

## Documento di consultazione

### Aiuti di Stato destinati a favorire l'accesso delle PMI al capitale di rischio

La presente consultazione si prefigge lo scopo di invitare gli **Stati membri** e i **sogetti portatori di interessi** a formulare osservazioni sull'applicazione degli **orientamenti comunitari sugli aiuti di Stato destinati a promuovere gli investimenti in capitale di rischio nelle piccole e medie imprese** e l'accesso delle PMI al finanziamento in generale. Le osservazioni presentate offriranno un prezioso contributo per la revisione dei suddetti orientamenti nel 2013. La Commissione invita gli Stati membri e i soggetti portatori di interessi a presentare le loro osservazioni alla DG Concorrenza entro la seguente data: **05.10.2012**.

#### 1. Introduzione

Gli orientamenti comunitari sugli aiuti di Stato destinati a promuovere gli investimenti in capitale di rischio nelle piccole e medie imprese (gli orientamenti sul capitale di rischio<sup>1</sup>) stabiliscono le condizioni che gli Stati membri devono rispettare al momento di concedere aiuti di Stato destinati a promuovere l'accesso delle PMI<sup>2</sup> al capitale di rischio<sup>3</sup> nelle prime fasi di sviluppo, soprattutto per garantire che tali aiuti riescano a colmare una costante carenza di capitale proprio (equity) e non scorraggino i mercati finanziari. Gli orientamenti sul capitale di rischio sono d'applicazione dal 18 agosto 2006.

Dal 29 agosto 2008, alcune disposizioni degli orientamenti sul capitale di rischio sono state incluse nel regolamento (CE) n. 800/2008 della Commissione, del 6 agosto 2008, che dichiara alcune categorie di aiuti compatibili con il mercato comune in applicazione degli articoli 87 e 88 del trattato (regolamento generale di esenzione per categoria)<sup>4</sup>.

Tre anni dopo la loro entrata in vigore, la Commissione ha effettuato una revisione intermedia degli orientamenti sul capitale di rischio<sup>5</sup>. La comunicazione della Commissione recante modifica degli orientamenti sul capitale di rischio<sup>6</sup> ha innalzato la soglia di sicurezza massima per le tranche di investimento a 2,5 milioni di EUR per PMI destinataria su un periodo di dodici mesi. Le modifiche si applicano a partire dal 1° gennaio 2011.

In vista della scadenza, il 31 dicembre 2013, degli orientamenti sul capitale di rischio e del regolamento generale di esenzione per categoria la presente consultazione si propone di invitare gli Stati membri e i soggetti portatori di interessi, come gli investitori, gli intermediari finanziari e i beneficiari finali, a contribuire alla revisione degli orientamenti sul capitale di rischio; sarebbe utile, in particolare, fornire informazioni sugli sviluppi del mercato in materia di fornitura di capitale proprio e finanziamento del debito a favore delle PMI economicamente redditizie, nonché osservazioni sull'applicazione degli orientamenti sul capitale di rischio e sui loro effetti nel promuovere l'accesso delle PMI al capitale di rischio.

<sup>1</sup> GU C 194, del 18.8.2006, pag. 2.

<sup>2</sup> "PMI" sta per "piccole e medie imprese", ossia imprese che occupano meno di 250 persone, il cui fatturato annuo non supera i 50 milioni di EUR oppure il cui totale di bilancio annuo non supera i 43 milioni di EUR e sono imprese autonome quali definite nel diritto dell'UE.

<sup>3</sup> Con l'espressione "capitale di rischio" si fa riferimento a investimenti equity e quasi-equity in PMI nelle fasi iniziali della loro crescita (fasi seed, startup e di espansione). Gli investimenti in capitale di rischio possono essere realizzati da investitori professionali (fondi di venture capital), investitori informali (business angels) o investimenti tramite borse alternative specializzate nelle PMI.

<sup>4</sup> GU L 214, del 9.8.2008, pag. 3. <http://eurlex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:32008R0800:IT:NOT>

<sup>5</sup> [http://ec.europa.eu/competition/consultations/2010\\_temporary\\_measures/index.html](http://ec.europa.eu/competition/consultations/2010_temporary_measures/index.html)

<sup>6</sup> GU C 329 del 7.12.2010, pag. 4.

## 2. Come contribuire alla consultazione

Gli Stati membri e le altre parti interessate sono invitati a rispondere al questionario in una delle lingue ufficiali dell'Unione. Considerato che la traduzione da alcune lingue ufficiali può comportare ritardi, saranno particolarmente apprezzate le risposte in una delle lingue di lavoro della Commissione (preferibilmente in inglese), per consentire a quest'ultima un rapido trattamento del questionario.

Alcune domande del questionario sono rivolte in particolare alle autorità pubbliche, altre a tutti i soggetti portatori di interessi; quindi non è obbligatorio rispondere a tutte. Per le domande non attinenti alla propria situazione, indicare "non pertinente".

Saranno apprezzati eventuali commenti e informazioni che vadano oltre l'ambito del questionario, in particolare altri documenti, relazioni, studi o fonti di dati pertinenti.

Il termine per la compilazione del questionario è: **05.10.2012**. Le risposte vanno inviate alla Commissione europea, DG COMP, Protocollo aiuti di Stato, B-1049 Bruxelles, riferimento "**HT. 347**", preferibilmente per posta elettronica all'indirizzo [Stateaidgreffe@ec.europa.eu](mailto:Stateaidgreffe@ec.europa.eu).

