



COMMISSIONE DELLE COMUNITÀ EUROPEE

Bruxelles, 25.10.2001
COM(2001) 605 definitivo

**COMUNICAZIONE DELLA COMMISSIONE
AL CONSIGLIO E AL PARLAMENTO EUROPEO**

**RIGUARDANTE L'ATTUAZIONE DEL PIANO D'AZIONE
SUL CAPITALE DI RISCHIO (PACR)**

COMPENDIO

Nella presente comunicazione si riferisce sui progressi compiuti nell'attuare il PACR nel 2000 e all'inizio del 2001. È il terzo documento di questo tipo da quando, nel 1998, è stato adottato il PACR e si situa al momento centrale della sua attuazione, che va completata entro il 2003.

Nel 2000 i mercati del capitale di rischio in Europa hanno registrato un andamento quanto mai positivo, in particolare nelle fasi della prima progettazione e dell'avvio delle imprese, fasi che sono sempre state le più carenti nel ciclo di finanziamento. Questo settore europeo non soltanto si è ingrandito, ma si è fatto anche più sofisticato ed ha migliorato la propria organizzazione. Tale crescita si è verificata in tutti gli Stati membri, sebbene persistano considerevoli differenze, nelle quali si riflette l'accentuata frammentazione del mercato paneuropeo. Nonostante il forte sviluppo, rispetto agli USA il mercato europeo ha tuttora dimensioni esigue, il che significa che l'Europa ha ancora una lunga strada da percorrere. La caduta dei corsi delle azioni, iniziata nel 2000 e acceleratasi nel 2001, il rallentamento della crescita economica e il circostante clima d'incertezza, esacerbato dai drammatici avvenimenti dell'11 settembre 2001 negli USA, incideranno negativamente sull'andamento del settore del capitale di rischio e potrebbero influire in misura sproporzionata sugli investimenti nei segmenti della prima progettazione e dell'avvio. Le attuali difficoltà del mercato e l'ampio divario rispetto agli USA dovrebbero costituire stimoli supplementari per accelerare ancora il completamento del PACR.

Sono proseguiti i progressi nel definire un contesto normativo adeguato per lo sviluppo del capitale di rischio, soprattutto per quanto riguarda i provvedimenti di carattere finanziario, per i quali il centro di gravità ai fini decisionali si è spostato dalla Commissione agli Stati membri e al Parlamento europeo. Numerose difficoltà persistono tuttora in punti importanti: per esempio la mancanza di un brevetto unico non troppo costoso e tutta la congerie di barriere fiscali, spesso di natura discriminatoria, che potenzialmente potrebbero ritardare ancora il costituirsi di un autentico mercato unico del capitale di rischio. L'introduzione, nel prossimo futuro, delle banconote e delle monete euro aggiungerà altre pressioni per la soppressione delle rimanenti barriere transfrontaliere.

Lo sviluppo e la promozione dell'imprenditorialità europea, un punto prioritario cruciale, sono stati perseguiti soprattutto tramite conferenze, seminari, corsi di formazione e scambio delle pratiche migliori. Le barriere culturali sono difficili da eliminare e, nonostante l'evoluzione positiva degli ultimi anni, sarà necessario proseguire più a lungo i programmi. Un settore nel quale le iniziative intese a sviluppare l'imprenditorialità potrebbero rivelarsi le più efficaci in rapporto ai costi è quello della R&S. Al Vertice di Lisbona si è prospettata per la fine del decennio la creazione dell'economia più dinamica del mondo, il che richiederà lo sviluppo, la diffusione e la commercializzazione di tecnologie sofisticate e delle applicazioni correlate, risultanti da programmi di R&S efficaci e dinamici. Per avvalersi appieno dei lavori dei ricercatori, sarà importante incoraggiarli a sviluppare l'innovazione e le considerazioni di ordine commerciale. A tale scopo, la massima priorità politica sarà adottare in tempi brevi il nuovo programma quadro di R&S.

