

**ORIENTAMENTI COMUNITARI SUGLI AIUTI DI STATO DESTINATI A PROMUOVERE GLI INVESTIMENTI IN CAPITALE DI RISCHIO NELLE PICCOLE E MEDIE IMPRESE**

(2006/C 194/02)

(Testo rilevante ai fini del SEE)

- 1 **INTRODUZIONE**
- 1.1 **Capitale di rischio come obiettivo comunitario**
- 1.2 **Esperienza in materia di aiuti di Stato a favore del capitale di rischio**
- 1.3 **Valutazione comparata degli effetti positivi e negativi degli aiuti di Stato a favore di investimenti in capitale di rischio**
  - 1.3.1 *Il piano d'azione nel settore degli aiuti di Stato e la valutazione comparata*
  - 1.3.2 *Disfunzionamenti del mercato*
  - 1.3.3 *Adeguatezza dello strumento*
  - 1.3.4 *Effetto di incentivazione e necessità*
  - 1.3.5 *Proporzionalità dell'aiuto*
  - 1.3.6 *Effetti negativi dell'aiuto e risultato complessivo*
- 1.4 **Approccio in materia di controllo degli aiuti di Stato nel settore del capitale di rischio**
- 2 **CAMPO DI APPLICAZIONE E DEFINIZIONI**
- 2.1 **Campo di applicazione**
- 2.2 **Definizioni**
- 3 **APPLICAZIONE DELL'ARTICOLO 87, PARAGRAFO 1, DEL TRATTATO CE NEL SETTORE DEL CAPITALE DI RISCHIO**
- 3.1 **Testi generali applicabili**
- 3.2 **Presenza di aiuto a tre livelli**
- 3.3 **Importi *de minimis***
- 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**
- 4.2 **Forma dell'aiuto**
- 4.3 **Condizioni di compatibilità**
  - 4.3.1 *Livello massimo delle tranche di investimento*
  - 4.3.2 *Restrizione al finanziamento delle fasi seed, start-up e di espansione*
  - 4.3.3 *Prevalenza di strumenti di investimento equity e quasi-equity*
  - 4.3.4 *Partecipazione di investitori privati*
  - 4.3.5 *Decisioni di investimento orientate alla realizzazione di un profitto*
  - 4.3.6 *Gestione commerciale*
  - 4.3.7 *Carattere settoriale*

- 5 **COMPATIBILITÀ DELLE MISURE DI AIUTO A FAVORE DEL CAPITALE DI RISCHIO SOGGETTE AD UNA VALUTAZIONE DETTAGLIATA**
- 5.1 **Misure di aiuto soggette ad una valutazione dettagliata**
- 5.2 **Effetti positivi dell'aiuto**
  - 5.2.1 *Esistenza e prova di un disfunzionamento del mercato*
  - 5.2.2 *Adeguatezza dello strumento*
  - 5.2.3 *Effetto di incentivazione e necessità dell'aiuto*
    - 5.2.3.1 *Gestione commerciale*
    - 5.2.3.2 *Presenza di un comitato di investimento*
    - 5.2.3.3 *Dimensioni della misura/del fondo*
    - 5.2.3.4 *Presenza di business angels*
  - 5.2.4 *Proporzionalità*
- 5.3 **Effetti negativi dell'aiuto**
  - 5.3.1 *Esclusione*
  - 5.3.2 *Altre distorsioni della concorrenza*
- 5.4 **Valutazione comparata e decisione**
- 6 **CUMULO**
- 7 **DISPOSIZIONI FINALI**
  - 7.1 **Monitoraggio e relazioni**
  - 7.2 **Entrata in vigore e validità**
  - 7.3 **Misure opportune**

## 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 generalmente 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.

Nella sua comunicazione al Consiglio europeo di primavera, *Lavorare insieme per la crescita e l'occupazione — Il rilancio della strategia di Lisbona* <sup>(1)</sup>, la Commissione ha riconosciuto l'insufficiente disponibilità di capitale di rischio per nuove imprese innovative in fase di avvio. La Commissione ha adottato azioni quali le Risorse europee congiunte per le microimprese, le piccole e le medie imprese (*Joint European Resources for Micro — to Medium Enterprises, JEREMIE*), un'iniziativa comune della Commissione e del Fondo europeo degli investimenti per affrontare il problema della mancanza di capitale di rischio per le piccole e medie imprese in alcune regioni. Sulla scorta dell'esperienza acquisita con gli strumenti finanziari di cui al Programma pluriennale a favore dell'impresa e dell'imprenditorialità in particolare per le piccole e medie imprese (*Multi-annual programme for enterprise and entrepreneurship, MAP*) adottato con decisione 2000/819/CE del Consiglio <sup>(2)</sup>, la Commissione ha proposto uno strumento a favore delle PMI innovative e a forte crescita (*High Growth and Innovative SME Facility, GIF*) nell'ambito del Programma competitività e innovazione (*Competitiveness and Innovation Programme, CIP*), che è in corso di adozione e si applicherà al periodo 2007-2013 <sup>(3)</sup>. Lo strumento aumenterà la fornitura di capitale proprio alle PMI innovative investendo, a condizioni di mercato, in fondi di (capitale di rischio) *venture capital* indirizzati specificamente alle PMI nelle prime fasi dello sviluppo e nella fase di espansione.

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

<sup>(2)</sup> GU L 333 del 29.12.2000, pag. 84. Decisione modificata dalla decisione n. 1776/2005/EC del Parlamento europeo e del Consiglio (GU L 289 del 3.11.2005, pag. 14).

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

La Commissione ha trattato la questione del finanziamento mediante capitale di rischio nella comunicazione Finanziare la crescita delle PMI — Promuovere il valore aggiunto europeo, adottata il 29 giugno 2006 <sup>(1)</sup>. La Commissione ha inoltre sottolineato la necessità di ridurre e riorientare gli aiuti di Stato per affrontare disfunzionamenti del mercato, per aumentare l'efficienza economica e per stimolare la ricerca, lo sviluppo e l'innovazione. In questo contesto, la Commissione si è impegnata ad intraprendere una revisione del quadro normativo esistente per gli aiuti di Stato allo scopo, tra l'altro, di facilitare l'accesso ai finanziamenti e al capitale di rischio.

Onde rispettare tale impegno, la Commissione ha pubblicato nel giugno 2005 il Piano d'azione nel settore degli aiuti di Stato — Aiuti di Stato meno numerosi e più mirati: itinerario di riforma degli aiuti di Stato 2005-2009 (piano d'azione per gli aiuti di Stato) <sup>(2)</sup>. Il piano d'azione ha sottolineato quanto sia importante migliorare il clima commerciale in cui operano le imprese e facilitare l'avvio rapido di nuove imprese. In questo contesto, il piano d'azione per gli aiuti di Stato ha annunciato la revisione della comunicazione sugli aiuti di Stato e il capitale di rischio <sup>(3)</sup> onde affrontare disfunzionamenti del mercato che incidono sulla messa a disposizione di capitale di rischio alle start up e alle nuove piccole e medie imprese (PMI) innovative, in particolare aumentando la flessibilità delle norme previste dalla stessa comunicazione sugli aiuti di Stato e il capitale di rischio.

