



COMMISSIONE EUROPEA

Bruxelles, 7.12.2011
SEC(2011) 1516 definitivo

DOCUMENTO DI LAVORO DEI SERVIZI DELLA COMMISSIONE

SINTESI DELLA VALUTAZIONE D'IMPATTO

che accompagna il documento

**Proposta di
REGOLAMENTO DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO
relativo ai fondi europei di venture capital**

{COM(2011) 860 definitivo}
{SEC(2011) 1515 definitivo}

1. INTRODUZIONE

I fondi di venture capital sono operatori che erogano finanziamenti tramite equity a società generalmente molto piccole, nelle fasi iniziali del proprio sviluppo societario. Spesso si tratta di aziende innovative, con un forte potenziale di crescita e di espansione. Nell'UE, i finanziamenti con venture capital offrono potenzialità elevate, ma largamente sottoutilizzate, per lo sviluppo delle piccole e medie imprese (PMI)¹. Le PMI che si affidano ai finanziamenti con venture capital ottengono risultati migliori di quelle che non usufruiscono di questa forma di sostegno. Le PMI sostenute dal venture capital possono creare posti di lavoro di alta qualità, poiché il venture capital sostiene la creazione di imprese innovative, la cui crescita è maggiore di quella delle aziende che operano in settori più tradizionali. Secondo recenti ricerche, l'aumento degli investimenti con venture capital è associato all'aumento del PIL, e l'impatto dei finanziamenti nelle fasi di avvio delle PMI è ancora più pronunciato. Il venture capital utilizzato a sostegno dell'industria può quindi fungere da volano dell'economia reale.

In Europa, la raccolta di capitali per quella parte della finanza che opera con venture capital resta a livelli subottimali. L'esiguità delle dimensioni medie di un fondo europeo di venture capital (60 milioni di EUR) si riflette negativamente sull'allocazione ottimale delle risorse. Le dimensioni relativamente contenute dei fondi europei di venture capital impediscono le economie di scala, uno dei presupposti fondamentali della specializzazione necessaria a gestire con successo un fondo di venture capital.

La valutazione d'impatto si concentra sulle misure normative più adeguate per garantire un maggiore afflusso di capitali verso i fondi di venture capital e per consentire ai fondi europei di venture capital di ampliare le attività in gestione. L'obiettivo strategico prioritario è trasformare tali fondi in uno strumento di finanziamento più importante per le società innovative in fase di avvio. Nel perseguire tale obiettivo, la valutazione d'impatto si è concentrata sulle norme che disciplinano il "collocamento privato" di fondi di venture capital a potenziali investitori.

2. DEFINIZIONE DEL PROBLEMA

Fattore n. 1: frammentazione normativa. Rispetto ai concorrenti globali nel settore dell'alta tecnologia e dell'innovazione, in particolare gli Stati Uniti, le norme che governano la commercializzazione di investimenti di venture capital sono frammentarie e dispersive. Nove Stati membri su 27 hanno adottato norme specifiche sulla gestione dei fondi di venture capital, sulla composizione del loro portafoglio d'investimento, sugli strumenti d'investimento ammissibili, sugli obiettivi d'investimento ammissibili, sull'ubicazione geografica degli obiettivi d'investimento e sui tipi di investitori idonei per tali fondi. Nella sostanza, tutte queste norme differiscono su alcuni o su tutti i punti predetti, rendendo impossibile una definizione uniforme del concetto di fondo di venture capital. Diciotto Stati membri non hanno adottato norme specifiche sulle attività di raccolta di capitali condotte dagli operatori di venture capital. Ai fondi che intendono commercializzare "collocamenti privati"² di venture capital, essi applicano le norme generali di diritto societario e gli

¹ Le PMI sono definite nella raccomandazione della Commissione del 6 maggio 2003 relativa alla definizione delle microimprese, piccole e medie imprese (GU L 124/36, 20.5.2003)

² Il collocamento privato è inteso come commercializzazione/vendita di (in questo caso) unità o quote di fondi di investimento a un numero esiguo o limitato di investitori generalmente professionali. Il collocamento privato è l'opposto della raccolta di capitale mediante azioni pubbliche/emesse sui mercati pubblici.

obblighi relativi ai prospetti. La conformità a queste norme tanto eterogenee comporta ulteriori costi e complicazioni.