Per quanto riguarda i pubblici finanziamenti, si sono prese importanti iniziative per migliorare l'efficienza generale dei mercati comunitari del capitale di rischio: la Commissione ha chiarito la sua posizione nei confronti degli aiuti di Stato, il FEI ha rafforzato e definito integralmente la sua funzione di braccio del Gruppo BEI per il capitale di rischio; il Gruppo BEI e la Commissione hanno firmato un memorandum congiunto per cofinanziare le attività di R&S; il capitale di rischio sta incrementando la propria partecipazione allo sviluppo regionale; infine,

alcuni strumenti comunitari sono stati riorientati verso il finanziamento delle prime fasi della vita delle imprese.

In conclusione, vi sono stati progressi in tutti gli elementi del PACR. Tuttavia, perché l'Europa diventi un leader mondiale, come si è previsto e Lisbona, si deve proseguire in un'attività molto più sostenuta in una vasta serie di aspetti del capitale di rischio.

1. INTRODUZIONE

Dopo l'adozione, al Vertice di Cardiff nel giugno 1998, del Piano d'azione sul capitale di rischio (PACR)¹, sono state elaborate due relazioni annuali sui progressi compiuti². Il presente documento riguarda gli **sviluppi nel 2000 e all'inizio del 2001**. Sulla scorta dei risultati del Consiglio ECOFIN del 7 novembre 2000 e delle conclusioni dei Vertici di Stoccolma e di Göteborg, si procede qui a una valutazione (prevalentemente qualitativa) del grado di progresso già raggiunto, corredata da un raffronto con il massimo concorrente, gli USA. Poiché l'attuazione del PACR va completata entro il 2003, il presente documento **costituisce un esame a metà percorso** del PACR.

Esame a metà percorso dell'attuazione del PACR

Le azioni intese a sopprimere le barriere frapposte al capitale di rischio, previste nel PACR, fanno parte delle riforme strutturali in corso di attuazione e contribuiranno a migliorare l'efficienza dei mercati comunitari dei prodotti e dei capitali. In base alle conclusioni presentate nella relazione dello scorso anno sui progressi compiuti nell'attuazione del PACR, gli Indirizzi di massima per le politiche economiche (IMPE) nel 2001-2002 comprendono raccomandazioni per lo sviluppo dei mercati UE del capitale di rischio. Più tardi nel corso di quest'anno, quando nell'ambito del processo di Cardiff gli Stati membri presenteranno le relazioni nazionali sull'andamento delle riforme strutturali, essi riferiranno anche sui progressi compiuti nell'attuare le raccomandazioni generali e specifiche per ciascuno di essi.

Il PACR rientra nelle riforme economiche strutturali in attuazione nell'UE

La presente comunicazione è stata redatta dal gruppo ad hoc interservizi della Commissione, nel quale erano rappresentati anche la BEI e il FEI, e in consultazione con il settore (EVCA).

Gruppo ad hoc interservizi

Al capitolo 2 si descrivono e si analizzano gli sviluppi di maggior rilievo registratisi sul mercato, indicando le prospettive per l'immediato futuro. Il capitolo 3 riguarda i lavori di tipo legislativo, relativi agli aspetti di natura finanziaria o no. Tema del capitolo 4 sono le questioni fiscali pertinenti al capitale di rischio. Al capitolo 5 si riferisce sugli sviluppi riguardanti l'imprenditorialità, con particolare attenzione per le questioni di R&S. Nel capitolo 6 si descrivono importanti iniziative attinenti ai pubblici finanziamenti. Il capitolo 7, infine, presenta alcune conclusioni generali sul grado di progresso raggiunto.