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 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 epoche e di settori diversi, con un potenziale di crescita più ridotto, che non riescono a trovare finanziamenti per i loro progetti di espansione senza capitale di rischio esterno.

Detta carenza di capitale proprio può giustificare la concessione di aiuti di Stato in determinate circostanze limitate. Se correttamente mirati, gli aiuti di Stato a sostegno della fornitura di capitale di rischio possono costituire un mezzo efficace per ovviare ai disfunzionamenti identificati del mercato e per incoraggiare il capitale privato.

I presenti orientamenti sostituiscono la comunicazione sugli aiuti di Stato e il capitale di rischio, precisando le condizioni alle quali gli aiuti di Stato a sostegno degli investimenti in capitale di rischio possono essere considerati compatibili con il mercato comune. I presenti orientamenti illustrano le condizioni per determinare l'esistenza di un aiuto di Stato a norma dell'articolo 87, paragrafo 1, del trattato CE, nonché i criteri che la Commissione applicherà nell'analisi della compatibilità delle misure a favore del capitale di rischio, ai sensi dell'articolo 87, paragrafo 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 nell'applicazione della comunicazione sugli aiuti di Stato e il capitale di rischio. Sono state inoltre prese in considerazione le osservazioni presentate nell'ambito delle consultazioni pubbliche degli Stati membri e dei soggetti interessati in ordine alla revisione della comunicazione sugli aiuti di Stato e il capitale di rischio, del piano d'azione nel settore degli aiuti di Stato e della comunicazione sugli aiuti di Stato all'innovazione <sup>(4)</sup>.

L'esperienza della Commissione e le osservazioni ricevute nell'ambito delle consultazioni hanno dimostrato che la comunicazione sugli aiuti di Stato e il capitale di rischio ha generalmente funzionato bene nella pratica, ma che vi è anche 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 del capitale di rischio. L'esperienza ha inoltre mostrato che per alcuni tipi di investimenti in capitale di rischio, in certe aree, non è sempre stato possibile soddisfare le condizioni previste dalla comunicazione sugli aiuti di Stato e il capitale di rischio e, di conseguenza, in tali casi il capitale di rischio non ha potuto ricevere un sostegno adeguato mediante aiuti di Stato. È stata inoltre constatata una bassa redditività complessiva dei fondi di capitale di rischio beneficiari di aiuti.

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

<sup>(2)</sup> COM(2005) 107 definitivo - SEC(2005) 795.

<sup>(3)</sup> GU C 235 del 21.8.2001, pag. 3.

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

Per risolvere detti 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 al capitale di rischio per affrontare i relativi disfunzionamenti del mercato. I presenti orientamenti definiscono inoltre un approccio economico perfezionato per la valutazione della compatibilità con il trattato CE delle misure a favore del capitale di rischio. Nella comunicazione sugli aiuti di Stato e il capitale di rischio la valutazione della compatibilità dei regimi si basava già su un'analisi economica relativamente sofisticata che si concentrava sull'entità del disfunzionamento del mercato e sulla destinazione della misura. Pertanto, la comunicazione sugli aiuti di Stato e il capitale di rischio conteneva già i fondamenti principali di un approccio economico elaborato. Era tuttavia necessario rivedere alcuni criteri, onde assicurare che le misure di aiuto affrontassero meglio i relativi disfunzionamenti del mercato. In particolare, i presenti orientamenti contengono elementi volti a garantire che siano rafforzate le decisioni di investimento, professionali e orientate alla realizzazione di un profitto, onde incoraggiare ulteriormente gli investitori privati a coinvestire con lo Stato. Si è cercato, infine, di rendere più chiaro il testo laddove l'esperienza fatta con la comunicazione sugli aiuti di Stato e il capitale di rischio ne ha dimostrato la necessità.

### **1.3 Valutazione comparata degli effetti positivi e negativi degli aiuti di Stato a favore di investimenti in capitale di rischio**

#### *1.3.1 Il piano d'azione nel settore degli aiuti di Stato e la valutazione comparata*

Nel piano d'azione per gli aiuti di Stato la Commissione ha sottolineato l'importanza di rafforzare l'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 concorrenza e degli scambi. La valutazione comparata, di cui al piano d'azione per gli aiuti di Stato, è composta di tre fasi, le prime due concernenti gli effetti positivi e l'ultima gli effetti negativi e la valutazione conclusiva:

- 1) La misura d'aiuto è destinata ad un obiettivo ben definito d'interesse comune, come crescita, occupazione, coesione e ambiente?
- 2) L'aiuto è concepito in modo da raggiungere l'obiettivo d'interesse comune, ossia l'aiuto proposto affronta un disfunzionamento 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 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 in materia di aiuti di Stato e per la valutazione di casi che rientrano nel loro campo d'applicazione.

#### *1.3.2 Disfunzionamenti del mercato*

Sulla base dell'esperienza maturata nell'applicazione della comunicazione sugli aiuti di Stato e il capitale di rischio, la Commissione ritiene che non vi sia nella Comunità un disfunzionamento generale del mercato per quanto riguarda il capitale di rischio. Essa ammette tuttavia che esistono carenze di mercato per alcuni tipi di investimenti, in determinate fasi dello sviluppo delle imprese. Queste carenze derivano da una corrispondenza imperfetta tra la domanda e l'offerta di capitale 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, procedere a 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 dall'investimento e i relativi rischi. L'investitore deve essere in grado, inoltre, di 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, mediante la vendita della propria quota di capitale nell'impresa nella quale viene effettuato l'investimento.

Sul lato della domanda, l'impresa deve comprendere i vantaggi e i rischi derivanti da un investimento esterno in capitale proprio, al fine di perseguire il proprio sviluppo ed elaborare piani aziendali solidi, in modo da trovare le risorse e l'assistenza necessarie. A causa di una mancanza di capitale interno, della scarsità di garanzie necessarie per ottenere finanziamenti del debito e antecedenti solidi in materia di prestiti, l'impresa può dover affrontare limitazioni di finanziamento molto rigide. L'impresa deve inoltre condividere il controllo con un investitore esterno, che di solito ha un'influenza sulle decisioni dell'impresa, oltre a detenere una parte del capitale proprio.

Di conseguenza, l'incontro tra la domanda e l'offerta di capitale di rischio può non essere ottimale e dunque il livello di capitale 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 che la causa principale del disfunzionamento 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, dipenda da un'informazione imperfetta o asimmetrica.

L'informazione imperfetta o asimmetrica può determinare in particolare:

- a) costi di transazione e 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. Le operazioni di entità esigua sono inoltre meno attraenti per i fondi di investimento, dati i costi relativamente elevati di valutazione dell'investimento e gli altri costi di transazione;
- b) avversione al rischio: gli investitori possono diventare più restii a fornire capitale di rischio alle PMI quanto più la fornitura di detto capitale è soggetta ad un'informazione imperfetta o asimmetrica. In altre parole, l'informazione imperfetta o asimmetrica tende ad aumentare l'avversione al rischio.

