

ORIENTAMENTI COMUNITARI SU AIUTI DI STATO E CAPITALE DI RISCHIO A FAVORE DELLE PICCOLE E MEDIE IMPRESE

1	Introduzione	2
1.1	Capitale di rischio come obiettivo comunitario	2
1.2	Esperienza in materia di aiuti di Stato a favore del capitale di rischio	3
1.3	Aiuti di Stato e capitale di rischio	3
1.3.1	Valutazione comparata degli effetti positivi e negativi degli aiuti a favore del capitale di rischio	3
1.3.2	Fallimenti del mercato	4
1.3.3	Strumenti adeguati	5
1.3.4	Effetto di incentivazione e necessità	5
1.3.5	Proporzionalità dell'aiuto	5
1.3.6	Effetti negativi	6
1.4	Approccio in materia di controllo degli aiuti di Stato nel settore dei capitali di rischio	6
2	Campo di applicazione e definizioni	6
2.1	Campo di applicazione	6
2.2	Definizioni	7
3	Applicazione dell'articolo 87, paragrafo 1, nel settore dei capitali di rischio	9
3.1	Testi generali applicabili	9
3.2	Presenza di aiuto a tre livelli	9
3.3	Importi "de minimis"	10
4	Valutazione della compatibilità degli aiuti a favore del capitale di rischio a norma dell'articolo 87, paragrafo 3, lettera c) del trattato CE	11
4.1	Principi generali	11
4.2	Forma dell'aiuto	11
4.3	Effetto di incentivazione e necessità dell'aiuto	12
4.3.1	Livello massimo delle rate di investimento	12
4.3.2	Limitazione al finanziamento della fase di crescita iniziale	12
4.3.3	Prevalenza di strumenti di investimento "equity" e "quasi-equity"	12
4.3.4	Partecipazione di investitori privati	12
4.3.5	Decisioni di investimento orientate alla realizzazione di un profitto	12
4.3.6	Gestione commerciale	13
4.3.7	Carattere settoriale	13
5	Compatibilità delle misure di aiuto a favore del capitale di rischio soggette ad una valutazione dettagliata	13
5.1	Misure di aiuto soggette ad una valutazione dettagliata	14
5.2	Effetti positivi dell'aiuto	15
5.2.1	Esistenza e prova di un fallimento del mercato	15
5.2.2	Strumenti adeguati	16
5.2.3	Effetto di incentivazione e necessità dell'aiuto	17
5.2.3.1	Gestione commerciale	17
5.2.3.2	Presenza di un comitato di investimento	17
5.2.3.3	Dimensioni della misura/del fondo	17
5.2.3.4	Presenza di "business angels"	17
5.2.4	Proporzionalità	18
5.3	Effetti negativi dell'aiuto	18
5.3.1	Esclusione	18
5.3.2	Distorsione della concorrenza	19

5.4	Valutazione comparata e decisione	19
6	Cumulo	20
7	Disposizioni finali	21
7.1	Monitoraggio e relazioni	21
7.2	Entrata in vigore e validità	21
7.3	Misure opportune	22

1 INTRODUZIONE

1.1 Capitale di rischio come obiettivo comunitario

Il capitale di rischio è connesso al finanziamento del capitale proprio (“equity”) a favore di imprese con presunto elevato potenziale di crescita nelle fasi iniziali del loro sviluppo. La richiesta di capitale di rischio proviene dalle imprese con potenziale di crescita che non hanno sufficiente accesso ai mercati dei capitali, mentre l’offerta di capitale di rischio proviene dagli investitori disposti a correre un rischio elevato in cambio di rendimenti potenzialmente superiori alla media dal capitale proprio investito. La comunicazione sugli aiuti di Stato e il capitale di rischio (in appresso “la comunicazione”)¹ è stata adottata nel 2001 per precisare le condizioni per concedere aiuti di Stato sotto forma di capitali di rischio.

Nella sua comunicazione sul rilancio della strategia di Lisbona², la Commissione ha riconosciuto l’insufficiente disponibilità di capitale di rischio per l’avvio di nuove imprese innovative. La Commissione ha inoltre sottolineato la necessità di ridurre e riorientare gli aiuti di Stato per affrontare i fallimenti del mercato, per aumentare l’efficienza economica e per stimolare l’innovazione. In questo contesto, la Commissione si è impegnata ad una revisione del quadro normativo esistente per gli aiuti di Stato, tra l’altro allo scopo di facilitare l’accesso ai finanziamenti e al capitale di rischio.

Rispettando il proprio impegno, la Commissione ha pubblicato nel giugno 2005 il piano d’azione nel settore degli aiuti di Stato (“piano d’azione”) che auspica aiuti di Stato meno numerosi e più mirati³. Il piano d’azione ha sottolineato quanto sia importante migliorare il contesto in cui operano le imprese e facilitare l’avvio rapido di nuove imprese. In questo contesto, il piano d’azione ha annunciato la revisione della comunicazione onde affrontare i fallimenti del mercato che incidono sulla messa a disposizione di capitali di rischio alle “start up” e alle nuove PMI innovative, in particolare aumentando la flessibilità delle norme previste dalla comunicazione.

Anche se spetta principalmente al mercato fornire sufficiente capitale di rischio nella Comunità, sul mercato dei capitali esiste una carenza di capitale proprio, uno squilibrio persistente che impedisce all’offerta di incontrare la domanda ad un prezzo accettabile per ambo le parti, il che incide negativamente sulle piccole e medie imprese (PMI) europee. Questa carenza riguarda soprattutto le imprese ad elevata tecnologia e principalmente le nuove imprese con elevato potenziale di crescita. Potrebbero tuttavia esservi effetti negativi anche per una gamma più vasta di imprese di età e di settori diversi, con un potenziale di crescita più ridotto, che non riescono a trovare finanziamenti per i loro progetti di espansione senza capitali di rischio esterni.

¹ GU C 235 del 21.8.2001, pag. 3.

² Comunicazione al Consiglio Europeo di primavera - “*Lavorare insieme per la crescita e l’occupazione - Il rilancio della strategia di Lisbona*” - COM (2005) 24 definitivo del 2.2.2005.

³ Aiuti di Stato meno numerosi e più mirati: itinerario di riforma degli aiuti di Stato 2005 -2009, COM(2005) 107 definitivo - SEC(2005) 795 del 7.6.2005.

L'esistenza di questa lacuna può giustificare la concessione di aiuti di Stato in determinate circostanze limitate. I presenti orientamenti stabiliscono le norme per determinare l'esistenza di aiuto sotto forma di capitale di rischio, nonché i criteri che la Commissione applicherà nell'analisi della compatibilità ai sensi dell'articolo 87, paragrafi 1 e 3 del trattato CE.

1.2 Esperienza in materia di aiuti di Stato a favore del capitale di rischio

I presenti orientamenti sono stati redatti alla luce dell'esperienza acquisita con l'applicazione della comunicazione e di uno studio indipendente sulle dimensioni della carenza di capitale proprio esistente nell'UE. Sono state inoltre prese in considerazione le osservazioni presentate nell'ambito delle consultazioni pubbliche degli Stati membri e dei soggetti interessati sulla revisione della comunicazione, del piano d'azione nel settore degli aiuti di Stato e della comunicazione sugli aiuti di Stato all'innovazione⁴.

L'esperienza della Commissione e le osservazioni ricevute nell'ambito delle consultazioni dimostrano la necessità di aumentare la flessibilità nell'applicazione delle norme e di adattare dette norme in modo da tener conto dei cambiamenti avvenuti sul mercato dei capitali di rischio. L'esperienza ha inoltre mostrato che per alcuni tipi di investimenti in talune aree non è sempre stato possibile soddisfare le condizioni previste dalla comunicazione e, di conseguenza, in tali casi i capitali di rischio non hanno potuto ricevere un sostegno adeguato mediante aiuti di Stato. È stata inoltre constatata una bassa redditività dei fondi di capitali di rischio beneficiari di aiuti.

Per risolvere questi problemi, i presenti orientamenti adottano un approccio più flessibile in determinate circostanze in modo da permettere agli Stati membri di modulare meglio le misure relative ai capitali di rischio per affrontare i relativi fallimenti del mercato. Gli orientamenti contengono inoltre gli elementi per garantire che siano rafforzate le decisioni di investimento professionali ed orientate alla realizzazione di un profitto onde incoraggiare ulteriormente gli investitori privati a coinvestire con lo Stato. È stato infine realizzato uno sforzo per aumentare la chiarezza del testo della comunicazione nei casi in cui l'esperienza ne ha dimostrato la necessità.

