a la financiación de riesgo en forma de capital de sustitución definidas en el Reglamento general de exención por categorías, las ayudas de financiación de riesgo no podrán emplearse para contribuir a la compra de participaciones.
26. Las ayudas a la financiación de riesgo no se considerarán compatibles con el mercado interior si se conceden a:
- a) empresas en crisis, tal como se definen en las Directrices comunitarias sobre ayudas estatales de salvamento y de reestructuración de empresas en crisis <sup>(23)</sup>, modificadas o sustituidas; no obstante, a los fines de las presentes Directrices, no se considerarán empresas en crisis las PYME, en el plazo de siete años desde su primera venta comercial, que cumplan las condiciones para recibir inversiones de financiación de riesgo tras las comprobaciones de diligencia debida por parte del intermediario financiero seleccionado, a menos que estén sujetas a procedimientos de insolvencia o, en aplicación de su Derecho interno, cumplan los criterios para que se les aplique el procedimiento de quiebra o insolvencia a instancias de sus acreedores;
  - b) empresas que han recibido ayuda estatal ilegal que no ha sido recuperada en su totalidad.
27. La Comisión no aplicará las presentes Directrices a las ayudas destinadas a actividades relacionadas con la exportación a terceros países o Estados miembros, es decir, las ayudas directamente vinculadas a las cantidades exportadas, a la creación y funcionamiento de una red de distribución o a otros gastos corrientes relacionados con la actividad exportadora, así como las ayudas condicionadas a la utilización de productos nacionales en lugar de importados.
28. La Comisión no aplicará las presentes Directrices a las medidas que entrañen, por sí mismas, por las condiciones inherentes a ellas o por su método de financiación, de forma indisoluble una infracción del Derecho de la Unión <sup>(24)</sup>, en particular:
- a) las medidas cuya ayuda esté supeditada a la obligación de utilizar bienes de producción nacional o servicios nacionales;
  - b) las medidas que infrinjan el artículo 49 del Tratado relativo a la libertad de establecimiento, en las que la ayuda esté supeditada a la obligación de que los intermediarios financieros, sus gestores o beneficiarios finales tengan su sede central en el territorio del Estado miembro de que se trate o la trasladen a él; ello se entiende sin perjuicio del requisito de que los intermediarios financieros o sus gestores dispongan de la licencia necesaria para desarrollar actividades de inversión y gestión en el Estado miembro de que se trate o de que los beneficiarios finales estén establecidos y desarrollen actividades económicas en su territorio;
  - c) las medidas que infrinjan el artículo 63 del Tratado relativo a la libre circulación de capitales.

### 2.1. Criterio del operador en una economía de mercado

29. Las medidas de financiación de riesgo suelen consistir en estructuras complejas que crean incentivos para que un grupo de operadores económicos (los inversores) proporcionen financiación de riesgo a otro grupo de operadores (las empresas subvencionables). Dependiendo del diseño de la medida y aunque las administraciones públicas persigan exclusivamente el objetivo de favorecer a este último grupo, podrán beneficiarse de las ayudas estatales las empresas pertenecientes a uno solo de los grupos, o bien a ambos. Por otra parte, en las medidas de financiación de riesgo siempre intervienen uno o varios intermediarios financieros cuyo estatuto jurídico puede ser distinto del de los inversores y beneficiarios finales de las inversiones. En tales casos será preciso, además, analizar si el intermediario financiero se beneficia de la ayuda estatal.
30. En general, se puede considerar que una intervención pública no constituye ayuda estatal, porque, por ejemplo, cumple el criterio del operador que actúa en una economía de mercado. Con arreglo a este criterio, las transacciones económicas que son efectuadas por empresas u organismos públicos en condiciones normales de mercado y no generan una ventaja para las otras partes intervinientes no constituyen ayudas estatales. Sin perjuicio de la prerrogativa última del Tribunal de Justicia de la Unión Europea de dictaminar sobre la existencia de ayuda, la presente sección ofrece orientaciones adicionales sobre la aplicación del criterio de operador que actúa en una economía de mercado al ámbito de la financiación de riesgo.

<sup>(23)</sup> DO C 244 de 1.10.2004, p. 2, prorrogadas por el DO C 156 de 9.7.2009, p. 3 y el DO C 296 de 2.10.2012, p. 3.

<sup>(24)</sup> Véanse, por ejemplo, el asunto C-156/98 Alemania/Comisión, Rec. 2000, p. I-6857, apartado 78 el asunto C-333/07 Régie Networks/Rhone Alpes Bourgogne, Rec. 2008, p. I-10807, apartados 94-116.

### 2.1.1. Ayudas a los inversores

31. Con carácter general, la Comisión considera que una inversión cumple el criterio del operador que actúa en una economía de mercado, no constituyendo por tanto ayuda estatal, si la misma se efectúa *pari passu* por parte de los inversores públicos y privados <sup>(25)</sup>. Se consideran *pari passu* las inversiones realizadas con arreglo a las mismas condiciones por los inversores públicos y privados, siempre que ambas categorías de inversores participen simultáneamente y que la participación del inversor privado sea económicamente significativa.
32. Se supondrá que una operación se efectúa con arreglo a las mismas condiciones cuando los inversores públicos y privados comparten los mismos riesgos e incentivos y están sujetos a idéntico grado de exposición a los mismos tipos de riesgo. Si el inversor público se encuentra en una posición mejor respecto al inversor privado como consecuencia, por ejemplo, de que recupera su inversión con mayor rapidez que los inversores privados, la medida también puede considerarse ajustada a las condiciones normales del mercado, siempre que los inversores privados no reciban ninguna ventaja
33. En el ámbito de la financiación de riesgo, se considerará que las operaciones de los inversores públicos y privados se realizan simultáneamente cuando ambas categorías de inversores inviertan al mismo tiempo en los beneficiarios finales por medio de la misma operación de inversión. En el caso de las inversiones realizadas a través de intermediarios público-privados, se supone que las inversiones efectuadas por los inversores públicos y privados se realizan simultáneamente.
34. Un requisito adicional consiste en que la financiación aportada por inversores privados que sean independientes de las empresas en las que invierten sea económicamente significativa <sup>(26)</sup> en relación con el volumen total de la inversión. En el caso de las medidas de financiación de riesgo, la Comisión considera que por «económicamente significativa» se puede entender un 30 % de inversión privada independiente.
35. En caso de que la inversión supere la prueba del inversor en una economía de mercado, la Comisión considera que las empresas objeto de inversión no son beneficiarias de ayuda estatal, ya que se considera que las inversiones que reciben se realizan en condiciones de mercado.
36. Cuando una medida autorice a los inversores privados a realizar inversiones de financiación de riesgo en una empresa o grupo de empresas con unas condiciones más favorables que las de las entidades públicas que invierten en las mismas empresas, estos inversores privados pueden obtener una ventaja (por lo que no se consideran inversiones *pari passu*). Dicha ventaja podrá adoptar diversas formas, como rendimientos preferentes (incentivos en caso de beneficios) o menor exposición a las pérdidas en comparación con los inversores públicos, en el supuesto de que la operación subyacente no alcance los resultados esperados (protección frente a pérdidas).

### 2.1.2. Ayudas a un intermediario financiero y/o a su gestor

37. Con carácter general, la Comisión considera que el intermediario financiero es un vehículo que facilita la transmisión de las ayudas a los inversores y/o a las empresas en las que se efectúa la inversión, más que un beneficiario de las ayudas por derecho propio, independientemente de si el intermediario financiero tiene personalidad jurídica o es un mero conjunto de activos gestionados por una empresa de gestión independiente.
38. Sin embargo, las medidas que impliquen transferencias directas a favor de un intermediario financiero, o que requieran su coinversión, pueden constituir ayudas, salvo que tales transferencias o coinversiones se lleven a cabo con arreglo a condiciones que serían aceptables para un operador económico normal que actúe en una economía de mercado.

<sup>(25)</sup> Entre los inversores privados se incluirán, por lo general, el FEI y el BEI que invierten a su propio riesgo y con sus propios recursos, los bancos que invierten a su propio riesgo y con sus propios recursos, las fundaciones y dotaciones privadas, oficinas familiares e inversores providenciales, inversores corporativos, compañías de seguros, fondos de pensiones, individuos e instituciones académicas.

<sup>(26)</sup> Por ejemplo, en el asunto Citynet Amsterdam, la Comisión concluyó que la participación de los dos operadores privados que aportaban un tercio del capital total de una empresa (teniendo en cuenta también la composición global del accionariado y que sus acciones eran suficientes para formar una minoría capaz de bloquear cualquier decisión estratégica de la empresa) podía considerarse económicamente significativa [véase la Decisión de la Comisión sobre la ayuda estatal C 53/2006 Citynet Amsterdam, Países Bajos (DO L 247 de 16.9.2008, p. 27, apartados 96-100)]. Por el contrario, en el asunto N 429/10 Banco Agrícola de Grecia (ATE) (DO C 317 de 29.10.2011, p. 5), la participación privada en la inversión era tan solo del 10 %, frente al 90 % del Estado, por lo que la Comisión concluyó que no se daban las condiciones *pari passu*, desde el momento en que la aportación de capital del Estado no iba acompañada de una aportación comparable de un accionista privado ni era proporcionada al número de acciones en poder del Estado.



39. Cuando la medida de financiación de riesgo la gestiona una entidad encargada, sin que dicha entidad coinvierta con el Estado miembro, se considera que la entidad encargada es un vehículo destinado a canalizar la financiación y no un beneficiario de la ayuda, siempre que no resulte compensado en exceso. No obstante, cuando la entidad encargada conceda financiación a la medida o coinvierta con el Estado miembro de manera similar a los intermediarios financieros, la Comisión tendrá que evaluar si la entidad encarga recibe ayuda estatal.
40. Cuando el gestor del intermediario financiero o la sociedad gestora (en lo sucesivo, «el gestor») se designe mediante un proceso de selección abierto, transparente, no discriminatorio y objetivo, o cuando la remuneración de dicho gestor refleje exactamente los niveles actuales del mercado para situaciones comparables, se supondrá que el gestor no recibe ayudas estatales.
41. Cuando el intermediario financiero y su gestor pertenezcan al sector público y no se hayan designado mediante un proceso de selección abierto, transparente, no discriminatorio y objetivo, no se considerarán beneficiarios de las ayudas, si su comisión de gestión está sujeta a un límite máximo y su remuneración global refleja las condiciones normales del mercado y está vinculada a los resultados. Por otra parte, los intermediarios financieros públicos han de estar gestionados comercialmente y sus gestores deberán adoptar decisiones de inversión de forma orientada a la obtención de beneficios y en condiciones de plena independencia del Estado. Además, los inversores privados se habrán de seleccionar mediante un proceso abierto, transparente, no discriminatorio y objetivo, analizando cada acuerdo. Se habrá de prever los mecanismos oportunos para evitar toda posible interferencia del Estado en la gestión cotidiana del fondo público.
42. Cuando la inversión del Estado a través del intermediario financiero revista la forma de préstamos o garantías, incluidas contragarantías, y se cumplan las condiciones establecidas en la Comunicación relativa a la fijación de los tipos de referencia <sup>(27)</sup> o en la Comunicación relativa a las ayudas estatales otorgadas en forma de garantía <sup>(28)</sup>, no se considerará que el intermediario financiero es beneficiario de ayuda estatal.
43. El hecho de que los intermediarios financieros puedan incrementar sus activos, y de que sus gestores puedan obtener unos mayores ingresos por comisiones se considerará solo como un efecto económico secundario de la medida y no como una ayuda a los intermediarios financieros y/o a sus administradores. Sin embargo, si la medida relativa a la financiación de riesgo está diseñada de tal forma que estos efectos secundarios se canalizan hacia determinados intermediarios financieros previamente identificados, se considerará que dichos intermediarios reciben ayudas indirectas.

#### 2.1.3. Ayudas a las empresas que reciben la inversión

44. Cuando los inversores, el intermediario financiero o sus gestores sean beneficiarios de ayudas, la Comisión considerará, con carácter general, que las mismas se transmiten, al menos en parte, a la empresa destinataria. Lo anterior se aplicará también al caso en que las decisiones de inversión adoptadas por los gestores del intermediario financiero obedezcan exclusivamente a criterios comerciales.
45. Cuando las inversiones en forma de préstamos o garantías concedidas a las empresas destinatarias al amparo de una medida de financiación de riesgo cumplan las condiciones establecidas en la Comunicación relativa a las garantías, tales empresas no se considerarán beneficiarias de ayuda estatal.