### 1.3.3 *Adeguatezza dello strumento*

La Commissione ritiene 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. Non va tuttavia dimenticato che la fornitura di capitale di rischio è essenzialmente un'attività commerciale che comporta decisioni commerciali. In questo contesto, anche misure strutturali più generali che non costituiscono aiuto di Stato possono contribuire ad un aumento dell'offerta di capitale di rischio, come le misure che promuovono la cultura imprenditoriale, che introducono un'imposizione fiscale più neutra relativamente alle varie forme di finanziamento alle PMI (ad esempio nuovo capitale proprio, utili non distribuiti e strumenti di debito), che promuovono l'integrazione del mercato e 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.

### 1.3.4 *Effetto di incentivazione e necessità*

Gli aiuti di Stato a favore del capitale di rischio devono determinare un aumento netto della disponibilità di capitale di rischio per le PMI, in particolare incoraggiando gli investimenti degli investitori privati. Con il cosiddetto rischio del peso morto, ossia la mancanza di un effetto di incentivazione, si intende che talune imprese che beneficino di misure finanziate mediante fondi pubblici sarebbero state in grado di ottenere finanziamenti alle stesse condizioni anche in mancanza di aiuti di Stato (*crowding out* o esclusione). L'esistenza di casi simili è dimostrata, seppure inevitabilmente solo a livello aneddotico; in questi casi, si ha un impiego inefficiente delle risorse pubbliche.

La Commissione ritiene che gli aiuti sotto forma di capitale di rischio che soddisfano le condizioni stabilite nei presenti orientamenti garantiscano la presenza di un effetto di incentivazione. La necessità di fornire incentivi dipende dalle dimensioni del disfunzionamento del mercato relativo ai diversi tipi di misure e di beneficiari. I diversi criteri sono pertanto espressi in termini di dimensioni delle tranche di investimento per impresa destinataria, di grado di partecipazione degli investitori privati e, in particolare, delle dimensioni dell'impresa e della fase di attività finanziata.

### 1.3.5 Proporzionalità dell'aiuto

La necessità di fornire incentivi dipende dalle dimensioni del disfunzionamento del mercato, in relazione ai diversi tipi di misure, di beneficiari e di stadi di sviluppo delle PMI. 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. Gli aiuti di Stato saranno inefficaci se vanno al di là di quanto necessario per aumentare la fornitura di capitale di rischio. In particolare, onde garantire che l'aiuto sia limitato al minimo indispensabile, è essenziale che vi sia una significativa partecipazione privata e che gli investimenti siano orientati al profitto e gestiti su base commerciale.

### 1.3.6 Effetti negativi dell'aiuto e risultato complessivo

Il trattato CE richiede alla Commissione di esercitare un controllo sugli aiuti di Stato all'interno della Comunità. Per questo motivo la Commissione deve vigilare onde garantire che le misure di aiuto siano adeguatamente mirate ed evitare gravi distorsioni della concorrenza. Nel decidere se l'uso di fondi pubblici per misure destinate a promuovere il capitale di rischio sia compatibile con il mercato comune, la Commissione cercherà di limitare per quanto possibile i seguenti tipi di rischi:

- a) il rischio di «esclusione»: l'esistenza di misure finanziate con fondi pubblici può 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;
- b) il rischio che i vantaggi conseguiti dagli investitori o dai fondi di investimento determinino un'indebita distorsione sul mercato del venture capital che penalizza i concorrenti che non beneficiano degli stessi vantaggi;
- c) il rischio che un'eccessiva offerta pubblica alle imprese destinatarie di capitale di rischio, non investito 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 capitale di rischio a tali imprese.

## 1.4 Approccio in materia di controllo degli aiuti di Stato nel settore del capitale 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 specifici per i quali l'aiuto è consentito e sulla 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 determinare se le misure di questo tipo sono compatibili col mercato comune. 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 la comunicazione sugli aiuti di Stato e il capitale di rischio ha dimostrato di funzionare bene in pratica nel settore del capitale di rischio, la Commissione ha deciso di proseguire garantendo la continuità con la stessa comunicazione sugli aiuti di Stato e il capitale di rischio.

## 2 CAMPO DI APPLICAZIONE E DEFINIZIONI

### 2.1 Campo di applicazione

I presenti orientamenti si applicano soltanto a regimi relativi al capitale di rischio destinato alle PMI. Essi non mirano a costituire la base giuridica per dichiarare compatibili col mercato comune misure *ad hoc* per fornire capitale a singole imprese.

I presenti orientamenti non intendono in alcun modo mettere in discussione la compatibilità degli aiuti di Stato che soddisfano i criteri previsti da 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, orientamenti e regolamenti in vigore.

Le misure a favore del capitale di rischio devono specificamente escludere la concessione di aiuti alle seguenti imprese:

- a) imprese in difficoltà di cui alla definizione degli orientamenti comunitari sugli aiuti di Stato per il salvataggio e la ristrutturazione di imprese in difficoltà <sup>(1)</sup>;
- b) imprese del settore della costruzione navale <sup>(2)</sup> e dei settori del carbone <sup>(3)</sup> e dell'acciaio <sup>(4)</sup>;

I presenti orientamenti non si applicano agli aiuti a favore di attività connesse all'esportazione, ossia gli aiuti direttamente collegati ai quantitativi esportati, alla costituzione e gestione di una rete di distribuzione o ad altre spese correnti connesse all'attività di esportazione, né agli aiuti subordinati all'impiego preferenziale di prodotti interni rispetto ai prodotti di importazione.

## 2.2 Definizioni

Agli scopi dei presenti orientamenti, si applicano le seguenti definizioni:

- a) per **capitale proprio (equity)** si intende una quota di partecipazione in un'impresa, rappresentata dalle azioni o quote emesse per gli investitori;
- b) per **private equity** (in contrapposizione a *public equity*) si intende l'investimento nel capitale proprio di società non quotate in borsa, compresi il venture capital, il capitale di sostituzione e i *buy-out*;
- c) per **strumenti di investimento quasi-equity** si intendono gli strumenti il cui rendimento per chi li detiene (chi effettua l'investimento/concede il prestito) si basa principalmente sui profitti o sulle perdite dell'impresa destinataria, e che non sono garantiti in caso di cattivo andamento delle imprese. Tale definizione si basa su un approccio che privilegia la sostanza rispetto alla forma;
- d) per **strumenti di investimento relativi al debito** si intendono i prestiti e gli 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. Tale definizione si basa su un approccio che privilegia la sostanza rispetto alla forma;
- e) per **seed capital** si intende il finanziamento dello studio, della valutazione e dello sviluppo dell'idea imprenditoriale, che precedono la fase d'avvio (*start-up*);
- f) per **start-up capital** si intende il finanziamento concesso alle imprese che non hanno ancora venduto il proprio prodotto o servizio a livello commerciale e non stanno ancora generando profitto, per lo sviluppo del prodotto e la commercializzazione iniziale;
- g) per **capitale per le fasi iniziali di un'impresa (early stage)** si intende il *seed capital* e lo *start-up capital*;
- h) per **capitale di espansione (expansion capital)** si intende il finanziamento concesso per la crescita e l'espansione di una società che può o meno andare in pari o produrre utile, allo scopo di aumentare la capacità produttiva, favorire lo sviluppo di un mercato o di un prodotto o fornire capitale circolante aggiuntivo;
- i) per **venture capital** si intende l'investimento in imprese 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 ed i *buy-out*;

<sup>(1)</sup> GU C 244 dell'1.10.2004, pag. 2.

