COMMISSIONE DELLE COMUNITÀ EUROPEE

Bruxelles, 21.12.2007
COM(2007) 853 definitivo

COMUNICAZIONE DELLA COMMISSIONE AL CONSIGLIO, AL PARLAMENTO EUROPEO, AL COMITATO ECONOMICO E SOCIALE EUROPEO E AL COMITATO DELLE REGIONI

Eliminare gli ostacoli agli investimenti transfrontalieri dei fondi di capitali di rischio

{SEC(2007)1719}

1. FINANZIARE LA CRESCITA E L'INNOVAZIONE

In un'economia globale altamente competitiva, un migliore accesso ai finanziamenti da parte delle piccole e medie imprese innovatrici (PMI) è diventato un elemento essenziale per rafforzare la competitività e realizzare gli obiettivi del **partenariato di Lisbona per la crescita e l'occupazione**.

La raccolta di capitali è una delle condizioni preliminari per creare un'impresa di successo e garantirne l'espansione. **Nelle fasi iniziali delle PMI o delle imprese con un elevato potenziale di crescita** spesso non è sufficiente affidarsi alle proprie risorse o a finanziamenti determinati da prestiti. Molti investitori sono riluttanti a sostenere queste imprese a causa degli elevati costi di transazione e poiché ritengono che gli utili prospettati non siano sufficienti a compensare i rischi. Di solito queste aziende sono alla ricerca di **capitali di rischio**[1] che possano consentire loro, a livello economico, di penetrare nei mercati e crescere rapidamente. Sebbene il capitale di rischio costituisca una piccola parte di una categoria più ampia di attivi rappresentata da investimenti alternativi, esso è essenziale per la crescita delle aziende innovatrici.

La **frammentazione** dei mercati dei capitali di rischio dell'Unione europea su base nazionale, limita notevolmente la disponibilità generale di capitali di avviamento per le PMI innovatrici. Pertanto, negli Stati membri in cui questo mercato è nuovo, i fondi di capitali di rischio devono affrontare difficoltà per raggiungere la **massa critica** necessaria per spalmare il rischio di portafoglio e coprire le spese. Facilitando le operazioni transfrontaliere si potrebbe aiutarle a superare questo ostacolo e migliorare la disponibilità generale dei capitali di avviamento.

Nella comunicazione "Finanziare la crescita delle PMI – Promuovere il valore aggiunto europeo"[2] del giugno 2006, la Commissione ha indicato una serie di misure destinate ad aiutare le PMI innovatrici **migliorando l'accesso ai finanziamenti**, in particolare nelle fasi iniziali, sia a livello di Stato membro, che a livello di UE. La facilitazione degli investimenti transfrontalieri dei capitali di rischio era uno degli obiettivi principali e la Commissione ha chiesto che vengano adottate misure per superare gli ostacoli normativi e quelli fiscali.

Per controllare l'evoluzione del finanziamento in capitali di rischio e innovazione, il Consiglio Ecofin dell'ottobre 2006 ha invitato gli Stati membri a riferire in merito alla situazione nazionale nell'ambito dei **programmi nazionali di riforma** e ha chiesto alla Commissione di studiare ulteriormente le condizioni per gli investimenti in capitali di rischio nelle fasi di avviamento.

Peraltro il Consiglio Competitività del dicembre 2006 ha invitato, fra l'altro, la **Commissione a riferire** sugli ostacoli agli investimenti transfrontalieri dei capitali di rischio.

Per preparare la presente comunicazione, la Commissione ha consultato gli Stati membri e gli operatori del mercato. La **relazione del gruppo di esperti** allegata, del marzo 2007, relativa alla "*eliminazione degli ostacoli agli investimenti transfrontalieri dei fondi di capitali di*

---

[1] Un glossario figura in allegato.
[2] COM(2006) 349 del 29.6.2006

rischio" analizza gli ostacoli e indica le soluzioni per gli investimenti transfrontalieri di capitali di rischio in Europa.