I presenti orientamenti contengono inoltre un approccio economico perfezionato per la valutazione della compatibilità con il trattato delle misure a favore del capitale di rischio. A norma della comunicazione l'autorizzazione dei regimi si basava già su un'analisi economica relativamente sofisticata che si concentra sulle dimensioni del fallimento del mercato e sulla destinazione della misura. Pertanto la comunicazione rifletteva già la preferenza accordata ad un approccio economico elaborato. Era tuttavia necessario rivedere alcuni criteri onde assicurare che le misure affrontino meglio i fallimenti del mercato in questione.

1.3 Aiuti di Stato e capitale di rischio

1.3.1 Valutazione comparata degli effetti positivi e negativi degli aiuti a favore del capitale di rischio

Nel piano d'azione la Commissione ha sottolineato l'importanza di un rafforzamento dell'approccio economico all'analisi degli aiuti di Stato. Questo si traduce in una valutazione comparata degli effetti positivi potenziali della misura nel raggiungimento di un obiettivo d'interesse comune rispetto ai potenziali effetti negativi in termini di distorsione della

⁴ Documento di consultazione sugli aiuti di Stato all'innovazione, COM 2005 (436) definitivo del 21.9.2005.

concorrenza e degli scambi. La valutazione comparata di cui al piano d'azione è composta di tre fasi, le prime due concernenti gli effetti positivi e l'ultima gli effetti negativi:

- 1) La misura d'aiuto è destinata ad un obiettivo ben definito d'interesse comune, come crescita, occupazione, coesione, ambiente?
- 2) L'aiuto è concepito in modo da raggiungere l'obiettivo d'interesse comune, ossia l'aiuto proposto affronta un fallimento del mercato o un altro obiettivo?
 - i. L'aiuto di Stato è uno strumento appropriato?
 - ii. Vi è un effetto di incentivazione, ossia l'aiuto modifica il comportamento delle imprese e/o degli investitori?
 - iii. La misura di aiuto è proporzionale, ossia lo stesso cambiamento di comportamento potrebbe essere ottenuto con una quantità minore di aiuti?
- 3) Le distorsioni della concorrenza e l'incidenza sugli scambi sono limitate, in modo che il bilancio complessivo sia positivo?

La valutazione comparata è rilevante anche per l'elaborazione di norme ex ante e per la valutazione di casi che rientrano nel loro campo d'applicazione.

1.3.2 Fallimenti del mercato

Sulla base dell'esperienza e degli elementi di prova raccolti in casi precedenti nonché di uno studio sulla carenza di capitale proprio nell'UE, la Commissione ritiene che non vi sia nella Comunità un fallimento generale del mercato per quanto riguarda i capitali di rischio. Essa ammette tuttavia che esistono lacune di mercato per alcuni tipi di investimenti in determinate fasi dello sviluppo delle imprese. Queste lacune derivano da una corrispondenza imperfetta tra la domanda e l'offerta di capitali di rischio che può essere definita in generale come una carenza di capitale proprio.

I finanziamenti in capitale proprio, in particolare quelli alle piccole imprese, comportano tuttavia una serie di sfide sia per l'investitore che per l'impresa. Sul lato dell'offerta, l'investitore deve infatti effettuare un'accurata analisi non solo delle garanzie offerte (come nel caso di chi concede un prestito), ma anche dell'intera strategia aziendale per stimare le possibilità di realizzare un profitto sull'investimento e i relativi rischi. L'investitore deve inoltre poter verificare la corretta attuazione della strategia aziendale da parte dei dirigenti dell'impresa. L'investitore deve infine prevedere ed eseguire una strategia di uscita, onde generare un rendimento del capitale investito adeguato al rischio della vendita della quota di capitale proprio nella società che riceve l'investimento.

Sul lato della domanda, vi è una necessità da parte dell'impresa di capire i vantaggi derivanti da un investimento esterno in capitale proprio per proseguire il proprio sviluppo ed elaborare piani aziendali solidi trovando le risorse e l'assistenza necessarie. A causa di una mancanza di capitale interno, della scarsità di garanzie necessarie per ottenere finanziamenti e/o della mancanza di antecedenti solidi in materia di prestiti, l'impresa può dover affrontare limitazioni di finanziamento molto rigide. Vi è inoltre la sfida che rappresenta per l'impresa la condivisione del controllo con un investitore esterno, che di solito ottiene il diritto di intervenire nelle decisioni dell'impresa oltre ad una parte del capitale proprio.

Di conseguenza, l'incontro tra la domanda e l'offerta dei capitali di rischio può non essere ottimale e dunque il livello di capitali di rischio fornito sul mercato è troppo limitato e le imprese non ottengono i finanziamenti pur avendo un modello aziendale valido e prospettive di crescita. La Commissione ritiene pertanto che la causa principale del fallimento del mercato, che interessa i mercati del capitale di rischio e che può compromettere, in particolare, l'accesso al capitale da parte delle PMI e delle imprese nelle prime fasi dello sviluppo, giustificando così un intervento pubblico, dipende da un'informazione imperfetta o asimmetrica.

L'informazione imperfetta o asimmetrica può determinare in particolare:

- costi di agenzia: gli investitori potenziali incontrano maggiori difficoltà nella raccolta di informazioni attendibili sulle prospettive aziendali di una PMI o di una nuova impresa e, successivamente, nel controllo e nel sostegno dello sviluppo dell'impresa. Questo avviene in particolare in caso di progetti molto innovativi o rischiosi.
- costi di scambio: le operazioni di minore entità sono meno attraenti per i fondi di investimento, dati i costi relativamente elevati di una valutazione dell'investimento e gli altri costi di scambio;
- avversione al rischio: gli investitori possono essere nel complesso riluttanti a fornire capitali di rischio a tali PMI a causa dei rendimenti tradizionalmente bassi prodotti da questo tipo di investimenti in Europa.

1.3.3 Strumenti adeguati

La fornitura di capitali di rischio è essenzialmente un'attività commerciale che comporta decisioni commerciali. In questo contesto, misure strutturali più generali che non costituiscono aiuto di Stato possono contribuire ad un aumento dell'offerta di capitali di rischio, come le misure che promuovono una cultura di imprenditorialità, che riducono le penalizzazioni fiscali sul capitale proprio comportanti un trattamento meno favorevole rispetto a quello concesso per il finanziamento del debito, che promuovono l'integrazione del mercato e che riducono gli oneri normativi, comprese le limitazioni agli investimenti effettuati da determinati tipi di istituzioni finanziarie (ad esempio i fondi pensione), e le formalità amministrative per costituire un'impresa. La Commissione ritiene tuttavia che le misure di aiuto di Stato a favore del capitale di rischio possano costituire uno strumento adeguato entro i limiti e alle condizioni precisati nei presenti orientamenti.

1.3.4 Effetto di incentivazione e necessità

Con il cosiddetto rischio del "peso morto" o la mancanza di un effetto di incentivazione si intende che talune imprese che beneficiano di misure finanziate mediante fondi pubblici sarebbero state comunque in grado di ottenere finanziamenti alle stesse condizioni; l'esistenza di casi simili è dimostrata, seppure inevitabilmente solo a livello aneddótico; quando ciò si verifica, si ha un impiego non necessario delle risorse pubbliche.

Gli aiuti di Stato a favore del capitale di rischio devono essere necessari per richiamare investimenti privati che non sarebbero altrimenti stati effettuati. Gli aiuti dovrebbero contribuire ad aumentare il livello di finanziamento in capitali di rischio nell'UE in termini di importo globale e in percentuale del PIL. A più lungo termine ciò contribuirebbe a ridurre la carenza di capitale proprio esistente per le PMI nell'UE e ad aumentare l'offerta di finanziamenti in capitale di rischio da parte degli investitori privati. La Commissione ritiene dunque che gli aiuti sotto forma di capitali di rischio che soddisfano le condizioni stabilite nei presenti orientamenti assicurino la presenza di un effetto di incentivazione e che siano necessari per stimolare gli investimenti privati in capitali di rischio.

1.3.5 Proporzionalità dell'aiuto

La necessità di fornire incentivi dipende dalle dimensioni del fallimento del mercato relativo ai diversi tipi di misure e di beneficiari. Una misura a favore del capitale di rischio è ben concepita se l'aiuto è necessario in tutti i suoi elementi per creare incentivi a fornire capitale proprio alle PMI nelle cosiddette fasi "seed" e "start-up" e nelle fasi iniziali. L'aiuto di Stato sarà inefficiente se sostituisce investimenti privati che sarebbero comunque avvenuti (con conseguenze quali il "peso morto" e l'esclusione, come ulteriormente illustrato in appresso).

Di conseguenza, per garantire che ogni aiuto sia proporzionato e limitato all'importo necessario, vengono espresse diverse soglie in termini di dimensioni delle rate di investimento per beneficiario e di grado di partecipazione degli investitori privati, e in funzione di considerazioni relative, in particolare, alla fase aziendale finanziata, al settore d'attività economica interessato e alle dimensioni dell'impresa beneficiaria.