<sup>(2)</sup> Ai fini dei presenti orientamenti, si applicano le definizioni di cui alla disciplina degli aiuti di Stato alla costruzione navale, GU C 317 del 30.12.2003, pag. 11.

<sup>(3)</sup> Ai fini dei presenti orientamenti, si intende per «carboni fossili o carbone»: carboni di alta, media e bassa qualità di classe «A» (carboni sub-bituminosi), ai sensi della classificazione stabilita dalla Commissione economica per l'Europa delle Nazioni Unite.

<sup>(4)</sup> Ai fini dei presenti orientamenti, si applicano le definizioni di cui all'allegato I degli orientamenti in materia di aiuti di Stato a finalità regionale 2007-2013, (GU C 54 del 4.3.2006, pag. 13).

- j) per **capitale di sostituzione** (*replacement capital*) si intende l'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. Il capitale di sostituzione è anche denominato acquisizione secondaria;
- k) per **capitale di rischio** si intende il finanziamento *equity* e *quasi-equity* ad imprese nelle fasi iniziali della loro crescita (fasi *seed*, *start-up* e di espansione), compresi gli investimenti informali effettuati dai *business angels*, il venture capital e le borse alternative specializzate nelle PMI, comprese le imprese a forte crescita (in appresso veicoli di investimento);
- l) per **misure a favore del capitale di rischio** si intendono i regimi volti a fornire o promuovere l'aiuto sotto forma di capitale di rischio;
- m) per **offerta pubblica di vendita** (initial Public Offering –IPO) si intende il lancio della vendita o della distribuzione al pubblico delle azioni di una società per la prima volta;
- n) per **investimento ulteriore** (*follow-on*) si intende un investimento aggiuntivo in un'impresa successivo ad un investimento iniziale;
- o) per **acquisizione con indebitamento** (*buyout*) si intende l'acquisizione, attraverso una trattativa o un'offerta pubblica di acquisto, di almeno una percentuale di controllo del capitale proprio di un'impresa da parte degli azionisti esistenti al fine di rilevarne gli attivi e le operazioni;
- p) per **strategia di uscita** si intende la liquidazione di partecipazioni da parte di un fondo di venture capital o di *private equity* secondo un piano inteso ad ottenere il massimo rendimento, comprese il *trade sale* (vendita commerciale), il *write-off* (liquidazione), il rimborso di azioni privilegiate/prestiti, la vendita ad un altro investitore in capitale di rischio, la vendita ad un'istituzione finanziaria e la vendita mediante **offerta pubblica** (comprese le IPO);
- q) per **piccole e medie imprese** (PMI) si intendono le imprese di cui alla definizione del regolamento (CE) n. 70/2001 della Commissione, del 12 gennaio 2001, relativo all'applicazione degli articoli 87 e 88 del trattato CE agli aiuti di Stato a favore delle piccole e medie imprese, <sup>(1)</sup>, o di qualsiasi regolamento sostitutivo;
- r) per **impresa o società destinataria** si intende un'impresa o società in cui un investitore o un fondo di investimento sta studiando la possibilità di investire;
- s) per **business angels** si intendono privati facoltosi che investono direttamente in imprese nuove e in espansione non quotate in borsa (finanziamenti *seed*) e forniscono loro assistenza, di norma in cambio di una quota di partecipazione nel capitale dell'impresa, ma possono anche fornire altri finanziamenti a lungo termine;
- t) per **zone assistite** si intendono le regioni che rientrano nel campo d'applicazione delle deroghe di cui all'articolo 87, paragrafo 3, lettere a) o c) del trattato CE.

### 3 APPLICAZIONE DELL'ARTICOLO 87, PARAGRAFO 1, DEL TRATTATO CE NEL SETTORE DEL CAPITALE 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 per le misure a favore del capitale di rischio. Si tratta in particolare della comunicazione del 1984 sulla partecipazione delle autorità pubbliche nei capitali delle imprese <sup>(2)</sup>, della comunicazione del 1998 sull'applicazione delle norme relative agli aiuti di Stato alle misure di tassazione diretta delle imprese <sup>(3)</sup> e della comunicazione sull'applicazione degli articoli 87 e 88 del trattato CE agli aiuti di Stato concessi sotto forma di garanzie <sup>(4)</sup>. La Commissione continuerà a riferirsi a tali comunicazioni per valutare se le misure a favore del capitale di rischio costituiscano aiuti di Stato.

<sup>(1)</sup> GU L 10 del 13.1.2001, pag. 33; regolamento modificato da ultimo dal regolamento (CE) n. 1040/2006 (GU L 187 del 8.7.2006, pag. 8).

<sup>(2)</sup> Bollettino CE 9-1984, riportato anche in Diritto della concorrenza nelle Comunità europee, volume IIA, pag. 133.

<sup>(3)</sup> GU C 384 del 10.12.1998, pag. 3.

<sup>(4)</sup> GU C 71 del 11.3.2000, pag. 14.



### 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 soggetto distinto 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.

In questo contesto, si considera che i finanziamenti effettuati con risorse che non siano risorse statali ai sensi dell'articolo 87, paragrafo 1, del trattato CE siano forniti da investitori privati. Questo avviene, in particolare, qualora il finanziamento venga effettuato dalla Banca europea per gli investimenti e dal Fondo europeo per gli investimenti.

La Commissione prenderà in considerazione i fattori specifici indicati di seguito per stabilire se si configura un aiuto di Stato a ciascuno dei diversi livelli <sup>(1)</sup>.

**Aiuti agli investitori.** Quando una misura consente ad investitori privati di effettuare investimenti in *equity* o *quasi-equity* in un'impresa o gruppo di imprese a condizioni più favorevoli di quelle di cui godrebbero gli investitori pubblici o di quelle alle quali essi stessi avrebbero effettuato gli investimenti in assenza della misura in questione, si ritiene che tali investitori privati beneficino di un vantaggio. Tale vantaggio può assumere diverse forme, come precisato alla sezione 4.2. Ciò resta vero anche qualora l'investitore privato 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 effettuato garantendo pari trattamento a investitori pubblici e privati, e non costituisca pertanto aiuto di Stato, se le sue condizioni 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 condividono esattamente gli stessi rischi e gli stessi guadagni positivi e negativi ed hanno lo stesso livello di subordinazione e, di norma, se almeno il 50 % del finanziamento della misura proviene da investitori privati indipendenti dalle imprese nelle quali investono.