Ai fini della trasparenza, i servizi della Commissione prevedono di rendere disponibili le risposte al questionario sul sito Internet <http://ec.europa.eu/competition/consultations/open.html>. Se si desidera mantenere il riserbo sulla propria identità o su alcune delle risposte fornite occorrerà quindi indicarlo esplicitamente, fornendo al tempo stesso una versione non riservata del questionario. In assenza di indicazioni in tal senso, la DG COMP presumerà che le risposte trasmesse non contengano informazioni confidenziali e possano essere pubblicate integralmente.

# QUESTIONARIO

## DATI PERSONALI

**Informativa sulla privacy:** i contributi pervenuti saranno pubblicati su Internet con l'indicazione dell'identità dell'autore, a meno che quest'ultimo non si opponga alla pubblicazione dei dati personali perché potrebbe recare pregiudizio ai suoi legittimi interessi. In tal caso, il contributo potrà essere pubblicato in forma anonima.

Per le norme relative alla tutela dei dati sul sito Internet EUROPA, consultare: [http://ec.europa.eu/geninfo/legal\\_notices\\_en.htm#personaldata](http://ec.europa.eu/geninfo/legal_notices_en.htm#personaldata)

- a. L'identità del rispondente deve rimanere riservata?

Sì  No

- b. Le risposte fornite ai quesiti del questionario sono soggette alle eccezioni previste all'articolo 4 del regolamento (CE) n. 1049/2001 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 30 maggio 2001, relativo all'accesso del pubblico ai documenti del Parlamento europeo, del Consiglio e della Commissione<sup>7</sup>? In caso affermativo, si prega di indicare esplicitamente le parti da non divulgare, giustificando la necessità del trattamento confidenziale e fornendo una versione non riservata del questionario che potrà essere pubblicata sul sito Internet della Commissione.

### Indicare i propri dati personali qui di seguito:

Nome	<input type="text"/>
Organizzazione rappresentata	<input type="text"/>
Sede (paese)	<input type="text"/>
Indirizzo di posta elettronica:	<input type="text"/>

### Descrivere le principali attività della propria organizzazione:

- a. Ritieni di operare sul versante della domanda o dell'offerta di finanziamenti o quale rappresentante di autorità pubbliche o altri soggetti portatori di interessi?
- b. Indicare le dimensioni della propria impresa (in termini di fatturato e numero di dipendenti) o della propria organizzazione (in termini di membri).
- c. Ove opportuno, fornire il codice NACE<sup>8</sup> pertinente per l'attività della propria impresa.

**NOTA:** le sezioni B e C ricalcano la struttura degli orientamenti sul capitale di rischio e del regolamento generale di esenzione per categoria. Si prega di seguire l'ordine delle domande, anche se non è obbligatorio rispondere a tutte. È possibile inoltre presentare ulteriori informazioni rilevanti anche se non direttamente correlate alle domande del questionario.

<sup>7</sup> GU L 145 del 31.5.2001, pag. 43.

<sup>8</sup> Il NACE è il sistema di classificazione statistica delle attività economiche nell'Unione europea.

## A. Domande generali

Per tutte le domande di questa sezione, motivare le risposte, per quanto possibile, facendo riferimento a statistiche, rapporti o studi.

### A.1. Necessità di finanziamento delle PMI

- a. In base alla Sua esperienza, quali sono le *necessità di finanziamento delle PMI nelle fasi seed, start-up, espansione iniziale e crescita*<sup>9</sup>? La richiesta di finanziamento intende perseguire obiettivi di investimento e/o capitale circolante o entrambi? In che misura le necessità di finanziamento variano in base a (i) le dimensioni di un'impresa, (ii) la fase di sviluppo (cioè seed, start-up, espansione iniziale e crescita) e le prospettive di crescita di un'impresa, (iii) il settore in cui è attiva l'impresa e/o (iv) il tipo di attività per le quali si richiede il finanziamento?
- b. In base alla Sua esperienza, in che misura le PMI, nelle fasi di sviluppo iniziale e di crescita, ricorrono al *finanziamento esterno e a quali tipi di strumenti finanziari*, cioè finanziamento del capitale proprio, finanziamento del debito o una combinazione dei due? In che misura il tipo di strumenti di finanziamento dipende dalla fase di sviluppo e/o dal settore in cui è attiva la PMI e/o dal tipo di attività per cui si richiede il finanziamento esterno?
- c. In base alla Sua esperienza, in che modo il *rapporto tra gli strumenti di finanziamento del capitale proprio e finanziamento del debito* cambiano nella vita di una tipica PMI dalla fase iniziale (seed e start-up) alla fase di espansione e crescita? Specificare se la struttura finanziaria dipende dal settore in cui è attiva la PMI e/o dal tipo di attività per cui si richiede il finanziamento esterno.

### A.2. Esistenza e entità della carenza di finanziamento per le PMI

#### A.2.1 Carenza di finanziamento del capitale proprio<sup>10</sup>

- a. In base alla Sua esperienza, esiste una carenza di finanziamento del capitale proprio tale da limitare l'offerta di finanziamenti esterni equity/quasi-equity a imprese che dispongono di modelli commerciali validi e soddisfano tutti i criteri di investimento di venture capital<sup>11</sup>?
- b. In base alla Sua esperienza, qual è l'entità della carenza di finanziamento del capitale proprio (in termini assoluti o relativi alle dimensioni dell'impresa)?

---

<sup>9</sup> Il punto 2.2, lettere g) e h) degli orientamenti sul capitale di rischio fornisce la definizione di fase iniziale e fase di espansione. In termini generali, una fase di crescita si riferisce all'espansione o all'ingresso di imprese più consolidate in nuovi mercati.