1.3.6 Effetti negativi

A prescindere dal fatto che il trattato impone alla Commissione di controllare gli aiuti di Stato all'interno della Comunità, nel decidere se autorizzare l'uso di fondi pubblici per misure destinate a promuovere i capitali di rischio, la Commissione cercherà di limitare per quanto possibile i seguenti tipi di rischio.

- Il rischio di "esclusione": l'esistenza di misure finanziate con fondi pubblici può, di fatto, scoraggiare altri investitori potenziali dal mettere a disposizione capitali. A lungo termine questo potrebbe scoraggiare ulteriormente gli investimenti privati nelle nuove PMI finendo per aumentare la carenza di capitale proprio e creando nel contempo la necessità di un ulteriore finanziamento pubblico.
- Il rischio che i vantaggi conseguiti dagli investitori e/o ai fondi di investimento determinino un'indebita distorsione sul mercato del "venture capital" che penalizza i loro concorrenti che non beneficiano degli stessi vantaggi.
- Il rischio che un'eccessiva offerta pubblica alle imprese destinatarie di capitali di rischio non investiti secondo una logica commerciale possa aiutare le imprese inefficienti a rimanere in vita e determinare una loro artificiale sopravvalutazione, rendendo ancora meno interessante per gli investitori privati fornire capitali di rischio a tali imprese.

1.4 Approccio in materia di controllo degli aiuti di Stato nel settore dei capitali di rischio

La fornitura di investimenti in capitale di rischio alle imprese non può essere collegata al concetto tradizionale di "costi ammissibili" utilizzato per il controllo degli aiuti di Stato, che si basa su determinati costi specificati per i quali l'aiuto è consentito e la fissazione delle intensità massime di aiuto. Vista anche la diversità dei possibili modelli di misure a favore del capitale di rischio ideate dagli Stati membri, la Commissione non è in grado di definire criteri rigidi in base ai quali decidere se autorizzare o meno le misure di questo tipo. Per valutare le misure a favore del capitale di rischio è dunque necessario discostarsi dal modo tradizionale in cui è effettuato il controllo degli aiuti di Stato.

Tuttavia, poiché il piano d'azione del 2001 ha dimostrato di funzionare bene in pratica nel settore dei capitali di rischio, la Commissione ha deciso di proseguire su tale strada garantendo dunque la continuità con l'approccio scelto nel piano d'azione.

2 CAMPO DI APPLICAZIONE E DEFINIZIONI

2.1 Campo di applicazione

I presenti orientamenti si applicano soltanto a regimi relativi a capitali di rischio destinati a microimprese, piccole e medie imprese e non intendono costituire la base giuridica per autorizzare una misura ad hoc che fornisca capitale ad una singola impresa.

I presenti orientamenti non intendono in alcun modo mettere in discussione la compatibilità degli aiuti di Stato che soddisfano i criteri di altri orientamenti, discipline o regolamenti adottati dalla Commissione.

La Commissione presterà particolare attenzione alla necessità di impedire che i presenti orientamenti vengano utilizzati per eludere i principi fissati nelle discipline e negli orientamenti in vigore.

I presenti orientamenti non implicano alcuna deroga agli orientamenti comunitari sugli aiuti di Stato per il salvataggio e la ristrutturazione di imprese in difficoltà⁵.

2.2 Definizioni⁶

Zone assistite: regioni che rientrano nel campo d'applicazione delle deroghe di cui all'articolo 87, paragrafo 3, lettere a) o c) del trattato CE.

“Business angels”: privati che investono direttamente in imprese nuove e in espansione non quotate in borsa (finanziamenti “seed”) e forniscono loro assistenza. Di solito, i “business angels” apportano finanziamenti in cambio di una quota di partecipazione nel capitale dell'impresa, ma possono anche fornire altri finanziamenti a lungo termine.

“Buyout”: acquisizione, attraverso una trattativa o un'offerta pubblica di acquisto, di almeno di una percentuale di controllo del capitale proprio di un'impresa da parte degli azionisti esistenti al fine di rilevarne gli attivi e le operazioni.

Strumenti di investimento relativi al debito: prestiti ed altri strumenti di finanziamento che offrono a colui che concede il prestito o effettua l'investimento, come componente predominante, una remunerazione minima fissa e che sono almeno in parte garantiti. Nel valutare la natura di tali strumenti, la Commissione seguirà inoltre un approccio che privilegi la sostanza rispetto alla forma e prenderà in considerazione tutti gli elementi sopra precisati per quanto riguarda gli strumenti “quasi-equity”.

Capitale di sviluppo o di espansione (“development capital” o “expansion capital”): finanziamento concesso per la crescita e l'espansione di una società che può o meno andare in pari o produrre utile. Tale capitale può essere utilizzato per: finanziare un aumento della capacità di produzione; commercializzare o sviluppare un determinato prodotto; fornire capitale circolante aggiuntivo.

Capitale per le fasi iniziali di un'impresa (“early stage”): comprende il “seed capital” e lo “start-up capital”.

Capitale proprio (“equity”): quota di partecipazione in un'impresa, rappresentata dalle azioni o quote emesse per gli investitori.

Uscita e strategia di uscita: liquidazione di partecipazioni da parte di un fondo di “venture capital” o di “private equity” secondo un piano inteso ad ottenere il massimo rendimento. I principali metodi di uscita da un investimento sono: “trade sale” (vendita commerciale); “write-off” (cancellazione); rimborso di azioni privilegiate/prestiti; vendita ad un altro investitore in capitale di rischio; vendita ad un'istituzione finanziaria; vendita mediante offerta pubblica (compresa l'IPO).

⁵ GU C 244 del 1.10.2004, pag. 2.

⁶ Le definizioni contenute nella presente sezione sono destinate soltanto ai fini dell'applicazione dei presenti orientamenti. Si basano sul glossario allegato alla comunicazione del 2003 riguardante l'attuazione del piano d'azione sul capitale di rischio (PACR), COM (2003) 654 del 4.11.2003, e sul glossario della European Venture Capital Association (EVCA).

IPO (offerta pubblica iniziale): lancio della vendita o della distribuzione al pubblico delle azioni di una società per la prima volta.

Private equity: In contrapposizione a “public equity”, è l’investimento nel capitale proprio di società non quotate in borsa. Comprende il venture capital, il capitale di sostituzione e i buy-out.

Strumenti di investimento “quasi-equity”: strumenti il cui rendimento per chi li detiene (chi effettua l’investimento/concede il prestito) si basa principalmente sui profitti o sulle perdite della società destinataria, che non sono garantiti in caso di cattivo andamento delle imprese e/o che possono essere convertibili in equity ordinario. Nel valutare la natura di tali strumenti, la Commissione privilegerà la sostanza economica dello strumento piuttosto che la sua denominazione e la qualifica ad esso attribuita dagli investitori. In particolare, la Commissione terrà conto del grado di rischio relativo all’attività della società destinataria sostenuto dall’investitore, delle perdite potenziali che potrebbe sostenere l’investitore, della predominanza di una remunerazione in rapporto ai profitti rispetto ad una remunerazione fissa e del livello di subordinazione dell’investitore in caso di fallimento della società destinataria. La Commissione può tener conto anche del trattamento applicabile allo strumento di investimento in base alle prevalenti norme nazionali di ordine regolamentare, giuridico, finanziario e contabile, ove coerenti e pertinenti per la qualifica dello strumento.

Capitale di sostituzione (“replacement capital”) (anche denominato **acquisizione secondaria**): acquisto di azioni o quote esistenti di una società da parte di un altro organismo di investimento in private equity o da parte di uno o più altri azionisti.

Capitale di rischio: Finanziamento equity e quasi-equity a società nelle fasi iniziali della loro crescita (fasi “seed”, “start-up” e di espansione). Tra questi investimenti sono compresi: 1) investimenti informali effettuati dai business angels; 2) “venture capital”; 3) borse alternative specializzate nelle PMI e nelle imprese a forte crescita.

Misure a favore del capitale di rischio: regimi volti a fornire o promuovere l’aiuto sotto forma di capitale di rischio.

“Seed capital”: finanziamento dello studio, della valutazione e dello sviluppo dell’idea imprenditoriale. Precede la fase d’avvio (“start-up”).

Micro imprese e piccole e medie imprese (PMI): per “micro imprese”, “piccole imprese” e “medie imprese” si intendono le imprese di cui alla definizione del regolamento (CE) n. 70/2001 della Commissione, modificato da ultimo dal regolamento (CE) 364/2004 della Commissione⁷, o di qualsiasi regolamento che lo sostituisca.

“Start-up capital”: finanziamento dello sviluppo e della prima commercializzazione di un prodotto. Le società possono essere in corso di costituzione o già esistere, ma non hanno venduto il proprio prodotto o servizio a livello commerciale e non stanno ancora generando profitto.

⁷ GU L 10 del 13.1.2001, pag. 33; GU L 63 del 28.2.2004, pag. 22.