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

**Aiuto alle imprese nelle quali viene effettuato l'investimento.** In particolare, qualora vi siano elementi di aiuto al livello degli investitori, del veicolo di investimento o del fondo di investimento, la Commissione riterrà di norma che essi vengano almeno in parte trasferiti alle imprese destinatarie e siano quindi presenti anche al livello di queste ultime. Questo avviene anche quando le decisioni di investimento sono prese dai gestori del fondo secondo una logica puramente commerciale.

<sup>(1)</sup> 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 mutuatante.

Nei casi in cui 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, le imprese destinatarie degli investimenti non verranno considerate beneficiarie di aiuti. A questo scopo, la Commissione valuterà se tali decisioni di investimento siano esclusivamente orientate al profitto e siano 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*

Si ritiene che il finanziamento concesso sotto forma di capitale di rischio non rientri nel campo di applicazione dell'articolo 87, paragrafo 1, del trattato CE, qualora esso sia *de minimis*, ai sensi del 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*) <sup>(1)</sup> e del 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 <sup>(2)</sup>. Nel caso di misure a favore del capitale di rischio, l'applicazione della norma *de minimis* è resa più complicata 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 non superiore alla soglia *de minimis* applicabile per ciascuna impresa su un periodo di tre anni, non vi è dubbio che tutti gli aiuti in favore di tali imprese o 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

L'articolo 87, paragrafo 3, lettera c) del trattato CE stabilisce che gli aiuti destinati ad agevolare lo sviluppo di talune attività o di talune regioni economiche possono essere considerati compatibili con il mercato comune, purché non alterino le condizioni degli scambi in misura contraria al comune interesse. Sulla base della valutazione comparata illustrata nella sezione 1.3, la Commissione dichiarerà compatibile una misura a favore del capitale di rischio soltanto ove ritenga che detta misura determini un aumento dell'offerta di capitale di rischio senza incidere sulle condizioni degli scambi in misura contraria al comune interesse. La presente sezione stabilisce una serie di condizioni sulla base delle quali la Commissione valuterà la compatibilità degli aiuti sotto forma di capitale di rischio con l'articolo 87, paragrafo 3, lettera c).

Qualora la Commissione disponga di una notifica completa, comprovante 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 CE <sup>(3)</sup>. Per taluni tipi di misure che non soddisfino tutte le condizioni di cui alla presente sezione, la Commissione procederà ad una valutazione più particolareggiata 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, queste disposizioni possono essere applicate per valutare se l'aiuto è compatibile con il mercato comune.

<sup>(1)</sup> GU L 10 del 13.1.2001, pag. 30.

<sup>(2)</sup> GU L 325 del 28.10.2004, pag. 4.

<sup>(3)</sup> GU L 83 del 27.3.1999, pag. 1.

## 4.2 Forma dell'aiuto

La scelta della forma di una misura di aiuto spetta di norma agli Stati membri e questo vale anche per le 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 capitale di rischio alle imprese beneficiarie e se possano indurre a decisioni di investimento prese sulla base di criteri commerciali (ossia orientati al profitto).

La Commissione ritiene che i tipi di misura atti a condurre ad un simile risultato siano in particolare i 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 venture capital 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 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 venture capital per incentivarli a mettere a disposizione ulteriori capitali per gli investimenti;
- d) incentivi fiscali a favore di fondi di investimento o dei loro gestori o di investitori affinché effettuino investimenti in capitale di rischio.

## 4.3 Condizioni di compatibilità

Onde garantire che l'effetto di incentivazione e la necessità dell'aiuto quali precisati nella sezione 1.3.4 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 disfunzionamento 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 tranches 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 orientati al profitto e gestiti su base commerciale. La Commissione riterrà che i presupposti relativi all'effetto di incentivazione, alla necessità e alla proporzionalità della misura a favore del capitale di rischio siano rispettati e che il bilancio complessivo sia positivo, se sono soddisfatte tutte le condizioni illustrate in appresso.

Le misure che prevedono specificamente veicoli di investimento verranno valutate in base alle disposizioni della sezione 5 dei presenti orientamenti e non secondo le condizioni contenute nella presente sezione.

### 4.3.1 Livello massimo delle tranches di investimento

La misura a favore del capitale di rischio deve prevedere tranches di investimento, 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 Restrizione al finanziamento delle fasi *seed*, *start-up* e di espansione

Le misure a favore del capitale di rischio devono limitarsi a fornire finanziamenti fino alla fase di espansione per le piccole imprese o per le medie imprese situate in zone assistite. Devono inoltre limitarsi a fornire finanziamenti fino alla fase *start-up* per le medie imprese situate in zone non assistite.

### 4.3.3 Prevalenza di strumenti di investimento *equity* e *quasi-equity*

Almeno il 70 % degli stanziamenti complessivi per misure a favore del capitale di rischio deve essere in forma di strumenti di investimento *equity* e *quasi-equity* nelle PMI destinatarie. 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 disfunzionamento della società destinataria. La Commissione può tener conto anche del trattamento applicabile allo strumento di investimento in base alle prevalenti norme nazionali di carattere regolamentare, giuridico, finanziario e contabile, ove coerenti e pertinenti per la qualifica dello strumento.

#### 4.3.4 *Partecipazione di investitori privati*

Il finanziamento degli investimenti effettuato in base alla misura 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 imprese destinarie siano orientate alla realizzazione di un profitto. Questo avviene quando la motivazione per effettuare l'investimento si basa sulle prospettive di significative potenzialità di profitto e sul sostegno costante alle imprese destinarie a questo scopo.

Si presume che questo criterio sia soddisfatto se sono rispettate tutte le seguenti condizioni:

- a) le misure prevedono una partecipazione significativa di investitori privati, come illustrato alla sezione 4.3.4, che forniscono investimenti effettuati sulla base di criteri commerciali (vale a dire solo a fini di profitto), direttamente o indirettamente, nel capitale proprio delle imprese beneficiarie; e
- b) esiste, per ciascun investimento, un piano di investimento con informazioni dettagliate sui prodotti, sull'andamento delle vendite e dei profitti in modo da stabilire preventivamente la redditività dell'investimento; e
- c) esiste 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 deve comportarsi come i manager del settore privato, che cercano di ottimizzare i rendimenti dei propri investitori. Si presume che il criterio sia soddisfatto se sono rispettate tutte le seguenti condizioni:

- a) 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; e
- b) gli investitori privati del mercato sono rappresentati nel processo decisionale, ad esempio attraverso un comitato consultivo o degli investitori; e
- c) vengono applicate le migliori prassi e la vigilanza regolamentare nella gestione dei fondi.

#### 4.3.7 *Carattere settoriale*

Nella misura in cui numerosi fondi privati sono prevalentemente indirizzati verso specifiche tecnologie innovative o addirittura verso settori innovativi specifici (ad esempio, settore medico-sanitario, tecnologie dell'informazione, biotecnologie), la Commissione potrà accettare il carattere settoriale delle misure a favore del capitale di rischio, a condizione che la misura rientri nel campo di applicazione dei presenti orientamenti, come previsto alla sezione 2.1.