#### 2.2. Ayudas a la financiación de riesgo sujetas a notificación

46. De conformidad con el artículo 108, apartado 3, del Tratado, los Estados miembros deben notificar las medidas de financiación de riesgo que constituyan ayuda estatal a tenor del artículo 107, apartado 1, del Tratado (especialmente si no cumplen el criterio del operador en una economía de mercado), que queden al margen del ámbito de aplicación del Reglamento *de minimis* o que no cumplan todas las condiciones para las ayudas a la financiación de riesgo contempladas en el Reglamento general de exención por categorías. La Comisión examinará la compatibilidad de estas medidas con el mercado interior, a tenor de lo dispuesto en el artículo 107, apartado 3, letra c), del Tratado. Las presentes Directrices se centran especialmente en el examen de aquellas medidas de financiación de riesgo que presentan una mayor probabilidad de resultar compatibles con el artículo 107, apartado 3, letra c), del Tratado, siempre que cumplan una serie de condiciones que se describirán con más detalle en la sección 0 de estas mismas Directrices. Las medidas mencionadas se clasifican en tres categorías.

<sup>(27)</sup> Comunicación de la Comisión sobre la revisión del método de fijación de los tipos de referencia y de actualización (DO C 14 de 19.1.2008, p. 6).

<sup>(28)</sup> Comunicación de la Comisión sobre la aplicación de los artículos 87 y 88 del Tratado CE a las ayudas estatales en forma de garantías (DO C 155 de 20.6.2008, p. 10).

47. La primera categoría incluye las medidas de financiación de riesgo dirigidas a las empresas que no cumplen todos los requisitos de subvencionabilidad definidos en relación con las ayudas a la financiación de riesgo en el Reglamento general de exención por categorías. Para estas medidas, la Comisión exigirá al Estado miembro que lleve a cabo una exhaustiva evaluación *ex ante*, dado que en tal caso no es posible suponer sin más la existencia de una deficiencia del mercado que afecte a las empresas subvencionables abarcadas por el Reglamento general de exención por categorías. En particular, esta categoría engloba las medidas destinadas a las siguientes empresas:
- a) las pequeñas empresas de capitalización media que exceden de los umbrales establecidos en la definición de PYME recogida en el Reglamento general de exención por categorías <sup>(29)</sup>;
  - b) las empresas de mediana capitalización innovadoras que realizan actividades en el ámbito de la I+D y de la innovación;
  - c) las empresas que han recibido la inversión inicial de financiación de riesgo más de siete años después de su primera venta comercial;
  - d) las empresas que requieren una inversión de financiación de riesgo global de un importe que exceda del límite máximo fijado en el Reglamento general de exención por categorías;
  - e) las plataformas de negociación alternativas que no reúnen las condiciones exigidas por el Reglamento general de exención por categorías.
48. La segunda categoría corresponde a las medidas cuyos parámetros de diseño difieren de los definidos en el Reglamento general de exención por categorías, al tiempo que se dirigen a las mismas empresas subvencionables en él definidas. En el caso de estas medidas, la existencia de una deficiencia del mercado solo debe acreditarse en la medida necesaria para justificar el uso de parámetros que vayan más allá de los límites establecidos en el Reglamento general de exención por categorías. En particular, esta categoría incluye los casos siguientes:
- a) los instrumentos financieros en los que la participación de los inversores privados es inferior a los porcentajes establecidos en el Reglamento general de exención por categorías;
  - b) los instrumentos financieros cuyos parámetros de diseño financiero superan los límites máximos establecidos en el Reglamento general de exención por categorías;
  - c) los instrumentos financieros distintos de las garantías en los que se selecciona a los intermediarios financieros, a los inversores, y a sus gestores dando prioridad a evitar las pérdidas potenciales (protección frente a pérdidas) frente a los rendimientos resultantes de los beneficios (incentivos en caso de beneficios);
  - d) los incentivos fiscales para los inversores corporativos, en particular para los intermediarios financieros y sus gestores, cuando actúan como coinversores.
49. La tercera categoría se refiere a los grandes programas que quedan al margen del Reglamento general de exención por categorías como consecuencia de su elevado presupuesto tal como se define en él. Al proceder a esta evaluación, la Comisión verificará si se cumplen las condiciones establecidas en las disposiciones relativas a las ayudas a la financiación de riesgo del Reglamento general de exención por categorías y, si así fuera, evaluará si el diseño de la medida es apropiado a la luz de la evaluación *ex ante* en que se sustenta la notificación. Si un gran programa no reúne todas las condiciones de elegibilidad y compatibilidad establecidas en las disposiciones antes mencionadas, la Comisión considerará debidamente los elementos de prueba facilitados en el contexto de la evaluación *ex ante* tanto por lo que se refiere a la existencia de una deficiencia del mercado como a la idoneidad del diseño de la medida. Además, llevará a cabo una evaluación exhaustiva de los posibles efectos negativos que podrían ejercer sobre los mercados afectados.
50. Las diferentes características descritas en los apartados 47 a 49 podrán combinarse dentro de una medida de financiación de riesgo siempre que se ofrezcan las justificaciones oportunas apoyadas en un análisis completo de deficiencias del mercado.
51. Además de las excepciones expresamente contempladas en las presentes Directrices, todas las demás condiciones de compatibilidad establecidas para las ayudas a la financiación de riesgo al amparo del Reglamento general de exención por categorías deberán guiar la evaluación de las categorías antes mencionadas de medidas notificables.

<sup>(29)</sup> Anexo I del Reglamento (CE) n° 800/2008 de la Comisión, de 6 de agosto de 2008, por el que se declaran determinadas categorías de ayuda compatibles con el mercado común en aplicación de los artículos 87 y 88 del Tratado (DO L 214 de 9.8.2008, p. 3), o el Reglamento que lo sustituya.

### 2.3. Definiciones

52. A efectos de las presentes Directrices, se entenderá por:

- i) «plataforma de negociación alternativa»: un sistema de negociación multilateral, tal como se define en el artículo 4.1(15) de la Directiva 2004/39/CE <sup>(30)</sup>, en el que la mayoría de los instrumentos financieros admitidos a negociación es emitida por PYME;
- ii) «condiciones de plena competencia»: las condiciones de una operación de inversión entre las partes contratantes que no difieren de las que se darían entre empresas independientes y que no contienen ningún elemento de influencia del Estado;
- iii) «compra de participaciones» («buy-out»): compra de al menos un porcentaje de control del capital de una empresa por parte de los accionistas que tenga en ese momento para hacerse con sus activos y operaciones;
- iv) «empresas subvencionables»: las PYME, las pequeñas empresas de capitalización media y las empresas de mediana capitalización innovadoras;
- v) «entidad encargada»: el Banco Europeo de Inversiones y el Fondo Europeo de Inversiones, una institución financiera internacional de la que un Estado miembro es accionista, o una institución financiera establecida en un Estado miembro que aspire a la consecución del interés público bajo el control de una autoridad pública, un organismo de Derecho público u organización privada con funciones de servicio público; la entidad encargada puede ser seleccionada o designada directamente de conformidad con lo dispuesto en la Directiva 2004/18/CE <sup>(31)</sup> o en cualquier norma posterior que sustituya a dicha Directiva en todo o en parte;
- vi) «inversión en capital social»: la provisión de capital a una empresa, invertido directa o indirectamente a cambio de la titularidad de una participación correspondiente de dicha empresa;
- vii) «salida»: la liquidación de participaciones por parte de un intermediario financiero o inversor, como puede ser la venta comercial, las amortizaciones, el reembolso de acciones/préstamos, la venta a otro intermediario financiero o inversor, a una institución financiera o mediante oferta pública, incluida una oferta pública inicial;
- viii) «tasa de rendimiento justa»: la tasa de rendimiento interno prevista equivalente a una tasa de descuento ajustada al riesgo que refleje el nivel de riesgo de la inversión y la naturaleza y el volumen del capital que han de invertir los inversores privados;
- ix) «beneficiario final»: toda empresa subvencionable que ha recibido una inversión en el marco de una ayuda estatal relativa a la financiación de riesgo;
- x) «intermediario financiero»: toda institución financiera, con independencia de su forma y titularidad, incluidos los fondos de fondos, los fondos de inversión privados, los fondos de inversión públicos, los bancos, las instituciones de microfinanciación y las sociedades de garantía;
- xi) «primera venta comercial»: la primera venta por parte de una empresa en un mercado de productos o servicios, a excepción de las ventas limitadas para sondear el mercado;
- xii) «primer tramo de pérdida»: el tramo de riesgo más subordinado que conlleva el mayor riesgo de pérdida, incluidas las pérdidas previstas de la cartera en cuestión;
- xiii) «inversión de continuidad»: inversión adicional en una sociedad después de haber realizado anteriormente una o más series de inversiones de financiación de riesgo;
- xiv) «garantía»: todo compromiso escrito en virtud del cual se asume la responsabilidad total o una parte de las operaciones de préstamo de financiación de riesgo o cuasicapital de un tercero, recientemente realizadas;
- xv) «límite máximo de garantía»: la exposición máxima de un inversor público expresada en porcentaje de las inversiones totales realizadas en una cartera garantizada;

<sup>(30)</sup> Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros (DO L 145 de 30.4.2004, p. 1).

<sup>(31)</sup> Directiva 2004/18/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 31 de marzo de 2004, sobre coordinación de los procedimientos de adjudicación de los contratos públicos de obras, de suministro y de servicios (DO L 134 de 30.4.2004, p. 114).

- xvi) «tasa de garantía»: el porcentaje de cobertura de pérdidas por un inversor público de cada operación subvencionable con arreglo a la medida de ayuda estatal de financiación de riesgo;
- xvii) «inversor privado independiente»: todo inversor privado que no sea accionista de la empresa subvencionable en la que invierte, en particular los inversores providenciales (*business angels*) y las instituciones financieras, independientemente de su titularidad, en la medida en que asuma la totalidad del riesgo en relación con sus inversiones; a partir de la creación de una nueva empresa, todos los inversores privados, incluidos los fundadores, se consideran independientes de dicha empresa;
- xviii) «empresa de mediana capitalización innovadora»: toda empresa de mediana capitalización cuyos costes de I+D e innovación, definidos en el Reglamento general de exención por categorías, representen a) un mínimo del 15 % del total de sus costes de funcionamiento durante al menos uno de los tres años previos a la primera inversión en el marco de la medida de ayuda estatal de financiación de riesgo o b) un mínimo del 10 % anual de sus costes de funcionamiento en los tres años anteriores a la primera inversión al amparo de la medida de ayuda estatal de financiación de riesgo;
- xix) «instrumento de préstamo»: todo acuerdo en virtud del cual el prestamista pone a disposición del prestatario una suma de dinero convenida durante un período de tiempo convenido, y que obliga al prestatario a devolver dicha cantidad en el período convenido; puede adoptar la forma de un préstamo o de otro instrumento de financiación, incluso un arrendamiento financiero, que ofrece al prestamista un componente predominante de rendimiento mínimo;
- xx) «empresa de mediana capitalización»: en el contexto de las presentes Directrices, las empresas con un número de empleados no superior a 1 500, calculados con arreglo a los artículos 3, 4 y 5 del anexo I del Reglamento general de exención por categorías; a los efectos de la aplicación de las presentes Directrices, varias entidades se considerarán una única empresa cuando cumplan cualquiera de las condiciones enumeradas en el artículo 3, apartado 3, del anexo I del Reglamento general de exención por categorías; esta definición se entenderá sin perjuicio de otras definiciones utilizadas para el desarrollo de instrumentos financieros con arreglo a programas de la UE que no impliquen ayuda estatal;
- xxi) «persona física»: toda persona distinta de una entidad jurídica que no sea una empresa a tenor del artículo 107, apartado 1, del Tratado;
- xxii) «nuevo préstamo»: todo instrumento de crédito realizado por primera vez para financiar nuevas inversiones o capital circulante, lo que excluye la refinanciación de los préstamos existentes;
- xxiii) «capital de sustitución»: la compra de acciones existentes en una sociedad procedentes de un inversor o accionista anterior;
- xxiv) «inversión de financiación de riesgo»: las inversiones en forma de capital y cuasicapital y los préstamos, incluidos los arrendamientos financieros, las garantías y las combinaciones de estas modalidades, destinadas a las empresas subvencionables;
- xxv) «inversión de cuasicapital»: un tipo de financiación que se clasifica entre acciones y deuda y que presenta un riesgo mayor que la deuda no subordinada y un riesgo menor que el capital ordinario, y cuya rentabilidad para su tenedor se basa predominantemente en los beneficios o las pérdidas de la empresa objetivo subyacente y no está garantizada en caso de impago; las inversiones de cuasicapital pueden estructurarse como deudas, no garantizadas y subordinadas, incluida la deuda *mezzanine*, y en algunos casos convertibles a capital, o como capital preferente;
- xxvi) «pequeña y mediana empresa ("PYME")»: toda empresa que se ajusta a la definición del anexo I del Reglamento general de exención por categorías;
- xxvii) «pequeña empresa de capitalización media»: toda empresa con un número de empleados inferior a 499, calculados con arreglo a los artículos 3 a 5 del anexo I del Reglamento general de exención por categorías, una facturación anual de menos de 100 millones EUR y un volumen de negocios que no supere los 86 millones EUR; a los efectos de la aplicación de las presentes Directrices, varias entidades se considerarán una única empresa cuando cumplan cualquiera de las condiciones enumeradas en el artículo 3, apartado 3, del anexo I del Reglamento general de exención por categorías; esta definición se entenderá sin perjuicio de otras definiciones utilizadas para el desarrollo de instrumentos financieros con arreglo a programas de la UE que no impliquen ayuda estatal;

xxviii) «financiación total»: el importe máximo global de la inversión realizada en una empresa subvencionable a través de una o más series de financiación, incluidas las inversiones de continuidad, al amparo de cualquier medida estatal de financiación de riesgo, lo que excluye las inversiones enteramente privadas concedidas en condiciones de mercado y fuera del ámbito de aplicación de la medida de ayuda estatal de financiación de riesgo;

xxix) «empresa no cotizada»: toda empresa no admitida a cotización oficial en una bolsa de valores, excepto las plataformas de negociación alternativas.