*2. Svil. mercato
3. Normativa
4. Quest. fiscali
5. Imprendit.
6. Fondi pubblici
7. Conclusioni*

2. GLI SVILUPPI DEL MERCATO

2.1. Il capitale di rischio nel 2000

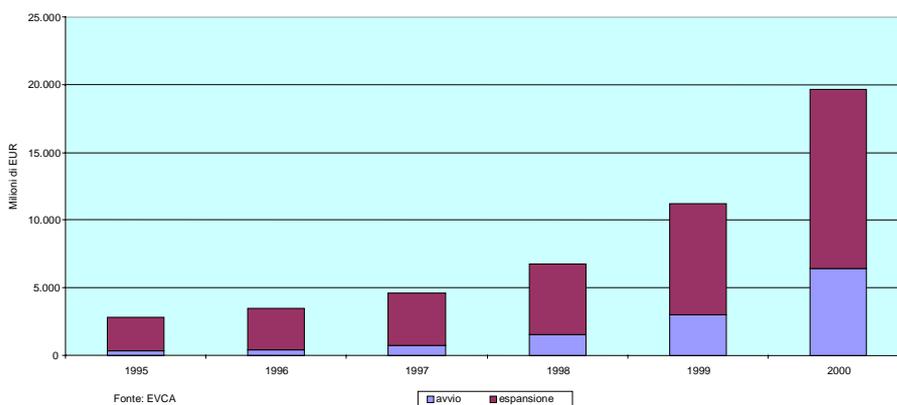
¹ Sulla base della comunicazione della Commissione **"Il capitale di rischio: una chiave per la creazione di posti di lavoro nell'Unione europea"**, SEC(1998) 522, aprile 1998

² COM(1999) 493 del 20 ottobre 1999 e COM(2000) 658 del 18 ottobre 2000.

Il totale degli investimenti in capitale di rischio in Europa³, comprendenti le fasi di sviluppo delle imprese corrispondenti alla prima progettazione, all'avvio, all'espansione e al rinnovo, è aumentato in grandissima misura, da circa 10 miliardi di euro (pari allo 0,14% del PIL) nel 1999 ad oltre **19,6 miliardi di euro (pari allo 0,23% del PIL)** nel 2000, proseguendo nella tendenza degli ultimi anni (Grafico 1). Ciò riflette al tempo stesso l'incremento dell'entità media dei singoli investimenti (da 1,6 milioni di euro nel 1999 a 2,3 milioni di euro nel 2000) e gli aumenti rispettivamente del 30% e del 35% del numero degli investimenti e delle società che ne hanno beneficiato.

Prosegue la rapida crescita degli investimenti in capitale di rischio

**Grafico 1: Investimenti in capitale di rischio in EUR-14
1995-2000**



Ancora più considerevole è stata la crescita del totale degli investimenti nelle fasi di **prima progettazione e di avvio**: un incremento di quasi il 115%, sino all'importo di **6,4 miliardi di euro**, equivalente al totale degli investimenti in capitale di rischio di soltanto due anni prima. Perdipiù, è quasi raddoppiata l'entità degli investimenti nella fase di avvio, che costituiscono ora il 29% del totale del capitale di rischio investito (Grafico 2) e il 38% del numero totale d'investimenti. In questo caso, l'incremento è dovuto al raddoppiamento numerico delle operazioni (sino a 1.121: un record), piuttosto che all'accrescimento dell'entità delle operazioni stesse.

Incremento degli investimenti nella fase iniziale delle imprese

Per la maggior parte, gli investimenti sono andati a favore di piccole imprese (con meno di 100 dipendenti). Il 45% di tutti gli investimenti azionari ha riguardato società non quotate in borsa (quindi comprese le rilevazioni dall'interno, che tendono ad aumentare) aventi meno di 20 dipendenti all'epoca dell'investimento.

Le imprese beneficiarie sono perlopiù piccole

Per quanto riguarda i finanziamenti, nel 2000 per i futuri investimenti in capitale di rischio si sono **raccolti circa 20 miliardi di euro**, rispetto a