2. RUOLO DEI CAPITALI DI RISCHIO PER LE PMI INNOVATRICI

2.1. Potenziale economico dei capitali di rischio

Malgrado l'impatto positivo delle **PMI innovatrici** sulla competitività europea, queste si trovano confrontate a notevoli problemi per accedere al finanziamento necessario ad avviare l'attività, crescere e diventare competitive sui mercati mondiali. Un migliore accesso ad investimenti sostenuti da capitali di rischio potrebbe aiutarle a sfruttare le tecnologie ed essere competitive a livello globale.

Anche se le PMI innovatrici rappresentano una parte relativamente esigua delle PMI in generale, possiedono una potenzialità elevata in materia di vantaggi connessi alla creazione di nuovi posti di lavoro e nuove tecnologie. Esistono per l'appunto studi che dimostrano che i capitali di rischio contribuiscono in maniera significativa alla **creazione di posti di lavoro**. Uno studio recente[3] ha riferito che nell'UE le aziende che hanno ricevuto finanziamenti privati (private equities) e capitali di rischio sono state all'origine della creazione di un milione di nuovi posti di lavoro nel periodo 2000-2004; oltre 60% di questi posti di lavoro sono stati creati da aziende con finanziamenti sostenuti da capitali di rischio e in queste aziende l'occupazione ha registrato una crescita annua dell'ordine del 30%.

Le aziende innovatrici e orientate alla crescita, finanziate da capitali di rischio dedicano peraltro in media il 45% delle spese totali **alla R&S**. In media questo rappresenta 3,4 milioni di euro all'anno per ciascuna azienda, ovvero 50 500 euro per dipendente, un dato sei volte superiore a quello relativo ai 500 principali investitori in R&S nell'UE-25[4].

Studi econometrici hanno inoltre messo in evidenza un rapporto positivo con la **crescita economica**. Un'analisi recente[4] ha stimato che un aumento degli investimenti nella fase del capitale di rischio, dell'ordine dello 0,1% del PIL, corrisponde ad un incremento che può andare fino ad un punto percentuale in termini di crescita economica reale.

Peraltro il capitale di rischio ha un'importanza sempre maggiore per quanto riguarda la **sostenibilità ambientale** (nel 2006 sono stati raccolti un miliardo e 250 000 euro)[5]. I fondi di capitale di rischio sostenibili investono cifre dell'ordine di 1-5 milioni di euro destinati principalmente agli investimenti di avviamento e agli investimenti nelle energie rinnovabili e nelle tecnologie pulite.

2.2. Tendenze e sfide recenti

Dopo la svolta recessiva dovuta all'esplosione della bolla speculativa delle società dotcom nel 2002, l'industria europea dei capitali di rischio ha registrato una tendenza in risalita a partire dal 2004, raggiungendo livelli molto elevati nel 2006[6]: su un totale di 112 miliardi di euro di

---

3 "Employment Contribution of PE and VC in Europe", EVCA Publication, ottobre 2005

4 "Venture Capital in Europe: Spice for European Economies" T. Meyer, Deutsche Bank Research, ottobre. 2006

5 "Venture Capital for Sustainability 2007", Eurosif, 2007

6 "Annual Survey of Pan-European Private Equity & Venture Capital Activity", EVCA Yearbook 2007

fondi **raccolti**, 17 miliardi di euro riguardavano i capitali di rischio, il che corrisponde ad un aumento dell'ordine del 60% rispetto ai livelli del 2005. Su un totale di 71 miliardi di fondi di capitali propri **investiti**, gli investimenti di capitali di rischio hanno rappresentato 17,2 miliardi di euro, un aumento del 36% rispetto all'anno precedente.

Sebbene i dati del 2006 mostrino un incremento considerevole degli investimenti di avviamento, la parte più consistente degli investimenti di capitale di rischio continua a orientarsi verso il capitale di espansione. La sfida più importante è quella che consiste nel creare un contesto in cui sia possibile mantenere ad un livello elevato gli **investimenti di avviamento**, malgrado la natura ciclica del capitale di rischio.

Un'altra sfida è rappresentata dal fatto che il potenziale di crescita è limitato dal **ridotto quantitativo** di investimenti di rischio per ogni operazione. In Europa la dimensione media di un'operazione d'investimento in fase iniziale è di appena 0,4 milioni di euro, rispetto a 2,2 milioni di euro negli Stati Uniti.