<sup>10</sup> Una carenza di finanziamento del capitale proprio è una carenza di finanziamento esterno equity/quasi-equity che può interessare un'impresa in una fase particolare di sviluppo e non può essere colmata da investitori in capitale di rischio, business angels, società di private equity, banche o qualsiasi altro investitore non pubblico.

<sup>11</sup> Buona gestione aziendale del gruppo imprenditoriale, tecnologia brevettata o altri beni immateriali preziosi, esistenza di un mercato disponibile di dimensioni sufficienti, potenziale per produrre un rendimento finanziario attraente (giustificato da un piano aziendale credibile), nonché criteri di investimento di venture capital secondo la definizione dell'Associazione europea del capitale di rischio.

- c. In base alla Sua esperienza, in che modo la carenza di capitale proprio dipende dalle dimensioni di un'impresa (PMI o imprese di maggiori dimensioni<sup>12</sup>), dalla sua fase di sviluppo (seed, start-up, espansione iniziale o crescita), dalla sua "età" (per esempio, numero di anni a partire dallo start-up, prima commercializzazione di un prodotto o di un servizio), dal settore e dalle caratteristiche regionali (per esempio, zone assistite<sup>13</sup>)?
- d. In base alla Sua esperienza, che tipo di strumenti di finanziamento equity/quasi-equity vengono utilizzati per colmare la carenza di finanziamento del capitale proprio, in particolare: azioni ordinarie, azioni privilegiate e azioni privilegiate cumulative, obbligazioni convertibili in azioni, altre strutture ibride diverse da un debito standard (specificare)?

### **A.2.2 Carenza di finanziamento del debito<sup>14</sup>**

- a. In base alla Sua esperienza, esiste una carenza di finanziamento del debito tale da limitare l'offerta di finanziamento esterno del debito a imprese che dispongono di modelli commerciali validi e soddisfano tutti i criteri standard di valutazione del rischio di credito?
- b. In base alla Sua esperienza, qual è l'entità della carenza di finanziamento del debito (in termini assoluti o relativi alle dimensioni dell'impresa)?
- c. In base alla Sua esperienza, in che modo la carenza di finanziamento del debito dipende dalle dimensioni di un'impresa (PMI o imprese di maggiori dimensioni), dalla sua fase di sviluppo (seed, start-up, espansione iniziale o crescita), dalla sua "età" (per esempio, numero di anni a partire dalla creazione dello start-up o dalla prima commercializzazione di un prodotto o di un servizio), dal settore e dalle caratteristiche regionali (per esempio, zone assistite)?
- d. In base alla Sua esperienza, che tipo di strumenti di finanziamento del debito vengono utilizzati per colmare la carenza di finanziamento del debito, in particolare: debito standard, debito subordinato, strumenti di supporto di credito (per esempio garanzie) o altro (specificare)?

## **A.3. Ragoni sottese alla carenza di finanziamento del capitale proprio delle PMI**

### **A.3.1 Limiti sul versante della domanda**

- a. In base alla Sua esperienza, in che misura la carenza di finanziamento del capitale proprio si può attribuire a problemi sul versante della domanda? Nella risposta si prega di tener conto delle seguenti difficoltà che un'impresa alla ricerca di un finanziamento del capitale proprio deve affrontare:
  - la consapevolezza, da parte dell'impresa, di vantaggi e rischi associati a un finanziamento esterno del capitale proprio;

---

<sup>12</sup> Si ritiene che le imprese di maggiori dimensioni non rispondano alla definizione di PMI.

<sup>13</sup> Le zone assistite sono quelle che rientrano nelle deroghe di cui all'articolo 107, paragrafo 3, lettere a) o c), del trattato dell'UE.

<sup>14</sup> Una carenza di finanziamento del debito è una carenza di finanziamenti esterni che può interessare un'impresa in una fase particolare di sviluppo e non può essere colmata da banche, istituti di credito non bancari o qualsiasi altro finanziatore non pubblico.

- la capacità dell'impresa di preparare validi piani aziendali, nonché la capacità dell'impresa di presentarsi agli investitori come opportunità di investimento;
  - la qualità dei dirigenti dell'impresa con responsabilità strategiche;
  - la (non) disponibilità dell'impresa a condividere il controllo con investitori esterni che solitamente possono influire sulle decisioni aziendali oltre a fornire finanziamenti;
  - il volume degli investimenti necessari;
  - i limiti giuridici, normativi o fiscali che l'impresa deve rispettare.
- b. In base alla Sua esperienza, questi limiti sul versante della domanda riflettono fattori strutturali o piuttosto congiunturali (dovuti alla crisi finanziaria)? Se possibile, fornire i parametri che delimitano gli effetti delle condizioni economiche attuali, confrontandoli con le circostanze di mercato normali (cicliche), e questo per ciascuna delle fasi di sviluppo dell'impresa, se opportuno.