Impresa o società destinataria: impresa o società in cui un soggetto interessato sta studiando la possibilità di investire.

“Venture capital”: investimento in società destinatarie non quotate da parte di fondi di investimento (fondi di venture capital) che, agendo per proprio conto, gestiscono fondi individuali, istituzionali o interni. Comprende il finanziamento “early-stage” e di espansione, ma non include il finanziamento di sostituzione e i “buy-out”.

3 APPLICAZIONE DELL’ARTICOLO 87, PARAGRAFO 1, NEL SETTORE DEI CAPITALI DI RISCHIO

3.1 Testi generali applicabili

La Commissione ha già pubblicato numerosi documenti che chiariscono i criteri in base ai quali singole misure rientrano o meno nella definizione di aiuti di Stato e che possono essere pertinenti anche nel caso delle misure a favore del capitale di rischio. Si tratta in particolare della comunicazione del 1984 sulla partecipazione delle autorità pubbliche nei capitali delle imprese⁸, della comunicazione del 1998 sull’applicazione delle norme relative agli aiuti di Stato alle misure di tassazione diretta delle imprese⁹ e della comunicazione sull’applicazione degli articoli 87 e 88 del trattato CE agli aiuti di Stato concessi sotto forma di garanzie¹⁰. La Commissione continuerà a riferirsi a tali comunicazioni, o ai testi che potrebbero eventualmente sostituirli in futuro, per valutare se le misure a favore del capitale di rischio costituiscano aiuti di Stato.

3.2 Presenza di aiuto a tre livelli

Le misure a favore del capitale di rischio comportano spesso soluzioni complesse ideate per promuovere il capitale di rischio, in quanto le autorità pubbliche introducono incentivi in favore di un gruppo di operatori economici (investitori) affinché questi finanzino un altro gruppo di operatori (PMI destinatarie). A seconda della struttura specifica della misura, ed anche se l’intento delle autorità pubbliche è in realtà quello di offrire un’agevolazione destinata solo al secondo gruppo, i beneficiari effettivi degli aiuti di Stato possono essere imprese situate ad uno dei due livelli o ad entrambi. Inoltre, nella maggior parte dei casi la misura prevede la creazione di un fondo o di un altro strumento di investimento che costituisce un’entità distinta sia dagli investitori che dalle imprese nelle quali sono effettuati gli investimenti. In simili casi è necessario anche stabilire se il fondo stesso o lo strumento di investimento possano a loro volta considerarsi come un’impresa che beneficia di aiuti di Stato. La Commissione prenderà in considerazione i fattori specifici indicati in appresso per stabilire se si configura un aiuto di Stato a ciascuno dei diversi livelli.

Aiuti agli investitori. Quando una misura consente a taluni investitori di effettuare investimenti in equity o quasi equity nel capitale azionario di un’impresa o gruppo di imprese a condizioni più favorevoli di quelle della generalità degli investitori o di quelle alle quali essi stessi avrebbero effettuato gli investimenti in assenza della misura in questione, tali investitori

⁸ Bollettino CE 9-1984, riportato anche in “Diritto della concorrenza nelle Comunità europee”, volume II A, pag. 133.

⁹ GU L 384 del 10.12.1998, pag. 3.

¹⁰ GU L 71 del 11.3.2000, pag. 14. Va tuttavia notato che è più probabile che le garanzie concesse dallo Stato a favore degli investimenti in capitale di rischio comprendano un elemento d’aiuto all’investitore rispetto a quanto avviene per le tradizionali garanzie di prestito, che sono normalmente considerate aiuti a favore del mutuatario piuttosto che del mutuante.

beneficiano di un vantaggio. Tale vantaggio può assumere diverse forme, come precisato in appresso alla sezione 4.2. Ciò resta vero anche qualora l'investitore sia indotto dalla misura a conferire a sua volta un vantaggio all'impresa o alle imprese interessate. Al contrario, la Commissione considererà che l'investimento sia stato effettuato garantendo parità di trattamento (*pari passu*) tra investitori pubblici e privati, e non costituisca pertanto aiuto di Stato, se i suoi termini sarebbero accettabili per un operatore economico normale operante in un'economia di mercato in assenza di qualsiasi intervento pubblico. Si presume che questo avvenga soltanto se gli investitori pubblici e privati dividono esattamente gli stessi rischi di sottoestimazione e di sovraestimazione ed hanno lo stesso livello di subordinazione e se almeno il 50% del finanziamento della misura proviene da investitori privati indipendenti.

Aiuto ad un fondo di investimento e/o al suo gestore. In generale, la Commissione tende a considerare un fondo di investimento come uno strumento che funge da intermediario per il trasferimento degli aiuti agli investitori e/o alle imprese, piuttosto che come il beneficiario diretto degli aiuti. Tuttavia determinate misure, quali ad esempio le misure fiscali o altre misure che comportano trasferimenti diretti a favore di fondi esistenti che raggruppano un gran numero di investitori diversi e che si configurano come imprese indipendenti, possono costituire aiuto a meno che l'investimento non venga fatto a condizioni che sarebbero accettabili per un operatore economico normale operante in un'economia di mercato e dunque non conferirebbero alcun vantaggio al beneficiario. Inoltre, vi sono elementi di aiuto a favore dei gestori del fondo o alla società di gestione se la loro remunerazione non corrisponde appieno alla remunerazione corrente di mercato in situazioni comparabili. Questo avviene, in particolare, se il gestore o la società di gestione non sono scelti attraverso una procedura di gara pubblica aperta e trasparente o se essi beneficiano di qualsiasi altro vantaggio concesso dallo Stato.

Aiuto alle imprese nelle quali è effettuato l'investimento. Qualora vi siano elementi di aiuto al livello degli investitori o del fondo di investimento, la Commissione riterrà che essi vengano almeno in parte trasferiti alle imprese destinatarie e siano quindi presenti anche al loro livello. Questo avviene anche quando le decisioni di investimento sono prese dai gestori del fondo con una logica puramente commerciale. In tutti gli altri casi, le imprese destinatarie degli investimenti non verranno considerate beneficiarie di aiuti se l'investimento viene effettuato in termini che sarebbero accettabili per un investitore privato operante in un'economia di mercato in assenza di qualsiasi intervento da parte dello Stato. A questo scopo, la Commissione valuterà se tali decisioni di investimento sono esclusivamente determinate dall'obiettivo della massimizzazione del profitto, collegate ad un piano aziendale ed a previsioni di sviluppo ragionevoli nonché ad una strategia di uscita chiara e realistica. Si terrà inoltre conto di fattori importanti quali la scelta e il mandato di investimento dei gestori del fondo o della società di gestione, nonché della percentuale e del grado di partecipazione degli investitori privati.

3.3 Importi “de minimis”

Qualora qualsiasi finanziamento sotto forma di capitale di rischio concesso ai beneficiari sia “de minimis” ai sensi del rilevante regolamento della Commissione¹¹, si ritiene che esso non

¹¹ Attualmente il regolamento (CE) n. 69/2001 della Commissione, del 12 gennaio 2001, relativo all'applicazione degli articoli 87 e 88 del trattato CE agli aiuti d'importanza minore (“de minimis”), GU L 10 del 13.1.2001, pag. 30, e eventuali future modifiche, e il regolamento (CE) n. 1860/2004 della Commissione, del 6 ottobre 2004, relativo all'applicazione degli articoli 87 e 88 del trattato CE agli aiuti de minimis nei settori dell'agricoltura e della pesca, GU L 325 del 28.10.2004, pag. 4, e eventuali future modifiche.

soddisfi tutti i criteri dell'articolo 87, paragrafo 1 del trattato. Nel caso di misure a favore del capitale di rischio, l'applicazione della norma "de minimis" è ostacolata da difficoltà di calcolo degli aiuti e dal fatto che le misure possono costituire aiuto non solo per le imprese beneficiarie, ma anche per altri investitori. Laddove sia possibile superare tali difficoltà, la norma "de minimis" resta tuttavia d'applicazione. Di conseguenza, qualora un regime preveda apporti di capitali pubblici per un importo pari o inferiore alla rilevante soglia "de minimis" per ciascuna impresa su un periodo di tre anni, non vi è dubbio che tutti gli aiuti in favore di tali imprese e/o degli investitori rientrino nei limiti stabiliti.

4 VALUTAZIONE DELLA COMPATIBILITÀ DEGLI AIUTI A FAVORE DEL CAPITALE DI RISCHIO A NORMA DELL'ARTICOLO 87, PARAGRAFO 3, LETTERA C) DEL TRATTATO CE

4.1 Principi generali

La presente sezione definisce i criteri in base ai quali la Commissione effettuerà la valutazione della compatibilità degli aiuti sotto forma di capitale di rischio ai sensi dell'articolo 87, paragrafo 3, lettera c). La Commissione autorizzerà una misura a favore del capitale di rischio soltanto se conclude che detta misura determina un aumento dell'offerta di capitale di rischio senza incidere sulle condizioni degli scambi in misura contraria al comune interesse sulla base della valutazione comparata illustrata nell'introduzione.