Peraltro, anche se gli investimenti relativi alle fasi di avviamento delle **tecnologie pulite** sono in aumento in Europa, negli Stati Uniti questi investimenti sono più che raddoppiati negli ultimi due anni e attualmente sono quattro volte più elevati rispetto all'UE. Per l'Europa la sfida consiste nel generare investimenti redditizi nelle tecnologie pulite, al fine di sostenerne la crescita[7].

3. FRAMMENTAZIONE DEL MERCATO CHE LIMITA LO SVILUPPO DEL CAPITALE DI RISCHIO

Attualmente il potenziale rappresentato dai mercati dei capitali di rischio europei non è del tutto sfruttato e i mercati non forniscono in misura sufficiente capitali alle PMI innovatrici nel corso della prima fase di crescita. La mancanza di una cultura della partecipazione privata, problemi nel settore dell'informazione, la frammentazione del mercato e i costi elevati sono fra i principali motivi alla base del **cattivo funzionamento del mercato**.

La fase dello sviluppo dei mercati di capitale di rischio **presenta variazioni**. Negli Stati membri più grandi, con mercati più maturi, i **fondi settoriali** sono sempre più diffusi; questi fondi potrebbero avvantaggiarsi di migliori opportunità d'investimento transfrontaliere determinando una raccolta di finanziamenti nell'ambito del mercato unico. Nei mercati che si trovano in una fase iniziale dello sviluppo, il ruolo di catalizzatore dei **fondi nazionali** per gli investitori pubblici favorisce la crescita del mercato. Tuttavia, nei mercati dei capitali di rischio di dimensioni minori o emergenti, i fondi incontrano difficoltà a crescere, espandersi e specializzarsi raggiungendo una **massa critica delle operazioni**.

Le divergenze nelle strategie nazionali comportano peraltro una notevole frammentazione del mercato, che incide **in maniera negativa sia sulla raccolta di fondi che sugli investimenti** nell'UE. I fondi di capitali di rischio e i loro amministratori sono autorizzati e regolamentati conformemente alle disposizioni nazionali. I fondi che avrebbero la possibilità di ampliare il loro portafoglio attraverso le frontiere sono impediti da ostacoli operativi e normativi.

---

[7] Una parte notevole del programma di iniziativa comunitaria PIC è destinata a sostenere le PMI ecoinnovatrici.

In un mercato di capitali di rischio frammentato, che conta attualmente **27 contesti operativi diversi**, la strutturazione transfrontaliera dei fondi diventa sempre più complessa e i fondi piccoli tendono ad evitare di operare al di fuori della giurisdizione nazionale.

4. MIGLIORI CONDIZIONI PER I CAPITALI DI RISCHIO

4.1. Creare condizioni quadro

Come indicato nella comunicazione su un'ampia strategia dell'innovazione[8], le carenze delle condizioni quadro nonché gli ostacoli nel mercato interno, ivi compresa la mancata disponibilità di un mercato di capitali di rischio, impediscono la mobilità dei capitali, privano le aziende delle dimensioni necessarie per mettere a frutto gli investimenti e frenano le potenzialità d'innovazione dell'UE.

Le politiche governative possono offrire incentivi per l'industria del capitale di rischio e favorire gli investimenti nelle PMI innovatrici. In particolare, il **cofinanziamento pubblico** può contribuire a colmare le lacune a livello di disponibilità di capitale di avviamento, ridurre il deficit di finanziamenti privati e favorire lo sviluppo del mercato del capitale di rischio, tenendo conto al tempo stesso delle differenze nello sviluppo dei mercati del capitale di rischio a livello di Stati membri.

Gli aiuti di Stato orizzontali e mirati possono anch'essi svolgere un ruolo nel favorire gli investimenti privati. Nel nuovo contesto comunitario degli aiuti di Stato per la ricerca, lo sviluppo e l'innovazione[9], **gli aiuti di Stato concessi alle giovani imprese innovatrici** permettono di fornire un sostegno per i primi anni di esistenza, di superare la mancanza iniziale di liquidità a causa di finanziamenti insufficienti e di facilitare la crescita. I nuovi orientamenti comunitari sugli **aiuti di Stato destinati a promuovere** gli investimenti **in capitali di rischio** nelle piccole e medie imprese[10] comprendono una procedura di valutazione basata su un certo numero di elementi, quali una soglia d'investimento più elevata, pari a 1,5 milioni di euro per PMI nell'arco di 12 mesi; al disotto di questa soglia la Commissione presuppone che esista un disfunzionamento del mercato.