### 3. EVALUACIÓN DE LA COMPATIBILIDAD DE LAS AYUDAS A LA FINANCIACIÓN DE RIESGO

#### 3.1. Principios de evaluación comunes

53. Para evaluar si una medida de ayuda puede considerarse compatible con el mercado interior, la Comisión comprobará, con carácter general, si la medida está diseñada de tal forma que se garantice que los efectos positivos de la misma para la consecución de un objetivo de interés común exceden de sus potenciales efectos negativos sobre el comercio entre los Estados miembros y sobre la competencia.
54. La Comunicación sobre la modernización de las ayudas estatales de 8 de mayo de 2012 propuso la identificación y definición de principios comunes aplicables a las evaluaciones de la compatibilidad de todas las medidas de ayuda realizadas por la Comisión. En este sentido, la Comisión considerará que una ayuda es compatible con el Tratado únicamente si satisface cada uno de los criterios siguientes:
- a) contribución a un objetivo de interés común bien definido: toda medida de ayuda estatal deberá perseguir un objetivo de interés común en consonancia con el artículo 103, apartado 3, del Tratado (sección 3.2);
  - b) necesidad de la intervención del Estado: toda medida de ayuda estatal deberá aplicarse en situaciones en las que la medida pueda resultar en una mejora sustancial que el mercado es incapaz de producir por sí solo, corrigiendo con ello una deficiencia del mercado (sección 3.3);
  - c) idoneidad de la medida de ayuda: la medida de ayuda estatal deberá consistir en un instrumento político adecuado para alcanzar el objetivo de interés común (sección 3.4);
  - d) efecto de incentivo: la medida de ayuda estatal deberá modificar el comportamiento de la empresa o empresas afectadas, de tal forma que emprendan actividades adicionales que no habrían emprendido sin la ayuda, o que habrían emprendido con un alcance más restringido o de una forma distinta (sección 3.5);
  - e) proporcionalidad de la ayuda (limitación al mínimo): la medida de ayuda estatal se limitará al mínimo necesario para generar la inversión o actividad adicional por parte de la empresa o empresas afectadas (sección 3.6);
  - f) prevención de los efectos negativos injustificados sobre la competencia y el comercio entre los Estados miembros: los efectos negativos de la medida de ayuda estatal deberán ser suficientemente reducidos, de forma que el balance global de la medida sea positivo (sección 3.7);
  - g) transparencia de la ayuda: los Estados miembros, la Comisión, los operadores económicos y el público deberán poder acceder fácilmente a todas las disposiciones legales relevantes y a la información pertinente sobre las ayudas concedidas (sección 3.8).
55. Además de esto, el balance global de determinados tipos de programas se podrá someter al requisito de una evaluación *ex post*, tal y como se describe en la sección 0. En tal caso, la Comisión podrá limitar el plazo de duración de dichos programas, pero dando la posibilidad de notificar su prórroga.
56. Al evaluar la compatibilidad con el mercado interior de cualquier ayuda individual, la Comisión tendrá en cuenta los procedimientos de infracción contra los artículos 101 o 102 del Tratado que pudieran afectar al beneficiario de la ayuda y ser relevantes para su evaluación con arreglo al artículo 107, apartado 3, del Tratado <sup>(32)</sup>.

<sup>(32)</sup> Véase el asunto C-225/91 Matra/Comisión, Rec. 1993, p. I-3203, apartado 42.

### 3.2. Contribución a un objetivo común

57. La ayuda estatal deberá contribuir a la consecución de uno o más de los objetivos de interés común a tenor del artículo 107, apartado 3, del Tratado. En lo relativo a las ayudas a la financiación de riesgo, el objetivo estratégico general consiste en facilitar el acceso a la financiación de las PYME potencialmente viables, desde su etapa de desarrollo inicial hasta su etapa de crecimiento y, en determinadas circunstancias, de las pequeñas empresas de capitalización media y las empresas de mediana capitalización innovadoras, al objeto de desarrollar a largo plazo en la Unión un mercado competitivo de financiación de empresas, capaz de contribuir al crecimiento económico global.

#### 3.2.1. Objetivos políticos específicos perseguidos por la medida

58. La medida deberá definir unos objetivos políticos específicos que tengan en cuenta los objetivos políticos generales, tal como se indica en el apartado 57. Para ello, el Estado miembro llevará a cabo una evaluación *ex ante*, con el fin de identificar los objetivos políticos y definir los indicadores de resultados pertinentes. La cuantía y la duración de la medida deberán adecuarse a los objetivos políticos. En principio, los indicadores de resultados deberán incluir:

- a) las inversiones del sector privado requeridas o previstas;
- b) el número estimado de beneficiarios finales de las inversiones, en particular el número de PYME de nueva creación;
- c) el número estimado de nuevas empresas creadas durante el plazo de aplicación de la medida de financiación de riesgo, y como resultado de las inversiones realizadas mediante esta fórmula;
- d) el número de puestos de trabajo creados en las empresas beneficiarias finales entre la fecha de la primera inversión acogida a la medida de financiación de riesgo y la fecha de salida;
- e) cuando proceda, el porcentaje de la inversión que cumple el criterio del operador en una economía de mercado;
- f) los hitos de control y los plazos máximos para realizar la inversión de determinados importes o porcentajes del presupuesto predefinidos;
- g) el rendimiento o rentabilidad que previsiblemente generarán dichas inversiones;
- h) cuando proceda, las solicitudes de patentes presentadas por los beneficiarios finales durante el período de aplicación de la medida de financiación de riesgo.

59. Los indicadores a que se hace referencia en el apartado 58 son pertinentes tanto a efectos de evaluar la eficacia de la medida como para valorar la validez de las estrategias de inversión elaboradas por el intermediario financiero en el contexto del proceso de selección.

#### 3.2.2. Contribución a los objetivos políticos de los intermediarios financieros

60. Para garantizar que los intermediarios financieros involucrados en la medida de financiación de riesgo contribuyan a los objetivos políticos relevantes, deberán cumplir las condiciones establecidas en los siguientes apartados 61 y 62.
61. La estrategia de financiación del intermediario financiero deberá ajustarse a los objetivos políticos de la medida. Como parte del proceso de selección, los intermediarios financieros deberán explicar en qué forma puede contribuir la estrategia de inversión que proponen a la consecución de los objetivos y metas de las políticas.
62. Los Estados miembros deberán garantizar que la estrategia de inversión de los intermediarios es coherente en todo momento con los objetivos políticos acordados, por ejemplo mediante los mecanismos apropiados de supervisión e información y la participación de representantes de los inversores públicos en los órganos representativos del intermediario financiero, como su consejo de vigilancia o su comité asesor. Mediante un sistema de gobernanza apropiado se garantizará que para modificar significativamente la estrategia de inversión se requiera el consentimiento previo del Estado miembro. A fin de evitar cualquier duda, el Estado miembro no podrá intervenir directamente en las decisiones individuales de inversión o desinversión.



### 3.3. Necesidad de la intervención del Estado

63. Las ayudas estatales solamente se pueden justificar cuando están destinadas a abordar deficiencias específicas del mercado que afecten a la consecución de un objetivo común. La Comisión considera que no existe una deficiencia del mercado generalizada en lo relativo al acceso a la financiación para las PYME, sino tan solo una deficiencia que afecta a determinados grupos de PYME, dependiendo del contexto económico específico del Estado miembro de que se trate. Tal es el caso especialmente aunque no exclusivamente de las PYME que se encuentran en sus etapas iniciales y que, a pesar de sus perspectivas de crecimiento, no son capaces de demostrar a los inversores su solvencia o la solidez de sus planes empresariales. El alcance de esta deficiencia del mercado, tanto en lo que concierne a las empresas afectadas como a sus requisitos de capital, puede variar en función del sector en el que trabajan. Debido a las asimetrías de la información, el mercado tropieza con dificultades a la hora de valorar el perfil riesgo/rentabilidad de estas PYME y su capacidad para generar beneficios ajustados al riesgo. Las dificultades que experimentan dichas PYME para comunicar la información capaz de transmitir la calidad de su proyecto y de contrarrestar la percepción de riesgo elevado y de escasa solvencia, provocan unos costes de transacción y de agencia elevados y pueden agudizar la aversión al riesgo de los inversores. Las pequeñas empresas de capitalización media y las empresas de mediana capitalización innovadoras pueden tener que hacer frente a dificultades similares y, por lo tanto, verse afectadas por la misma deficiencia del mercado.
64. Por consiguiente, toda medida de financiación de riesgo deberá establecerse basándose en una evaluación *ex ante* que demuestre la existencia de un déficit de financiación que afecta a las empresas subvencionables en la fase de desarrollo, la zona geográfica y, en su caso, el sector económico objetivo. La medida de financiación de riesgo se diseñará de tal forma que aborde las deficiencias del mercado constatadas en la evaluación *ex ante*.
65. Deberán analizarse tanto los problemas de índole estructural como cíclica (es decir, los relacionados con la crisis) que han desembocado en un nivel de financiación privada inferior al óptimo. En particular, la evaluación deberá incluir un análisis exhaustivo de las fuentes de financiación a disposición de las empresas subvencionables, teniendo en cuenta el número de intermediarios financieros existentes en la zona geográfica objetivo, su carácter público o privado, los volúmenes de inversión previstos en el segmento del mercado afectado, el número de empresas potencialmente subvencionables y los importes medios de las operaciones individuales. Dicho análisis deberá basarse en los datos relativos a los cinco años anteriores a la notificación de la medida de financiación de riesgo y, sobre dicha base, se deberá calcular el tipo y volumen del déficit de financiación, es decir, el nivel de la demanda de financiación por parte de las empresas subvencionables que no se atiende.
66. La evaluación *ex ante* deberá llevarse a cabo preferentemente por una entidad independiente, y basarse en datos objetivos y actualizados. Los Estados miembros podrán presentar evaluaciones existentes, siempre que hayan sido realizadas dentro de los tres años anteriores a la notificación de la medida de financiación de riesgo. En caso de que la medida de financiación de riesgo haya sido financiada parcialmente por los Fondos Estructurales y de Inversión Europeos, el Estado miembro podrá presentar la evaluación *ex ante* realizada de conformidad con el artículo 37, apartado 2, del Reglamento por el que se establecen disposiciones comunes<sup>(33)</sup>, considerándose que la misma satisface los requisitos establecidos en las presentes Directrices. Durante el examen de los resultados de la evaluación *ex ante*, la Comisión se reserva el derecho a impugnar la validez de los datos apoyándose en los elementos de prueba disponibles.
67. Para lograr que los intermediarios financieros involucrados en la medida se concentren en las deficiencias del mercado identificadas, deberá llevarse a cabo un procedimiento de diligencia debida para garantizar una estrategia de inversión comercialmente razonable que se centre en el objetivo estratégico identificado y que respete los requisitos de subvencionabilidad y los límites de financiación impuestos. En particular, los Estados miembros deberán seleccionar aquellos intermediarios financieros que puedan demostrar que su estrategia de inversión proyectada es sólida desde el punto de vista comercial y que incorpora una política adecuada de diversificación del riesgo, dirigida a lograr la viabilidad económica y una escala eficiente en lo relativo al volumen y zona geográfica a la que se destinan las inversiones.

<sup>(33)</sup> Véase la nota a pie de página 15.

68. Por otra parte, la evaluación *ex ante* deberá examinar las deficiencias del mercado que afectan específicamente a las empresas subvencionables destinatarias, ateniéndose a las orientaciones adicionales que se indican en los apartados 69 a 88.

3.3.1. *Medidas destinadas a las categorías de empresas no comprendidas en el ámbito de aplicación del Reglamento general de exención por categorías*

a) *Pequeñas empresas de capitalización media*

69. El ámbito de aplicación del Reglamento general de exención por categorías se limita a las PYME subvencionables. No obstante, determinadas empresas que no cumplen los umbrales de número de trabajadores y financieros que definen el concepto de PYME pueden enfrentarse a restricciones similares en su financiación.