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

La presente sezione si applica alle misure a favore del capitale di rischio che non soddisfano 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 pertinenti disfunzionamenti del mercato 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 CE si baserà 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 disfunzionamento del mercato in questione e dal rischio di esclusione degli investimenti privati.

### 5.1 Misure di aiuto soggette ad una valutazione dettagliata

Saranno oggetto di una valutazione più dettagliata visto il carattere meno ovvio dell'esistenza di un disfunzionamento del mercato e i maggiori rischi di esclusione dell'investimento privato o di distorsione della concorrenza, i seguenti tipi di misure a favore del capitale di rischio che non rispettano una o più condizioni indicate alla sezione 4:

a) **Misure che prevedono tranches 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 del capitale di rischio e dell'insufficiente disponibilità di capitale proprio, nonché del fatto che il diverso grado in cui le imprese risentono del disfunzionamento di mercato dipende dalle loro dimensioni, dalla loro fase di sviluppo e dal loro settore economico. La Commissione è pertanto disposta a considerare compatibili col mercato comune misure a favore del capitale di rischio che prevedono tranches di investimento superiori alla soglia di 1,5 milioni di euro all'anno per impresa, a condizione che siano presentate le necessarie prove del disfunzionamento del mercato.

b) **Misure che forniscono finanziamenti per la fase di espansione di medie imprese situate in zone non assistite**

La Commissione riconosce che determinate medie imprese, situate in zone non assistite, possono avere un insufficiente accesso al capitale di rischio anche nella fase di espansione, nonostante la disponibilità di finanziamenti per le imprese che hanno un fatturato significativo o sono completamente in pareggio. La Commissione è pertanto disposta a considerare compatibili col mercato comune, in certi casi, misure che riguardino in parte la fase di espansione delle medie imprese, a condizione che siano presentati i necessari elementi di prova.

c) **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 anche 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 tranches 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, sia quelli privati possano trarre pieno beneficio dagli investimenti soggetti a rischio. In tali circostanze e considerate anche le specificità del settore e delle imprese interessati, la Commissione è disposta a considerare compatibili col mercato comune l'investimento ulteriore, se il relativo importo è coerente con l'investimento iniziale e con le dimensioni del fondo.

d) **Misure che prevedono una partecipazione 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 del capitale di rischio varia notevolmente nei diversi Stati membri. Nei casi in cui sia difficile per lo Stato trovare investitori privati, la Commissione è disposta a considerare compatibili col mercato comune misure con una partecipazione privata inferiore alle soglie di cui alla sezione 4.3.4, 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 di venture capital, 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, quali 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 del capitale di rischio.

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

I disfunzionamenti del mercato che incidono sulle imprese nella loro fase *seed* sono più pronunciati a causa dell'elevato grado di rischio connesso all'investimento potenziale 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 piccole imprese. Queste ragioni possono giustificare una posizione più favorevole della Commissione rispetto alle misure destinate alla fase *seed*, anche alla luce della loro importanza potenzialmente determinante per generare crescita e occupazione nella Comunità.

f) **Misure che prevedono specificamente un veicolo di investimento**

Un veicolo di investimento può agevolare l'incontro tra gli investitori e le PMI destinatarie, per le quali può dunque migliorare l'accesso al capitale di rischio. In caso di disfunzionamenti del mercato relativi alle imprese destinatarie del veicolo di investimento, esso potrebbe non funzionare in maniera efficiente in mancanza di incentivi finanziari. Ad esempio, gli investitori possono non trovare interessante il tipo di investimenti oggetto del veicolo di investimento rispetto a tranche di investimento più elevate o ad investimenti in imprese già affermate o su mercati già consolidati, nonostante una chiara redditività potenziale delle imprese destinatarie. La Commissione è pertanto disposta a considerare compatibili col mercato comune le misure che prevedono specificamente un veicolo di investimento a condizione che vengano presentate le necessarie prove di un disfunzionamento del mercato chiaramente definito.

g) **Costi connessi alla prima selezione delle imprese al fine della conclusione di investimenti, fino alla fase di due diligence (costi di esplorazione)**

I fondi di capitale di rischio o i loro gestori possono sostenere i cosiddetti costi di esplorazione del mercato per identificare le PMI prima della fase di *due diligence*. Le sovvenzioni che coprono una parte di questi costi di esplorazione devono incoraggiare i fondi o i loro gestori a svolgere maggiori attività di esplorazione rispetto a quanto avverrebbe altrimenti. Questo può inoltre essere vantaggioso per le PMI interessate anche se la ricerca non conduce ad un investimento, poiché permette a tali PMI di acquisire una maggiore esperienza con il finanziamento in capitale di rischio. Queste ragioni possono giustificare una posizione più favorevole della Commissione, rispetto alle misure destinate ad una parte dei costi di esplorazione sostenuti dai fondi di capitale di rischio o dai loro gestori, se sono soddisfatte le seguenti condizioni: i costi ammissibili devono essere limitati ai costi di esplorazione relativi alle PMI soprattutto nelle fasi *seed* o *start-up*, qualora tali costi non conducano ad un investimento, ed i costi non devono comprendere le spese legali e amministrative dei fondi. La sovvenzione non deve inoltre superare il 50 % dei costi ammissibili.

## 5.2 Effetti positivi dell'aiuto

### 5.2.1 Esistenza e prova di un disfunzionamento del mercato

Per le misure a favore del capitale di rischio che prevedono tranches di investimento nelle imprese destinarie superiori a quanto previsto alla sezione 4, in particolare le misure che prevedono tranches superiori a 1,5 milioni di EUR per PMI destinataria su un periodo di dodici mesi, investimenti ulteriori o il finanziamento della fase di espansione di medie imprese in zone non assistite, nonché per le misure che prevedono specificamente l'intervento di un veicolo di investimento, la Commissione richiederà prove aggiuntive del disfunzionamento del mercato in questione, ad ogni livello in cui può essere presente l'aiuto, prima di dichiarare compatibile col mercato comune la misura proposta a favore del capitale di rischio. Tali elementi di prova devono basarsi su uno studio 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 capitale 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 periodi di tre-cinque anni relativi agli anni che precedono l'attuazione della misura nonché per il futuro sulla base di proiezioni ragionevoli, ove disponibili. Le prove da presentare potrebbero includere anche i seguenti elementi:

- a) l'andamento delle attività di raccolta di fondi negli ultimi cinque anni, anche in comparazione con le medie nazionali o europee corrispondenti;
- b) lo squilibrio monetario (*money overhang*) attualmente esistente;
- c) la parte di programmi di investimento sovvenzionati dallo Stato nell'investimento totale in capitale di rischio nei tre-cinque anni precedenti;
- d) la percentuale di nuove imprese *start-up* che ricevono capitale di rischio;
- e) la suddivisione per categorie degli investimenti in funzione dei loro importi;
- f) 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, comprovante le specificità regionali che giustificano le modalità della misura prevista. I seguenti elementi possono essere rilevanti:

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

Gli Stati membri possono ripresentare varie volte le stesse prove, se le condizioni di mercato soggiacenti non sono cambiate. La Commissione si riserva il diritto di contestare la validità delle prove presentate.