### **A.3.2 Limiti sul versante dell'offerta**

- a. In base alla Sua esperienza, in che misura la carenza di finanziamento del capitale proprio si può attribuire a problemi sul versante dell'offerta? Nella risposta si prega di tener conto delle seguenti difficoltà cui devono far fronte gli investitori disposti a fornire un finanziamento del capitale proprio alle PMI nelle fasi di sviluppo iniziale e di crescita:
- la (non) attrattività degli investimenti in capitale di rischio rispetto ad altre classi di attivi;
  - l'interesse (o la mancanza di interesse) degli investitori a investire in un particolare volume di investimenti o rapporto di partecipazione;
  - le restrizioni imposte agli investimenti transfrontalieri;
  - la necessità che gli investitori svolgano un'attenta analisi dell'intera strategia aziendale per valutare le possibilità di realizzare profitti dall'investimento e i rischi a questo associati;
  - la necessità che gli investitori siano in grado di monitorare la buona attuazione della strategia aziendale da parte dei dirigenti dell'impresa;
  - la necessità che gli investitori pianifichino e realizzino una strategia di uscita, per 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. Spiegare se esistono limitazioni connesse alla mancanza di un'offerta pubblica di vendita (IPO) o al potenziale del mercato secondario.
- b. In base alla Sua esperienza, questi limiti sul versante dell'offerta riflettono fattori strutturali o piuttosto congiunturali (dovuti alla crisi finanziaria)? Se possibile, fornire i parametri (come l'attività connessa a un'offerta pubblica di vendita in uno specifico settore) che delimitano gli effetti delle condizioni economiche attuali, confrontandoli con le circostanze di mercato normali (cicliche), e questo per ciascuna delle fasi di sviluppo dell'impresa, se opportuno.
- c. In base alla Sua esperienza, quali sono le caratteristiche principali del mercato europeo del venture capital (VC), per esempio le dimensioni della classe di attivi del venture capital europeo rispetto alla classe di attivi di private equity e public equity europei, la

dimensione media dei fondi, le principali imprese del venture capital (gestori privati del venture capital, imprese pubbliche del venture capital) e i principali investitori attivi nel mercato?

- d. Quale è stata la prestazione del settore europeo del venture capital in termini di redditività rispetto ad altre classi di attivi, il volume minimo/medio delle operazioni e il tipo di investimenti di capitale (capitale per la fase iniziale, l'espansione o la crescita)?
- e. Quali sono le principali caratteristiche dei finanziamenti mediante business angel in Europa – per esempio il tipo e il profilo geografico degli investitori, il valore minimo/medio delle operazioni, le operazioni di sindacazione? Quali sono i principali ostacoli che si frappongono ai finanziamenti mediante business angel?
- f. In base alla Sua esperienza, quali sono i limiti principali che influiscono sull'offerta di finanziamento del capitale proprio alle PMI mediante mercati azionari alternativi specializzati in PMI?
- g. Quali sono i limiti principali per la raccolta di fondi nel settore europeo del venture capital? Che cosa rende attraente per gli investitori un fondo di venture capital? È importante che i fondi di venture capital diversifichino i propri investimenti tra strumenti equity e strumenti di debito, settori, regioni e/o paesi e PMI e imprese di dimensioni maggiori?

### **A.3.3 Limiti normativi**

- a. In che misura le norme vigenti limitano la capacità degli investitori (per esempio a causa di alti requisiti patrimoniali) di investire nella classe di attivi del venture capital europeo e in che modo questo contribuisce a una carenza di finanziamento del capitale proprio?
- b. In che misura l'ambiente fiscale contribuisce alla carenza di finanziamento del capitale proprio? Gli specifici investimenti in capitale di rischio devono far fronte a problematiche fiscali che non esistono o sono meno rilevanti per altri tipi di investimenti?
- c. In base alla Sua esperienza, esistono restrizioni alla collocazione/offerta nei mercati di capitale proprio al dettaglio o all'ingrosso che potrebbero contribuire alla carenza di finanziamento del capitale proprio?

## **A.4. Ragioni sottese alla carenza di finanziamento del debito delle PMI**

### **A.4.1 Limiti sul versante della domanda**

- a. In base alla Sua esperienza, in che misura una potenziale carenza di finanziamento del debito può essere attribuita a problemi sul versante della domanda? Nella risposta si prega di tener conto delle seguenti difficoltà potenziali che un'impresa alla ricerca di finanziamento del debito deve affrontare:
  - rischiosità del modello aziendale dell'impresa, compresa la mancanza di garanzie e di esperienza finanziaria;

- la consapevolezza, da parte dell'impresa, dell'importanza di preparare validi piani aziendali, nonché la capacità dell'impresa di preparare tali piani, e la sua capacità di presentarsi ai finanziatori come opportunità di finanziamento;
  - l'entità del finanziamento del debito necessario;
  - limiti giuridici, normativi o fiscali che impediscono all'impresa di raccogliere un adeguato finanziamento del debito.
- b. In base alla Sua esperienza, i limiti sul versante della domanda riflettono fattori strutturali o piuttosto congiunturali (dovuti alla crisi finanziaria)? Se possibile, fornire i parametri che delimitano gli effetti delle condizioni economiche attuali, confrontandoli con le circostanze di mercato normali (cicliche), e questo per ciascuna delle fasi di sviluppo dell'impresa, se opportuno.

#### ***A.4.2 Limiti sul versante dell'offerta***

- a. In base alla Sua esperienza, in che misura una potenziale carenza di finanziamento del debito delle PMI può essere attribuita a problemi sul versante dell'offerta? Nella risposta si prega di tener conto delle seguenti difficoltà cui devono far fronte i finanziatori che cercano di fornire finanziamento esterno del debito:
- il bisogno, da parte dei finanziatori, di conoscere la storia creditizia dell'impresa;
  - la possibilità che fornire capitale di debito alle PMI nelle fasi iniziali di sviluppo risulti più invitante rispetto ad altre classi di attivi;
  - l'interesse e la capacità dei finanziatori di erogare un credito di specifiche dimensioni;
  - le restrizioni imposte alle attività di finanziamento transfrontaliere;
  - i costi di rifinanziamento per i finanziatori;
- b. In base alla Sua esperienza, i limiti sul versante dell'offerta riflettono fattori strutturali o piuttosto congiunturali (dovuti alla crisi finanziaria e al calo dei prestiti bancari)? Se possibile, fornire i parametri (come i differenziali creditizi per specifici rischi di insolvenza e i tassi di recupero) che delimitano gli effetti delle condizioni economiche attuali, confrontandoli con le circostanze di mercato normali (cicliche), e questo per ciascuna delle fasi di sviluppo dell'impresa, se opportuno.