70. Ampliar el ámbito de aplicación de las empresas subvencionables al amparo de la medida de financiación de riesgo para incluir a las pequeñas empresas de capitalización media puede estar justificado en la medida en que aporta un incentivo a los inversores privados para invertir en una cartera más diversificada con mayores posibilidades de entrada y salida. Es probable que la inclusión de las pequeñas empresas de capitalización media disminuya el riesgo a nivel de cartera y, por tanto, incremente la rentabilidad de las inversiones. Por consiguiente, ello puede ser una forma especialmente eficaz de atraer a inversores institucionales en las fases iniciales más arriesgadas de las empresas.

71. A la luz de cuando antecede, y siempre que la evaluación *ex ante* contenga suficientes elementos de prueba al respecto, puede estar justificado ofrecer ayudas a las pequeñas empresas de capitalización media. En su examen, la Comisión tendrá en cuenta si las empresas destinatarias son intensivas en mano de obra o en capital, así como otros criterios que reflejen las restricciones específicas de financiación que afecten a las pequeñas empresas de capitalización media (por ejemplo, la existencia de garantías suficientes para obtener un préstamo importante).

b) *Empresas de mediana capitalización innovadoras*

72. En determinadas circunstancias, las empresas de mediana capitalización pueden enfrentarse a restricciones en su financiación comparables a las que afectan a las PYME. Tal puede ser el caso de las empresas de mediana capitalización que llevan a cabo actividades de I+D y de innovación en paralelo con la inversión inicial en instalaciones de producción y en estudios de mercado, y cuyo historial acreditado no es suficiente para que los inversores puedan extraer conclusiones relevantes respecto a las perspectivas comerciales futuras de los resultados de dichas actividades. En situaciones de este tipo, las ayudas estatales de financiación de riesgo pueden resultar necesarias para que las empresas de mediana capitalización innovadoras incrementen su capacidad de producción hasta una escala sostenible en la que sean capaces de atraer financiación privada por sí mismas. Como se observa en el punto 3.3.1.a), incluir estas empresas de mediana capitalización innovadoras puede ser una forma eficaz de que un intermediario financiero ofrezca una gama más diversificada de oportunidades de inversión que atraigan a un espectro más amplio de inversores potenciales.

c) *Empresas que reciben la inversión inicial de financiación de riesgo más de siete años después de su primera venta comercial*

73. El Reglamento general de exención por categorías se aplica a las PYME que reciben la inversión inicial acogida a la medida de financiación de riesgo antes de su primera venta comercial en el mercado o dentro de los siete años posteriores a su primera venta comercial. Una vez transcurrido este plazo de siete años, solamente pueden acogerse a la exención por categorías las inversiones de continuidad. No obstante, es posible considerar que determinados tipos de empresas se encuentran todavía en su etapa inicial o de expansión cuando, incluso una vez transcurrido este plazo de siete años, no han demostrado aún suficientemente su potencial para generar beneficios y/o carecen de un historial acreditado lo bastante sólido, o de garantías. Este puede ser el caso en los sectores de alto riesgo, como los de la biotecnología y las industrias culturales y creativas, y más en general para las PYME innovadoras<sup>(34)</sup>. Por otra parte, las empresas que cuentan con fondos propios suficientes para financiar sus actividades iniciales pueden necesitar financiación externa únicamente en una etapa posterior, por ejemplo para incrementar sus capacidades de un negocio a pequeña escala a otro a gran escala. Ello puede requerir un volumen de inversión superior al que son capaces de acometer con sus recursos propios.

<sup>(34)</sup> El carácter innovador de una PYME se ha de evaluar a la luz de la definición establecida en el Reglamento general de exención por categorías.

74. Deben autorizarse, por consiguiente, medidas en las que la inversión inicial se lleva a cabo más de siete años después de que la empresa destinataria realice su primera venta comercial. En tales circunstancias, la Comisión podrá exigir que la medida defina claramente las empresas subvencionables, siempre que en la evaluación *ex ante* se aporten argumentos justificativos en relación con la existencia de una deficiencia específica del mercado que afecte a dichas empresas.
- d) Empresas que requieren una inversión de financiación de riesgo de un importe superior al límite máximo establecido en el Reglamento general de exención por categorías
75. El Reglamento general de exención por categorías establece un importe total máximo de financiación de riesgo por empresa subvencionable, que incluye las inversiones de continuidad. Sin embargo, en sectores específicos en los que los costes correspondientes a la investigación o a las inversiones iniciales son relativamente elevados, por ejemplo en las ciencias de la vida o en tecnología o energía verde, este importe puede ser insuficiente para completar todas las rondas de inversión necesarias y situar a la empresa en una senda de crecimiento sostenible. Por consiguiente, puede estar justificado permitir un importe mayor de inversión global a las empresas subvencionables cuando cumplan determinadas condiciones.
76. Así pues, las medidas de financiación de riesgo pueden ofrecer ayudas por encima de dicho importe total máximo, siempre que el importe de la financiación refleje la magnitud y las características del déficit de financiación identificado en la evaluación *ex ante* con respecto a los sectores y/o territorios objetivo. En tales casos, la Comisión tendrá en cuenta la naturaleza intensiva en capital de los sectores objetivo y/o los costes más elevados de las inversiones en determinadas zonas geográficas.
- e) Plataformas de negociación alternativas que no reúnen los requisitos exigidos por el Reglamento general de exención por categorías
77. La Comisión reconoce que las plataformas de negociación alternativas constituyen una parte importante del mercado de financiación de las PYME dado que no solo atraen nuevos capitales hacia las mismas, sino que también facilitan la salida de los inversores anteriores <sup>(35)</sup>. El Reglamento general de exención por categorías reconoce su importancia y favorece su actividad, ya sea mediante incentivos fiscales destinados a las personas físicas que invierten en empresas cotizadas en estas plataformas, ya sea permitiendo las ayudas iniciales al operador de la plataforma, con la condición de que este reúna los requisitos de una pequeña empresa y no se superen determinados límites máximos.
78. Sin embargo, los operadores de las plataformas de negociación alternativas no tienen que ser necesariamente pequeñas empresas en el momento de su creación. De igual forma, el importe máximo permitido por el Reglamento general de exención por categorías para la ayuda inicial puede no ser suficiente para financiar la creación de la plataforma. Además, con el fin de atraer recursos suficientes para la creación y el desarrollo de nuevas plataformas, puede que sea necesario ofrecer incentivos fiscales a los inversores corporativos. Por último, la plataforma puede admitir no solo a PYME, sino también a las empresas que superen los límites establecidos en dicha definición.
79. Por consiguiente, puede estar justificado, en determinadas condiciones, autorizar incentivos fiscales para los inversores corporativos, apoyar a los operadores de plataforma que no sean pequeñas empresas, autorizar inversiones para la creación de plataformas de negociación alternativas cuyo importe exceda de los límites establecidos para la puesta en marcha con arreglo al Reglamento general de exención por categorías, o autorizar ayudas destinadas a las plataformas de negociación alternativas cuando la mayoría de los instrumentos financieros admitidos a cotización sean emitidos por PYME. Ello se ajusta al objetivo estratégico de apoyar el acceso de las PYME a la financiación mediante una cadena de financiación integral. Por consiguiente, la evaluación *ex ante* debe demostrar la existencia de una deficiencia específica del mercado que afecte a dichas plataformas en el mercado geográfico de referencia.

<sup>(35)</sup> La Comisión reconoce la creciente importancia de las plataformas de financiación colectiva para atraer financiación hacia las empresas de nueva creación. Por consiguiente, cuando exista una deficiencia del mercado comprobada y en los casos en que el operador de la plataforma de financiación colectiva sea una entidad jurídica independiente, la Comisión podrá aplicar por analogía las normas vigentes para las plataformas de negociación alternativas. Lo anterior se aplica igualmente a los incentivos a las inversiones realizadas a través de estas plataformas de inversión colectiva. Teniendo en cuenta la reciente aparición de la financiación colectiva en la Unión, es probable que las medidas de financiación de riesgo en las que intervengan las plataformas de este tipo deban ser objeto de una evaluación similar a la descrita en la sección 4 de las presentes Directrices.

3.3.2. *Medidas cuyos parámetros de diseño no reúnen los requisitos del Reglamento general de exención por categorías*

- a) Instrumentos financieros en los que la participación de los inversores privados es inferior a los porcentajes establecidos en el Reglamento general de exención por categorías
80. Las deficiencias del mercado que afectan a las empresas en algunas regiones o Estados miembros pueden verse agravadas por el relativo subdesarrollo del mercado de financiación para las PYME en dichos territorios, en comparación con otras regiones de los mismos o de otros Estados miembros. Tal puede ser el caso, en particular, de los Estados miembros que no cuentan con una red firmemente afianzada de inversores profesionales de financiación de riesgo o de inversores providenciales. Por lo tanto, el objetivo de promover el desarrollo en estas regiones de un mercado eficiente de financiación para las PYME y de superar las barreras estructurales que pueden impedir a las PYME acceder de forma efectiva a la financiación de riesgo puede justificar una actitud más favorable de la Comisión en relación con las medidas que incluyen una participación de los inversores privados por debajo de los porcentajes estipulados en el Reglamento general de exención por categorías.
81. Por otra parte, por lo que se refiere a las medidas de financiación de riesgo en las que la participación de los inversores privados es inferior a los porcentajes establecidos en el Reglamento general de exención por categorías, la Comisión podrá adoptar una posición positiva, especialmente si se destinan a PYME antes de su primera venta comercial o en la fase de prueba de concepto, es decir, a empresas afectadas por una deficiencia del mercado más aguda, siempre que parte de los riesgos de la inversión sean realmente asumidos por los inversores privados participantes.
- b) Instrumentos financieros cuyos parámetros de diseño superan los límites máximos establecidos en el Reglamento general de exención por categorías
82. Los beneficios del Reglamento general de exención por categorías se reservan para aquellas medidas en las que se contemple un reparto de las pérdidas entre los inversores públicos y privados no ajustado al principio *pari passu*, de forma que se limite la primera pérdida asumida por el inversor público. De manera similar, en el caso de las garantías, la exención por categorías establece límites sobre el porcentaje garantizado y las pérdidas totales que puede asumir el inversor público.
83. Sin embargo, en determinadas circunstancias, al adoptar una posición de financiación más arriesgada la financiación pública puede conseguir que los inversores o prestamistas privados aporten fondos adicionales. Al evaluar las medidas cuyos parámetros de diseño financiero superan los límites máximos que figuran en el Reglamento general de exención por categorías, la Comisión tomará en consideración diversos factores contemplados en la sección 3.4.2 de las presentes Directrices.
- c) Instrumentos financieros distintos de las garantías en los que se seleccionan los inversores, los intermediarios financieros y sus gestores dando prioridad a la protección frente a pérdidas sobre la participación asimétrica en los beneficios
84. De acuerdo con el Reglamento general de exención por categorías, la selección de los intermediarios financieros y de los inversores o los gestores de fondos deberá realizarse de forma abierta, transparente y no discriminatoria, definiendo con claridad los objetivos políticos perseguidos con la medida y el diseño de los parámetros financieros con los que se pretende alcanzar dichos objetivos. Ello significa que los intermediarios financieros o sus gestores han de ser seleccionados mediante un procedimiento acorde con la Directiva 2004/18/CE <sup>(36)</sup> o cualquier norma posterior que la sustituya. Si esta Directiva no es aplicable, el procedimiento de selección ha de ser de tal forma que garantice la elección más amplia posible entre los intermediarios financieros o los gestores de fondos cualificados. En particular, dicho procedimiento deberá permitir al Estado miembro de que se trate comparar las condiciones negociadas entre los intermediarios financieros o los gestores de fondos y los inversores privados potenciales de tal modo que se garantice que la medida de financiación de riesgo atraiga a los inversores con el mínimo recurso posible a las ayudas estatales, o con la mínima desviación del principio *pari passu*, en el contexto de una estrategia de inversión realista.

<sup>(36)</sup> Directiva 2004/18/CE (DO L 134 de 30.4.2004, p. 114).