Peraltro un aspetto essenziale di qualsiasi investimento in capitale di rischio è costituito dalla strategia di disimpegno, vale a dire il momento in cui l'investitore in capitale di rischio può vendere le sue quote e liberare fondi per nuove opportunità. Il capitale di rischio ha quindi bisogno di **mercati di disimpegno più liquidi** nell'UE, in particolare mercati azionari in crescita che forniscono liquidità e possono ottenere una massa critica di servizi di consulenza.

Sebbene il capitale di rischio abbia per tanti versi una dimensione locale, basata su stretti vincoli fra fondi e imprenditori, esso ha anche un aspetto globale quando si tratta di competere sia per quanto riguarda i fondi, che per le opportunità d'investimento. Il capitale di rischio trova terreno fertile laddove vi siano raggruppamenti (cluster) di imprese e università che stimolano nuove idee e l'imprenditorialità. La politica europea in materia di innovazione presta particolare attenzione al **sostegno dei raggruppamenti** e alla loro cooperazione che possono favorire l'industria del capitale di rischio e la relativa sostenibilità a lungo termine garantendo il flusso delle opportunità d'investimento (deal flow).

---

8 COM(2006) 502 del 13.9.2006
9 GU C 323 del 30.12.2006, pagg. 1-26
10 GU C 194 del 18.8.2006, pagg. 2-22

4.2. Politiche comunitarie a sostegno del finanziamento dell'innovazione

I seguenti programmi comunitari sono centrati sulle priorità della nuova strategia di Lisbona per la crescita e l'occupazione al fine di sostenere l'innovazione e l'imprenditorialità:

Il **Settimo programma quadro** (PQ7) potenzierà il finanziamento della ricerca collaborativa in Europa, nel periodo 2007-2013, con oltre 53 miliardi di euro, di cui 1,3 miliardi destinati ad azioni innovatrici per esternalizzare le attività di R&S delle PMI. Un ulteriore finanziamento pubblico di 0,4 miliardi di euro dovrebbe essere disponibile nel corso del periodo 2008-2013 per il programma comune Eurostars, che sostiene le PMI con attività di R&S.

Collegando l'innovazione e la commercializzazione e basandosi sulle precedenti esperienze, nell'ambito del **programma Competitività e Innovazione** (PCI), uno stanziamento di 1,1 miliardi di euro favorisce l'accesso delle PMI ai finanziamenti per il periodo 2007-2013. Il nuovo strumento a favore delle PMI innovative e a forte crescita è stato introdotto per aumentare i fondi disponibili per le PMI innovatrici attraverso investimenti a condizioni di mercato nei fondi di capitale di rischio centrati sulle PMI nella fase iniziale e di espansione.

Strumenti complementari sono disponibili nell'ambito di **JEREMIE** (Risorse europee congiunte per le micro, le piccole e le medie imprese), iniziativa congiunta della Commissione e del Fondo europeo di investimenti per affrontare la questione del capitale di rischio per le PMI in alcune regioni. Questa iniziativa permetterà agli Stati membri, se lo desiderano, di utilizzare parte dei fondi strutturali per sviluppare diverse forme di capitale di rischio e di strumenti finanziari destinati in maniera specifica a sostenere le PMI.

Una politica coerente e buone prassi sono importanti per sviluppare i mercati dei capitali di rischio, sia a livello dell'UE, che a livello nazionale. La Commissione intende promuovere lo **scambio di buone prassi** a tutti i livelli, dal nazionale fino a quello regionale e ai settori industriali specifici, in particolare sostenendo piattaforme e reti d'innovazione.