#### ***A.4.3 Limiti normativi***

- a. Quali sono i limiti imposti ai finanziatori nel detenere il debito di imprese non classificate o imprese prive di storia creditizia? Questo contribuisce alla carenza di finanziamento del debito?
- b. L'ambiente fiscale contribuisce alla carenza di finanziamento del debito?
- c. In base alla Sua esperienza, esistono restrizioni normative alla collocazione/offerta nei mercati di capitale di debito al dettaglio o all'ingrosso che potrebbero contribuire alla carenza di finanziamento del debito?



## B. Esperienza in materia di orientamenti sul capitale di rischio

### B.1. Commenti generali

Questa sezione riguarda la Sua esperienza generale nell'applicazione degli orientamenti sul capitale di rischio.

- a. In base alla Sua esperienza, *l'attuale campo di applicazione* degli orientamenti sul capitale di rischio favorisce adeguatamente l'accesso delle PMI a tale capitale?
- b. Ha incontrato problemi al momento di applicare gli orientamenti sul capitale di rischio a *varie forme di sostegno*, come apporto di capitale, garanzie e misure fiscali e *varie modalità di realizzazione*, come fondi di investimento (ossia capitale di fondi pubblici investiti in un fondo di venture capital), fondi di coinvestimento (ossia fondi pubblici coinvestiti sulla base delle singole operazioni)?
- c. Qual è stata la Sua esperienza generale con *il sistema di valutazione in due fasi* (una valutazione "standardizzata" basata sui criteri predefiniti di ammissibilità e di investimento di cui alla sezione 4.3 degli orientamenti sul capitale di rischio, e una valutazione dettagliata basata sugli effetti)?
- d. Qual è stata la Sua esperienza con il *cumulo* di aiuti per il capitale di rischio con altri tipi di aiuti che coprono gli stessi costi?

### B.2. Presenza di aiuti di Stato

In questa sezione si invita ad esprimersi sugli orientamenti sul capitale di rischio in relazione alla presenza e all'assenza di aiuti di Stato ai sensi dell'articolo 107, paragrafo 1, del TFUE riguardo a misure a favore del capitale di rischio<sup>15</sup>.

- a. In generale, ha incontrato difficoltà nell'elaborazione di *misure conformi al mercato volte a favorire l'accesso delle PMI al capitale di rischio*, per esempio per quanto riguarda la presenza di aiuti a vari livelli del sistema di finanziamento, i criteri conformi al mercato per garantire parità di trattamento e retribuzione dei dirigenti e la loro applicabilità a varie forme di aiuti (investimenti di capitale, garanzie, incentivi fiscali)?
- b. In base alla Sua esperienza, gli orientamenti sul capitale di rischio (eventualmente insieme ad altri documenti interpretativi della Commissione) offrono sufficiente chiarezza e certezza giuridica rispetto al dispiegamento dei vari *strumenti finanziari* conformi al mercato (*per esempio strumenti equity, strumenti di debito e strumenti ibridi*) per sostenere l'accesso delle PMI al finanziamento?
- c. In base alla Sua esperienza, gli orientamenti sul capitale di rischio offrono sufficiente certezza giuridica rispetto alla *presunzione di assenza di aiuti di Stato a investitori privati*<sup>16</sup>? Ha incontrato difficoltà nell'interpretare i concetti di "investitore privato indipendente", indipendenza degli investitori privati, tipo di investimenti con condivisione dei rischi e risorse private?

<sup>15</sup> Cfr. sezione 3.2 degli orientamenti sul capitale di rischio.

<sup>16</sup> Secondo il punto 3.2 degli orientamenti sul capitale di rischio, esiste una presunzione di assenza di aiuti a investitori privati quando gli investimenti pubblici e privati sono effettuati garantendo pari trattamento e solitamente quando almeno il 50% del finanziamento è fornito da investitori privati indipendenti, in modo da garantire una significativa partecipazione dei privati.

- d. Per quanto riguarda gli **aiuti di Stato al livello di fondo di investimenti**, quando il fondo viene istituito per mettere in comune le risorse degli investitori e trasferirle nelle società partecipate, generalmente gli orientamenti sul capitale di rischio giudicano che tali fondi non siano beneficiari di aiuti di Stato. In base alla Sua esperienza, la presunzione fornisce una certezza giuridica sufficiente per escludere gli aiuti di Stato a società d'investimento non trasparenti cui venga concesso un trattamento fiscale particolare?
- e. La **presunzione di assenza di aiuti di Stato a gestori di fondi** si ritiene soddisfatta quando i gestori di fondi vengono scelti mediante una procedura di gara aperta e trasparente o non godono di altri vantaggi concessi dallo Stato. In base alla sua esperienza, questo sistema offre tutele giuridiche sufficienti?
- f. In base alla Sua esperienza, gli orientamenti sul capitale di rischio offrono tutele e certezza giuridica sufficienti per quanto riguarda **la presunzione di assenza di aiuti a società partecipate**<sup>17</sup>?

### B.3. Forma dell'aiuto

*Mentre la scelta della forma dell'aiuto spetta agli Stati membri, gli orientamenti sul capitale di rischio forniscono indicazioni sul tipo di misure che favoriscono gli investimenti in capitale di rischio nelle PMI*<sup>18</sup>. Questa sezione riguarda la Sua esperienza con i vari tipi di misure a favore del capitale di rischio e la relativa efficacia.