85. De conformidad con el Reglamento general de exención por categorías, entre los criterios aplicables para los gestores de selección se ha de incluir el requisito de que «la participación en los beneficios tendrá preferencia sobre la protección frente a pérdidas», para reducir de este modo el sesgo hacia una asunción excesiva de riesgos por parte del gestor que selecciona a las empresas que recibirán la inversión. Con ello se pretende conseguir que, sea cual fuere la modalidad de instrumento financiero contemplado por la medida, cualquier trato preferente conferido a los inversores o prestamistas privados se gradúe en función del interés público, que exige garantizar la rotación del capital público comprometido y la sostenibilidad a largo plazo de la medida.
86. En algunas situaciones, sin embargo, puede revelarse necesario dar prioridad a la protección frente a las pérdidas, como sucede cuando la medida se destina a determinados sectores en los que la tasa de morosidad de las nuevas PYME es elevada. Tal puede ser el caso de las medidas dirigidas a las PYME antes de su primera venta comercial o en la fase de prueba de concepto, los sectores con importantes barreras tecnológicas o cuyas empresas muestran una fuerte dependencia de proyectos individuales que requieren grandes inversiones iniciales y conllevan una elevada exposición al riesgo, como son las industrias culturales y creativas. La preferencia por los mecanismos de protección frente a las pérdidas puede justificarse también cuando se trata de medidas aplicadas a través de un fondo de fondos que aspiran a atraer a inversores privados en este nivel.
- d) Incentivos fiscales para los inversores corporativos, en particular para los intermediarios financieros y sus gestores cuando actúan como coinversores
87. Aunque el Reglamento general de exención por categorías regula los incentivos fiscales concedidos a los inversores privados independientes que, siendo personas físicas, aporten directa o indirectamente financiación de riesgo a las PYME subvencionables, los Estados miembros podrán, si lo consideran apropiado, adoptar medidas para conceder incentivos similares a los inversores corporativos. La diferencia estriba en que estos últimos son empresas del tipo definido en el artículo 107 del Tratado, y que por lo tanto deben quedar sujetas a restricciones específicas dirigidas a garantizar que las ayudas prestadas a este nivel sean proporcionadas y tengan un efecto de incentivo real.
88. Los intermediarios financieros y sus gestores podrán beneficiarse de los incentivos fiscales únicamente en la medida en que actúen como cofinanciadores de las inversiones o préstamos. No se concederán incentivos fiscales a los servicios prestados por el intermediario financiero o sus gestores con vistas a la aplicación de la medida.

### 3.4. Idoneidad de la medida de ayuda

#### 3.4.1. Idoneidad respecto a otros instrumentos políticos y otros instrumentos de ayuda

89. Con el fin de compensar las deficiencias del mercado identificadas y de contribuir a la consecución de los objetivos políticos perseguidos, la medida de financiación de riesgo propuesta deberá ser un instrumento idóneo en comparación con los instrumentos políticos que no constituyan ayudas estatales o con las ayudas estatales de otro tipo, velando al mismo tiempo para que produzcan el menor falseamiento posible de la competencia. La elección de la medida específica frente a otros instrumentos políticos deberá justificarse debidamente en la evaluación *ex ante*.
90. Como primer paso, la Comisión estudiará si la medida de financiación de riesgo puede considerarse un instrumento idóneo, y en qué medida lo es, en comparación con otros instrumentos políticos dirigidos a incentivar la aportación de financiación de riesgo a las empresas subvencionables. Las ayudas estatales no son el único instrumento político a disposición de los Estados miembros para facilitar dicha aportación. Los Estados miembros pueden utilizar otros mecanismos políticos complementarios, tanto por el lado de la oferta como de la demanda, como son las medidas legislativas encaminadas a facilitar el funcionamiento de los mercados financieros, a mejorar el entorno empresarial y a prestar servicios de asesoramiento a las empresas para prepararlas de cara a las inversiones, o bien mediante inversiones públicas que sean conformes con el criterio del operador en una economía de mercado.
91. La evaluación *ex ante* debe analizar las iniciativas políticas existentes a nivel nacional y de la Unión Europea y, si es posible, también las previstas, destinadas a corregir las mismas deficiencias del mercado identificadas, teniendo en cuenta la eficacia y eficiencia de los diversos instrumentos políticos, sus economías de escala y demás efectos de las políticas. Las conclusiones de la evaluación *ex ante* deben demostrar que las deficiencias del mercado identificadas no pueden corregirse adecuadamente con otros instrumentos políticos que no impliquen ayuda estatal. Además, la medida de financiación de riesgo propuesta debe ser coherente con la política general del Estado miembro relativa al acceso de las PYME a la financiación, y tener carácter complementario respecto a los instrumentos políticos destinados a satisfacer idénticas necesidades del mercado.



92. Como segundo paso, la Comisión examinará si la medida propuesta es más idónea que otros instrumentos alternativos de ayudas estatales destinados a corregir la misma deficiencia del mercado. A este respecto, se presupone que, por lo general, los instrumentos financieros falsean menos la competencia que las subvenciones directas, por lo que representan una medida más idónea. No obstante, existe toda una gama de posibles instrumentos de capital, deuda o garantía con diferentes características riesgo/rentabilidad, así como distintas modalidades de aplicación y sistemas de financiación, cuya idoneidad estará en función del tipo de deficiencia del mercado que se intenta corregir. Por tanto, la Comisión evaluará si el diseño de la medida presenta una estructura de financiación eficaz, habida cuenta de la estrategia de inversión del fondo, con objeto de garantizar operaciones sostenibles.
93. A este respecto, la Comisión verá con buenos ojos las medidas que consten de fondos suficientemente cuantiosos en términos de tamaño de cartera, cobertura geográfica, especialmente si operan en varios Estados miembros, y diversificación de la cartera, pues es posible que tales fondos sean más eficaces y, por ende, más atractivos para los inversores privados que los fondos de menor cuantía. Determinadas estructuras de fondo de fondos pueden reunir estas condiciones siempre que los costes de gestión totales derivados de los distintos niveles de intermediación queden compensados por unas ganancias sustanciales en términos de eficiencia.

#### 3.4.2. Requisitos de los instrumentos financieros

94. Por lo que se refiere a los instrumentos financieros que queden al margen del ámbito de aplicación del Reglamento general de exención por categorías, la Comisión tendrá en cuenta los elementos establecidos en los apartados 95 a 119.
95. En primer lugar, la medida ha de movilizar financiación adicional de los participantes en el mercado. La existencia de porcentajes mínimos de inversión privada inferiores a los establecidos en el Reglamento general de exención por categorías solo puede justificarse en el contexto de deficiencias del mercado más pronunciadas acreditadas en la evaluación *ex ante*. A este respecto, la evaluación *ex ante* ha de estimar razonablemente el nivel de inversión privada que se pretende alcanzar a la luz de la deficiencia del mercado que afecte al conjunto específico de empresas subvencionables a las que se dirige la medida, es decir, el potencial estimado para lograr inversión privada adicional en función de la cartera o de acuerdos concretos. Por otra parte, se ha de acreditar que la medida atrae financiación privada adicional que no se habría logrado o se habría aportado de otro modo, en diferentes cuantías o en condiciones diversas.
96. En el caso de medidas de financiación de riesgo que se destinen específicamente a las PYME antes de su primera venta comercial, la Comisión podrá aceptar que el nivel de participación privada sea inferior a los porcentajes exigidos. Alternativamente, para tales objetivos de inversión, la Comisión podrá aceptar que la participación privada sea de carácter no independiente, es decir, que la aporte el propietario de la empresa beneficiaria. En casos debidamente justificados, la Comisión podrá aceptar niveles de participación inferiores a los establecidos en el Reglamento general de exención por categorías también por lo que respecta a las empresas subvencionables que hayan venido operando en un mercado por espacio de siete años a partir de su primera venta comercial, a la luz de la documentación económica facilitada en la evaluación *ex ante* en relación con la deficiencia del mercado en cuestión.
97. Las medidas de financiación de riesgo que se destinen a empresas subvencionables que hayan estado operando en un mercado por espacio de más de siete años desde su primera venta comercial en el momento de la primera inversión de financiación de riesgo han de comportar las restricciones oportunas, ya sea en términos de plazo (por ejemplo, diez años en lugar de siete), ya sea por lo que se refiere a otros criterios objetivos de índole cualitativa relativos a la fase de desarrollo de las empresas objetivo. Para tales objetivos de inversión la Comisión exigirá, en condiciones normales, un porcentaje mínimo de participación privada del 60 %.
98. En segundo lugar, junto con el nivel de participación privada propuesto, la Comisión también tomará en consideración el equilibrio de riesgos y beneficios entre los inversores públicos y privados. A este respecto, la Comisión verá con buenos ojos aquellas medidas en las que las pérdidas se compartan *pari passu* entre los inversores, y los inversores privados solo reciban incentivos en caso de beneficios. En principio, cuanto más se acerque el principio de compartir riesgos y beneficios a las prácticas comerciales reales, más probable será que la Comisión acepte un nivel inferior de participación privada.



99. En tercer lugar, es importante analizar a qué nivel de la cadena de financiación trata la medida de movilizar inversión privada. Si se trata de un fondo de fondos, su capacidad para atraer financiación privada puede depender de una aplicación más intensa de los mecanismos de protección frente a las pérdidas. Por otra parte, la excesiva dependencia de estos mecanismos puede distorsionar la selección de las empresas subvencionables y producir resultados menos eficientes cuando los inversores privados intervienen al nivel de las empresas mediante inversiones directas y operaciones individuales.
100. Al examinar la necesidad de diseño específico de la medida, la Comisión podrá tomar en consideración la magnitud del riesgo residual que aún soportan los inversores privados seleccionados, en comparación con las pérdidas, tanto esperadas como inesperadas, asumidas por los inversores públicos, así como el reparto de los rendimientos futuros entre el inversor público y los inversores privados. Así pues, es posible aceptar un perfil de riesgo y rentabilidad diferenciado, siempre que potencie al máximo la cuantía de inversión privada, sin perjudicar con ello el genuino carácter lucrativo de las decisiones de inversión.
101. En cuarto lugar, las características concretas de los incentivos deben determinarse a través de un proceso de selección abierto y no discriminatorio de los intermediarios financieros y de los gestores de fondos o inversores. Del mismo modo, se debe exigir a los gestores del fondo de fondos que, como parte de su mandato de inversión, determinen, a través de un proceso de selección competitivo destinado a seleccionar los intermediarios financieros, gestores de fondos o inversores subvencionables, la condiciones preferenciales que podrían aplicarse a escala de los subfondos.
102. Para demostrar la necesidad de que existan condiciones financieras específicas que sustenten el diseño de la medida, se podrá exigir a los Estados miembros que aporten elementos de prueba que acrediten que, en el proceso de selección de los inversores privados, todos los participantes en el mismo buscaban condiciones que no estaban contempladas en el Reglamento general de exención por categorías, o que la licitación no resultó ser concluyente.
103. En quinto lugar, el intermediario financiero o el gestor de fondos pueden invertir, conjuntamente con el Estado miembro, siempre que se eviten posibles conflictos de intereses. El intermediario financiero ha de asumir al menos el 10 % del primer tramo de pérdida. Esta inversión conjunta podría contribuir a velar por que las decisiones de inversión se ajusten a los objetivos estratégicos pertinentes. Uno de los criterios de selección puede ser la capacidad del gestor para invertir con sus propios recursos.
104. Por último, las medidas de financiación de riesgo que se valgan de instrumentos de deuda habrán de establecer un mecanismo que garantice que el intermediario financiero repercute la ventaja que recibe de la ayuda estatal a las empresas beneficiarias finales, por ejemplo en forma de tipos de intereses más bajos, menores requisitos de colateral o una combinación de ambos. El intermediario financiero también podrá repercutir la ventaja invirtiendo en empresas que, aunque sean potencialmente viables según sus criterios internos de calificación, se encontrarían en situación de riesgo en caso de que el intermediario financiero no invirtiera en ausencia de medida de financiación de riesgo. El mecanismo de repercusión deberá incluir las oportunas medidas de supervisión y un mecanismo de reembolso.
105. Formando parte de la medida de financiación de riesgo, los Estados miembros pueden aplicar diversos instrumentos financieros, tales como instrumentos de inversión en forma de capital o cuasicapital, instrumentos de préstamo o garantías, aunque no se ajusten al principio *pari passu*. En los apartados 106 a 119 figuran los elementos que la Comisión tomará en consideración en su evaluación de tales instrumentos financieros específicos.
- a) Inversiones en forma de capital
106. Los instrumentos de inversión en forma de capital pueden consistir en la aportación de capital o de cuasicapital a una empresa, a través de la cual el inversor adquiere (parte de) la propiedad de la misma.
107. Los instrumentos de capital pueden presentar diversos rasgos asimétricos, y definir un trato diferenciado para los inversores, dado que algunos de ellos pueden participar en mayor medida que otros en los riesgos y beneficios. Para reducir los riesgos que soportan los inversores privados, la medida puede ofrecer incentivos en caso de beneficios (cuando el inversor público cede una parte de su remuneración), o protección parcial frente a las pérdidas (cuando se fija un límite máximo para las pérdidas de los inversores privados), o bien una combinación de ambos sistemas.