5. UNA STRATEGIA PER MIGLIORARE LE CONDIZIONI TRANSFRONTALIERE

Tuttavia, le strategie che sostengono direttamente il finanziamento delle innovazioni non saranno sufficienti a raggiungere la massa critica e ad affrontare le sfide di un'economia globale. I partenariati pubblico-privato e gli incentivi pubblici possono favorire il superamento della mancanza di risorse, ma soltanto **un maggiore investimento da parte di privati** può fornire una soluzione a lungo termine. Affinché questo si realizzi, la Commissione e gli Stati membri devono intervenire per migliorare le condizioni quadro dei fondi di capitale di rischio, in particolare quelle delle operazioni transfrontaliere, che ne sono uno degli elementi.

5.1. Ruolo della libera circolazione dei capitali

La libera circolazione dei capitali è uno dei principi fondamentali del trattato e costituisce lo strumento principale dell'integrazione finanziaria. Un **mercato finanziario integrato** apporta vantaggi all'economia europea attraverso una destinazione efficiente dei capitali, che migliora le prestazioni economiche a lungo termine. Un mercato dei capitali di rischio che funziona bene costituisce un elemento importante del mercato finanziario, in particolare per quanto riguarda il raggiungimento dell'obiettivo di un'Europa più innovatrice e competitiva.

Per questo motivo occorre garantire che i mercati dei capitali di rischio e i fondi che operano a livello transfrontaliero siano pienamente consapevoli della libertà di circolazione dei capitali di cui la Commissione europea è responsabile e garante.

5.2. Migliorare le condizioni di raccolta di fondi

Il mercato dei capitali di rischio offre agli **investitori istituzionali**, quali banche, fondi pensionistici e compagnie di assicurazione, l'opportunità di diversificare il loro portafoglio e di scegliere diversi profili di rischio/rendimento. In alcuni Stati membri i fondi pensionistici non possono investire in fondi di capitale di rischio senza dovere affrontare restrizioni quantitative e geografiche. Laddove si verifica questo, il mercato del capitale di rischio è privato di una possibile fonte di capitale. Il recepimento della direttiva 2003/41/CE[11] dovrebbe permettere ai fondi pensionistici professionali dell'UE di decidere in merito alla loro esposizione al capitale di rischio sulla base di un principio di "**gestione prudenziale**". Gli Stati membri sono invitati ad ampliare il ricorso al "principio prudenziale" anche ad altri tipi di fondi pensionistici e investitori istituzionali.

Un altro ostacolo che limita le operazioni transfrontaliere è costituito dalla **mancanza di un regime europeo di investimenti privati**. Il risultato sono costi organizzativi più elevati per la raccolta di fondi (in particolare spese giuridiche e di consulenza, a carico degli investitori). Ciò comporta un impatto negativo sui rendimenti e sulla capacità di attrazione della raccolta di fondi. L'investimento privato è un metodo specifico per vendere prodotti d'investimento

[11] GU L 235 del 23.9.2003

direttamente agli investitori istituzionali. I regimi nazionali di investimento privato tentano di eliminare molte delle restrizioni imposte nel caso in cui un fondo venga commercializzato a livello pubblico, come nell'eventualità di una quotazione in borsa. I regimi nazionali attuali differiscono sostanzialmente fra di loro e un regime comune di investimenti privati permetterebbe a coloro che lo gestiscono di trattare direttamente con investitori esperti in tutto il territorio dell'UE e di ampliare le loro attività senza causare problemi a livello di tutela degli investitori privati.

La direttiva MiFID[12] introduce disposizioni destinate a facilitare le transazioni transfrontaliere fra operatori esperti e relative a interessenze in capitali di rischio. Si potrebbe fare ancora di più per facilitare le transazioni transfrontaliere di fondi privati fra gestori di fondi, intermediari e investitori "sofisticati".

La Commissione sta analizzando i quadri nazionali dei fondi non armonizzati, ivi compresi i fondi di capitale di rischio, nonché gli ostacoli per gli investimenti transfrontalieri di fondi privati e presenterà, nel corso della prima metà del 2008, una relazione sulle possibilità di istituire un regime europeo per gli investimenti privati.