Fattore n. 2: la raccolta di fondi di venture capital all'estero prevede diverse fasi procedurali che non sono necessarie quando la raccolta di capitali viene effettuata in ambito nazionale. Quale conseguenza della frammentazione normativa e della necessità di ottemperare alle varie normative che disciplinano la commercializzazione di fondi di venture capital, le fasi procedurali e preparatorie necessarie per raccogliere venture capital (identificazione di norme locali, richiesta di consulenza legale, analisi costi/benefici prima di rivolgersi al mercato) diventano più complesse con l'aumentare del numero delle giurisdizioni interessate.

Fattore n. 3: la raccolta di fondi di venture capital all'estero prevede dei costi non presenti quando la raccolta di capitale viene effettuata in ambito nazionale. Per assicurare la conformità ai diversi requisiti giuridici che si applicano alla commercializzazione di fondi di venture capital, il gestore di fondi deve condurre una "due diligence" che consenta di identificare correttamente tutte le norme e i requisiti applicabili. I costi connessi all'adattamento della documentazione legale ai requisiti legislativi nazionali sul collocamento privato possono essere compresi tra 500 e 1 000 EUR per ciascuna giurisdizione. Se il garante del fondo di venture capital intendesse raccogliere capitali in tutta l'UE, questi costi sarebbero compresi tra 13 500 e 27 000 EUR.

Fattore n. 4: alcune giurisdizioni applicano norme relative ai prospetti informativi nel caso di offerte di venture capital. I costi più ingenti sono connessi alle disposizioni nazionali sui prospetti informativi. Per esempio, gli Stati membri e le loro autorità normative hanno opinioni diverse circa l'ammissibilità o meno delle partecipazioni in società di capitali (struttura tipica per i fondi di venture capital) a figurare come titoli e, pertanto, esse sono contemplate dalla direttiva Prospetti relativa ai prospetti informativi. La registrazione di un prospetto informativo per uno Stato membro ospitante da solo (Germania) costerebbe circa 40 000 EUR. Per Austria, Belgio, Paesi Bassi, Francia, Svezia e Regno Unito sono stati identificati i requisiti relativi ai prospetti informativi e le precedenti approvazioni.

Fattore n. 5: alcune giurisdizioni richiedono la registrazione e la rete di distribuzione presente sul territorio. Molti Stati membri dispongono che, per commercializzare un fondo di venture capital nei loro territori, si faccia ricorso a un intermediario locale dotato di licenza di distribuzione (un istituto finanziario). I costi per l'ottenimento della licenza di distribuzione variano da 20 000 a 40 000 EUR³. I costi per il mantenimento di una "presenza locale" regolamentata, per esempio nel Regno Unito, ammonterebbero ad almeno 25 000 EUR all'anno. Questa cifra non comprende i costi del personale.

La *relazione del Gruppo di esperti sull'eliminazione degli ostacoli agli investimenti transfrontalieri mediante venture capital* elaborata nel 2007 ha stimato che il costo per la gestione di quattro strutture parallele del fondo, necessarie per raccogliere capitali in quattro giurisdizioni diverse, supererebbe lo 0,4% del capitale complessivo impegnato nel fondo.

3. ANALISI DELLA SUSSIDIARIETÀ

È già stata sperimentata una soluzione basata sull'azione degli Stati membri che però non ha raggiunto l'obiettivo stabilito. Nel 2007 la Commissione ha proposto il riconoscimento reciproco dei fondi di venture capital legalmente commercializzati in un altro Stato membro. Tuttavia, in una

³ Stime fornite da un consulente legale dell'Associazione europea del venture capital il 25 ottobre 2011.

relazione del dicembre 2009, la Commissione ha concluso che il riconoscimento reciproco in sé non ha contribuito ad aprire i mercati degli Stati membri ospitanti ai gestori di fondi di venture capital aventi sede legale in una sola giurisdizione. Pertanto, la commercializzazione transfrontaliera sarà possibile solo attraverso l'armonizzazione mirata dei requisiti principali applicabili ai fondi di venture capital a livello europeo.

4. OBIETTIVI

Obiettivo generale – Aumentare la competitività delle PMI europee in un mercato globale

L'obiettivo primario è aumentare la competitività delle PMI europee in un mercato globale. L'Europa non è a corto né di idee né di innovatori; il settore in cui non riesce a tenere il passo è quello dei finanziamenti alle nuove imprese e all'imprenditorialità.

Obiettivo specifico – Creare un sistema europeo per la raccolta di capitali transfrontalieri di fondi di venture capital

Il venture capital è lo strumento privilegiato nel caso di società in fase di avvio. I neo-imprenditori necessitano della stabilità tipica del finanziamento con venture capital rispetto ad altre forme di finanziamento o ad altri strumenti di debito. La linea d'azione proposta, pertanto, si concentra sullo sviluppo di mercati dei capitali più ampi per i fondi di venture capital.

