

## AIUTI DI STATO E CAPITALE DI RISCHIO

(2001/C 235/03)

(Testo rilevante ai fini del SEE)

### I. Introduzione

1.1. La Commissione ha definito una politica generale volta a promuovere il capitale di rischio<sup>(1)</sup> nella Comunità. Essa ha ad esempio espresso preoccupazione per i rischi dell'eccessiva dipendenza delle imprese comunitarie dall'indebitamento come fonte di finanziamento<sup>(2)</sup> e ha sottolineato il potenziale di crescita e di creazione di posti di lavoro che deriverebbe da un'espansione dei mercati dei capitali di rischio<sup>(3)</sup>. La Commissione ritiene che per determinate imprese, ovvero per imprese che si trovino in fasi particolari della loro esistenza, il finanziamento azionario o quasi-azionario possa costituire una soluzione più idonea rispetto al solo finanziamento mediante prestiti, tenuto conto dei costi del servizio del debito e della scarsa propensione al rischio di numerosi istituti di credito.

1.2. L'impegno a promuovere lo sviluppo del capitale di rischio è stato riaffermato come obiettivo comunitario di più ampia portata in occasione del Consiglio europeo di Lisbona, del 23 e 24 marzo 2000, che ha fissato la data del 2003 per l'attuazione del piano d'azione sul capitale di rischio (PACR) e ha incoraggiato un nuovo orientamento dei finanziamenti verso il sostegno alla costituzione di nuove imprese, alle imprese ad alta tecnologia e alle micro-imprese, nonché verso altre iniziative relative al capitale di rischio proposte alla Banca europea per gli investimenti (BEI).

1.3. Le piccole e medie imprese europee (PMI) soffrono, rispetto alle imprese nordamericane con analoghe caratteristiche, di un'insufficiente disponibilità di capitale proprio; esiste infatti una persistente carenza del mercato dei capitali che impedisce all'offerta di uguagliare la domanda ad un prezzo accettabile per ambo le parti. Il divario tra domanda e offerta riguarda, da un lato, le imprese innovative ad alta tecnologia, per lo più di recente costituzione e con elevato potenziale di crescita e, dall'altro, un'ampia gamma d'imprese di età e settori diversi con minor potenziale di crescita, che senza capitale di rischio esterno non possono finanziarie i loro progetti di espansione.

1.4. I finanziamenti azionari, in particolare quelli alle piccole imprese, comportano tuttavia una serie di sfide sia per l'investitore che per l'impresa. L'investitore deve, infatti,

effettuare un'accurata analisi non solo delle garanzie offerte (come nel caso di chi concede un prestito), ma dell'intera strategia aziendale. Per l'impresa si tratta invece di condividere il controllo con un investitore esterno, in certi casi per la prima volta nel corso della sua esistenza.

1.5. Consapevoli dei vantaggi che possono derivare da un incremento dell'offerta di capitali di rischio e delle sfide rappresentate per gli operatori economici dagli investimenti in tali capitali, le autorità pubbliche hanno tentato di adottare provvedimenti volti a promuovere i mercati dei capitali di rischio. La Commissione, in particolare nel PACR, ha individuato una serie di provvedimenti che dovrebbero essere adottati per incoraggiare la crescita dei mercati del capitale di rischio, tra cui figurano quelli seguenti:

- a) promuovere una cultura imprenditoriale;
- b) ridurre le restrizioni di natura fiscale relative al capitale azionario, quali il trattamento meno favorevole accordato rispetto al finanziamento mediante prestiti;
- c) adottare iniziative volte a favorire l'integrazione dei mercati;
- d) ridurre le restrizioni normative, incluse le limitazioni agli investimenti da parte di determinati tipi d'istituzioni finanziarie (per esempio i fondi pensione) e snellire le procedure amministrative per la costituzione d'imprese.

1.6. La Commissione ha precisato che nella filosofia che è alla base dello sviluppo del mercato comunitario dei capitali di rischio si attribuisce importanza primaria alla creazione di un ambiente favorevole per costituire e sostenere nuove imprese innovatrici attraverso provvedimenti strutturali e orizzontali come quelli descritti in precedenza<sup>(4)</sup>. Tale filosofia riflette il fatto che l'offerta di capitali di rischio è fondamentalmente un'attività commerciale, che comporta quindi decisioni commerciali. Le condizioni economiche e di bilancio sono tali che non pare possibile, né opportuno tentare di farlo, ricorrere ai soli fondi pubblici per promuovere in tutta la misura necessaria quello sviluppo del settore dei capitali di rischio auspicato dalla Comunità. La sfida principale consiste nel creare le condizioni affinché le ingenti riserve di capitali privati esistenti in Europa siano utilizzate per tali investimenti. Questa sfida riguarda l'incremento sia della domanda di capitali da parte degli imprenditori, sia dell'offerta di capitali da parte degli investitori.

1.7. La Commissione, tuttavia, ha anche riconosciuto che «la funzione dei finanziamenti pubblici consiste unicamente nel porre rimedio alle manchevolezze riscontrabili sui mercati»<sup>(4)</sup>. Le autorità pubbliche nazionali hanno utilizzato fondi pubblici a sostegno di vari programmi finalizzati ad

<sup>(1)</sup> Nel suo documento del 1998 «Il capitale di rischio: una soluzione per la creazione di posti di lavoro nell'Unione europea» [SEC(1998) 552 def. del 31 marzo 1998], la Commissione ha definito il capitale di rischio («risk capital») come «finanziamento azionario ad un'impresa nella sue fasi di avviamento e sviluppo», definizione utilizzata anche nel presente documento. L'espressione «venture capital» si riferisce sostanzialmente al capitale di rischio fornito da fondi d'investimento (fondi di capitale di rischio) appositamente costituiti. Tali fondi forniscono spesso una combinazione di finanziamenti azionari, «mezzanine» e di prestiti subordinati; l'espressione «venture capital» si riferisce alla totalità di tali finanziamenti.

<sup>(2)</sup> «Riforma economica: relazione sul funzionamento dei mercati dei prodotti e dei capitali», COM(1999) 10 del 20 gennaio 1999.

<sup>(3)</sup> «Il capitale di rischio: una soluzione per la creazione di posti di lavoro nell'Unione europea», SEC(1998) 552 def. del 31 marzo 1998.

<sup>(4)</sup> Relazione provvisoria riguardante il piano d'azione sul capitale di rischio, COM(2000) 658 def. del 18 ottobre 2000, sezione 3.4.

incrementare l'offerta di capitali di rischio. Dal canto suo, la stessa Commissione ha proposto, ottenendo l'approvazione del Consiglio, che nelle regioni ammissibili a beneficiare degli interventi dei fondi strutturali, questi ultimi possano assumere la forma di un cofinanziamento dei fondi di capitale di rischio in favore delle PMI, nel rispetto delle norme in materia di aiuti di Stato. La Commissione ritiene che la sostituzione delle sovvenzioni con l'offerta di capitali di rischio (e anche di prestiti) consenta ai fondi strutturali di raggiungere un maggior numero di beneficiari riducendo il costo unitario per posto di lavoro creato, aumentando così l'efficienza in termini di costi dei fondi stessi.