108. La Comisión considera que los incentivos en caso de beneficios conjugan mejor los intereses de los inversores públicos y privados. Por el contrario, un mecanismo de protección frente a las pérdidas con el que el inversor público estuviera más expuesto al riesgo de obtener malos resultados podría conducir a una discordancia de intereses y a decisiones inapropiadas por parte de los intermediarios financieros o de los inversores.
109. La Comisión considera que los instrumentos de capital con limitación de rendimientos máximos <sup>(37)</sup>, opciones de compra <sup>(38)</sup> y reparto asimétrico de los ingresos en efectivo <sup>(39)</sup> ofrecen incentivos adecuados, especialmente en situaciones caracterizadas por una deficiencia del mercado menos acusada.
110. Los instrumentos de capital en los que el reparto de pérdidas no se ajusta al principio *pari passu* y supera los límites establecidos en el Reglamento general de exención por categorías solamente pueden justificarse en el caso de medidas destinadas a corregir graves deficiencias del mercado identificadas en la evaluación *ex ante*, por ejemplo las medidas destinadas fundamentalmente a las PYME antes de su primera venta comercial o en la fase de prueba de concepto. Para evitar una excesiva protección frente a las pérdidas, se debe establecer un límite para el tramo de primera pérdida asumida por el inversor público.
- b) Instrumentos de deuda con aportación de fondos: préstamos
111. Una medida de financiación de riesgo puede contemplar la concesión de préstamos a los intermediarios financieros o a los beneficiarios finales.
112. Los instrumentos de deuda con aportación de fondos pueden adoptar diversas formas, en particular la de préstamos subordinados y la de préstamos de cartera con riesgos compartidos. Los intermediarios financieros pueden recibir préstamos subordinados para reforzar su estructura de capital, lo que les permitirá inyectar financiación adicional en las empresas subvencionables. Los préstamos asociados a los riesgos compartidos de una cartera de préstamos están diseñados con el propósito de aportar fondos a los intermediarios financieros que se comprometan a cofinanciar una cartera de nuevos préstamos o arrendamientos financieros destinados a las empresas subvencionables hasta un determinado porcentaje de cofinanciación, junto con un reparto de los riesgos de crédito de dicha cartera sobre la base de un análisis de cada préstamo individual (o de contrato de arrendamiento por contrato de arrendamiento). Tanto en un caso como en otro, el intermediario financiero actúa como coinversor en la empresa subvencionable, aunque goza de un trato preferente respecto al inversor o prestamista público, desde el momento en que el instrumento reduce su propia exposición a los riesgos crediticios de la cartera de préstamos subyacente.
113. En general, si las características de limitación del riesgo inherentes al instrumento obligan al inversor o prestamista público a asumir, con respecto a la cartera de préstamos subyacente, una posición de primera pérdida superior al límite establecido en el Reglamento general de exención por categorías, la medida solamente puede justificarse en caso de una grave deficiencia del mercado que deberá identificarse claramente en la evaluación *ex ante*. La Comisión valorará positivamente las medidas que incluyan una limitación explícita de las primeras pérdidas asumidas por el inversor privado, en especial cuando dicha limitación no exceda del 35 %.
114. Los instrumentos de préstamos de cartera con riesgos compartidos deben exigir un porcentaje importante de cofinanciación por parte del intermediario financiero seleccionado. Se presumirá que esto se cumple cuando dicho porcentaje no sea inferior al 30 % del valor de la cartera de préstamos subyacente.
115. Si los instrumentos de deuda con aportación de fondos se utilizan para refinanciar los préstamos existentes, se considera que no producen un efecto de incentivo, y cualquier componente de ayuda incluido en los mismos no puede considerarse compatible con el mercado interior de conformidad con el artículo 107, apartado 3, letra c), del Tratado.

<sup>(37)</sup> Límite máximo de rendimientos para el inversor público: cuando se supera una tasa de rendimiento predefinida («hurdle rate»); una vez superada, los rendimientos en exceso se distribuyen únicamente entre los inversores privados.

<sup>(38)</sup> Opciones de compra sobre las acciones del Estado: los inversores privados tienen derecho a ejercer la opción de compra sobre las acciones correspondientes a la inversión pública, a un precio de ejercicio predeterminado.

<sup>(39)</sup> Reparto asimétrico de los ingresos en efectivo: tanto los inversores públicos como los privados invierten con arreglo al principio *pari passu*, pero los eventuales rendimientos se reparten de forma asimétrica. Los inversores privados reciben una mayor proporción de los beneficios distribuidos de la que les correspondería en función de sus respectivos porcentajes de participación, hasta llegar a la tasa de rendimiento predefinida.

c) Instrumentos de deuda sin aportación de fondos: garantías

116. Una medida de financiación de riesgo puede contemplar la concesión de garantías o contragarantías a los intermediarios financieros y/o garantías a los beneficiarios finales. Las operaciones subvencionables a las que se concede la garantía deben consistir en operaciones subvencionables de crédito de financiación de riesgo recientemente realizadas, incluidos instrumentos de arrendamiento financiero, así como instrumentos de inversión de cuasicapital, lo que excluye los instrumentos en forma de capital.
117. Las garantías deben otorgarse en función de una cartera. Los intermediarios financieros pueden seleccionar las operaciones que desean incluir en la cartera cubierta por la garantía, siempre que las operaciones incluidas reúnan los criterios de subvencionabilidad definidos en la medida de financiación de riesgo. Las garantías deben ofrecerse a un porcentaje que garantice un nivel adecuado de riesgos y beneficios compartidos con los intermediarios financieros. En particular, en casos debidamente justificados, y en función de los resultados de la evaluación *ex ante*, cabe la posibilidad de que el porcentaje de cobertura sea superior al porcentaje máximo establecido en el Reglamento general de exención por categorías, si bien no debe superar el 90 %. Tal podría ser el caso de las garantías sobre préstamos o sobre inversiones en cuasicapital en favor de las PYME antes de su primera venta comercial.
118. En el caso de las garantías que impongan un porcentaje máximo, el tipo máximo deberá cubrir en principio únicamente las pérdidas previstas. Cuando el tipo máximo se aplique también a las pérdidas inesperadas, estas deberán valorarse de tal forma que refleje la cobertura de riesgo adicional. En términos generales, el tipo máximo no debe exceder del 35 %. Las garantías sin límite (garantías con un determinado porcentaje de cobertura pero sin un tipo máximo) pueden concederse en los casos debidamente justificados, y su precio debe reflejar la cobertura de riesgo adicional que proporciona la garantía.
119. El plazo de vigencia de la garantía deberá ser limitado, normalmente hasta un máximo de diez años, independientemente de los vencimientos correspondientes a cada uno de los instrumentos de deuda cubiertos por la garantía, que pueden ser superiores. La garantía se reducirá en caso de que el intermediario financiero no lleve a cabo una determinada inversión mínima en la cartera dentro de un plazo específico. Se exigirán comisiones de disponibilidad sobre los importes no utilizados. Podrán aplicarse procedimientos que incentiven a los intermediarios a alcanzar los volúmenes previstos, por ejemplo comisiones de disponibilidad, eventos desencadenantes o cumplimiento de hitos.

3.4.3. Requisitos de los instrumentos fiscales

120. Como se indica en la letra d) de la sección 3.3.2, el ámbito de aplicación del Reglamento general de exención por categorías se limita a los incentivos fiscales destinados a los inversores que sean personas físicas. Por consiguiente, deben notificarse a la Comisión las medidas en forma de incentivos fiscales que traten de animar a los inversores corporativos a proporcionar financiación, directa o indirectamente, a las empresas subvencionables, mediante la adquisición de participaciones en un fondo específico o en otros tipos de vehículos de inversión que inyecten financiación en dichas empresas.
121. Como norma general, los Estados miembros deben basar sus instrumentos fiscales en las conclusiones de la evaluación *ex ante* que constatan una deficiencia del mercado, y orientar en consecuencia dichos instrumentos hacia una categoría bien definida de empresas subvencionables.
122. Los incentivos fiscales a los inversores corporativos pueden revestir la forma de desgravaciones fiscales sobre el impuesto de sociedades o sobre las plusvalías y dividendos, incluyendo los créditos fiscales y los aplazamientos de impuestos. En el contexto de su práctica en materia de ejecución, la Comisión ha venido considerando compatibles, con carácter general, las desgravaciones sobre el impuesto de sociedades diseñadas de tal forma que se impongan límites máximos específicos a los porcentajes de la inversión que la empresa inversora puede reclamar a título de desgravación fiscal, así como al importe de las exenciones tributarias que el inversor puede deducir de su deuda fiscal. Por otro lado, el impuesto correspondiente a las plusvalías obtenidas con la venta de acciones se puede diferir cuando dichas plusvalías se reinviertan en inversiones subvencionables dentro de un determinado plazo, mientras que las pérdidas derivadas de la venta de dichas acciones pueden deducirse de los beneficios devengados por otras acciones y que tributan por el mismo impuesto.
123. En general, la Comisión considera que las medidas fiscales de este tipo son idóneas, y que ejercen, por lo tanto, un efecto de incentivo, cuando el Estado miembro pueda demostrar que la selección de las empresas subvencionables se realiza de acuerdo con un conjunto bien estructurado de requisitos de inversión, comunicados al público mediante las acciones publicitarias adecuadas, en las que se describirán las características de las empresas subvencionables afectadas por una deficiencia del mercado que haya quedado demostrada.

124. Sin perjuicio de la posibilidad de prorrogar una medida, los programas de incentivos fiscales han de tener una vigencia máxima de diez años. Si se prorroga la medida al cabo de estos diez años, el Estado miembro deberá realizar una nueva evaluación *ex ante*, juntamente con un análisis de su eficacia durante el período en que estuvo vigente.
125. En su examen, la Comisión tendrá en cuenta las características específicas del régimen fiscal nacional aplicable y los incentivos fiscales que ya existan en el Estado miembro, así como la interacción entre tales incentivos, teniendo en cuenta los objetivos establecidos en el plan de acción para reforzar la lucha contra el fraude y la evasión fiscales <sup>(40)</sup> y las dos Recomendaciones de la Comisión, la primera de ellas sobre la planificación fiscal agresiva <sup>(41)</sup> y la segunda relativa a las medidas encaminadas a fomentar la aplicación, por parte de terceros países, de normas mínimas de buena gobernanza en el ámbito fiscal <sup>(42)</sup>. Se debe garantizar también que se apliquen debidamente las normas sobre intercambio de información entre administraciones tributarias para evitar el fraude y la evasión fiscal.
126. Las ventajas fiscales deben ser accesibles para todos los inversores que cumplan los requisitos exigidos, sin discriminarlos en función de su domicilio social, pero a condición de que el Estado miembro en cuestión aplique las normas mínimas de buena gobernanza en el ámbito fiscal. Por consiguiente, los Estados miembros deben velar por que se divulguen adecuadamente el alcance y las características técnicas de la medida. Esto incluirá una explicación de los umbrales y límites impuestos que definen la ventaja máxima que cada inversor individual puede obtener con la medida, así como el importe máximo que se puede invertir en cada empresa subvencionable.

#### 3.4.4. Requisitos de las medidas de ayuda a las plataformas de negociación alternativas

127. Por lo que respecta a las medidas de ayuda destinadas a las plataformas de negociación alternativas que superen los límites establecidos en el Reglamento general de exención por categorías, el operador de la plataforma debe presentar un plan empresarial que demuestre que la plataforma que recibe las ayudas puede llegar a ser autosuficiente en menos de diez años. Por otro lado, la notificación debe ir acompañada de un análisis plausible de los escenarios alternativos, comparando la situación en que se encontrarían las empresas negociadas en lo relativo al acceso a la financiación necesaria, en caso de disponer de las ayudas y en el caso contrario.
128. La Comisión verá con buenos ojos las plataformas de negociación alternativas establecidas por varios Estados miembros, y que operan en varios de ellos, pues pueden resultar particularmente eficaces y atractivas para los inversores privados, en particular para los inversores institucionales.
129. En el caso de las plataformas ya existentes, la estrategia de negocio propuesta de la plataforma ha de mostrar que, como consecuencia de una carencia persistente de cotizaciones y, por ende, de una escasez de liquidez, la plataforma en cuestión necesita apoyo a corto plazo, a pesar de su viabilidad a largo plazo. La Comisión considerará positivamente las ayudas destinadas a la creación de una plataforma de negociación alternativa en los Estados miembros en los que no exista ninguna. En caso de que la plataforma de negociación alternativa que va a recibir ayuda sea una subplataforma o una filial de una bolsa de valores ya existente, la Comisión prestará especial atención a la evaluación de la carencia de financiación que sufrirá dicha subplataforma.

### 3.5. Efecto de incentivo de las ayudas

130. Solamente son compatibles con el mercado interior las ayudas estatales que ejerzan un efecto de incentivo que induzca al beneficiario de las mismas a modificar su conducta emprendiendo actividades que no iniciaría en ausencia de las ayudas, o que emprendería con un alcance más restringido como consecuencia de la existencia de una deficiencia del mercado. Al nivel de las empresas subvencionables, existe un efecto de incentivo cuando el beneficiario puede captar financiación que de otro modo no estaría disponible en la misma forma, por los mismos importes o durante los mismos plazos.
131. Las medidas de financiación de riesgo deben incentivar a los inversores del mercado para que financien a las empresas subvencionables y potencialmente viables por encima de los niveles habituales, y/o para que asuman riesgos adicionales. Se considera que la medida de financiación de riesgo

<sup>(40)</sup> Plan de acción para reforzar la lucha contra el fraude y la evasión fiscal, COM(2012) 722 final de 6.12.2012.

<sup>(41)</sup> Recomendación de la Comisión de 6.12.2012 sobre la planificación fiscal agresiva, C(2012) 8806 final.