- a. In base alla Sua esperienza, qual è stato l'obiettivo principale dell'aiuto: la condivisione del rischio d'investimento con investitori privati e/o l'offerta di liquidità sotto forma di apporto di capitale? Per quanto riguarda la condivisione del rischio di investimento, si è cercato maggiormente di risolvere il rischio al rialzo favorendo i rendimenti per gli investitori privati o di offrire una tutela per il rischio al ribasso nel caso di redditività degli investimenti peggiore delle previsioni o di perdite potenziali?
- b. In base alla Sua esperienza, quali aiuti di Stato sono stati usati più comunemente (conferimento di fondi pubblici senza garantire pari trattamento, regimi di incentivi fiscali selettivi, regimi di garanzia e misure rivolte a gestori di fondi)?
- c. Qual è stata la Sua esperienza con **il conferimento di fondi pubblici senza garantire pari trattamento**? Con quale frequenza si è fatto ricorso a questo tipo di aiuti? Che tipo di accordi sulla condivisione di profitti e perdite e quale livello di subordinazione tra investimenti pubblici e privati sono stati usati? Quali limiti sono stati introdotti per evitare indennizzi eccessivi agli investitori privati?
- d. Qual è stata la Sua esperienza con gli **incentivi fiscali selettivi a fondi e/o investitori privati**? Qual è stato usato più frequentemente? Quali tutele sono state introdotte per ridurre al minimo gli incentivi fiscali necessari per stimolare investimenti privati?
- e. Qual è stata la Sua esperienza con i **regimi di garanzia che coprono rischi d'investimento al ribasso**? Quale tipo di transazioni (per esempio mezzanino,

<sup>17</sup> Secondo il punto 3.2 degli orientamenti sul capitale di rischio, esiste una presunzione di assenza di aiuti a società partecipate quando normalmente non vi sono aiuti agli investitori o al fondo d'investimento/gestore di fondi e 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.

<sup>18</sup> Cfr. sezione 4.2 degli orientamenti sul capitale di rischio.

transazioni equity) sono state coperte e in che modo gli strumenti di condivisione dei rischi sono stati progettati per ridurre al minimo le distorsioni?

- f. Ha applicato ***misure rivolte a gestori di fondi***? Quali sono stati gli obiettivi di tali misure (per esempio affrontare il problema delle costose valutazioni dei potenziali investimenti e/o degli alti costi di raccolta di fondi) e il loro schema generale (per esempio i meccanismi d'aiuto che coprono alcuni costi di gestione degli investimenti)?
- g. Complessivamente, ***qual è stata l'efficacia dei vari aiuti di Stato*** nello stimolare il finanziamento del settore privato per gli investimenti nel capitale di rischio e nel far fronte alla carenza di capitale proprio? Fornire giustificativi basati su studi indipendenti, se disponibili.
- h. In che modo ciascuna delle diverse misure (conferimento di fondi pubblici senza garantire pari trattamento, regimi di incentivi fiscali selettivi, regimi di garanzia e misure rivolte a gestori di fondi) ha influito sul processo di selezione delle PMI destinatarie? In altri termini, la misura consentirà comunque di selezionare le PMI più promettenti – sulla base delle informazioni disponibili – o si tratta di un processo di selezione distorto?

#### **B.4. Condizioni di compatibilità: una valutazione standard**

*Gli orientamenti sul capitale di rischio stabiliscono specifiche soglie di sicurezza applicabili a beneficiari ammissibili, fasi di sviluppo, natura dello strumento di investimento, tranche d'investimento annuale e livello d'investimento privato<sup>19</sup>. Inoltre, essi fissano una serie di condizioni per garantire che le decisioni di investimento siano orientate al profitto e gestite su base commerciale.*

##### **B.4.1 Investimenti con soglie di sicurezza e condizioni di ammissibilità**

- a. Qual è stata la Sua esperienza nell'applicazione degli orientamenti sul capitale di rischio in considerazione della carenza di capitale proprio identificata per quanto riguarda:
  - le condizioni concernenti le ***fasi di sviluppo dell'impresa (seed, start-up ed espansione) e le dimensioni dell'impresa (PMI)***?
  - ***le dimensioni della tranche d'investimento annuale di 2,5 milioni di EUR***? Qual è stata la Sua esperienza nell'applicazione del requisito per la tranche d'investimento annuale alle varie forme di aiuto (incentivi fiscali, garanzie, eccetera)?
  - il requisito che impone di investire almeno il ***70% del capitale del fondo sotto forma di equity/quasi-equity nelle PMI***? In base alla Sua esperienza, questa restrizione è stata applicata al capitale totale del fondo o a ogni operazione di investimento?

---

<sup>19</sup> Cfr. sezione 4.3 degli orientamenti sul capitale di rischio.

- b. Gli orientamenti sul capitale di rischio richiedono **una partecipazione minima degli investitori privati** in base allo status di zona “assistita” o “non assistita”. In base alla Sua esperienza, è stato difficile attrarre il capitale privato necessario? In caso affermativo, descrivere gli ostacoli incontrati e spiegare se la difficoltà di rispettare tale requisito dipende dalla fase di sviluppo di un’impresa e dai rischi associati. Questo requisito è stato sufficientemente chiaro per quanto riguarda la natura di un investitore che opera secondo le condizioni normali di un’economia di mercato?
- c. Qual è stata la Sua esperienza con **il trattamento specifico delle regioni assistite** per le quali il requisito della partecipazione privata è inferiore ed è consentito il sostegno alle medie imprese in fase di espansione?