I.8. I provvedimenti considerati sollevano inevitabilmente la questione della compatibilità con gli articoli del trattato che disciplinano gli aiuti di Stato <sup>(5)</sup>.

## II. Scopo e campo d'applicazione del presente documento e relazione con altri testi

II.1. Due sono i principali scopi del presente documento:

- a) illustrare in che modo la Commissione intende applicare la definizione di aiuti di Stato di cui all'articolo 87, paragrafo 1, del trattato CE ai provvedimenti volti a fornire o promuovere il capitale di rischio («provvedimenti in favore del capitale di rischio»);
- b) introdurre nuovi criteri sulla base dei quali la Commissione possa autorizzare tali provvedimenti, nel caso in cui costituiscano aiuti di Stato, anche quando non siano compatibili con gli altri orientamenti, discipline o regolamenti adottati dalla Commissione.

II.2. Il presente documento si propone inoltre di spiegare perché si renda necessario un controllo degli aiuti di Stato nel campo considerato, di illustrare le difficoltà nell'applicazione degli attuali orientamenti ai provvedimenti in questione e di dimostrare perché secondo la Commissione i nuovi criteri di compatibilità sono necessari ed opportuni.

II.3. Il presente documento non intende in alcun modo mettere in discussione la compatibilità degli aiuti di Stato che soddisfano i criteri degli altri orientamenti, discipline o regolamenti adottati dalla Commissione.

<sup>(5)</sup> Gli articoli del trattato che disciplinano gli aiuti di Stato si applicano solo alle misure nazionali (o degli enti locali), ma una politica coerente impone che anche le misure adottate a livello comunitario siano conformi alle norme sugli aiuti di Stato.

II.4. Il presente documento non implica alcuna deroga agli orientamenti comunitari sugli aiuti di Stato per il salvataggio e la ristrutturazione di imprese in difficoltà <sup>(6)</sup>.

II.5. La Commissione dedicherà una cura particolare all'esigenza di evitare che ci si possa avvalere della presente comunicazione per aggirare i principi stabiliti nelle discipline e negli orientamenti in vigore.

## III. Ragioni che rendono necessario il controllo del finanziamento pubblico dei provvedimenti in favore del capitale di rischio

III.1. A prescindere dal fatto che è il trattato stesso a fare obbligo alla Commissione di controllare gli aiuti di Stato all'interno della Comunità, ed analogamente a quanto avviene per altre forme di interventi pubblici, al momento di decidere se destinare fondi pubblici o autorizzarne l'impiego in favore di provvedimenti volti a promuovere il capitale di rischio, le autorità nazionali e comunitarie dovrebbero limitare, in tutta la misura del possibile, le tre seguenti categorie di rischi, distinte ma tra loro collegate:

- a) il rischio che i vantaggi conseguiti dai beneficiari (investitori o imprese) determinino un'indebita distorsione che penalizza i loro concorrenti nel mercato interno;
- b) il cosiddetto rischio del «peso morto», o la mancanza di un effetto incentivante; talune imprese che beneficino di provvedimenti finanziati mediante fondi pubblici sarebbero state comunque in grado di ottenere finanziamenti alle stesse condizioni; l'esistenza di casi simili è dimostrata, seppure inevitabilmente solo a livello aneddotico; quando ciò si verifica, si ha un impiego non necessario delle risorse pubbliche;
- c) il rischio dello «spiazzamento»: l'esistenza di provvedimenti finanziati con fondi pubblici può, di fatto, scoraggiare altri investitori potenziali dal mettere a disposizione capitali.

III.2. Non tutti i provvedimenti pubblici in favore del capitale di rischio rientrano nella definizione di aiuti di Stato di cui all'articolo 87, paragrafo 1, del trattato e ricadono dunque sotto il controllo degli aiuti di Stato da parte della Commissione. Il punto IV del presente documento fornisce pertanto indicazioni sull'interpretazione data dalla Commissione della definizione di aiuti di Stato per quanto concerne i provvedimenti in favore del capitale di rischio.

<sup>(6)</sup> GU C 288 del 9.10.1999, pag. 2.

#### IV. Applicazione dell'articolo 87, paragrafo 1, ai provvedimenti in favore del capitale di rischio

IV.1. Nel caso di provvedimenti che consistono in sovvenzioni o prestiti, stabilire l'identità del potenziale beneficiario, per accertare la presenza eventuale di aiuti di Stato, non pone di norma alcun problema. Le soluzioni ideate per promuovere il capitale di rischio sono invece talvolta più complesse, in quanto le autorità pubbliche introducono incentivi in favore di un gruppo di operatori economici (investitori) affinché questi finanzino un altro gruppo di operatori (ad esempio le piccole imprese). A seconda della struttura specifica del provvedimento, ed anche se l'intento delle autorità pubbliche è in realtà di offrire un'agevolazione destinata solo al secondo gruppo (7), i beneficiari effettivi degli aiuti di Stato possono essere imprese situate ad uno dei due livelli o ad entrambi. Inoltre, in alcuni casi il provvedimento prevede la creazione di un fondo o di un altro strumento di investimento che costituisce un'entità distinta sia dagli investitori che dalle imprese nelle quali sono effettuati gli investimenti. In simili casi è necessario anche stabilire se il fondo stesso o lo strumento di investimento possano a loro volta considerarsi come un'impresa che beneficia di aiuti di Stato.

IV.2. Nel valutare i provvedimenti in favore del capitale di rischio, la Commissione dovrà pertanto considerare la possibilità che questi possano configurare aiuti ad almeno tre livelli diversi:

- i) aiuti agli investitori;
- ii) aiuti a qualsiasi fondo o altro strumento utilizzato per l'attuazione del provvedimento (nel caso di un «fondo di fondi» questo livello può a sua volta articolarsi in più d'uno);
- iii) aiuti alle imprese nelle quali sono effettuati gli investimenti.