Finanziamenti quasi raddoppiati

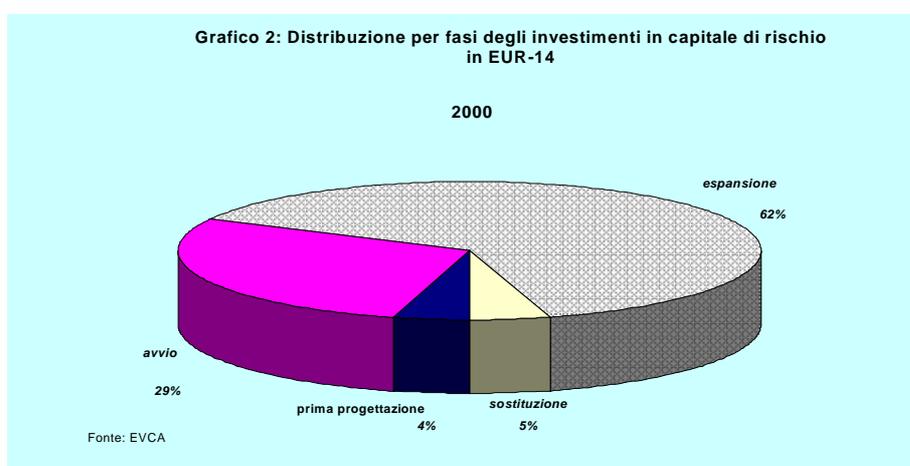
³ Il 2000 è stato un *periodo diseguale*, apertosi con un mercato surriscaldato e chiusosi con una fase di ristagno, che ha dato il via ad un periodo (forse lungo) di incertezza. Le cifre citate si fondano sui totali e non riflettono pertanto *l'umore variabile del mercato* nel corso dell'anno. Le cifre sono tratte dall'indagine svolta da PWC (PriceWaterhouseCoopers) per l'EVCA e pubblicate nell'Annuario 2001 dell'EVCA.

circa 11,5 miliardi di euro nel 1999. Sul totale di 20 miliardi, i gestori di fondi si aspettavano che circa 9 fossero destinati a investimenti nella fase d'inizio delle attività (rispetto a meno di 5,5 miliardi di euro nel 1999) e circa 14 a investimenti nel settore dell'alta tecnologia (fase iniziale ed espansione).

nel 2000

Per quanto riguarda le fonti di finanziamento, aumenta la partecipazione degli investitori istituzionali. Nel 2000 i contributi ai fondi pensionistici sono più che raddoppiati rispetto all'anno precedente, e per la prima volta tali fondi hanno costituito la massima fonte singola di capitale in azioni non quotate in borsa (24%), subentrando nella graduatoria alle banche (22%), mentre le società di assicurazione hanno apportato un altro 13%. Va osservato, tuttavia, che una percentuale considerevole degli investimenti dei fondi pensionistici è assorbita dai fondi USA che investono, in particolare, in società per azioni del Regno Unito non quotate in borsa.

In aumento gli investimenti istituzionali



Il mercato europeo del capitale di rischio è ora meno incentrato sugli investimenti per le rilevazioni dall'interno e si rivolge in misura maggiore alle varie fasi di sviluppo delle imprese. Nonostante la sua crescita, il mercato europeo è tuttavia ancora esiguo rispetto a quello statunitense, nel quale gli investimenti sono aumentati sino ad oltre 74 miliardi di euro nel 2000 (con un incremento del 120% rispetto all'anno precedente), pari allo 0,7% del PIL. Su questo totale, circa 28 miliardi di euro (il 37%) sono stati investimenti nelle prime fasi di vita delle imprese, il che è superiore al totale degli investimenti europei in capitale di rischio ed è pari a oltre il quadruplo degli investimenti europei nelle prime fasi di vita delle imprese.