#### **B.4.2 Decisioni d’investimento orientate al profitto**

- a. Qual è stata la Sua esperienza con l’applicazione delle **condizioni per gli investimenti orientati al profitto**<sup>20</sup> per garantire che gli investimenti di capitale di rischio finanziati mediante fondi pubblici siano effettuati in aziende redditizie e non producano distorsione della concorrenza nel mercato interno sostenendo imprese inefficienti?
- b. In base alla Sua esperienza, **come si è conciliato il requisito dell’orientamento al profitto con il trattamento preferenziale degli investitori privati** rispetto all’investimento pubblico? A questo riguardo, quali incentivi sono stati offerti agli investitori privati per garantire il loro effettivo interesse al successo dell’investimento; vale a dire, gli incentivi miravano a migliorare il rendimento piuttosto che a offrire una tutela dal rischio al ribasso?

#### **B.4.3 Gestione commerciale degli investimenti**

- a. Qual è stata la Sua esperienza con l’applicazione delle **condizioni di gestione commerciale** per garantire una gestione commerciale degli investimenti al fine di ottimizzare il rendimento degli investimenti stessi? A Suo avviso, **la formulazione è sufficientemente chiara** per evitare problemi di interpretazione?
- b. In base alla Sua esperienza, le misure a favore del capitale di rischio sono state adottate soprattutto **in regime di gestione diretta**, ossia dalle autorità pubbliche o dalle relative agenzie esecutive offrendo un finanziamento del capitale proprio direttamente alle PMI/agli intermediari finanziari? In caso affermativo, quali tutele sono state attuate per garantire la gestione commerciale degli investimenti (per esempio, ricorrendo alle decisioni di investimento di investitori indipendenti qualificati)?
- c. In base alla Sua esperienza con il **regime di gestione indiretta** (ossia allorché si delegano i compiti di esecuzione ad entità pubbliche o private che agiscono per conto delle autorità pubbliche e dispongono dell’esperienza tecnica necessaria per valutare gli investimenti, articolare le operazioni di investimento, controllare il portafoglio e garantire efficaci strategie di uscita), i compiti di esecuzione sono stati delegati soprattutto a operatori privati o organismi pubblici interni, che operano in veste di entità delegate? Come sono state selezionate le entità delegate? In base alla Sua esperienza, qual è stata la prestazione degli organismi pubblici interni di gestione?

---

<sup>20</sup> Ogni decisione di investimento deve basarsi su un piano aziendale valido con una strategia di uscita chiaramente identificata e un livello minimo di investimenti privati. Cfr. punto 4.3.5 degli orientamenti sul capitale di rischio.

- d. In base alla Sua esperienza, quale **struttura di remunerazione della gestione e quali incentivi legati ai risultati** (accordi sulle commissioni di gestione o simili) sono stati usati per conciliare l'interesse dei gestori di investimenti a quelli degli investitori pubblici e privati, così da ottimizzare il rendimento degli investimenti?
- e. In base alla Sua esperienza, ha incontrato difficoltà nell'applicazione delle **condizioni di gestione commerciale a varie forme di aiuti**, come l'istituzione di fondi di venture capital, fondi di coinvestimento, misure fiscali, garanzie?

## **B.5. Condizioni di compatibilità: una valutazione dettagliata**

*Le misure a favore del capitale di rischio che non soddisfano tutte le condizioni standard di valutazione possono comunque essere autorizzate dopo una valutazione dettagliata<sup>21</sup>.*

- a. In base alla Sua esperienza, gli orientamenti sul capitale di rischio garantiscono sufficiente **chiarezza e prevedibilità** sul possibile esito della valutazione, da parte della Commissione, delle misure soggette a una valutazione dettagliata? Ritieni che le condizioni per valutare gli effetti positivi e negativi degli aiuti siano adeguate e sufficientemente chiare?

### **B.5.1 Disfunzionamento del mercato e necessità dell'aiuto**

- a. Qual è stata la Sua esperienza in relazione **all'onere della prova per corroborare il disfunzionamento del mercato** e fornire prove rilevanti?
- b. In base alla Sua esperienza, quali **criteri di ammissibilità e restrizioni degli investimenti** sono stati introdotti per garantire che gli investimenti in capitale di rischio siano mirati alla carenza di capitale proprio individuata?
- c. In base alla Sua esperienza, ha fissato **requisiti contrattuali per gli intermediari** in modo da verificare la presenza di un divario di redditività (redditività insufficiente ad attrarre finanziamenti a condizioni commerciali) in ciascuna operazione?

### **B.5.2 Effetto di incentivazione**

- a. Qual è stata la Sua esperienza generale nell'applicazione delle **condizioni per l'effetto di incentivazione degli aiuti** fissate negli orientamenti sul capitale di rischio?
- b. In base alla Sua esperienza, che **tipo di incentivi** (concessione di capitale senza parità di trattamento per aumentare i rendimenti per gli investitori privati o condivisione del rischio al ribasso con gli investitori privati, incentivi fiscali, garanzie, eccetera) ha attratto il maggior numero di investitori privati, come i grandi investitori istituzionali, i business angels e gli investitori alternativi non tradizionali, come i fondi sovrani, i fondi di dotazione e le fondazioni di pubblica utilità?
- c. In base alla Sua esperienza, qual è il giusto **equilibrio** tra la necessità di limitare gli incentivi per gli investitori privati al minimo necessario, e quella di attrarre la loro partecipazione significativa?

---

<sup>21</sup> Cfr. capitolo 5 degli orientamenti sul capitale di rischio.