Qualora la Commissione disponga di una notifica completa che dimostri che tutte le condizioni stabilite nella presente sezione sono soddisfatte, si sforzerà di compiere una valutazione rapida entro i termini stabiliti dal regolamento (CE) n. 659/1999 del Consiglio del 22 marzo 1999 recante modalità di applicazione dell'articolo 93 del trattato CE¹². Se alcune condizioni non sono soddisfatte, la Commissione procederà ad una valutazione più dettagliata della misura, come precisato in dettaglio alla sezione 5.

Qualora vi siano elementi di aiuto anche a livello delle imprese destinatarie e la fornitura di capitale di rischio sia connessa a costi ammissibili ad aiuto ai sensi di altri regolamenti, discipline o orientamenti vigenti, tali testi possono essere applicati per valutare se l'aiuto è compatibile con il mercato comune.

4.2 Forma dell'aiuto

La Commissione ritiene che la scelta della forma di una misura di aiuto spetti di norma agli Stati membri. Ciò vale anche in caso di misure a favore del capitale di rischio. Tuttavia, come specificato ulteriormente nella sezione 4.3, nel valutare tali misure la Commissione considererà se esse incoraggino gli investitori privati ad apportare capitali di rischio alle imprese beneficiarie e se facciano sì che le decisioni di investimento vengano prese sulla base di criteri commerciali (ossia la massimizzazione del profitto).

La Commissione ritiene che le forme di incentivi a tali investitori atte a condurre ad un simile risultato siano in particolare le seguenti:

- a) costituzione di fondi di investimento (fondi di "venture capital") nei quali lo Stato sia socio, investitore o aderente, anche a condizioni meno vantaggiose rispetto agli altri investitori;
- b) garanzie prestate in favore di investitori in capitale di rischio o di fondi di capitale di rischio a copertura di una parte delle perdite legate agli investimenti, ovvero garanzie prestate in relazione ai prestiti in favore di investitori/fondi di investimento in capitale di rischio, a

¹² Regolamento (CE) n. 659/1999 del Consiglio del 22 marzo 1999 recante modalità di applicazione dell'articolo 93 del trattato CE, GU L 83 del 27.3.1999, pag. 1.

condizione che la copertura pubblica delle potenziali perdite sottostanti non superi il 50% dell'importo nominale dell'investimento garantito;

c) altri strumenti finanziari in favore di investitori in capitale di rischio o di fondi di capitale di rischio per incentivarli a mettere a disposizione ulteriori capitali per gli investimenti;

d) incentivi fiscali a favore di fondi di investimento e/o ai loro gestori o ad investitori affinché effettuino investimenti in capitale di rischio.

4.3 Effetto di incentivazione e necessità dell'aiuto

Onde verificare che l'effetto di incentivazione e la necessità dell'aiuto quali precisati nell'introduzione siano presenti in una misura a favore del capitale di rischio è possibile fare riferimento ad una serie di indicatori. Il principio di base è che l'aiuto di Stato deve essere volto ad ovviare ad un fallimento specifico del mercato la cui esistenza sia stata sufficientemente dimostrata. A tal fine, i presenti orientamenti stabiliscono specifiche soglie di sicurezza ("safe-harbour") applicabili alle rate di investimento nelle PMI destinatarie nelle prime fasi della loro attività. Inoltre, onde limitare l'aiuto al minimo indispensabile, è essenziale che gli investimenti oggetto di aiuto nelle PMI destinatarie siano determinati da una logica di massimizzazione del profitto e gestiti su base commerciale.

La Commissione riterrà che i presupposti relativi all'effetto di incentivazione e alla necessità della misura a favore del capitale di rischio siano rispettati se sono soddisfatte tutte le condizioni illustrate in appresso.

4.3.1 Livello massimo delle rate di investimento

La misura a favore del capitale di rischio deve prevedere rate di finanziamento, finanziate in tutto o in parte attraverso l'aiuto di Stato, che non superino 1,5 milioni di EUR per PMI destinataria su un periodo di dodici mesi.

4.3.2 Limitazione al finanziamento della fase di crescita iniziale

La misura a favore del capitale di rischio deve limitarsi a prevedere finanziamenti della fase di crescita iniziale fino a quella dello sviluppo o dell'espansione per le micro imprese o per le piccole e medie imprese situate nelle zone assistite, o fino al finanziamento "early stage" per tutte le altre medie imprese.

4.3.3 Prevalenza di strumenti di investimento "equity" e "quasi-equity"

Almeno il 70% del bilancio complessivo delle misure a favore del capitale di rischio deve avere la forma di strumenti di investimento "equity" e "quasi-equity" nelle PMI destinatarie.

4.3.4 Partecipazione di investitori privati

Il finanziamento delle misure a favore del capitale di rischio deve provenire da investitori privati per almeno il 50% o il 30% in caso di misure destinate a PMI situate in zone assistite.

4.3.5 Decisioni di investimento orientate alla realizzazione di un profitto

Le misure a favore del capitale di rischio devono garantire che le decisioni di investire nelle società destinatarie siano orientate alla realizzazione di un profitto. Questo avviene quando la motivazione per effettuare l'investimento è quella di massimizzare il profitto degli investitori selezionando investimenti con un significativo potenziale di profitto e fornendo alle imprese

destinatario un sostegno costante a questo scopo. Si presume che il criterio sia soddisfatto nei casi seguenti:

- i) misure che prevedono una partecipazione significativa dei capitali di investitori operanti secondo i criteri di un'economia di mercato, come illustrato alla sezione 4.3.4, investiti sulla base di criteri commerciali (vale a dire solo in vista della realizzazione di un profitto), direttamente o indirettamente, nel capitale proprio delle imprese beneficiarie;
- ii) l'esistenza, per ciascun investimento, di un piano aziendale, contenente informazioni dettagliate sui prodotti, sull'andamento delle vendite e dei profitti e tale da permettere di stabilire preventivamente la redditività dell'investimento; e
- iii) l'esistenza di una strategia di uscita chiara e realistica per ogni investimento.

4.3.6 Gestione commerciale

La gestione di una misura o di un fondo di capitale di rischio deve avvenire su base commerciale. Il gruppo di gestione dovrebbe comportarsi come i manager del settore privato, che cercano di massimizzare i rendimenti dei propri investitori. Si presuppone che il criterio sia soddisfatto nei casi seguenti:

- i) esiste un accordo tra un gestore professionale o un'impresa di gestione di un fondo e gli aderenti al fondo, il quale preveda che la remunerazione del gestore sia legata ai risultati e stabilisca gli obiettivi del fondo ed il calendario previsto per gli investimenti; nonché
- ii) gli investitori privati sul mercato sono rappresentati nel processo decisionale, ad esempio attraverso un comitato consultivo o degli investitori; e
- iii) vengono applicate le migliori prassi e la vigilanza regolamentare nella gestione del fondo.

4.3.7 Carattere settoriale

Nella misura in cui numerosi fondi privati sono prevalentemente indirizzati verso specifiche tecnologie o addirittura verso settori innovativi specifici (ad esempio, settore medico-sanitario, tecnologie dell'informazione, biotecnologie), la Commissione potrà accettare un carattere settoriale delle misure a favore del capitale di rischio.

In linea tuttavia con il parere costantemente meno favorevole della Commissione sulle misure di aiuto di Stato a carattere settoriale, le misure a favore del capitale di rischio devono specificamente escludere la concessione di aiuti:

- alle imprese in difficoltà quali definite dagli orientamenti comunitari sugli aiuti di stato per il salvataggio e la ristrutturazione di imprese in difficoltà¹³;
- nei settori della costruzione navale e del carbone e dell'acciaio;
- per le attività connesse all'esportazione e/o per la loro internazionalizzazione;
- alle imprese che operano su mercati caratterizzati da sovraccapacità o in settori industriali in declino.

5 COMPATIBILITÀ DELLE MISURE DI AIUTO A FAVORE DEL CAPITALE DI RISCHIO SOGGETTE AD UNA VALUTAZIONE DETTAGLIATA

La presente sezione degli orientamenti si applica alle misure a favore del capitale di rischio che soddisfano alcune ma non tutte le condizioni specificate nella sezione 4. Per tali misure occorre un'analisi della compatibilità più dettagliata, basata sulla valutazione comparata di cui alla sezione 1.3, onde garantire che vengano affrontati i fallimenti del mercato rilevanti e che

¹³ GU C 244 del 1.10.2004, pag. 2.

sia rispettata la proporzionalità dell'aiuto e visti i rischi più elevati di potenziale esclusione degli investitori privati e di distorsione della concorrenza.