IV.3. Affinché un provvedimento rientri nel campo d'applicazione dell'articolo 87, paragrafo 1, del trattato, devono essere soddisfatti tutti i quattro criteri seguenti:

- i) il provvedimento deve comportare l'impiego di risorse statali; nel caso di una partecipazione finanziaria diretta delle autorità pubbliche ai provvedimenti in favore del capitale di rischio, o nel caso di incentivi fiscali, tale impiego è di norma evidente.
- ii) il provvedimento deve alterare la concorrenza conferendo un vantaggio al beneficiario; in conformità con la giurisprudenza della Corte di giustizia delle Comunità europee, la Commissione deve presumere l'esistenza di aiuti di Stato ogni qualvolta il conferimento di risorse statali avvenga a condizioni che non sarebbero accettabili per un investitore privato operante in una normale economia di mercato. Quando invece le autorità pubbliche investono a condizioni che sarebbero accettabili anche per un simile investitore, non

viene conferito alcun vantaggio e non vi è pertanto alcun aiuto di Stato (8). Ne consegue che quando le risorse statali sono apportate alle stesse condizioni applicate agli investitori privati (principio della parità di trattamento), sarà di norma possibile concludere che il provvedimento non conferisce alcun vantaggio. Tuttavia, se le risorse statali vengono messe a disposizione a condizioni più favorevoli, ci si troverà solitamente in presenza di un vantaggio.

iii) il vantaggio deve essere selettivo, nel senso che è limitato a determinate imprese; un provvedimento che si applichi, senza limitazioni o distinzioni settoriali o geografiche, a tutte le imprese stabilite sul territorio di uno Stato membro, non è selettivo (9). Tuttavia, qualsiasi provvedimento che, per sua stessa natura, possa applicarsi solo ad un numero limitato di imprese, è da considerarsi selettivo. Analogamente, un provvedimento è selettivo se prevede investimenti solo in determinate imprese, limitate ad esempio con riferimento ad un settore o ad una regione. È opportuno osservare che un provvedimento di carattere generale per quanto concerne gli investitori (vale a dire applicabile a tutti gli investitori) può comunque essere selettivo al livello delle imprese nelle quali vengono effettuati gli investimenti (10);

iv) il provvedimento deve incidere sugli scambi tra gli Stati membri. Poiché l'investimento di capitali è un'attività che costituisce oggetto di scambi particolarmente intensi tra gli Stati membri, e poiché qualsiasi provvedimento che comporti un vantaggio per gli investitori ha come obiettivo dichiarato quello di influire sulle loro decisioni di investimento, la Commissione riterrà di norma che i provvedimenti in favore del capitale di rischio destinati agli investitori soddisfino tale criterio. Nel valutare le eventuali ripercussioni sugli scambi, la Commissione deve tenere conto degli effetti sui mercati dei capitali in generale e non limitarsi agli investitori eventualmente già presenti o meno sul mercato dell'offerta di capitale azionario alle imprese destinatarie del provvedimento. Analogamente, la Commissione considererà che il presente criterio è soddisfatto a tutti i livelli per i quali sono rispettati gli altri criteri, a meno che non sia dimostrato che tutti gli investimenti saranno effettuati in imprese le cui attività non sono oggetto di scambi tra gli Stati membri (11).

(8) Decisione del 4 ottobre, caso 172/2000 (Irlanda), Seed and Venture Capital Fund Scheme (GU C 37 del 3.2.2001, pag. 48).

(9) È quanto potrebbe verificarsi, ad esempio, nel caso di un provvedimento fiscale che promuova gli investimenti in una determinata categoria di strumenti finanziari.

(10) Cfr. ad esempio la sentenza della Corte di giustizia nella causa C-156/98 del 19 settembre 2000, Germania/Commissione, non ancora pubblicata nella Raccolta.

(11) A questo proposito, la Corte di giustizia ha affermato quanto segue: «Nell'ipotesi di un programma di aiuti, la Commissione può limitarsi a studiarne le caratteristiche onde stabilire se, a causa dell'entità o dell'alta percentuale delle sovvenzioni, delle caratteristiche degli investimenti incentivati o di altre modalità del programma stesso, questo dia un notevole vantaggio ai beneficiari rispetto ai loro concorrenti e sia tale da favorire essenzialmente le imprese che partecipano agli scambi fra Stati membri». Causa 248/84 Germania/Commissione, Racc. 1987, pag. 4013, punto 18 della motivazione (corsivo aggiunto).

(7) La Corte di giustizia delle Comunità europee ha affermato che l'articolo 87 non distingue gli interventi di cui trattasi a seconda della loro causa o del loro scopo, ma li definisce in funzione dei loro effetti. Causa 173-73, Italia/Commissione, Racc. 1974, pag. 709.

IV.4. La Commissione ha già pubblicato numerosi documenti che chiariscono i criteri in base ai quali singoli provvedimenti rientrano o meno nella definizione di aiuti di Stato e che possono essere pertinenti anche nel caso dei provvedimenti in favore del capitale di rischio. Si tratta in particolare della comunicazione del 1984 sulla partecipazione delle autorità pubbliche nei capitali delle imprese<sup>(12)</sup>, della comunicazione del 1998 sull'applicazione delle norme relative agli aiuti di Stato alle misure di tassazione diretta delle imprese<sup>(13)</sup> e della comunicazione sull'applicazione degli articoli 87 e 88 del trattato CE agli aiuti di Stato concessi sotto forma di garanzie<sup>(14)</sup>. La Commissione continuerà a riferirsi a tali comunicazioni per valutare se i provvedimenti in favore del capitale di rischio costituiscano aiuti di Stato.

IV.5. In conformità con i principi suesposti, per determinare la presenza di un aiuto di Stato a ciascuno dei vari livelli, la Commissione terrà conto dei fattori illustrati di seguito.

#### 1) AIUTI AGLI INVESTITORI

Quando un provvedimento consente a taluni investitori di partecipare al capitale azionario di un'impresa o gruppo di imprese a condizioni più favorevoli di quelle della generalità degli investitori o di quelle alle quali essi stessi avrebbero effettuato gli investimenti in assenza del provvedimento in questione, tali investitori beneficiano di un vantaggio<sup>(15)</sup>. Ciò resta vero anche qualora l'investitore sia indotto dal provvedimento a conferire a sua volta un vantaggio all'impresa o alle imprese interessate. Il fatto che, a causa di un fallimento del mercato, non si troverebbero altrimenti investitori disposti ad effettuare tali investimenti non è di per sé sufficiente a confutare la presunzione di un vantaggio. In effetti, agli investitori vengono offerte condizioni più vantaggiose per indennizzarli dei fattori che determinano una disfunzione del mercato e la Commissione ritiene che tale indennizzo debba essere considerato un vantaggio che costituisce un aiuto, se gli investitori sono delle imprese e se sono soddisfatte le altre condizioni descritte in precedenza, in particolare quella della selettività. Se tuttavia il vantaggio si limita all'importo necessario per rimediare ai fattori che causano la disfunzione del mercato, può essere considerato compatibile con il trattato, tenuto conto della portata limitata dei suoi effetti, purché siano rispettati i principi illustrati al punto VIII.

#### 2) AIUTI AD UNO STRUMENTO O A UN FONDO CHE FUNGE DA INTERMEDIARIO

In generale, la Commissione è incline a considerare un fondo come uno strumento per il trasferimento degli aiuti agli investitori o alle imprese, o ad entrambi, piuttosto che come il beneficiario diretto degli aiuti. In certi casi, tuttavia,

in particolare quando si tratti di provvedimenti che comportano trasferimenti in favore di fondi già esistenti cui partecipano numerosi investitori diversi, il fondo può avere le caratteristiche di un'impresa indipendente. In tal caso, ci si troverà di norma in presenza di aiuti, a meno che l'investimento non venga effettuato a condizioni che sarebbero ritenute accettabili da un normale operatore economico in un'economia di mercato e non comporti pertanto alcun vantaggio per il beneficiario.