<sup>(42)</sup> Recomendación de la Comisión de 6.12.2012 relativa a las medidas encaminadas a fomentar la aplicación, por parte de terceros países, de normas mínimas de buena gobernanza en el ámbito fiscal, C(2012) 8805 final.

tiene efecto de incentivo si logra atraer inversiones de fuentes del mercado de forma que el volumen total de financiación aportado a las empresas subvencionables sea superior al presupuesto de la medida. Por este motivo, un aspecto clave en la selección de los intermediarios financieros y gestores de fondos debe ser su capacidad para movilizar inversiones privadas adicionales.

132. La evaluación del efecto de incentivo guarda estrecha relación con la evaluación de la deficiencia del mercado comentada en la sección 3.3. Por otra parte, la idoneidad de la medida para conseguir el efecto de apalancamiento dependerá, en última instancia, de su diseño en lo relativo al reparto de riesgos y beneficios entre los financiadores públicos y privados, lo que a su vez está estrechamente ligado al adecuado diseño de la medida de ayuda estatal de financiación de riesgo (véase la sección 3.4). Por consiguiente, si la deficiencia del mercado se ha identificado convenientemente y el diseño de la medida es el correcto, se puede presumir la existencia de efecto de incentivo.

### 3.6. Proporcionalidad de la ayuda

133. Las ayudas estatales deben ser proporcionadas a la deficiencia del mercado que se trata de corregir para alcanzar los objetivos políticos pertinentes. Debe diseñarse de forma económicamente eficiente, con arreglo a los principios de una sólida gestión financiera. Para que una medida de ayuda pueda considerarse proporcionada, debe limitarse al mínimo estrictamente necesario para atraer financiación del mercado con el fin de colmar el déficit de financiación existente, sin generar ventajas indebidas.
134. Como norma general, al nivel de los beneficiarios finales, las ayudas a la financiación de riesgo se consideran proporcionadas cuando el volumen total de los fondos sindicados (públicos y privados) aportados como consecuencia de las medidas de financiación de riesgo se limite a suplir el déficit de financiación identificado en la evaluación *ex ante*. Al nivel de los inversores, las ayudas se limitan al mínimo necesario para atraer capital privado con el fin de conseguir un efecto de apalancamiento mínimo y de colmar el déficit de financiación.

#### 3.6.1. Condiciones de los instrumentos financieros

135. La medida debe garantizar un equilibrio entre las condiciones preferentes ofrecidas por el instrumento financiero para, al tiempo que se corrige la deficiencia del mercado identificada, optimizar el efecto de apalancamiento y la necesidad de que el instrumento genere la suficiente rentabilidad financiera para mantener su viabilidad operativa.
136. La naturaleza exacta y el valor de los incentivos deberá determinarse mediante un procedimiento de selección abierto y no discriminatorio en cuyo contexto se invite a intermediarios financieros y a gestores de fondos o inversores a presentar ofertas competitivas. La Comisión considera que, siempre que los rendimientos asimétricos ajustados al riesgo o el reparto de pérdidas se establezcan a través de un procedimiento de estas características, se deberá considerar que el instrumento financiero es proporcionado y refleja una tasa de rendimiento justa («TRJ»). En caso de que los gestores de fondos se seleccionen mediante una convocatoria abierta, transparente y no discriminatoria que obligue a los candidatos a presentar su base de inversión formando parte del procedimiento de selección, los inversores privados se considerarán debidamente seleccionados.
137. En caso de coinversión por parte de un fondo público con inversores privados que participen en función de acuerdos concretos, aquellos deberán ser seleccionados a través de un procedimiento competitivo distinto para cada operación, que es la fórmula preferida de calcular la TRJ.
138. Cuando no se seleccione a los inversores privados a través de un procedimiento de este tipo (por ejemplo, debido a que el procedimiento de selección ha resultado ser ineficaz o no concluyente), la TRJ debe ser calculada por un experto independiente que debe analizar las referencias y riesgos del mercado, utilizando como metodología de valoración los flujos de caja descontados, con el fin de evitar la compensación excesiva de los inversores. Sobre esta base, el experto independiente calculará el nivel mínimo de TRJ, incrementado con un margen que refleje adecuadamente los riesgos.
139. En este caso se deben definir normas apropiadas para la designación del experto independiente. Como mínimo, el experto debe poseer la autorización para prestar este tipo de asesoramiento, pertenecer a las asociaciones profesionales relevantes, observar las normas deontológicas y profesionales emitidas por dichas asociaciones, ser independiente y responder de la exactitud de su valoración. En principio, los expertos independientes deben seleccionarse a través de un procedimiento abierto, transparente y no discriminatorio. No se puede contratar dos veces al mismo experto independiente dentro de cada período de tres años.



140. Teniendo en cuenta lo anterior, el diseño de la medida puede incluir diversos tipos de inversiones públicas y privadas que reciban un trato asimétrico respecto al reparto de beneficios o a los plazos, siempre que los rendimientos esperados ajustados al riesgo que puedan obtener los inversores privados se limiten a la TRJ.
141. Como principio general, la Comisión considera que la armonización de los intereses económicos entre el Estado miembro y los intermediarios financieros o sus gestores, según sea el caso, puede contribuir a limitar las ayudas al mínimo. Los intereses deberán armonizarse tanto en lo concerniente a la consecución de los objetivos políticos específicos como a los resultados económicos de la inversión pública en el instrumento.
142. Los intermediarios financieros o los gestores de fondos podrán invertir conjuntamente con el Estado miembro, siempre que las condiciones de tal inversión conjunta descarten todo posible conflicto de intereses. Esta inversión conjunta podría alentar al gestor a armonizar sus decisiones de inversión con los objetivos fijados. Uno de los criterios de selección puede ser la capacidad del gestor para ofrecer inversión a partir de sus propios recursos.
143. La remuneración de los intermediarios financieros o de los gestores de fondos, dependiendo del tipo de medida de financiación de riesgo, deberá incluir una comisión de gestión anual, así como incentivos en función del rendimiento, como los intereses acumulados.
144. El componente de la remuneración basado en el rendimiento deberá ser significativo y haber sido diseñado para recompensar en rendimiento económico y el cumplimiento de los objetivos políticos específicos previamente definidos. Los incentivos en función de la estrategia deben guardar equilibrio con los incentivos del rendimiento económico que se necesitan para garantizar una selección eficaz de las empresas subvencionables en las que se realizarán las inversiones. Además, la Comisión tendrá en cuenta la posibilidad de imponer sanciones establecida en el convenio de financiación suscrito entre el Estado miembro y el intermediario financiero, que serán de aplicación en caso de incumplimiento de los objetivos políticos establecidos.
145. El nivel de la remuneración basada en el rendimiento debe justificarse en función de las prácticas del mercado de referencia. Se debe remunerar a los gestores no solo por el éxito en el desembolso y por el volumen de capital privado captado, sino también por los buenos rendimientos de las inversiones, por ejemplo cuando los ingresos y las plusvalías superen una determinada tasa de rendimiento mínima («hurdle rate»).
146. El total de las comisiones de gestión no debe ser superior a los costes de funcionamiento y administración necesarios para la implementación del instrumento financiero correspondiente, más un beneficio razonable, en consonancia con la práctica del mercado. Las comisiones no deberán incluir los costes de inversión.
147. Habida cuenta de que los intermediarios financieros o sus gestores, según sea el caso, deben seleccionarse a través de una licitación abierta, transparente y no discriminatoria, la estructura general de comisiones puede evaluarse como una parte de la puntuación obtenida en el proceso de selección, y también se puede establecer la remuneración máxima como resultado de dicho proceso.
148. En caso de designación directa de una entidad encargada, la Comisión considera que la comisión de gestión anual no puede superar, en principio, el 3 % del capital aportado a la entidad, excluidos los incentivos basados en el rendimiento.

#### 3.6.2. Condiciones de los instrumentos fiscales

149. La inversión total en cada empresa beneficiaria no puede superar el importe máximo fijado por la disposición relativa a la financiación del riesgo del Reglamento general de exención por categorías.
150. Con independencia del tipo de desgravación fiscal, las acciones admisibles deben consistir en acciones ordinarias con plena exposición al riesgo y emitidas recientemente por una empresa subvencionable tal como se define en la evaluación *ex ante*, y deben mantenerse por un plazo mínimo de tres años. No podrán optar a desgravación los inversores que no sean independientes de la empresa en la que se invierte.
151. En el caso de desgravaciones en el impuesto sobre la renta, los inversores que aporten financiación a las empresas subvencionables pueden disfrutar de desgravaciones hasta un porcentaje máximo razonable del importe invertido en empresas subvencionables, siempre que no se supere la deuda tributaria del impuesto sobre la renta que debería pagar el inversor, calculada con anterioridad a la medida fiscal. Según la experiencia de la Comisión, se considera razonable fijar en el 30 % el máximo de desgravación fiscal del importe invertido. Las pérdidas resultantes de la venta de acciones se pueden compensar con el impuesto sobre la renta.



152. En el caso de desgravaciones fiscales sobre los dividendos, los pagos por dividendos recibidos en relación con las acciones que reúnan las condiciones exigidas pueden gozar de una exención total en el cálculo de dichos impuestos. De forma similar, en el caso de las desgravaciones fiscales sobre las plusvalías, los beneficios obtenidos con la venta de este tipo de acciones pueden gozar de una exención total de los impuestos aplicables a las plusvalías. Además, el pago de los impuestos correspondientes a las plusvalías por la venta de las acciones que reúnan las condiciones exigidas puede diferirse si dichas plusvalías se reinvierten en nuevas acciones de las mismas características antes de un año.

#### 3.6.3. Condiciones de las plataformas de negociación alternativas

153. Con el fin de que se pueda llevar a cabo un análisis de la proporcionalidad de la ayuda concedida al operador de la plataforma de negociación alternativa, se podrá conceder ayuda estatal para cubrir hasta el 50 % de los costes de inversión en que se incurra para la creación de dicha plataforma.
154. En el caso de que se ofrezcan incentivos fiscales a inversores corporativos, la Comisión evaluará la medida en función de las condiciones establecidas para los instrumentos fiscales en las presentes Directrices.

### 3.7. Prevención de los efectos negativos injustificados sobre la competencia y el comercio

155. Las medidas de ayudas estatales deben diseñarse de tal forma que se limiten los falseamientos de la competencia en el mercado interior. Los efectos negativos se tienen que sopesar con el efecto globalmente positivo de la medida. Cuando se trate de medidas de financiación de riesgo, es preciso evaluar los posibles efectos negativos en cada uno de los niveles en que puede plantearse la ayuda: los inversores, los intermediarios financieros y sus gestores, y los beneficiarios finales.
156. Para que la Comisión pueda analizar los posibles efectos negativos, el Estado miembro puede presentar, formando parte de la evaluación *ex ante*, los estudios de que disponga, así como las evaluaciones *ex post* realizadas para programas similares en lo referente a las empresas subvencionables, los sistemas de financiación, los parámetros de diseño y las zonas geográficas.
157. En primer lugar, al nivel del mercado de aportación de financiación de riesgo, las ayudas estatales pueden traer consigo la exclusión de los inversores privados. Esto podría reducir los incentivos a estos inversores para que aporten fondos a las empresas subvencionables e inducirlos a esperar hasta que el Estado destine ayudas a las inversiones de este tipo. La importancia del riesgo aumenta en paralelo con el volumen de la financiación total inyectada en los beneficiarios finales, con el tamaño de estas empresas beneficiarias y con el grado de avance de su etapa de desarrollo, ya que en tales circunstancias la financiación privada se va aportando de forma progresiva. Por otra parte, las ayudas estatales no deben eliminar el riesgo empresarial normal inherente a las inversiones, que los inversores habrían soportado incluso si no existieran dichas ayudas. Sin embargo, si la deficiencia del mercado se ha definido correctamente es menos probable que la medida de financiación de riesgo provoque dicho efecto de exclusión.
158. En segundo lugar, por lo que respecta a los intermediarios financieros, las ayudas pueden tener efectos de falseamiento al aumentar o mantener el poder de mercado de un intermediario, por ejemplo, en el mercado de una región determinada. Incluso si las ayudas no refuerzan directamente el poder de mercado del intermediario financiero, pueden hacerlo de forma indirecta, desincentivando la expansión de los competidores existentes, provocando su salida o disuadiendo de la entrada de nuevos competidores.
159. Las medidas de financiación de riesgo deben destinarse a las empresas orientadas al crecimiento que, aunque no son capaces de atraer un nivel adecuado de financiación de fuentes privadas, pueden pasar a ser rentables con ayudas estatales de financiación de riesgo. Por consiguiente, es poco probable que supere la prueba de sopesamiento cualquier medida que contemple la creación de un fondo público cuya estrategia de inversión no demuestre suficientemente la viabilidad potencial de las empresas subvencionables, dado que, en tal caso, la inversión de financiación de riesgo puede equivaler a una subvención.
160. Habida cuenta de que las condiciones sobre la gestión comercial y el proceso de toma de decisiones orientadas al beneficio establecidas en las disposiciones relativas a la financiación de riesgo del Reglamento general de exención por categorías son esenciales para garantizar que la selección de las empresas beneficiarias finales se fundamente en una lógica comercial, dichas condiciones no pueden ser ignoradas en aplicación de lo dispuesto en las presentes Directrices, incluso en el caso de que la medida implique la participación de intermediarios financieros públicos.