L'analisi della compatibilità delle misure con il trattato sarà basata su una serie di elementi positivi e negativi. Nessun elemento singolarmente considerato è determinante, né esiste un gruppo di elementi che possa essere ritenuto di per sé sufficiente per assicurare la compatibilità. In taluni casi la loro applicabilità ed il peso loro attribuito possono dipendere dalla forma della misura.

Gli Stati membri dovranno fornire tutti gli elementi e le prove che ritengono utili per la valutazione di una determinata misura. Il livello richiesto degli elementi di prova e della valutazione della Commissione dipenderà dalle caratteristiche di ogni singolo caso e sarà proporzionato alla gravità del fallimento del mercato in questione e dal rischio di esclusione degli investimenti privati.

5.1 Misure di aiuto soggette ad una valutazione dettagliata

Le misure a favore del capitale di rischio, contenute nel seguente elenco limitativo, che non rispettano una o più condizioni indicate alla sezione 4, saranno oggetto di una valutazione più dettagliata visto il carattere meno ovvio del fallimento del mercato da affrontare e i maggiori rischi di esclusione dell'investimento privato e/o di distorsione della concorrenza.

a) Misure che prevedono rate di investimento superiori alla soglia di sicurezza di 1,5 milioni di EUR per PMI destinataria su un periodo di dodici mesi

La Commissione è consapevole delle fluttuazioni costanti del mercato dei capitali di rischio e dell'insufficiente disponibilità di capitale proprio, nonché del fatto che il diverso grado a cui le imprese risentono del fallimento di mercato dipende dalle loro dimensioni, dalla loro fase di sviluppo e dal loro settore economico. La Commissione è pertanto disposta a considerare l'autorizzazione di misure a favore del capitale di rischio che prevedono rate di investimento che superano la soglia di 1,5 milioni di EUR per impresa l'anno a condizione che il fallimento del mercato sia debitamente provato e che tali rate siano proporzionate alle dimensioni della PMI destinataria.

b) Misure che prevedono investimenti ulteriori (di "follow-on") in imprese destinatarie che hanno già ricevuto apporti di capitale sovvenzionati per finanziare cicli di finanziamento successivi di entità eventualmente superiore alle soglie di sicurezza generali e al finanziamento delle prime fasi di crescita delle imprese destinatarie

La Commissione riconosce l'importanza degli investimenti ulteriori (di "follow-on") in imprese destinatarie che hanno già ricevuto apporti di capitale sovvenzionati nelle fasi iniziali della loro attività per finanziare cicli di finanziamento di entità eventualmente superiore alle soglie di sicurezza massime per le rate di investimento e al finanziamento delle prime fasi di crescita fino all'uscita dall'investimento iniziale. Questo può essere necessario per evitare la diluizione della partecipazione pubblica in tali cicli di finanziamento assicurando la continuità del finanziamento per le imprese destinatarie di modo che sia gli investitori pubblici che quelli privati possano trarre pieno beneficio dagli investimenti soggetti a rischio. In tali circostanze e considerando anche le specificità del settore e delle imprese interessati, la Commissione è pertanto disposta ad autorizzare l'investimento ulteriore se proporzionato all'investimento iniziale ed alle dimensioni del fondo.

c) Misure che prevedono una partecipazione minima degli investitori privati, al di sotto del 50% nelle zone non assistite o al di sotto del 30% nelle zone assistite

Nell'Unione europea il livello di sviluppo del mercato privato dei capitali di rischio varia notevolmente nei diversi Stati membri. In taluni Stati membri esiste un mercato più sviluppato, nel quale gli investitori privati potessero essere più interessati ad operazioni di dimensioni maggiori relative al "private equity". In taluni altri Stati membri il mercato dei capitali di rischio in società non quotate è ancora in una fase iniziale o è inesistente, non da ultimo a causa della conoscenza limitata delle modalità e dei vantaggi potenziali dell'investimento in capitali di rischio. In tali casi, potrebbe essere difficile per lo Stato trovare investitori privati e la Commissione è pertanto disposta a considerare l'approvazione di misure con una partecipazione privata inferiore alle soglie summenzionate se gli Stati membri presentano i necessari elementi di prova.

Questo problema può essere anche maggiore per le misure a favore del capitale di rischio destinate a PMI situate in zone assistite. In questi casi vi può essere una maggiore carenza di capitale disponibile a causa della loro distanza geografica dai centri di offerta dei capitali di rischio, della minore densità di popolazione e della maggiore avversione al rischio degli investitori privati. Queste PMI possono anche subire gli effetti di problemi relativi alla domanda, quale la difficoltà di elaborare una proposta aziendale redditizia e disponibile agli investimenti, una cultura più limitata in materia di acquisizioni di partecipazioni di questo tipo e la particolare riluttanza a perdere il controllo della gestione a seguito dell'intervento dei capitali di rischio.

d) Misure per la fornitura di "seed capital" alle micro imprese e alle piccole imprese che possono prevedere i) una minore o nessuna partecipazione degli investitori privati e/o ii) la predominanza di strumenti di investimento relativi al debito rispetto agli strumenti "equity" e "quasi-equity"

I fallimenti del mercato che incidono sulle imprese nella loro fase "pre-seed" e "seed" sono più pronunciati a causa del grado estremamente elevato di rischio connesso al potenziale investimento e all'esigenza di seguire da vicino e dare consigli all'imprenditore in questa fase cruciale. Questo aspetto è inoltre espresso dalla scarsità, o addirittura dell'assenza, degli investitori privati che forniscano "seed capital", il che implica un rischio molto limitato o nullo di esclusione di tali operatori. La potenziale distorsione della concorrenza è inoltre ridotta a causa della distanza significativa dal mercato di tali micro imprese o piccole imprese. Queste ragioni possono giustificare una posizione più favorevole della Commissione rispetto alle misure destinate alle fasi "seed" e "pre-seed", anche alla luce della loro importanza potenzialmente determinante per generare crescita e occupazione nell'UE.

5.2 Effetti positivi dell'aiuto

5.2.1 Esistenza e prova di un fallimento del mercato

Per le misure a favore del capitale di rischio che prevedono rate di investimento nelle imprese destinatarie superiori a quanto previsto alla sezione 4, in particolare le misure che prevedono investimenti ulteriori, o una partecipazione minima degli investitori privati inferiore al 50% in zone non assistite o al 30% in zone assistite, la Commissione richiederà prove aggiuntive del fallimento del mercato destinatario ad ogni livello in cui può essere presente l'aiuto prima di essere disposta a dichiarare compatibile la misura proposta a favore del capitale di rischio. Tali elementi di prova si baseranno su uno studio indipendente che indichi l'ampiezza della

“carenza di capitale proprio” per quanto riguarda le imprese ed i settori destinatari della misura a favore del capitale di rischio. Le informazioni pertinenti riguardano la fornitura di capitali di rischio e di capitale proveniente dalla raccolta di fondi (“fundraising capital”), nonché dall’importanza del settore del venture capital nell’economia locale. Esse dovrebbero idealmente essere fornite per serie cronologiche di tre-cinque anni relative agli anni che precedono l’attuazione della misura nonché per il futuro sulla base di proiezioni ragionevoli, ove disponibili. Le prove da presentare comprenderebbero ad esempio quanto segue:

- l’andamento delle attività di raccolta di fondi negli ultimi cinque anni, con confronti con le medie nazionali e/o europee corrispondenti;
- lo squilibrio monetario (“money overhang”) attualmente esistente;
- l’investimento annuo in percentuale del PIL;
- la parte di programmi di investimento sovvenzionati dallo Stato nell’investimento totale in capitali di rischio negli ultimi tre-cinque anni;
- la percentuale di nuove imprese “start-up” che ricevono capitali di rischio;
- la suddivisione per categorie degli investimenti in funzione dei loro importi;
- il confronto tra il numero di piani aziendali presentati e il numero di investimenti effettuati per segmento (importo dell’investimento, settore, ciclo di finanziamento, ecc.).

Per le misure destinate a PMI situate in zone assistite, le informazioni rilevanti devono essere completate da qualsiasi altra prova pertinente che dimostri le specificità regionali che giustificano le modalità della misura prevista. Possono essere pertinenti i seguenti elementi:

- stima dell’incidenza aggiuntiva della carenza di capitale proprio dovuta alla perifericità e ad altre specificità regionali, in particolare in termini di importo totale dei capitali di rischio investiti, numero di fondi presenti nel territorio o a breve distanza, disponibilità di gestori esperti, numero di transazioni e dimensioni medie e minime delle transazioni, ove disponibili;
- dati economici locali specifici, motivi sociali e/o storici di un’offerta sottodimensionata di capitali di rischio, in confronto ai dati e/o alla situazione media rilevante a livello nazionale e/o europeo, ove del caso;
- qualsiasi altro indicatore rilevante che mostri un maggiore grado di fallimento del mercato.