#### 3) AIUTI ALLE IMPRESE NELLE QUALI VENGONO EFFETTUATI GLI INVESTIMENTI

Ancora un volta, il principale criterio è quello di stabilire se l'impresa abbia ottenuto l'investimento a condizioni che sarebbero accettabili per un operatore privato in un'economia di mercato. Tale criterio può, ad esempio, considerarsi soddisfatto quando l'investimento effettuato grazie ai provvedimenti a favore del capitale di rischio sia finanziato da uno o più investitori rispondenti a tali condizioni. Se così non è, il fatto che le decisioni di investimento vengano prese dai gestori commerciali di fondi di capitali di rischio o da rappresentanti degli investitori, interessati ad assicurare il massimo rendimento per il fondo, costituisce un indicatore importante, ma non decisivo di per se stesso. La Commissione deve tenere conto anche della possibilità che eventuali vantaggi accordati agli investitori aderenti ai fondi vengano trasferiti alle imprese oggetto degli investimenti, quando questi ultimi sono effettuati dal fondo a condizioni che non corrispondono a quelle di un operatore privato in economia di mercato. Se un provvedimento in favore del capitale di rischio ha ridotto i rischi o aumentato il rendimento che gli investitori otterranno da un determinato investimento, si può sostenere che essi non agiscono più come normali operatori economici<sup>(16)</sup>.

IV.6. Il fatto che un provvedimento costituisca o meno un aiuto, e a quale livello, dipenderà dalla sua struttura. La Commissione ha già riscontrato il caso di un provvedimento che può essere considerato di carattere generale al livello degli investitori mentre costituisce un aiuto di Stato al livello delle singole imprese<sup>(17)</sup>; in altri casi, l'applicazione del principio della parità di trattamento, descritto in precedenza, fa sì che taluni provvedimenti costituiscano aiuti di Stato in favore degli investitori, ma non delle imprese nelle quali sono effettuati gli investimenti<sup>(18)</sup>; vi sono infine provvedimenti che potrebbero costituire aiuti di Stato a più di un livello<sup>(19)</sup>.

IV.7. Qualora tutti gli aiuti concessi ai beneficiari siano aiuti *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>(20)</sup>, si ritiene che essi non soddisfino tutti i criteri di cui all'articolo 87, paragrafo 1, del trattato. Nel caso dei provvedimenti in

<sup>(12)</sup> Bollettino CE 9-1984, riportato anche in «Diritto della concorrenza nelle Comunità europee», volume II A.

<sup>(13)</sup> GU C 384 del 10.12.1998, pag. 3.

<sup>(14)</sup> GU C 71 dell'11.3.2000, pag. 14. È tuttavia opportuno osservare che è più probabile che le garanzie concesse dallo Stato in favore di investimenti in capitale di rischio contengano un elemento di aiuto all'investitore, rispetto a quanto avviene solitamente con le tradizionali garanzie sui prestiti, le quali sono di norma considerate come aiuti al mutuatario piuttosto che al mutuante.

<sup>(15)</sup> Per esempio, in caso di misure che forniscono agli investitori che assumono le partecipazioni un finanziamento a condizioni più favorevoli di quelle di mercato.

<sup>(16)</sup> Cfr. ad esempio la decisione 98/476/CE della Commissione (GU L 212 del 30.7.1998, pag. 50). Questo caso è stato oggetto della sentenza della Corte di giustizia del 19 settembre 2000 nella causa C-156/98 citata alla nota 10.

<sup>(17)</sup> *Ibidem*.

<sup>(18)</sup> Cfr. caso N 705/99, United Kingdom High Technology Fund.

<sup>(19)</sup> Decisione 2001/406/CE della Commissione, nel caso C 46/2000, Viridian Growth Fund (N. Ireland): GU L 144 del 30.5.2001, pag. 23.

<sup>(20)</sup> GU L 10 del 13.1.2001, pag. 30.

favore del capitale di rischio, l'applicazione della norma *de minimis* è ostacolata da difficoltà di calcolo (cfr. anche il punto V) e dal fatto che i provvedimenti possono costituire aiuti 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. Qualora un regime preveda apporti di capitali pubblici per un importo pari o inferiore a 100 000 EUR per ciascuna impresa su un periodo di tre anni, non vi è dubbio che tutti gli aiuti in favore di tali imprese rientrino nei limiti stabiliti dal regolamento.

#### V. Valutazione della compatibilità dei provvedimenti in favore del capitale di rischio con le norme sugli aiuti di Stato: applicazione dei testi in vigore

V.1. Qualora i provvedimenti costituiscano aiuti di Stato, la Commissione è chiamata a stabilire se possano essere considerati compatibili con il mercato comune a norma dell'articolo 87, paragrafi 2 e 3. La maggior parte dei provvedimenti in favore del capitale di rischio potrebbero essere considerati compatibili solo in virtù del paragrafo 3, lettera a) (per quelli applicabili alle sole regioni ammissibili a beneficiare della deroga prevista da tale paragrafo), lettera c) o lettera d).

V.2. Tra gli obiettivi immediati dei provvedimenti in favore del capitale di rischio rientra solitamente il sostegno alle PMI, in particolare a quelle nuove o innovatrici e con un elevato potenziale di crescita, e il sostegno allo sviluppo di una determinata regione. La Commissione ha già adottato documenti secondo o i quali gli aiuti di Stato che perseguono tali obiettivi possono essere autorizzati a norma dell'articolo 87, paragrafo 3, lettera a) o lettera c) (21). L'autorità pubblica che elabora il provvedimento può anche avere come obiettivo quello di incoraggiare un numero maggiore di investitori ad offrire tipo di finanziamenti. Non esistono simili documenti in materia di aiuti di Stato in questo settore, che di fatto non è stato finora espressamente riconosciuto come un obiettivo comunitario che possa di per sé giustificare la concessione di aiuti di Stato (22). Ciò non impedisce tuttavia in alcun modo di dichiarare la compatibilità di un provvedimento che soddisfi le condizioni di altre discipline o altri orientamenti.