Obiettivi operativi

Definire il concetto di "fondo di venture capital qualificato". Per migliorare il funzionamento pratico della raccolta transfrontaliera di capitali è necessario pervenire a una posizione comune sul concetto di "venture capital". Si propone quindi di armonizzare le caratteristiche essenziali di un fondo di venture capital.

Creare un approccio normativo che disciplini i "fondi di venture capital qualificati" e i loro gestori. Dopo aver definito la nozione di "fondo di venture capital" con il livello di precisione richiesto, il secondo obiettivo operativo consisterà nel fornire un quadro uniforme da applicare quando i fondi di venture capital qualificati sono commercializzati nell'Unione.

Creare una rete di cooperazione amministrativa per l'introduzione e la vigilanza efficaci dei gestori di fondi di venture capital qualificati. Un caposaldo operativo fondamentale per l'applicazione pratica della raccolta transfrontaliera di capitali è l'istituzione di un quadro di cooperazione amministrativa per la vigilanza e l'applicazione delle norme uniformi vigenti per i fondi di venture capital.

5. OPZIONI STRATEGICHE

Per quanto attiene alle opzioni strategiche sostanziali, la valutazione d'impatto esamina come definire al meglio le caratteristiche essenziali, in termini di soglie d'investimento del portafoglio, di imprese destinatarie degli investimenti e di strumenti d'investimento ammissibili che caratterizzano un fondo di venture capital. Le opzioni valutate considerano la fissazione di una soglia d'investimento del 50%, 70% o fino al 90% del capitale impegnato in favore di imprese destinatarie ammissibili (PMI non quotate in borsa). Gli strumenti valutati includono strumenti rappresentativi di capitale e di quasi-capitale. In termini di investitori idonei, le opzioni valutate comprendono i fondi aperti a investitori professionali (secondo quanto definito nella direttiva relativa ai mercati

degli strumenti finanziari), i fondi aperti alla più ampia categoria di *family office* per la gestione dei patrimoni di famiglia, investitori informali, team di gestione e privati con ampie disponibilità patrimoniali oppure fondi aperti a tutti gli investitori privati.

Sono state valutate diverse opzioni di forma giuridica: tra tali opzioni sono state considerate quelle in virtù delle quali nella direttiva sui gestori di fondi di investimento alternativi (AIFMD) bisognerebbe inserire norme specifiche sui fondi di venture capital, adottarle come strumenti di "livello 2" nel quadro dell'attuazione della AIFMD, realizzarle con uno strumento giuridico mirato indipendente o realizzarle con uno strumento giuridico che specifichi le condizioni di "riconoscimento reciproco" tra le strategie nazionali che disciplinano il venture capital o, in assenza di queste, di "collocamenti privati".

6. VALUTAZIONE DEGLI IMPATTI

La valutazione degli impatti ha rivelato i vantaggi di una strategia intermedia. Una strategia che prevede che un obiettivo intermedio pari al 70% del capitale impegnato venga investito nel venture capital o nel quasi venture capital emessi dalla PMI idonea, offre le condizioni migliori per l'introduzione di un marchio europeo distinto per i "fondi di venture capital", senza esporre tale nuovo marchio al rischio di diluizione. Per quanto riguarda gli investitori idonei, la strategia privilegiata prevede la creazione di uno schema limitato agli investitori professionali che, in presenza di determinate condizioni, sia aperto anche agli investimenti attuati da *family office*, da investitori informali (*angel investor*), da team di gestione e da privati con ampie disponibilità patrimoniali, ma non da investitori al dettaglio. Questa strategia farebbe presa sulla tipica base di investitori di capitali di rischio rendere necessario un quadro molto dettagliato per il settore al dettaglio.

Per quanto riguarda lo strumento giuridico, la valutazione d'impatto è a favore di un approccio indipendente. Le opzioni che creano regole uniformi sui fondi di venture capital nel quadro dell'attuale direttiva AIFMD sono ritenute contraddittorie con l'AIFMD, una direttiva che dovrebbe prevedere una vigilanza serrata a fronte della grande eterogeneità della categoria dei gestori di fondi alternativi. Inoltre, in assenza di un livello superiore di convergenza normativa tra gli Stati membri, un'opzione basata sul "riconoscimento reciproco" dei fondi di venture capital commercializzati legalmente non è considerata efficace per raggiungere il primo obiettivo operativo (una posizione comune su cosa rappresenta un fondo di venture capital e la creazione di condizioni uniformi per la sua commercializzazione).