### 5.2.2 Adeguatezza dello strumento

Un elemento importante della valutazione comparata consiste nel determinare se e in quale misura un aiuto di Stato a favore del capitale 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 nella sezione 5.2.3.

Nella valutazione dettagliata la Commissione terrà conto, in particolare, delle valutazioni d'impatto della misura proposta realizzate dallo Stato membro interessato. Qualora lo Stato membro abbia preso in considerazione altre opzioni e siano stati constatati e comunicati alla Commissione i vantaggi derivanti dal ricorso ad uno strumento selettivo come l'aiuto di Stato, le misure in questione sono considerate strumenti adeguati. La Commissione valuterà inoltre gli elementi di prova relativi ad altre misure adottate o da adottare per colmare la carenza di capitale proprio, in particolare le valutazioni ex post e le questioni che incidono sulle PMI destinatarie, sia sul lato della domanda, sia 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 sia presente l'effetto d'incentivazione per le misure che soddisfano tutte le condizioni di cui alla sezione 4. Tuttavia, per quanto riguarda le misure illustrate nella presente sezione, la presenza dell'effetto d'incentivazione diventa meno ovvia. Di conseguenza, la Commissione considererà anche i criteri aggiuntivi indicati di seguito, 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

Oltre alle condizioni di cui alla sezione 4.3.6, 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 o da professionisti indipendenti scelti mediante una procedura trasparente e non discriminatoria (preferibilmente un bando di gara aperto), 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 potrebbe essere l'esistenza di un comitato di investimento, indipendente dall'impresa di gestione del fondo e composto da esperti indipendenti provenienti dal settore privato con un'esperienza significativa nel settore destinatario e, preferibilmente, anche da rappresentanti degli investitori o da professionisti indipendenti scelti mediante una procedura trasparente e non discriminatoria (preferibilmente un bando di gara aperto). Questi esperti fornirebbero ai gestori o alla società di gestione analisi della situazione esistente e del futuro del mercato previsto, 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 destinatarie 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 dovrebbero essere tali da garantire la possibilità di assorbimento degli elevati costi di transazione e da finanziamento delle fasi ulteriori e più lucrative delle imprese destinatarie. Finanziamenti più importanti saranno considerati 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 disfunzionamento del mercato che può essere percepito in questa fase, la Commissione considererà in maniera positiva una partecipazione diretta o indiretta di *business angels* per gli investimenti nella fase *seed*. In tali circostanze, la Commissione sarebbe pertanto disposta a dichiarare delle misure compatibili col mercato comune anche ove esse comportino una prevalenza di strumenti di debito, compreso un grado significativamente più elevato di subordinazione dei fondi statali, e una priorità nella distribuzione dei primi profitti per i *business angels*, o una remunerazione più alta del capitale da loro fornito, e una partecipazione attiva nella gestione della misura o del fondo e delle imprese destinatarie.



#### 5.2.4 Proporzionalità

Per essere compatibile, l'importo di una misura di aiuto deve essere limitato al minimo indispensabile. Il modo di realizzare tale proporzionalità dipenderà necessariamente dalla forma della misura in questione. Tuttavia, in mancanza di qualsiasi tipo di meccanismo per verificare che non vi sia un eccesso di compensazione degli investitori, se il rischio di perdite è sostenuto interamente dal settore pubblico o in cui i benefici spettano interamente agli altri investitori, la misura non sarà considerata proporzionata.

La Commissione riterrà che i seguenti elementi influenzino positivamente la valutazione della proporzionalità della misura in quanto rappresentano un metodo basato sulle migliori prassi.

- a) **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 assicuri 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;
- b) **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 o di un veicolo 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 della concorrenza e di rischio di esclusione degli investimenti privati rispetto agli effetti positivi. Gli effetti potenzialmente negativi dovranno essere analizzati a ciascuno dei tre livelli ai quali l'aiuto può essere presente. Gli aiuti agli investitori, ai veicoli di investimento e ai fondi di investimento possono incidere negativamente sulla concorrenza nel mercato della fornitura di capitale di rischio. Gli aiuti concessi alle imprese destinatarie possono incidere negativamente sui mercati del prodotto nei quali competono dette imprese.

#### 5.3.1 Esclusione

Al livello del mercato della fornitura di capitale 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 incoraggiarle ad attendere che lo Stato conceda aiuti per tali investimenti. Questo rischio diventa tanto più rilevante quanto è più elevata la tranche di investimento conferita in un'impresa, quanto maggiori le dimensioni dell'impresa e quanto più avanzata la fase di sviluppo dell'impresa stessa, man mano che l'offerta privata di capitale di rischio diventa disponibile.

La Commissione richiederà pertanto prove specifiche per quanto riguarda il rischio di esclusione per le misure che prevedono tranche di investimento più elevate nelle PMI destinatarie, per gli investimenti di *follow-on* o per il finanziamento della fase di espansione di medie imprese situate in zone non assistite, o per le misure con scarsa partecipazione di investitori privati o per le misure che prevedono specificamente un veicolo di investimento.

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

- a) il numero di imprese di capitale di rischio/fondi/veicoli di investimento presenti a livello nazionale o nella zona, in caso di fondi regionali, e dei segmenti nei quali operano;

- b) le imprese destinatarie in termini di dimensioni delle imprese, fase dello sviluppo e settore di attività economica;
- c) le dimensioni medie delle transazioni e possibilmente le dimensioni minime che giustificherebbero un controllo da parte dei fondi o degli investitori;
- d) l'importo complessivo del capitale di rischio disponibile per le imprese destinatarie, il settore e la fase di sviluppo destinatari della misura in questione.

### 5.3.2 Altre distorsioni 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 in tal senso. Tuttavia, non si può escludere che le misure a favore del capitale di rischio potrebbero avere l'effetto di mantenere in vita imprese o settori inefficienti che altrimenti scomparirebbero. Inoltre, un eccesso di offerta di finanziamento in capitale di rischio ad imprese inefficienti può artificialmente aumentarne la valutazione e distorcere pertanto il mercato del capitale 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:

- a) la redditività complessiva delle imprese beneficiarie di investimenti in passato e le prospettive di futura redditività;
- b) il tasso di disfunzionamento delle operazioni destinate alla misura;
- c) le dimensioni massime della tranche di investimento previste dalla misura rispetto al fatturato ed ai costi delle PMI destinate;
- d) 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 delle misure 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 specificati nei presenti orientamenti in modo meccanico, ma effettuerà una valutazione globale in funzione della loro importanza relativa.