V.3. Una caratteristica delle discipline e degli orientamenti in vigore che autorizzano aiuti di Stato a norma dell'articolo 87, paragrafo 3, lettera a) o lettera c), è che gli aiuti sono autorizzati fino ad un massimale che rappresenta un «equivalente sovvenzione» pari ad una percentuale fissa di taluni dei costi dell'impresa beneficiaria. Questi «costi ammissibili» sono rappresentati prevalentemente da investimenti fissi in terreni, fabbricati, nuovi impianti produttivi

ed attività immateriali (brevetti, know-how, ecc), costi per la manodopera legati agli investimenti fissi e costi per servizi di consulenza. L'esperienza ha dimostrato tuttavia che spesso i provvedimenti in favore del capitale di rischio non possono essere considerati compatibili con le norme in questione per le ragioni esposte di seguito.

a) La difficoltà di calcolare un «equivalente sovvenzione» per il capitale azionario. Sebbene la Commissione abbia definito norme per determinare tali equivalenti nel caso dei prestiti e delle garanzie (23), non si dispone di una formula analoga per il capitale azionario. La Commissione ritiene tuttavia che la constatazione di una difficoltà tecnica di calcolo non basti di per sé a giustificare la conclusione che una misura è incompatibile con il mercato comune. Intende quindi approfondire l'esame delle possibili opzioni metodologiche in materia e nel frattempo valuterà con spirito di apertura i metodi di calcolo proposti in occasione della notifica di provvedimenti a favore del capitale di rischio (24).

b) La difficoltà di stabilire un legame con i costi ammissibili, in particolare nel caso di provvedimenti che offrono incentivi agli investitori, specialmente per le misure in forma di fondi. Un simile legame non è facilmente conciliabile con la gestione commerciale di un fondo richiesta agli investitori aderenti ai fondi e può sollevare problemi sotto il profilo della verifica e dell'applicazione.

c) Per i provvedimenti che comportano aiuti al livello degli investitori, il fatto che nessuno dei testi in vigore può costituire una base per l'autorizzazione di tali aiuti.

V.4. La Commissione ritiene che in generale l'impostazione basata sui «costi ammissibili» sia ampiamente giustificata. Essa offre infatti certezza, prevedibilità ed una base per limitare gli aiuti e per assicurare un trattamento paritario nelle varie regioni e tra gli Stati membri. L'impostazione in questione si è dimostrata valida in passato e continuerà probabilmente a costituire la base per la maggior parte dell'attività di controllo degli aiuti di Stato anche in futuro. Secondo la Commissione, per abbandonare tale impostazione devono quindi esservi valide ragioni.

V.5. In particolare, il rischio di abbandonare tale principio consiste nel fatto che possano essere autorizzati aiuti di Stato che sono semplicemente «aiuti al funzionamento», vale a dire aiuti destinati a coprire le normali spese correnti di un'azienda. La Commissione è dell'avviso che tali aiuti, i quali possono mettere il beneficiario al riparo dalle conseguenze dell'assenza di redditività commerciale, siano tra quelli in grado di produrre le maggiori distorsioni e possano pertanto essere autorizzati solo in un numero limitato di situazioni.

(21) Orientamenti in materia di aiuti di Stato a finalità regionale (GU C 74 del 10.3.1998, pag. 9) e 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 (GU L 10 del 13.1.2001, pag. 33).

(22) Il fatto che un obiettivo sia riconosciuto come auspicabile a livello comunitario non è di per sé sufficiente a giustificare gli aiuti di Stato proposti per il suo raggiungimento. È opportuno osservare che le conclusioni del Consiglio europeo di Lisbona invitavano sia ad una riduzione degli aiuti di Stato, sia ad un incremento del capitale di rischio.

(23) Cfr. ad esempio (GU C 74 del 10.3.1998, pag. 19 e GU C 68 del 6.3.1996, pag. 6).

(24) Una metodologia possibile potrebbe essere basata sul costo della fornitura di una specifica garanzia. Cfr. decisione della Commissione del 28 febbraio 2001, caso N-551/2000 (Germania): BTU-Beteiligungskapital für kleine Technologieunternehmen (GU C 117 del 21.4.2001, pagg. 14-17).

V.6. La Commissione ritiene inoltre, tuttavia, che il fatto che i provvedimenti in favore del capitale di rischio non possano essere ritenuti compatibili sulla base degli orientamenti in vigore, ed in particolare le difficoltà summenzionate, non giustificano di per sé che tali provvedimenti siano da considerarsi automaticamente incompatibili con il mercato comune. In talune decisioni già adottate, la Commissione ha pertanto dovuto considerare se, e sulla base di quali criteri, autorizzare i provvedimenti in oggetto. In relazione alle difficoltà già elencate in precedenza, essa ha osservato quanto esposto in appresso:

- a) i costi considerati ammissibili nell'ambito delle discipline in vigore rivestono un'importanza minore nel caso di molte imprese nuove o innovatrici. In ogni caso, tali costi si prestano più spesso ad essere finanziati mediante prestiti; il fabbisogno di capitale azionario è in genere legato non solo alle immobilizzazioni, ma anche al fabbisogno di capitale circolante durante la fase di avviamento o di espansione di un'impresa.
- b) l'assenza di un legame con i costi ammissibili secondo la definizione contenuta nei testi vigenti non costituisce necessariamente una prova dell'esistenza di aiuti al funzionamento, intesi come aiuti che coprono le normali spese di funzionamento di un'impresa e che hanno come solo effetto quello di mantenerla in attività. Gli aiuti che costituiscono un chiaro incentivo all'avviamento o all'espansione di un'impresa non possono essere considerati aiuti al funzionamento nel senso appena citato e potrebbero quindi essere accettati a determinate condizioni.
- c) per quanto concerne gli aiuti agli investitori, un provvedimento non può essere considerato incompatibile per il semplice fatto che, coinvolgendo il settore privato o gli investitori sul mercato, costituisce un aiuto di Stato in loro favore oltre che delle imprese destinatarie dell'investimento. In generale, quando un trasferimento effettuato dallo Stato sia compatibile con le norme sugli aiuti di Stato, la Commissione ritiene che un provvedimento che offra un minimo incentivo ad altri operatori economici affinché effettuino lo stesso trasferimento dovrebbe essere autorizzato, anche se tecnicamente parlando si è in presenza di un aiuto in favore di tali operatori anziché delle imprese destinatarie dell'investimento.

#### VI. Basi per autorizzare i provvedimenti in favore del capitale di rischio a norma dell'articolo 87, paragrafo 3, lettere a), c) e d), del trattato

VI.1. La principale motivazione che può indurre la Commissione ad autorizzare i provvedimenti in favore del capitale di rischio, anche quando questi non rientrino nel campo d'applicazione delle norme vigenti, fa capo alla constatazione che uno dei maggiori svantaggi per le PMI, in particolare per le piccole imprese e quelle di nuova costituzione, è la difficoltà ad ottenere capitali e crediti. Tale problema è da attribuirsi principalmente alla mancanza di un'adeguata informazione, alla scarsa propensione al rischio degli investitori e degli istituti di credito e alle limitate garanzie che le PMI sono in grado di offrire<sup>(25)</sup>. Un ostacolo particolare all'offerta di capitale azionario può essere rappresentato dall'elevata entità

dei costi degli scambi e di quelli legati alla «necessaria diligenza» rispetto all'importo del capitale da conferire.