### **B.5.3 Proporzionalità**

- a. Qual è stata la Sua esperienza nell'applicazione delle condizioni per la **proporzionalità degli aiuti** previste dagli orientamenti sul capitale di rischio?
- b. In base alla Sua esperienza, quali parametri e tutele procedurali sono stati usati per **evitare un eccesso di compensazione degli investitori privati**, limitando i loro rendimenti previsti sugli investimenti ai livelli di mercato?
- c. In base alla Sua esperienza, è richiesto che le misure che comportano strumenti finanziari rimborsabili siano **finanziariamente redditizie**, cioè che almeno il capitale pubblico iniziale debba essere rimborsato allo Stato?
- d. Oltre al limite annuale agli investimenti a livello di PMI e a un rapporto tra investimenti privati e pubblici, quali altre tutele sono state utilizzate per **limitare gli aiuti alle società partecipate**?

### **B.5.4 Modalità di attuazione e processo decisionale**

- a. In base alla Sua esperienza, quale **procedura è stata utilizzata per selezionare gli intermediari finanziari** incaricati di gestire gli investimenti per conto delle autorità pubbliche? Quali criteri minimi di selezione sono stati usati (competenze, esperienza, livello delle commissioni)?
- b. In base alla Sua esperienza, l'**attuazione diretta** che adottano delle decisioni in materia di investimenti da parte delle autorità pubbliche è utilizzata in via eccezionale e in quali circostanze? In che modo si è garantito che le autorità pubbliche che ricorrono all'attuazione diretta abbiano la capacità tecnica per la gestione commerciale degli investimenti?
- c. Quali **incentivi legati ai risultati sono stati offerti ai gestori dei fondi** per spingerli ad adottare decisioni di investimento su una base commerciale per garantire la redditività dei fondi?
- d. In base alla Sua esperienza, in che modo gli **investitori privati sono stati coinvolti nel processo decisionale di un fondo** pubblico-privato o di un fondo pubblico di coinvestimento con investitori privati sulla base delle singole operazioni?
- e. In base alla Sua esperienza, **gli aiuti a favore dei gestori che sostengono costi di esplorazione sono stati usati spesso**? In caso contrario, per quale motivo? I criteri utilizzati sono adatti a soddisfare le esigenze dei gestori di fondi?

### **B.5.5 Minimizzare le distorsioni della concorrenza**

- a. In base alla Sua esperienza, le **tutele** fissate negli orientamenti sul capitale di rischio forniscono una certezza giuridica sufficiente a **minimizzare le potenziali distorsioni della concorrenza e del commercio**?

## C. Esperienza con il regolamento generale di esenzione per categoria

### C.1. Regolamento generale di esenzione per categoria: misure a favore del capitale di rischio

*Gli aiuti destinati a promuovere gli investimenti in capitale di rischio sono coperti in parte dal regolamento generale di esenzione per categoria, consentendo così agli Stati membri di sostenere gli investimenti in capitale di rischio senza darne previa notifica alla Commissione<sup>22</sup>.*

- a. In base alla Sua esperienza, in che misura le possibilità offerte dal regolamento generale di esenzione per categoria sono state sfruttate? Quale percentuale di aiuti per gli investimenti in capitale di rischio è stata concessa nell'ambito del regolamento generale di esenzione per categoria rispetto agli orientamenti sul capitale di rischio? Indicare il numero di misure di aiuto realizzate nell'ambito del regolamento generale di esenzione per categoria e l'importo degli aiuti realizzati nell'ambito di tale regolamento in percentuale degli aiuti totali al capitale di rischio.
- b. Quali sono i principali fattori che potrebbero aver *impedito alle autorità del Suo paese di concedere una più alta percentuale di aiuti al capitale di rischio mediante misure di esenzione per categoria*? C'è un legame con il tipo di misure (fornitura di capitale, incentivi fiscali, garanzie), le dimensioni della tranche d'investimento annuale, la modalità di consegna (fondo pubblico-privato, fondo pubblico di coinvestimento con investitori privati sulla base delle singole operazioni) o altri fattori?
- c. Ha incontrato difficoltà con *i tipi di misure* attualmente oggetto di esenzione, ossia la costituzione di fondi pubblici-privati?
- d. Qual è stata la Sua esperienza con l'applicazione delle *restrizioni agli investimenti* fissate dal regolamento generale di esenzione per categoria (i beneficiari ammissibili, la tranche d'investimento annuale, il coefficiente degli investimenti privati)?
- e. In base alla Sua esperienza, le condizioni in materia di *decisioni d'investimento orientate al profitto e gestione commerciale* sono sufficientemente chiare per l'attuazione delle misure di esenzione per categoria?

## D. Miscellanea

### D.1. Domande rivolte a tutti gli intervistati

- a. Ha altre osservazioni da fare sull'attuazione degli orientamenti sul capitale di rischio e sul regolamento generale di esenzione per categoria (misure a favore del capitale di rischio) che esulano dagli argomenti cui si riferiscono le domande precedenti?
- b. La preghiamo di allegare copia di qualsiasi studio o documento utile per valutare l'attuazione degli orientamenti sul capitale di rischio e sul regolamento generale di esenzione per categoria e contribuire alla riflessione sulla sua futura revisione.
- c. I servizi della Commissione potranno contattarLa, se necessario, per ulteriori dettagli sulle informazioni presentate?

Sì  No

LA RINGRAZIAMO PER AVER RISPOSTO AL QUESTIONARIO.

---

<sup>22</sup> Cfr. sezione 6 del regolamento generale di esenzione per categoria.