7. CONFRONTO DI OPZIONI E SCELTA STRATEGICA

L'analisi comparativa finale di tutte le opzioni sostanziali e procedurali conclude che l'opzione da privilegiare è uno strumento di armonizzazione indipendente che creerebbe condizioni uniformi in virtù delle quali un gestore di fondi può commercializzare fondi di venture capital qualificati nell'Unione.

La strategia prescelta appare la più efficiente perché, in termini pratici, un gestore di fondi che ottempera a tutti i requisiti uniformi sanciti nello strumento proposto sarebbe in grado di commercializzare fondi uniformi nell'intera Unione senza: (i) dover optare per il quadro normativo disposto dalla direttiva 2011/61/CE o (ii) ottemperare alle restanti, e molto eterogenee, norme nazionali sui fondi di venture capital, sui collocamenti privati, sui prospetti informativi o sui requisiti per la distribuzione locale.

8. COSTI E BENEFICI

Si prevede che l'ottemperanza ai criteri uniformi non determini costi di conformità né oneri amministrativi ingenti. L'armonizzazione dei requisiti qualitativi vigenti per i fondi di venture capital ridurrebbe sensibilmente i costi esistenti correlati all'obbligo di adempiere alle diverse e molto eterogenee normative nazionali che si applicherebbero in assenza di armonizzazione.

Benché sia probabile che per allinearsi a normative uniformi un fondo di venture capital debba sostenere costi connessi all'adeguamento della propria rendicontazione e della propria informativa, è probabile che tali costi rappresentino una frazione dei costi operativi legati allo svolgimento della normale conduzione degli affari, in cui i fondi devono risultare conformi alle varie legislazioni nazionali che disciplinano la rendicontazione e l'informativa.

I costi di vigilanza sulla conformità al quadro uniforme non dovrebbero essere ingenti, in quanto tutti i fondi di investimento alternativi, se non sono stati registrati in base al quadro proposto, devono ottemperare ai requisiti generali di registrazione e informativa sanciti nell'articolo 3, paragrafo 3, della direttiva sui fondi di investimento alternativi (AIFMD).

Taluni requisiti potrebbero far aumentare i costi per le società del portafoglio su cui si concentrano i fondi di venture capital qualificati. In particolare, questi costi possono derivare dall'obbligo dei fondi di fornire regolarmente le relazioni di gestione annuali. È improbabile, tuttavia, che questi costi siano notevolmente più alti di quelli sostenuti nella normale conduzione degli affari, in quanto si tratta di una condizione preliminare per le società incluse nel portafoglio che cercano finanziamenti di venture capital "pronti all'investimento".

Si prevede che la creazione di un quadro europeo per il venture capital, basato su un concetto comune di ciò che costituisce un fondo di venture capital qualificato renda più efficiente la raccolta transfrontaliera di capitali, favorisca la concorrenza tra i gestori di fondi di venture capital e aumenti le opportunità di specializzazione. Dal punto di vista degli investitori, la presenza di norme uniformi per i fondi di venture capital infonderebbe maggiore fiducia in questa particolare classe di attività e, unitamente a un migliore accesso ai fondi, aiuterebbe gli investitori ad allocare il proprio capitale in modo più efficiente. Infine, un quadro uniforme per i fondi di venture capital convoglierebbe maggiori capitali verso le società innovative e con alto potenziale di crescita.

9. MONITORAGGIO E VALUTAZIONE

In linea con gli obiettivi che sono alla base della scelta strategica della Commissione, il monitoraggio e la valutazione successivi all'adozione si concentreranno su tre quesiti: (1) il nuovo quadro ha definito il concetto di "fondo di venture capital qualificato"?, (2) il nuovo quadro ha contribuito a delineare un approccio normativo comune che disciplini i fondi di venture capital qualificati? e, (3) il nuovo quadro ha contribuito alla creazione di una rete di cooperazione amministrativa per l'introduzione e la vigilanza efficaci dei gestori di fondi europei per il venture capital?

Il monitoraggio di queste tematiche sarà realizzato in stretta collaborazione con l'AESFEM, che sarà incaricata di gestire un registro centrale, accessibile tramite Internet, di tutti i gestori di fondi di venture capital qualificati registrati nell'Unione, in linea con la proposta di regolamento.