- VI.2. Come già detto (I.7) la Commissione ha riconosciuto che «la funzione dei finanziamenti pubblici consiste unicamente nel porre rimedio alle manchevolezze riscontrabili sui mercati». Una «manchevolezza» o fallimento del mercato può definirsi come una situazione in cui l'efficienza economica non si realizza a causa di imperfezioni del meccanismo di mercato. Un fallimento del mercato può manifestarsi nell'incapacità del sistema di produrre i beni che sono richiesti (in questo caso un mercato dei capitali di rischio), ovvero in una distribuzione inadeguata delle risorse, tale che potrebbe essere migliorata aumentando il benessere di alcuni consumatori senza peggiorare quello di nessun altro. Le esternalità inerenti alle attività di formazione e di ricerca e sviluppo determinano un malfunzionamento del mercato che giustifica gli aiuti di Stato in tali settori.
- VI.3. Poiché, secondo la teoria economica, i mercati presentano sempre in un certo senso inefficienze e disfunzioni, a meno che non siano in concorrenza perfetta, il termine «fallimento» del mercato è riservato alle situazioni in cui si suppone esistere una grave distorsione nell'allocatione delle risorse. Due cause principali di fallimento del mercato, che interessano i mercati del capitale di rischio, possono compromettere particolarmente l'accesso al capitale da parte delle PMI e delle imprese nelle prime fasi dello sviluppo, giustificando così un intervento pubblico:
  - a) informazione imperfetta o asimmetrica: gli investitori potenziali incontrano maggiori difficoltà ad ottenere informazioni attendibili sulle prospettive aziendali nel caso di una PMI o di una nuova impresa. Se poi queste imprese sono impegnate in progetti altamente innovativi o rischiosi, l'informazione imperfetta aggraverà i problemi connessi alle difficoltà di valutazione del rischio;
  - b) costi di scambio: le operazioni di minore entità sono meno attraenti per i fondi d'investimento, dati i costi relativamente elevati da una valutazione degli investimenti e gli altri costi di scambio.
- VI.4. La Commissione ritiene che questi fattori possano causare un fallimento del mercato che giustifichi l'erogazione di aiuti di Stato. È tuttavia necessaria una certa cautela. Il mancato soddisfacimento di richieste di finanziamenti, sia sotto forma di prestiti che di capitale azionario, non è di per sé un indicatore dell'esistenza di un fallimento del mercato. Di fatto, la Commissione ritiene che non vi sia un fallimento generalizzato del mercato dei capitali di rischio nella Comunità<sup>(26)</sup>. Essa riconosce tuttavia che esistono insufficienze del mercato per taluni tipi di investimenti in certe fasi della vita delle imprese e forse per talune attività di cui all'articolo 87, paragrafo 3, lettera d). La Commissione ammette inoltre che particolari difficoltà si registrano nelle regioni ammesse a beneficiare delle deroghe di cui all'articolo 87, paragrafo 3, lettere a) e c) («aree assistite»). Queste insufficienze e difficoltà sono in parte già riconosciute nelle attuali discipline degli aiuti di Stato e la Commissione intende, laddove possibile, continuare ad applicare le relative norme ai provvedimenti in favore del capitale di rischio.

<sup>(25)</sup> Cfr. regolamento (CE) n. 70/2001.

<sup>(26)</sup> Relazione provvisoria riguardante il piano d'azione sul capitale di rischio, COM(2000) 658 def. del 18 ottobre 2000, sezione 3.

VI.5. Prima di autorizzare provvedimenti in favore del capitale di rischio che non rientrino nel campo d'applicazione della normativa vigente, la Commissione richiederà pertanto una prova dell'esistenza di una situazione di fallimento del mercato. La Commissione può tuttavia essere disposta ad ammettere a priori l'esistenza di tale situazione qualora per ciascuna rata di finanziamento di un'impresa con provvedimenti in favore del capitale di rischio — finanziati a loro volta in tutto o in parte mediante aiuti di Stato — l'ammontare dell'aiuto sia pari al massimo a 500 000 EUR o a 750 000 EUR nel caso delle regioni di cui all'articolo 87, paragrafo 3, lettera c), o a 1 milione di EUR per le regioni di cui alla lettera a) dello stesso paragrafo<sup>(27)</sup>. Nel caso di operazioni di importo limitato, infatti, l'argomentazione secondo la quale vi sarebbe un fallimento del mercato dovuto agli elevati costi di transazione risulta più convincente. Il riconoscimento di una situazione di fallimento del mercato non altera tuttavia il carattere di aiuto di una determinata misura e non toglie nulla all'esigenza di valutarne la compatibilità, in particolare secondo le disposizioni di cui al punto VIII.

VI.6. Laddove riconosca l'esistenza di un fallimento del mercato, la Commissione esaminerà se gli eventuali aiuti di Stato siano proporzionati alla presunta disfunzione del mercato alla quale dovrebbero ovviare e cercherà di assicurare che le distorsioni siano ridotte al minimo. La Commissione ritiene che il modo migliore per raggiungere questo obiettivo sia il ricorso a provvedimenti che siano appena sufficienti per assicurare l'apporto di capitali da parte degli investitori privati e che inducano decisioni di investimento assunte secondo criteri commerciali e a condizioni per quanto possibile simili a quelle valide nella normale economia.

VI.7. Tenuto conto dei diversi possibili modelli di provvedimenti in favore del capitale di rischio e della relative novità di alcune delle soluzioni ideate dagli Stati membri, la Commissione non è in grado di definire criteri rigidi in base ai quali decidere se autorizzare o no i provvedimenti in questione. Essa ha tuttavia individuato una serie di elementi che giudicherà rispettivamente come positivi o negativi nel corso della sua valutazione. Tali elementi sono illustrati al punto VIII. Il fatto che i criteri vengano definiti in questo modo accresce l'importanza che tutti i provvedimenti in favore del capitale di rischio che costituiscono o possono costituire aiuti di Stato siano notificati alla Commissione, a norma dell'articolo 88, paragrafo 3, del trattato CE, prima di essere posti in esecuzione, a meno che non siano esentati dalla notificazione in virtù di un regolamento quale quello menzionato al punto IV.7<sup>(28)</sup>. Una volta in possesso di una notificazione completa, da cui risulti che un provvedimento comporta numerosi elementi positivi e nessuno che sia negativo, la Commissione si adopererà per effettuare una

rapida valutazione entro i termini stabili dal regolamento (CE) n. 659/1999 del Consiglio, del 22 marzo 1999, recante modalità di applicazione dell'articolo 93 del trattato CE<sup>(29)</sup>.

## VII. Forma della misura di aiuto

VII.1. La Commissione ritiene che la scelta della forma di una misura di aiuto spetti di norma agli Stati membri. Ciò vale anche nel caso dei provvedimenti in favore del capitale di rischio. Tuttavia, come specificato ulteriormente al punto VIII, nel valutare tali provvedimenti la Commissione considererà se essi incorraggino gli investitori privati ad apportare capitali di rischio alle «imprese beneficiarie» e se facciano sì che le decisioni di investimento vengano prese sulla base di criteri commerciali (vale a dire della massimizzazione del profitto). Secondo la Commissione, le forme di incentivi agli investitori in grado di produrre tali risultati, e quindi di essere considerate positivamente alla luce dei criteri di cui al punto VIII qualora costituiscano aiuti di Stato, sono quelle elencate in appresso.