5.3. Migliorare il quadro normativo

Con un miglior quadro normativo si potrebbero ridurre i costi operativi e i rischi, incrementare il rendimento e il flusso di capitali di rischio e rendere **più efficienti i mercati dei capitali di rischio**. La situazione sarebbe più vantaggiosa per tutti gli Stati membri dal momento che il capitale di rischio si potrebbe orientare verso gli imprenditori più meritevoli e le aziende con il miglior potenziale in termini di crescita e sviluppo.

Con l'eliminazione degli ostacoli amministrativi per gli investimenti transfrontalieri sarebbe più facile per i fondi più piccoli – nonché per i fondi ubicati nei paesi più piccoli – operare in un **contesto geografico più ampio**, incrementare la loro efficacia, realizzare economie di scala, migliorare i rendimenti, specializzare e diversificare i portafogli.

Per tutti gli Stati membri è essenziale che venga attuato un sistema per facilitare la creazione di fondi di capitali di rischio, con relativi investimenti. La Commissione riconosce l'importanza di questo tipo di soluzioni e regolamentazioni in conformità delle disposizioni nazionali. Le autorità dovrebbero valutare a livello locale tutti i fattori possibili dell'offerta e della domanda, che possono contribuire alla scarsità di investimenti a titolo di capitali di rischio nelle fasi iniziali di vita delle imprese (equity gap) e identificare i provvedimenti giuridici necessari per migliorare la situazione.

Gli Stati membri sono invitati a **rivedere** la loro legislazione, prendendo in considerazione le possibilità di investimenti transfrontalieri in capitali di rischio assieme agli investimenti locali.

Negli Stati membri in cui non esistono prescrizioni formali per le strutture dei capitali di rischio, **qualsiasi nuovo tipo di regolamentazione** dovrebbe permettere operazioni transfrontaliere.

---

[12] Direttiva 2004/39/CE; GU 2004/L 145/01 del 30.4.2004

5.4. Ridurre gli ostacoli fiscali

Oltre agli aspetti normativi, quelli fiscali rivestono grande importanza. Per garantire che gli investimenti transfrontalieri in capitale di rischio non siano ostacolati, le strutture dei fondi devono essere tali da tener conto delle esigenze individuali degli investitori a livello giuridico e a livello fiscale.

Attualmente nell'UE si possono creare fondi secondo **tutta una gamma di forme giuridiche**, regimi e strutture, la cui interazione può comportare una doppia imposizione. Gli Stati membri si possono suddividere in tre grandi categorie:

i) Stati membri dotati di un mercato dei capitali di rischio sviluppato offrono strutture specifiche che accolgono gli investitori in capitale di rischio, nazionali o esteri, su una base di trasparenza[13] o di esenzione fiscale, quali le società in accomandita.

ii) Stati membri con strutture specifiche di capitali di rischio, ivi comprese alcune strutture esenti da imposte (fiscalmente trasparenti). Tuttavia, queste strutture sono troppo complesse e/o restrittive e pertanto non sono utilizzate all'atto pratico.

iii) Stati membri che non hanno regole o regolamentazioni specifiche e non possiedono una struttura adeguata; gli investimenti sono possibili soltanto tramite uno strumento off-shore o un intermediario o mediante una struttura societaria esistente (società a responsabilità limitata, società in accomandita, società di investimenti qualificata, nonché strutture chiuse per investimenti collettivi, società per azioni, strutture societarie locali o strutture di investimenti paralleli).

Nel corso di una consultazione a vasto raggio[14] con l'industria e gli Stati membri è emerso che le strutture di capitale di rischio attualmente disponibili in Europa non sono in grado di adattarsi a tutti i tipi di investitori stranieri, provenienti dall'UE o da paesi terzi.

È opportuno quindi istituire strutture complesse di fondi dotate di strumenti paralleli, per minimizzare gli svantaggi fiscali connessi agli investimenti transfrontalieri. Gli elevati costi delle transazioni determinati dalla creazione della struttura[15] e dalla gestione corrente, nonché l'incertezza giuridica esistente, dissuadono ulteriormente i fondi di capitale di rischio dagli investimenti transfrontalieri.