La Commissione può non sollevare obiezioni in merito alle misure di aiuto notificate, senza avviare un procedimento di indagine formale o, in seguito al procedimento di indagine formale previsto all'articolo 6 del regolamento (CE) n. 659/1999, chiudere il caso con una decisione ai sensi dell'articolo 7 di detto regolamento. In caso subordini una decisione favorevole a condizioni, come previsto all'articolo 7, paragrafo 4, del regolamento (CE) n. 659/1999, 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:

- a) se sono previste soglie particolarmente elevate per le tranche di investimento per impresa destinataria, può diminuire l'importo massimo proposto per tranche di investimento o stabilire un importo massimo complessivo di finanziamento per impresa destinataria;
- b) se sono previsti investimenti nella fase di espansione di medie imprese situate in zone non assistite, può limitare gli investimenti soprattutto alle fasi *seed* e *start-up* o limitare gli investimenti ad uno o due cicli di investimento o limitare le tranche di investimento ad una soglia massima per impresa destinataria;

- c) se è previsto un investimento ulteriore, può stabilire limitazioni specifiche relative all'importo massimo da investire in ogni impresa destinataria, alle fasi dell'investimento ammissibili all'intervento o al periodo durante il quale può essere concesso l'aiuto, tenendo conto anche del settore interessato e della dimensione del fondo;
- d) se è prevista una scarsa partecipazione di investitori privati, può 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;
- e) per le misure che forniscono soltanto *seed capital*, può richiedere agli Stati membri di garantire che lo Stato riceva un rendimento adeguato del suo investimento, commisurato ai rischi affrontati, in particolare, quando lo Stato finanzia l'investimento sotto forma di strumenti *quasi-equity* o di strumenti di debito, il cui rendimento dovrebbe ad esempio essere collegato a diritti potenziali di sfruttamento (ad esempio diritti d'autore) derivanti dai diritti di proprietà intellettuale generati a seguito dell'investimento;
- f) richiedere un riequilibrio degli accordi di ripartizione di profitti e perdite e del livello di subordinazione tra lo Stato e gli investitori privati;
- g) 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 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 pertinenti dell'aiuto verranno ridotti del 50 %, in generale, e del 20 % per le imprese destinate situate in zone assistite, nei primi tre anni del primo investimento in capitale di rischio e fino a concorrenza dell'importo complessivo ricevuto. Tale riduzione non si applica alle intensità di aiuto previste nella disciplina comunitaria per gli aiuti di Stato alla ricerca e sviluppo <sup>(1)</sup> o in eventuali discipline successive o regolamenti di esenzione in materia.

## 7 DISPOSIZIONI FINALI

### 7.1 Monitoraggio e relazioni

Il regolamento (CE) n. 659/1999 e il 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 <sup>(2)</sup> prevedono che gli Stati membri presentino relazioni annuali alla Commissione.

Per quanto riguarda le misure a favore del capitale di rischio le relazioni devono contenere una tabella riassuntiva con una suddivisione degli investimenti effettuati dal fondo o nell'ambito della misura a favore del capitale di rischio, compreso un elenco di tutte le imprese beneficiarie di misure a favore del capitale di rischio. La relazione deve inoltre fornire una breve descrizione dell'attività dei fondi di investimento con dettagli delle operazioni potenziali verificate e delle operazioni effettivamente compiute, nonché delle prestazioni dei veicoli di investimento con informazioni aggregate sulla quantità di capitale raccolto mediante il veicolo di investimento. La Commissione può richiedere informazioni supplementari in merito agli aiuti concessi, per verificare se sono state rispettate le condizioni della decisione di approvazione della Commissione.

Le relazioni annuali verranno pubblicate sul sito Internet della Commissione.

<sup>(1)</sup> GU C 45 del 17.2.1996, pag. 5.

<sup>(2)</sup> GU L 140 del 30.4.2004, pag. 1.

La Commissione ritiene inoltre che siano necessarie ulteriori misure per migliorare la trasparenza degli aiuti di Stato nell'Unione. In particolare, risulta necessario garantire che gli Stati membri, gli operatori economici, le parti interessate e la Commissione stessa abbiano facile accesso al testo completo di tutti i regimi di aiuti a favore del capitale di rischio applicabili.

Questo è facilmente realizzabile creando siti Internet collegati. Per questo motivo, nell'esaminare i regimi di aiuto a favore del capitale di rischio, la Commissione richiederà sistematicamente allo Stato membro interessato di pubblicare su Internet il testo integrale di tutti i regimi di aiuto definitivi e di comunicare il relativo indirizzo Internet alla Commissione.

Il regime non deve essere applicato prima che tali informazioni vengano pubblicate su Internet.

Gli Stati membri sono tenuti a conservare registrazioni dettagliate sulla concessione di aiuti, per tutte le misure di aiuto a favore del capitale di rischio. Tali registrazioni, che devono contenere tutte le informazioni necessarie per stabilire che siano state rispettate le condizioni previste dagli orientamenti, in particolare per quanto riguarda l'entità delle tranche di investimento, le dimensioni dell'impresa destinataria (piccola o media), la fase dello sviluppo dell'impresa destinataria (*seed, start-up* o espansione), il settore di attività (preferibilmente livello a 4 cifre della classificazione NACE), nonché informazioni sulla gestione dei fondi e sugli altri criteri citati nei presenti orientamenti. Tali informazioni devono essere tenute aggiornate per dieci anni dalla data in cui l'aiuto è stato concesso.

La Commissione richiederà agli Stati membri di fornire queste informazioni in modo da effettuare una valutazione di impatto dei presenti orientamenti tre anni dopo la loro entrata in vigore.

## 7.2 Entrata in vigore e validità

La Commissione applicherà i presenti orientamenti a partire dalla data di pubblicazione nella *Gazzetta ufficiale dell'Unione europea*. 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 degli Stati membri, potrà apportarvi modifiche motivate da importanti considerazioni attinenti alla politica della concorrenza e alla politica in materia di capitale di rischio, ovvero al fine di tener conto di altre politiche comunitarie o di 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 a favore del capitale di rischio notificate, rispetto alle quali prenderà una decisione dopo la pubblicazione dei presenti orientamenti nella *Gazzetta ufficiale dell'Unione europea*, anche qualora le misure siano state notificate prima della pubblicazione degli orientamenti.

In linea con la comunicazione della Commissione relativa alla determinazione delle norme applicabili alla valutazione degli aiuti di Stato (*consecutio legis*)<sup>(1)</sup>, la Commissione applicherà in caso di aiuti non notificati:

- a) i presenti orientamenti, se l'aiuto è stato concesso dopo la loro pubblicazione nella *Gazzetta ufficiale dell'Unione europea*;
- b) la comunicazione sugli aiuti di Stato e il capitale di rischio, in tutti gli altri casi.

## 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 a favore del capitale di rischio.

Gli Stati membri provvedono a modificare, se necessario, le misure a favore del capitale di rischio esistenti al fine di armonizzarle con i presenti orientamenti entro dodici mesi dalla loro entrata in vigore.

Gli Stati membri sono invitati ad esprimere il loro accordo, esplicito e incondizionato 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.

---

(<sup>1</sup>) GU C 119 del 22.5.2002, pag. 22.