5.2.2 Strumenti adeguati

Un elemento importante della valutazione comparata consiste nel determinare se e in quale misura un aiuto di Stato relativo ai capitali di rischio può essere considerato uno strumento adeguato per incoraggiare l’investimento privato in capitale di rischio. Questa valutazione è strettamente collegata alla valutazione dell’effetto di incentivazione e della necessità dell’aiuto, come precisato al punto 5.2.3.

Nella sua analisi della compatibilità, la Commissione terrà conto, in particolare, delle valutazioni d’impatto della misura proposta eventualmente realizzate dallo Stato membro interessato. Saranno considerate strumenti adeguati le misure per le quali lo Stato membro abbia preso in considerazione altre opzioni a livello delle relative politiche e per le quali i vantaggi derivanti dal ricorso ad uno strumento selettivo come l’aiuto di Stato siano stati constatati e comunicati alla Commissione. La Commissione valuterà inoltre gli elementi di prova relativi ad altre misure adottate o da adottare per colmare la carenza di capitale proprio ed in particolare le questioni che incidono sulle PMI destinatarie, sia sul lato della domanda che su quello dell’offerta, per verificare come potrebbero interagire con la misura proposta a favore del capitale di rischio.

5.2.3 Effetto di incentivazione e necessità dell'aiuto

L'effetto di incentivazione delle misure d'aiuto a favore del capitale di rischio svolge un ruolo determinante nella valutazione della compatibilità. La Commissione ritiene che i criteri elencati alla sezione 4 permettano già di garantire in misura sufficiente che l'effetto di incentivazione è presente in una determinata misura a favore del capitale di rischio. Tuttavia, poiché per le misure di cui alla presente sezione la presenza dell'effetto di incentivazione risulta meno ovvia, la Commissione considererà anche i criteri aggiuntivi indicati in appresso, che dimostrano il carattere orientato al profitto delle decisioni di investimento e della gestione commerciale della misura, ove del caso.

5.2.3.1 Gestione commerciale

La Commissione considererà un elemento positivo il fatto che la misura o il fondo di capitale di rischio siano gestiti da professionisti del settore privato con esperienza e competenze comprovate negli investimenti sul mercato dei capitali, di preferenza nello stesso settore o settori destinatari del fondo, nonché conoscenze dei pertinenti aspetti giuridici e contabili.

5.2.3.2 Presenza di un comitato di investimento

Un ulteriore elemento positivo è l'esistenza di un comitato di investimento indipendente dalla società di gestione del fondo. Il comitato potrebbe essere composto da esperti indipendenti provenienti dal settore privato con un'esperienza significativa nel settore destinatario e, preferibilmente, anche da rappresentanti degli investitori. Questi esperti fornirebbero ai dirigenti o alla società di gestione analisi della situazione attuale e delle prospettive del mercato, verificando e proponendo potenziali imprese destinatarie con buone prospettive di investimento.

5.2.3.3 Dimensioni della misura/del fondo

La Commissione considererà un elemento positivo il fatto che una misura a favore del capitale di rischio disponga di una dotazione per gli investimenti nelle PMI destinarie di dimensioni sufficienti per beneficiare di economie di scala nell'amministrazione di un fondo e della possibilità di diversificare i rischi mediante un portafoglio di investimenti sufficientemente vario. Le dimensioni del fondo dovrebbe essere sufficienti da garantire la probabilità di assorbimento degli elevati costi di transazione e/o finanziare le fasi di finanziamento successive e più proficue delle imprese destinarie. Le dimensioni della misura a favore del capitale di rischio potranno essere considerate in modo positivo anche prendendo in considerazione il settore destinatario e a condizione che i rischi di esclusione degli investimenti privati e di distorsione della concorrenza siano limitati al minimo.

5.2.3.4 Presenza di "business angels"

Per le misure relative al "seed capital", in considerazione del livello più pronunciato di fallimento del mercato che può essere percepito in questa fase, la Commissione considererà in maniera favorevole una partecipazione diretta o indiretta di "business angels" per gli investimenti nella fase "seed". In tali circostanze, la Commissione sarebbe pertanto disposta ad autorizzare una misura anche se comportasse un grado significativamente più elevato di subordinazione dei fondi statali e una priorità nella distribuzione dei primi profitti per i "business angels", una percentuale più elevata degli strumenti di debito o una remunerazione

più alta del capitale fornito, un coinvolgimento attivo nella gestione della misura/del fondo e/o delle imprese destinatarie.

5.2.4 Proporzionalità

Per essere compatibile l'importo di una misura di aiuto deve essere limitato al minimo indispensabile. Gli strumenti attraverso i quali realizzare tale proporzionalità dipenderanno necessariamente dalla forma della misura in questione. Tuttavia, l'assenza di qualsiasi controllo volto a verificare l'esistenza di un eccesso di compensazione degli investitori, o una misura in cui il rischio di perdite sia sostenuto interamente dal settore pubblico o in cui i benefici spettino interamente agli altri investitori, non saranno considerati proporzionati.

La Commissione riterrà che i seguenti elementi influenzino positivamente la valutazione della proporzionalità della misura in quanto rappresentano un metodo basato sulle migliori prassi e dovrebbero essere seguiti ogni qualvolta sia possibile.

- **Bando di gara aperto per gestori.** Un bando di gara aperto trasparente e non discriminatorio per la scelta dei gestori o della società di gestione che assicurano il migliore rapporto prezzo-qualità sarà considerato un elemento positivo, poiché limiterà il livello dei costi (ed eventualmente degli aiuti) al minimo indispensabile riducendo inoltre al minimo la distorsione della concorrenza.
- **Bando di gara o invito pubblico agli investitori.** Un bando di gara per definire le eventuali "condizioni preferenziali" concesse agli investitori o l'offerta di tali condizioni ad altri investitori. Questa offerta potrebbe assumere la forma di un invito pubblico agli investitori in occasione del lancio di un fondo di investimento, ovvero configurarsi come un regime (ad esempio un regime di garanzia) aperto a nuovi aderenti per un periodo prolungato.

5.3 Effetti negativi dell'aiuto

Al momento di valutare la compatibilità di misure a favore del capitale di rischio, la Commissione effettuerà una valutazione comparata dei potenziali effetti negativi in termini di distorsione di concorrenza e di rischio di esclusione degli investimenti privati rispetto agli effetti positivi summenzionati. Gli effetti potenzialmente negativi dovranno essere analizzati a ciascuno dei tre livelli ai quali l'aiuto può essere presente. Gli aiuti agli investitori e ai fondi di investimento possono incidere negativamente sulla concorrenza nel mercato della fornitura di capitali di rischio. Gli aiuti concessi alle imprese destinatarie possono influire negativamente sui mercati del prodotto nei quali competono dette imprese.

5.3.1 Esclusione

Al livello del mercato della fornitura di capitali di rischio, l'aiuto di Stato può determinare l'esclusione degli investimenti privati. Questo potrebbe ridurre gli incentivi per gli investitori privati a finanziare le PMI destinatarie ed attendere che lo Stato conceda aiuti per tali investimenti. Questo rischio diventa proporzionalmente più rilevante in funzione dell'ammontare delle rate di investimento conferite in un'impresa, delle dimensioni dell'impresa e con le fasi successive dello sviluppo dell'impresa, man mano che l'offerta privata di capitali di rischio diventa disponibile. L'effetto di esclusione è ancor più negativo se esistono soltanto alcuni fornitori di capitali di rischio nella zona o nel settore in questione.

La Commissione richiederà pertanto prove specifiche del rischio di esclusione per le misure che presentano tali caratteristiche, ossia quelle che prevedono rate di investimento di notevoli dimensioni nelle PMI destinatarie e investimenti ulteriori.

Inoltre, gli Stati membri dovranno fornire prove per dimostrare che non esistono rischi di esclusione, se necessario specifiche al settore e/o alla struttura dell'industria. I seguenti elementi possono essere rilevanti:

- il numero di imprese/fondi di capitali di rischio presenti a livello nazionale o nella zona in caso di fondi regionali e dei segmenti nei quali operano;
- gli investimenti destinatari in termini di dimensioni delle imprese, fase dello sviluppo e settore di attività economica;
- le dimensioni medie delle transazioni e possibilmente le dimensioni minime che giustificherebbero un controllo da parte loro;
- l'importo complessivo dei capitali di rischio disponibili per le imprese, il settore e la fase di sviluppo destinatari della misura in questione.