Il Nordic Innovation Centre[16] ha proposto un certo numero di soluzioni per migliorare le condizioni del mercato dei capitali di rischio nei paesi scandinavi. I fondi stabiliti quali società in accomandita semplice dovrebbero essere trasparenti a livello fiscale; l'IVA non dovrebbe essere imposta alla società incaricata della gestione del fondo e i fondi stranieri non dovrebbero essere soggetti ad imposte. Questo tipo di impostazione potrebbe determinare vantaggi competitivi e rafforzare la regione nell'ambito del mercato europeo del capitale di rischio.

---

13 Trasparenza fiscale significa che reddito e plusvalenze non sono in linea di massima soggetti a imposte a livello di fondi, nel paese in cui ha sede il fondo.

14 Vedasi relazione del gruppo di esperti allegata, marzo 2007

15 Fino all'1% del totale delle spese, espresso come percentuale degli impegni di un socio accomandante nel corso dei 10 anni della durata di vita di un fondo.

16 "Obstacles to Nordic Venture Capital Funds", Nordic Innovation Centre, settembre 2007.

La Commissione ha già adottato diverse iniziative nel settore delle imposte dirette per migliorare il funzionamento del mercato interno. Come già suggerito dalla Commissione per quanto riguarda l'attuazione del piano d'azione sul capitale di rischio[17], esiste la possibilità di migliorare ulteriormente i contesti normativi nazionali ed **eliminare la doppia imposizione** sulle operazioni transfrontaliere di capitale di rischio.

La Commissione ha costituito un gruppo di esperti composto di esperti governativi e esperti del settore privato, provenienti dagli Stati membri, **per identificare i casi di doppia imposizione o altri ostacoli dovuti all'imposizione diretta** per gli investimenti transfrontalieri di capitale di rischio nell'UE; il gruppo è inoltre incaricato di elaborare e discutere eventuali soluzioni tecniche per superare queste difficoltà. Entro la fine del 2008 il gruppo di esperti riferirà in materia.

5.5. Progressi compiuti a livello del riconoscimento reciproco

La Commissione ritiene che per eliminare gli ostacoli alla raccolta di fondi e agli investimenti transfrontalieri di capitale di rischio e garantire i vantaggi del mercato interno, le strutture del capitale di rischio che funzionano bene in alcuni Stati membri, nonché quelle strutture che sono adatte agli investitori esterni, potrebbero essere **adottate e riconosciute in altri Stati membri**. In pratica, gli sforzi da compiere consisterebbero in alcune modifiche normative e la loro attuazione comporterebbe l'assunzione di un impegno, sia a livello nazionale, che a livello dell'industria.

La soluzione ideale sarebbe quella di definire un'unica struttura di fondi di capitale di rischio che fornisca le stesse condizioni agli investitori di qualsiasi fondo in tutta l'UE. Questa soluzione non escluderebbe la possibilità di utilizzare le strutture nazionali per i fondi nazionali e locali. Tuttavia, questa soluzione non sembra possibile a breve termine, a causa degli aspetti complessi connessi alle divergenze fiscali per quanto riguarda il trattamento degli investitori con sede in giurisdizioni diverse.

Data la complessità della posta in gioco, che riguarda la regolamentazione a livello fiscale e giuridico degli Stati membri, la Commissione auspica un'intensificazione degli sforzi per pervenire ad **un'intesa comune** sugli aspetti chiave dei fondi di capitale di rischio e dei loro investitori. Su questa base; **il riconoscimento reciproco dei quadri nazionali esistenti** rappresenterebbe un passo nella buona direzione. In un mercato del capitale di rischio frammentato, questo approccio non è il più pragmatico **a breve termine**.

Per realizzare un mercato del capitale di rischio sostenibile ed efficace, gli Stati membri al momento di passare in rassegna la legislazione esistente o di adottare nuove disposizioni, sono invitati a riconoscere i seguenti aspetti[18], che rappresentano buone prassi:

- **Riconoscimento reciproco dei fondi di capitale di rischio**: un fondo di capitale di rischio potrebbe essere costituito soltanto nella propria giurisdizione nazionale e riconosciuto in altri Stati membri come equivalente ai fondi di capitale di rischio nazionali, senza che occorra stabilirsi separatamente in ciascuna giurisdizione. Le autorità nazionali potrebbero riconoscere che i fondi domiciliati in un altro Stato membro e che operano sul loro mercato nazionale sono già soggetti al regime normativo del paese d'origine.