161. A fin de evitar el riesgo de mantener estructuras de mercado poco eficientes, se analizarán los fondos de inversión de pequeño volumen, enfoque regional limitado y sin sistemas de gobernanza adecuados. Es posible que los programas regionales de financiación de riesgo carezcan del volumen y del alcance suficientes a causa de una falta de diversificación relacionada con la ausencia de un número suficiente de empresas adecuadas como objetivo de la inversión, lo que podría reducir la eficacia de tales fondos y conducir a la concesión de ayudas a empresas menos rentables. Estas inversiones podrían falsear la competencia y otorgar ventajas indebidas a determinadas empresas. Además, estos fondos pueden ser menos atractivos para los inversores privados, especialmente para los institucionales, pues pueden ser percibidos más como un vehículo para alcanzar objetivos de política regional que una oportunidad de negocio viable que ofrezca una rentabilidad aceptable de la inversión efectuada.
162. En tercer lugar, en cuanto a los beneficiarios finales, la Comisión examinará si la medida tiene efectos de falseamiento en los mercados de productos en los que compiten esas empresas. Por ejemplo, la medida puede falsear la competencia si se dirige a empresas de sectores de bajo rendimiento. En particular, una fuerte ampliación de la capacidad inducida por las ayudas estatales en un mercado de bajo rendimiento podría falsear indebidamente la competencia, dado que la creación o mantenimiento del exceso de capacidad podría provocar una reducción de los márgenes de beneficio o de las inversiones de los competidores, e incluso la salida del mercado de estos últimos. También podría impedir la entrada de empresas en dicho mercado. Las consecuencias son unas estructuras de mercado ineficientes que, a largo plazo, también perjudican a los consumidores. Cuando el mercado de los sectores objetivo esté creciendo, normalmente existirán menos motivos para temer que las ayudas puedan afectar negativamente a los incentivos dinamizadores o de que obstaculicen de forma indebida la entrada o salida. Por consiguiente, la Comisión analizará, a la luz de la demanda potencial, el nivel de las capacidades de producción en el sector de que se trate. Para que la Comisión pueda llevar a cabo esta evaluación, el Estado miembro ha de indicar si la medida de financiación de riesgo es específica del sector o si da prioridad a determinados sectores frente a otros.
163. Las ayudas estatales pueden impedir que los mecanismos del mercado funcionen adecuadamente, recompensando a los productores más eficientes y ejerciendo presión sobre los menos eficientes para que introduzcan mejoras, se reestructuren o abandonen el mercado. Las ayudas recibidas por empresas ineficientes pueden impedir que otras empresas entren o se expandan en el mercado, y debilitar los incentivos de los competidores para innovar.
164. La Comisión examinará igualmente cualquier posible efecto negativo de deslocalización. En este sentido, analizará si cabe la posibilidad de que los fondos regionales incentiven la deslocalización dentro del mercado interior. El riesgo de que se produzcan estos efectos es más pronunciado cuando las actividades del intermediario financiero se concentran en regiones que no reciben ayudas pero que son limitrofes con regiones que sí las reciben, o en las que la intensidad de la ayuda es superior a la de la región objetivo. Una medida regional de financiación de riesgo dirigida exclusivamente a determinados sectores también puede provocar efectos negativos de deslocalización.
165. Si la medida provoca efectos negativos, el Estado miembro debe identificar los medios apropiados para minimizar dichos efectos. Por ejemplo, el Estado miembro puede demostrar que los efectos negativos se limitarán al mínimo basándose, entre otros elementos, en el importe de la inversión total, el tipo y número de los beneficiarios y las características de los sectores destinatarios. Al sopesar los efectos positivos y negativos, la Comisión tendrá también en cuenta la magnitud de tales efectos.

### 3.8. Transparencia

166. Los Estados miembros deben publicar la siguiente información en una página web general sobre ayudas estatales, a escala nacional o regional:
- i) el texto del programa de ayuda y de sus normas de ejecución;
  - ii) la identidad de la autoridad que concede las ayudas;
  - iii) la cuantía total de la participación en la medida del Estado miembro;
  - iv) la identidad de la entidad encargada, cuando proceda, y los nombres de los intermediarios financieros seleccionados;

- v) la identidad de la empresa receptora de la medida; incluida información sobre el tipo de empresa (PYME, pequeña empresa de capitalización media, empresa de mediana capitalización innovadora); la región (NUTS nivel II) en la que está situada la empresa; el principal sector económico en el que la empresa desarrolla sus actividades a nivel de grupo NACE; la forma y el importe de la inversión; este requisito puede ignorarse con relación a las PYME que no hayan realizado ninguna venta comercial en ningún mercado y con las inversiones inferiores a 200 000 EUR en una empresa beneficiaria final;
- vi) en el caso de regímenes de ayudas a la financiación de riesgo, la identidad de los inversores corporativos beneficiarios <sup>(43)</sup> y el importe de la ventaja fiscal recibida, en caso de que sea superior a 200 000 EUR. Este importe puede facilitarse por tramos de 2 millones EUR.

Esta información ha de publicarse después de que se haya tomado la decisión de concesión de la ayuda, ha de conservarse durante al menos diez años y estar a disposición del público en general sin restricciones <sup>(44)</sup>.

### 3.9. Acumulación

- 167. Las ayudas a la financiación de riesgo pueden acumularse con cualquier otra medida de ayuda estatal en la que se definan claramente los costes subvencionables.
- 168. Las ayudas de financiación de riesgo pueden acumularse con otras medidas de ayuda estatal sin costes subvencionables identificables o con ayudas *de minimis*, hasta el límite más elevado total de financiación fijado en las circunstancias específicas de cada caso por un reglamento de exención por categorías o una decisión adoptada por la Comisión.
- 169. La financiación de la Unión gestionada centralmente por las instituciones, agencias, empresas comunes u otros órganos de la Unión, que no esté directa o indirectamente bajo el control de los Estados miembros no constituye ayuda estatal. En caso de que dicha financiación de la Unión se combine con ayudas estatales, únicamente deben tomarse en consideración estas últimas para determinar si se respetan los umbrales de notificación y las intensidades máximas de ayuda, siempre que el importe total de la financiación pública concedida en relación con los mismos costes subvencionables no exceda de los porcentajes máximos de financiación establecidos en la normativa de la Unión aplicable.

### 4. EVALUACIÓN

- 170. Para reducir aún más las posibilidades de falsear la competencia y el comercio, la Comisión puede exigir que determinados regímenes tengan un plazo de vigencia limitado y se sometan a una evaluación, que debe abordar las siguientes cuestiones:
  - a) la eficacia de la medida de ayuda a la luz de sus objetivos e indicadores predefinidos, tanto generales como específicos, y
  - b) el impacto de la medida de financiación de riesgo sobre los mercados y la competencia.
- 171. Se podrá exigir una evaluación en el caso de los siguientes regímenes de ayuda:
  - a) los grandes regímenes;
  - b) los regímenes con un enfoque regional;
  - c) los regímenes con un enfoque sectorial estricto;
  - d) los regímenes que hayan sido modificados, cuando la modificación afecte a los criterios de subvencionabilidad, a la cuantía de la inversión o a los parámetros del diseño financiero, en cuyo caso la evaluación deberá presentarse formando parte de la notificación;
  - e) los regímenes que incluyan características novedosas;
  - f) los regímenes para los que la Comisión así lo haya requerido en la decisión de autorización de la medida, a la vista de sus potenciales efectos negativos.
- 172. La evaluación debe realizarla un experto que sea independiente respecto a la autoridad que concede la ayuda estatal, estar basada en una metodología común <sup>(45)</sup> y difundirse públicamente. La evaluación debe presentarse a la Comisión con tiempo suficiente para poder estudiar la posible prórroga del programa de ayuda y, en cualquier caso, antes de que expire el programa. El alcance exacto y la metodología de la evaluación que debe realizarse se definirán en la decisión por la que se apruebe el programa de ayuda. Toda medida de ayuda posterior que persiga un objetivo similar debe tener en cuenta los resultados de dicha evaluación.

<sup>(43)</sup> No se aplica a los inversores privados que sean personas físicas.

<sup>(44)</sup> Esta información debe actualizarse con regularidad (cada seis meses, por ejemplo) y estar disponible en formatos no exclusivos.

<sup>(45)</sup> Esta metodología común puede ser definida por la Comisión.

## 5. DISPOSICIONES FINALES

### 5.1. Prórroga de las Directrices de capital riesgo

173. Las Directrices de capital riesgo estarán en vigor hasta el 30 de junio de 2014.

### 5.2. Aplicabilidad de las normas

174. La Comisión aplicará los principios definidos en las presentes Directrices a la evaluación de la compatibilidad de todas las medidas de financiación de riesgo que se concedan entre el 1 de julio de 2014 y el 31 de diciembre de 2020.
175. Las ayudas de capital riesgo concedidas ilegalmente o que se concedan antes del 1 de julio de 2014 se evaluarán con arreglo a las normas en vigor en la fecha en que se concedan las ayudas.
176. Con el fin de preservar las expectativas legítimas de los inversores privados, en el caso de regímenes de financiación de riesgo que contemplen la concesión de financiación pública a fondos privados de capital de inversión, la fecha del compromiso de la financiación pública a los fondos privados de capital de inversión, que es la fecha de la firma del convenio de financiación, determina la aplicabilidad de las normas a la medida de financiación de riesgo.

### 5.3. Medidas apropiadas

177. La Comisión considera que la aplicación de las presentes Directrices introducirá cambios sustanciales en los principios de evaluación de las ayudas aplicables a la financiación de riesgo en la Unión. Por otra parte, teniendo en cuenta los cambios sobrevenidos en las circunstancias económicas y sociales, parece necesario comprobar la justificación y eficacia continuadas de todos los regímenes de ayuda en forma de capital riesgo. Por estos motivos, la Comisión propone a los Estados miembros las siguientes medidas apropiadas, de conformidad con el artículo 108, apartado 1, del Tratado:
- a) los Estados miembros deben modificar, cuando proceda, sus actuales programas de ayudas de capital riesgo, para alinearlos con las presentes Directrices, en el plazo de los seis meses siguientes a la fecha de su publicación;
  - b) se invita a los Estados miembros a dar su acuerdo incondicional y explícito a estas medidas apropiadas propuestas, en el plazo de dos meses a partir de la publicación de las presentes Directrices. De no haber respuesta, la Comisión asumirá que el Estado miembro en cuestión no está de acuerdo con las medidas propuestas.
178. Con objeto de preservar las expectativas legítimas de los inversores privados, los Estados miembros no tienen que adoptar medidas apropiadas con respecto a los regímenes de ayudas de capital riesgo a favor de PYME en caso de que el compromiso de concesión de financiación pública a los fondos privados de capital de inversión, que es la fecha de la firma del convenio de financiación, se celebrara antes de la fecha de publicación de las presentes Directrices y todas las condiciones establecidas en él permanecieran sin modificar. Estos intermediarios financieros pueden seguir operando posteriormente e invirtiendo de acuerdo con su estrategia de inversión original hasta el término de la vigencia prevista en el convenio de financiación.

### 5.4. Presentación de informes y seguimiento

179. Conforme a lo dispuesto en el Reglamento (CE) n° 659/1999 del Consejo <sup>(46)</sup> y en el Reglamento (CE) n° 794/2004 <sup>(47)</sup> de la Comisión, los Estados miembros deben presentar informes anuales a la Comisión.
180. Los Estados miembros deben llevar registros detallados de todas las medidas de ayuda. Estos registros deben incluir toda la información necesaria para acreditar que se cumplen los requisitos relativos a la subvencionabilidad y a los importes máximos de inversión. Los registros deben conservarse durante un plazo de diez años desde la fecha de concesión de la ayuda y se facilitarán a la Comisión a petición de esta.

<sup>(46)</sup> Reglamento (CE) n° 659/1999 del Consejo por el que se establecen disposiciones de aplicación del artículo 93 del Tratado CE (DO L 83 de 27.3.1999, p. 1), modificado.

<sup>(47)</sup> Reglamento (CE) n° 794/2004 de la Comisión por el que establecen disposiciones de aplicación del Reglamento (CE) n° 659/1999 (DO L 140 de 30.4.2004, p. 1).

### 5.5. Revisión

181. La Comisión puede decidir en cualquier momento la revisión o modificación de las presentes Directrices, cuando resulte necesario por motivos relacionados con la política de competencia o para tener en cuenta otras políticas de la Unión, los compromisos internacionales y la evolución de los mercados, o por cualquier otro motivo justificado.
-