- a) Costituzione di *fondi di investimento* («fondi di capitale di rischio») nei quali lo Stato sia socio, investitore o aderente, anche a condizioni meno vantaggiose rispetto agli altri investitori.
- b) *Sovvenzioni* in favore di fondi di capitale di rischio a copertura di parte delle loro spese amministrative e dei loro costi di gestione.
- c) *Altri strumenti finanziari* in favore di investitori in capitale di rischio o di fondi di capitale di rischio per incentivarli a mettere a disposizione ulteriori capitali per gli investimenti.
- d) *Garanzie* prestate in favore di investitori in capitale di rischio o di fondi di capitale di rischio a copertura di una parte delle perdite legate agli investimenti, ovvero garanzie prestate in relazione ai prestiti in favore di investitori/fondi per investimenti in capitale di rischio<sup>(30)</sup>.
- e) *Incentivi fiscali* in favore degli investitori affinché effettuino investimenti in capitale di rischio.

VII.2. La Commissione non intende applicare i criteri di cui al punto seguente per autorizzare provvedimenti che forniscono capitale ad un'impresa esclusivamente sotto forma di prestiti (compresi i prestiti subordinati e i «prestiti partecipativi») o di altri strumenti che garantiscono all'investitore/prestatore un rendimento fisso minimo, sia attraverso fondi che con altri mezzi. Apporti di capitale in tale forma non costituiscono infatti «capitale di rischio», quale definito alla nota 1, e la Commissione ritiene che le norme vigenti, che prevedono in particolare il calcolo degli elementi di aiuto ed il loro legame con i costi ammissibili, siano adeguate per la valutazione di tali provvedimenti.

<sup>(27)</sup> Apporti di capitale distinti effettuati a distanza di meno di sei mesi sarebbero considerati come facenti parte di un'unica tranche. Lo stesso dicasi nel caso di apporti, anche distribuiti sull'arco di un periodo più lungo, impegnati nel quadro di un'unica operazione.

<sup>(28)</sup> Vale a dire mediante regolamento adottato in forza del regolamento (CE) n. 994/98 del Consiglio del 7 maggio 1998 sull'applicazione degli articoli 92 e 93 del trattato che istituisce la Comunità europea e determinate categorie di aiuti di Stato orizzontali (GU L 142 del 14.5.1998, pag. 1).

<sup>(29)</sup> GU L 83 del 27.3.1999, pag. 1.

<sup>(30)</sup> La seconda alternativa è un mezzo di intervento della US Small Business Administration in favore delle Small Business Investment Companies.

VII.3. La Commissione non intende applicare i criteri di cui alla sezione seguente per autorizzare un provvedimento ad hoc volto a favorire apporti di capitale ad una singola impresa.

### VIII. Criteri per la determinazione della compatibilità

VIII.1. Come già illustrato al punto VI, i criteri sono espressi sotto forma di «elementi positivi e negativi». Non tutti gli elementi hanno lo stesso peso e nell'elenco seguente quelli più importanti vengono citati per primi. Nessun elemento singolarmente considerato è essenziale, 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 del provvedimento. La valutazione della Commissione terrà conto della specificità regionale di ciascun provvedimento e sarà soggetta ad un test generale di proporzionalità.

I provvedimenti verranno valutati a ciascun livello. In conformità dei punti II.3 e V.2, nei casi in cui l'apporto di capitale di rischio ad un'impresa sia legato a costi ammessi a beneficiare di aiuti a norma di una disciplina o di un orientamento in vigore, potrà applicarsi il testo in questione, in alternativa ai principi esposti di seguito, ai fini della valutazione degli aiuti all'impresa considerata. Se il provvedimento in oggetto costituisce un aiuto anche al livello degli investitori, tuttavia, tale aiuto dovrà ancora essere esaminato alla luce dei principi esposti in appresso.

VIII.2. Laddove l'importo di un'operazione non superi i massimali di cui al punto VI.5 e i beneficiari dell'aiuto di Stato configurato dal provvedimento siano esclusivamente gli investitori (o uno strumento di investimento), l'aiuto di Stato in questione è da considerarsi compatibile purché proporzionato agli svantaggi in termini di costi cui si intende ovviare. È il caso, ad esempio, dei maggiori costi relativi per l'analisi e la gestione degli investimenti di entità modesta. Nel valutare se tale criterio è soddisfatto, si farà riferimento al punto VIII.3.

Qualora l'importo di un'operazione superi i massimali di cui al punto VI.5, la Commissione richiederà la prova dell'esistenza di un fallimento del mercato.

VIII.3. Una volta accertata l'esistenza di un fallimento del mercato, nel valutare un provvedimento in favore del capitale di rischio la Commissione esaminerà i seguenti elementi alla luce delle disposizioni del trattato relative agli aiuti di Stato.

*La restrizione degli investimenti, o, in alternativa, della maggior parte dei fondi investiti:*

- i) alle piccole<sup>(31)</sup> o alle sole «micro» imprese; o
- ii) alle piccole e medie imprese durante la fase di avviamento («start-up») o altre fasi iniziali («early

stages»<sup>(32)</sup>, ovvero alle sole PMI situate nelle zone assistite;

sarà considerata come un elemento positivo. L'accesso ai finanziamenti per le medie imprese al di là della fase di avviamento o delle fasi iniziali dovrebbe essere soggetto ad una limitazione per quanto concerne l'ammontare complessivo dei finanziamenti concessi ad una stessa impresa nell'ambito del provvedimento. Anche una restrizione alle operazioni di importo modesto — ossia inferiore a 500 000 EUR, o a 750 000 EUR per le regioni di cui all'articolo 87, paragrafo 3, lettera c), o a 1 milione di EUR per quelle di cui all'articolo 87, paragrafo 3, lettera a), — oppure ad un determinato livello di comprovato fallimento del mercato, sarà considerata come un elemento positivo.

*I provvedimenti dovrebbero essere incentrati sull'esigenza di rimediare ad un fallimento del mercato dei capitali di rischio.* Il fatto che un provvedimento sia volto ad offrire finanziamenti alle imprese principalmente sotto forma di capitale azionario o quasi-azionario sarà considerato positivamente. Se i provvedimenti incentivano l'offerta di ingenti finanziamenti sotto altre forme, o non sembrano avere un effetto incentivante significativo (vale a dire quando promuovano investimenti in capitale di rischio che sarebbero stati effettuati anche in assenza del provvedimento in questione), ciò costituirà un elemento negativo. Così potrebbe essere in caso di provvedimenti che dispongono ulteriori finanziamenti a favore di un'impresa che abbia già ricevuto un apporto di capitale configurante un aiuto.