---

[17] COM(2003) 654 del 4.11.2003

[18] Vedasi allegata relazione del gruppo d'esperti, marzo 2007.

- Se il **gestore di un fondo**, sottoposto al regime regolamentare del proprio paese, potesse operare anche direttamente nel paese di investimento senza esservi stabilito, i costi operativi e il tempo necessario sarebbero ridotti.

La Commissione riconosce che la soluzione proposta comporta **livelli di controllo e trasparenza reciprocamente accettati**. Su questa base, le autorità nazionali competenti potrebbero riconoscere che i fondi di capitale di rischio provenienti da altri Stati membri sono sottoposti a regimi analoghi e garantire la **cooperazione e la comparabilità** dei controlli nell'ambito delle strutture di cooperazione esistenti.

Per i fondi di capitale di rischio e le società di gestione, l'adesione, nello spirito e nella sostanza, agli standard mondiali del settore è caldamente auspicata. Come per altri contratti, le società beneficiarie degli investimenti possono far ricorso alla legislazione applicabile in caso di controversia.

6. CONCLUSIONI

6.1. Prossime fasi e raccomandazioni

Per migliorare la raccolta di fondi e gli investimenti transfrontalieri, **la Commissione intende**:
- Analizzare le strategie nazionali e gli ostacoli agli investimenti privati transfrontalieri. Nella prima metà del 2008 sarà elaborata una relazione sulle possibilità di mettere a punto un regime europeo di investimenti privati. - Identificare, assieme agli esperti degli Stati membri, i casi di doppia imposizione e altri ostacoli fiscali diretti per gli investimenti transfrontalieri di capitali di rischio; il gruppo di esperti presenterà una relazione entro la fine del 2008. - Sulla base di queste relazioni, la Commissione analizzerà la possibilità di definire caratteristiche comuni che permetteranno di orientarsi verso un contesto europeo per i capitali di rischio. La Commissione esaminerà inoltre eventuali modalità per assistere gli Stati membri nella procedura del riconoscimento reciproco.
Per ridurre la frammentazione del mercato e migliorare le condizioni di raccolta di capitali di rischio e di investimenti, la Commissione **invita gli Stati membri** a procedere come segue:
- Qualora questo non si verifichi già, *estendere il "principio prudenziale"* ad altri tipi di *investitori* istituzionali, ivi inclusi i fondi pensionistici. - Creare *un consenso comune* su quelle che sono le caratteristiche dei fondi di capitale di rischio e degli investitori qualificati e prendere in considerazione *il riconoscimento reciproco dei contesti normativi nazionali.* - *Superare gli ostacoli normativi e fiscali* riesaminando la legislazione esistente o adottando nuove norme. L'obiettivo è quello di permettere a tutti i fondi di capitale di rischio, ivi compresi i piccoli fondi specialistici, di specializzarsi e diversificarsi. Per questo motivo, l'obiettivo consiste nell'investimento transfrontaliero dei fondi e delle società di gestione, alle medesime condizioni del paese d'origine. Ciò comporta la mancanza di una registrazione separata. - Permettere *la cooperazione e livelli di controllo e di trasparenza che siano accettabili reciprocamente.* - Favorire lo sviluppo di *raggruppamenti (cluster) competitivi* e promuovere la *liquidità dei mercati di uscita.*

6.2. Un approccio di partenariato

Una stretta cooperazione fra Stati membri, Commissione europea e industria è essenziale per attuare queste raccomandazioni e per compiere progressi verso l'obiettivo di un mercato europeo dei capitali di rischio.

La Commissione continuerà a controllare l'evoluzione dei mercati di capitale di rischio come indicato nei **programmi nazionali di riforma**.

La Commissione continuerà a adoperarsi per un mercato dei capitali di rischio unificato che favorisca l'accesso ai finanziamenti per le PMI innovatrici e nel corso del 2009 farà nuovamente il punto della situazione.