5.3.2 *Distorsione della concorrenza*

Visto che la maggior parte delle PMI destinatarie operano da poco tempo sul mercato, è improbabile che esse abbiano un significativo potere di mercato al livello in cui sono presenti e che vi sia dunque una significativa distorsione della concorrenza. Tuttavia, non si può escludere che le misure a favore del capitale di rischio avrebbero l'effetto di mantenere in vita imprese o settori inefficienti che altrimenti scomparirebbero. Inoltre, un eccesso di offerta di finanziamento in capitali di rischio alle imprese inefficienti può artificialmente aumentarne la valutazione e distorcere pertanto il mercato dei capitali di rischio al livello dei fornitori di fondi, che dovrebbero pagare prezzi più elevati per acquisire tali imprese. Gli aiuti settoriali possono inoltre mantenere la produzione in settori non competitivi, mentre gli aiuti regionali possono determinare una distribuzione inefficiente dei fattori di produzione tra le regioni.

Nell'analizzare tali rischi, la Commissione esaminerà in particolare i seguenti fattori:

- la redditività complessiva delle imprese beneficiarie di investimenti in passato e le prospettive di futura redditività;
- il tasso di fallimento delle operazioni destinatarie della misura;
- le dimensioni massime della rata di investimento previste dalla misura rispetto al fatturato ed ai costi delle PMI destinatarie;
- la sovraccapacità del settore che beneficia dell'aiuto.

5.4 Valutazione comparata e decisione

In base agli elementi positivi e negativi summenzionati, la Commissione effettuerà una valutazione comparata degli effetti della misura a favore del capitale di rischio e stabilirà se le distorsioni che ne derivano incidono sulle condizioni degli scambi in misura contraria al comune interesse. L'analisi di ogni singolo caso si baserà su una valutazione complessiva dei prevedibili effetti positivi e negativi dell'aiuto di Stato. A tale scopo la Commissione non utilizzerà i criteri sopra specificati in modo meccanico, ma effettuerà una valutazione globale in funzione della loro importanza relativa.

La Commissione può approvare la misura di aiuto notificata senza avviare un procedimento di indagine formale o, in seguito al procedimento di indagine formale previsto all'articolo 6 del regolamento n. 659/1999, chiudere il caso con una decisione ai sensi dell'articolo 7 di detto regolamento. In caso subordini una decisione positiva a condizioni, come previsto all'articolo 7, paragrafo 4 del suddetto regolamento nel chiudere un procedimento di indagine formale, la Commissione può, in particolare, prevedere le seguenti condizioni per limitare la potenziale distorsione della concorrenza e garantire la proporzionalità:

- se sono previste soglie particolarmente elevate per le rate di investimento per impresa destinataria, diminuire l’importo massimo proposto per rata di investimento o stabilire un importo massimo complessivo di finanziamento per impresa destinataria;
- se è previsto un investimento ulteriore, stabilire limitazioni specifiche relative all’importo massimo investito in ogni impresa destinataria, alle fasi dell’investimento ammissibili all’intervento e/o ad un periodo di tempo massimo, tenendo conto anche del settore interessato e della dimensione del fondo;
- se è prevista una scarsa partecipazione di investitori privati, richiedere un aumento progressivo della loro partecipazione durante la durata del fondo, tenendo conto in particolare della fase di sviluppo, del settore interessato, dei rispettivi livelli di partecipazione agli utili e di subordinazione ed eventualmente dell’ubicazione nelle zone assistite delle imprese destinatarie;
- per le misure che forniscono soltanto “seed capital”, assicurarsi che lo Stato riceva un rendimento adeguato sul proprio investimento, proporzionato ai rischi sostenuti per tali investimenti. Questo può avvenire, in particolare, quando lo Stato finanzia l’investimento mediante gli strumenti di investimento “mezzanine” (ad esempio anticipi rimborsabili) o strumenti del debito, il cui rendimento dovrebbe ad esempio essere collegato ai diritti potenziali di sfruttamento (ad esempio diritti d’autore) derivanti dai diritti di proprietà intellettuale generati a seguito dell’investimento;
- richiedere un riequilibrio degli accordi di ripartizione di profitti e perdite e del livello di subordinazione tra lo Stato e gli investitori privati;
- richiedere impegni più rigorosi per quanto riguarda il cumulo degli aiuti a favore del capitale di rischio con gli aiuti concessi a norma di altri regolamenti o di altre discipline sugli aiuti di Stato, in deroga alla sezione 6.

6 CUMULO

Qualora il capitale fornito ad un’impresa destinataria nell’ambito di una misura a favore del capitale di rischio che rientra nel campo di applicazione dei presenti orientamenti venga utilizzato per finanziare un investimento iniziale, la ricerca e i costi di sviluppo o altri costi ammissibili ad aiuto in applicazione di altri regolamenti di esenzione per categoria, orientamenti, discipline o altri testi relativi agli aiuti di Stato, le soglie o gli importi massimi ammissibili rilevanti dell’aiuto devono essere ridotti del 50% in generale e del 20% per le imprese destinatarie situate in zone assistite nei primi tre anni del primo investimento in capitale di rischio e fino a concorrenza dell’importo complessivo ricevuto.

Fatte salve le disposizioni del punto 3.3, i contributi “de minimis” sotto forma di capitali di rischio non si cumuleranno con aiuti di Stato concessi sotto forma di investimenti “equità” o “quasi-equity” alle medesime imprese destinatarie e autorizzati ai sensi dei presenti orientamenti.

7 DISPOSIZIONI FINALI

7.1 Monitoraggio e relazioni

In linea con le disposizioni del regolamento n. 659/1999 del Consiglio e del regolamento n. 794/2004 della Commissione¹⁴, gli Stati membri presenteranno relazioni annuali alla Commissione.

Le relazioni conterranno una suddivisione degli investimenti effettuati dal fondo o nell'ambito della misura a favore del capitale di rischio, una tabella riepilogativa con la motivazione di ogni investimento e la relativa strategia di uscita ed una breve descrizione dell'attività di gestione con dettagli delle potenziali operazioni controllate e delle transazioni effettivamente effettuate. La valutazione degli investimenti realizzati deve essere effettuata secondo le normali prassi di contabilità e certificata da un revisore dei conti indipendente.

Per le misure a favore del capitale di rischio che prevedono rate di investimento più elevate rispetto a quelle precisate alla sezione 4 e/o che permettono investimenti ulteriori, le relazioni annuali devono fornire dettagli sugli investimenti che superano le soglie e/o sugli investimenti ulteriori effettuati, specificandone anche le ragioni.

7.2 Entrata in vigore e validità

La Commissione intende applicare i presenti orientamenti a partire dalla data di pubblicazione nella *Gazzetta ufficiale*. A decorrere dalla loro entrata in vigore i presenti orientamenti sostituiranno la comunicazione del 2001 sugli aiuti di Stato e il capitale di rischio.

I presenti orientamenti scadranno il 31 dicembre 2013. Prima di tale data la Commissione, previa consultazione con gli Stati membri, potrà apportarvi modifiche motivate da importanti considerazioni attinenti alla politica della concorrenza e alla politica dei capitali di rischio ovvero al fine di tener conto di altre politiche comunitarie o degli impegni internazionali. Se necessario o opportuno, la Commissione potrà anche fornire ulteriori chiarimenti su particolari aspetti. La Commissione intende effettuare una revisione dei presenti orientamenti tre anni dopo la loro entrata in vigore.

La Commissione applicherà le disposizioni dei presenti orientamenti a tutte le misure di aiuto notificate a favore del capitale di rischio sulle quali essa deciderà dopo la pubblicazione dei presenti orientamenti nella *Gazzetta ufficiale*, anche qualora le misure siano state notificate prima della pubblicazione stessa.

In linea con la comunicazione della Commissione relativa alla determinazione delle norme applicabili alla valutazione degli aiuti di Stato ("consecutio legis")¹⁵, la Commissione applicherà in caso di aiuti non comunicati:

- i presenti orientamenti se l'aiuto è stato concesso dopo la loro entrata in vigore;
- la comunicazione del 2001 sugli aiuti di Stato e il capitale di rischio in tutti gli altri casi.

¹⁴ Regolamento (CE) n. 794/2004 della Commissione, del 21 aprile 2004, recante disposizioni di esecuzione del regolamento (CE) n. 659/1999 del Consiglio recante modalità di applicazione dell'articolo 93 del trattato CE, GU L 140 del 30.4.2004, pag. 1.

¹⁵ GU L 119 del 22.5.2002, pag. 22.

7.3 Misure opportune

La Commissione propone agli Stati membri, in forza dell'articolo 88, paragrafo 1, del trattato CE, le seguenti opportune misure in ordine alle esistenti misure sul capitale di rischio.

Al fine di uniformarsi alle disposizioni dei presenti orientamenti, gli Stati membri provvedono a modificare, se necessario, le predette misure al fine di armonizzarle con i presenti orientamenti entro 18 mesi dalla loro entrata in vigore.

Gli Stati membri sono invitati ad esprimere il loro consenso pieno ed esplicito alle misure opportune proposte entro due mesi dalla data di pubblicazione dei presenti orientamenti. In mancanza di risposta, la Commissione riterrà che lo Stato membro in questione non è d'accordo con le misure proposte.