*Le decisioni di investire devono essere orientate alla realizzazione di un profitto.* Un legame tra l'investimento e la remunerazione dei responsabili delle decisioni di investimento sarà considerato un elemento previsto. Si presuppone che ciò si verifichi nei casi seguenti:

- i) provvedimenti in base ai quali tutti i capitali investiti nelle imprese beneficiarie provengono da investitori operanti secondo i criteri di un'economia di mercato, ossia da coloro che prendono la decisione di investire, laddove l'aiuto rappresenta solo un incentivo ad agire in tal modo; e
- ii) altri provvedimenti che prevedono una partecipazione significativa dei capitali di investitori operanti secondo i criteri di un'economia di mercato, investiti sulla base di criteri commerciali (vale a dire solo in vista della realizzazione di un profitto), direttamente o indirettamente<sup>(33)</sup>, nel capitale azionario delle «imprese beneficiarie».

<sup>(31)</sup> Secondo la definizione di cui alla raccomandazione 96/280/CE della Commissione (GU L 107 del 30.4.1996, pag. 4).

<sup>(32)</sup> La European Venture Capital Association definisce lo start-up financing come il «finanziamento fornito alle imprese per lo sviluppo e la commercializzazione iniziale dei loro prodotti. Può trattarsi di imprese in via di costituzione o già in attività da un breve periodo, ma che non hanno ancora iniziato la vendita commerciale dei loro prodotti», e l'early-stage financing come «il finanziamento di imprese ancora nella fase di ricerca e sviluppo dei prodotti o che hanno completato la fase di sviluppo dei prodotti e necessitano di ulteriori fondi per iniziare la produzione commerciale e le vendite. Si tratta di imprese che non sono ancora in grado di generare un profitto».

<sup>(33)</sup> Con «indirettamente» si intendono gli investimenti effettuati mediante fondi o altri strumenti di investimento.



Nel caso dei fondi, e sebbene ciascun provvedimento venga valutato per i suoi meriti ed anche altri aspetti incidano sulla valutazione della Commissione, un apporto pari ad almeno il 50 % del capitale del fondo sarebbe considerato una «partecipazione significativa»; la percentuale in questione può essere del 30 % nel caso di provvedimenti riguardanti regioni assistite. Altri elementi positivi potrebbero essere:

- i) un accordo tra un gestore professionale 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;
- ii) la rappresentanza degli investitori di mercato nell'organo decisionale; e
- iii) l'applicazione delle migliori prassi e della vigilanza regolamentare nella gestione del fondo.

L'assenza di simili elementi che dimostrino che le decisioni di investimento sono prese sulla base di criteri commerciali verrà considerata negativamente. Si tratterà ad esempio dei provvedimenti di portata talmente limitata da essere incentrati solo su pochi progetti e da non risultare economicamente redditizi, o di quelli istituiti solo o principalmente per fornire finanziamenti ad una particolare impresa determinata a priori.

*Il livello di distorsione della concorrenza tra gli investitori e tra i fondi di investimento dovrebbe essere ridotto al minimo.* La Commissione considererà positivamente l'organizzazione di un bando di gara al fine di definire le «condizioni preferenziali» accordate agli investitori, o l'offerta di tali condizioni ad altri investitori. Questa offerta potrebbe assumere la forma di un invito pubblico agli investitori in occasione del lancio di un fondo di investimento, ovvero configurarsi come un regime (ad esempio un regime di garanzie) aperto a nuovi aderenti per un periodo prolungato. Gli strumenti attraverso i quali concretizzare questo elemento positivo dipenderanno necessariamente dalla forma del provvedimento in questione. Tuttavia, l'assenza di qualsiasi controllo volto a verificare l'esistenza di un eccesso di compensazione degli investitori, o un provvedimento in cui il rischio di perdite sia sopportato interamente dal settore pubblico o in cui i benefici spettino interamente agli altri investitori, saranno considerati elementi negativi.

*Obiettivo settoriale.* Nella misura in cui numerosi fondi privati sono prevalentemente indirizzati verso specifiche tecnologie o addirittura settori innovativi specifici (ad esempio, settore medico-sanitario, tecnologie dell'informazione, cultura), la Commissione potrà accettare un obiettivo settoriale purché questo risponda ad una

logica commerciale e non solo ad una logica di politica settoriale perseguita dalla mano pubblica. Tuttavia, conformemente alla politica della Commissione sistematicamente poco favorevole agli aiuti di Stato a carattere settoriale, in particolare nei settori sensibili afflitti da sovraccapacità, le misure in questione dovrebbero specificamente escludere la possibilità di erogare aiuti ad imprese nel settore della costruzione navale e in quelli CECA.

*Investimenti sulla base di piani aziendali.* L'esistenza, per ciascun investimento, di un piano aziendale, contenente informazioni dettagliate sui prodotti, sull'andamento delle vendite e su quello dei profitti e tale da permettere di stabilire preventivamente la redditività dell'investimento, è una normale prassi commerciale nella gestione professionale di un fondo e sarà considerata positivamente. I provvedimenti che non prevedono alcun «meccanismo d'uscita» in relazione alla partecipazione diretta o indiretta dello Stato in singole imprese saranno considerati negativamente.

*Evitare il cumulo di misure di aiuto in favore di singole imprese.* Quando una misura comporta un aiuto alle imprese destinatarie dell'investimento, la Commissione potrà chiedere allo Stato membro d'impegnarsi a valutare, limitandole, le altre forme di aiuti di Stato di cui possono beneficiare, anche nel quadro di regimi di aiuto autorizzati, le imprese finanziate mediante provvedimenti in favore del capitale di rischio. In tal caso lo Stato membro, a meno che non s'impegni a che le imprese in questione non ricevano alcun aiuto di Stato al di là dell'importo «de minimis», dovrebbe proporre alla Commissione, perché possa esaminarla ed approvarla, un'equa valutazione dell'elemento di aiuto previsto, da utilizzare per l'applicazione delle regole di cumulo. Quando il capitale conferito ad un'impresa nell'ambito di un provvedimento a favore del capitale di rischio viene utilizzato per finanziare investimenti iniziali, costi di ricerca e sviluppo o altri costi ammissibili a beneficiare degli aiuti in virtù di altre discipline, lo Stato membro dovrebbe includere l'elemento di aiuto contenuto nel provvedimento in favore del capitale di rischio nel calcolo dei massimali di aiuto.

## IX. Modalità finali

La Commissione intende applicare le modalità stabilite nella presente comunicazione per un periodo di cinque anni. Tuttavia, dato che l'impostazione seguita si discosta dalle precedenti metodologie di controllo degli aiuti di Stato, e trattandosi di un settore soggetto a rapidi sviluppi nell'economia della Comunità, si riserva il diritto di modificare e correggere tale impostazione alla luce dell'esperienza. Se necessario o opportuno, potranno anche essere forniti ulteriori chiarimenti su particolari aspetti.