Un mercato più maturo e sofisticato

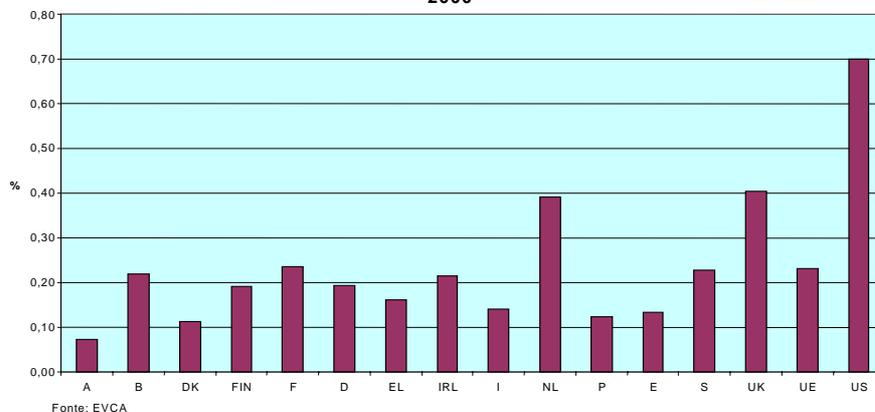
Rimane il divario rispetto agli USA

Nelle cifre aggregate relative all'UE **si riflette un quadro di crescita sostanziale** nel 2000, in tutti gli Stati membri, per quanto riguarda l'entità degli investimenti in capitale di rischio. In Belgio vi è stata in effetti una crescita sostanziale degli investimenti nelle fasi di prima progettazione e di avvio, ma non nella cifra totale, dopo la crescita eccezionalmente elevata dell'anno precedente. Sul massimo mercato nazionale (quello del Regno Unito), i fondi hanno più che raddoppiato i loro investimenti in capitale di

Persistono le differenze tra i paesi europei

rischio, sino a oltre 6 miliardi di euro⁴ e, cosa notevole, sono aumentati di sette volte gli investimenti nella fase di avvio e si è registrato un incremento sostanziale nel capitale per la progettazione d'impresе, il che significa che si è relativamente ridotta la predilezione tradizionale per i finanziamenti a favore delle rilevazioni dall'interno. I fondi tedeschi hanno rafforzato la crescita del capitale di rischio a 3,9 miliardi di euro, con un incremento di circa il 50%, raddoppiando gli investimenti nella fase di prima progettazione e accrescendo in misura sostanziale gli investimenti nella fase di avvio. Anche in Francia sono pressoché raddoppiati (sino a 3,3 miliardi di euro) gli investimenti in capitale di rischio, con analogo incremento degli investimenti nella fase di avvio. Gli altri maggiori risultati in termini di entità si sono avuti nei Paesi Bassi (investimenti in capitale di rischio di oltre 1,5 miliardi di euro), pari allo 0,39% del PIL, ossia quasi la medesima percentuale che nel Regno Unito, e in Italia, con 1,6 miliardi di euro (circa il triplo rispetto al 1999), dove sono aumentati del quadruplo gli investimenti nella fase di avvio, anche se è tuttora modesta, 0,14%, la percentuale degli investimenti in capitale di rischio rispetto al PIL. I mercati finlandese e svedese, che avevano registrato un considerevole sviluppo negli ultimi anni, hanno proseguito la loro crescita. In Svezia, l'incremento più considerevole nel 2000 si è avuto sul mercato delle rilevazioni dall'interno (il 75% del totale dei nuovi investimenti). Negli altri Stati membri restano basse, anche se in aumento, le cifre relative al totale degli investimenti in capitale di rischio e alla percentuale rispetto al PIL (Grafico 3).

Grafico 3: Investimenti in capitale di rischio in % del PIL
2000



Il tutto si situa sullo sfondo di un settore europeo del capitale di rischio e delle azioni d'impresе non quotate in borsa che è ormai molto più grande, sofisticato e maturo e dispone di un nucleo di dirigenti provetti professionisti, d'investitori dotati di maggiore esperienza e di servizi diversificati di supporto (legali, contabili e consulenti specializzati ecc.), tutti direttamente interessati al successo del suo sviluppo.

Il settore è ora più professionale e meglio organizzato

⁴ Queste cifre, come quelle relative a tutti gli Stati membri, rappresentano gli investimenti effettuati da fondi nei loro mercati nazionali; escludono quindi gli investimenti effettivamente effettuati in altri paesi europei e in paesi terzi (in particolare gli USA). Se gli investimenti paneuropei ed extraeuropei sono in aumento, *oltre i quattro quinti del numero e circa i tre quarti del volume complessivo degli investimenti privati in capitale azionario continuano ad essere effettuati nell'ambito nazionale.*

2.2. I mercati azionari per le imprese a forte crescita

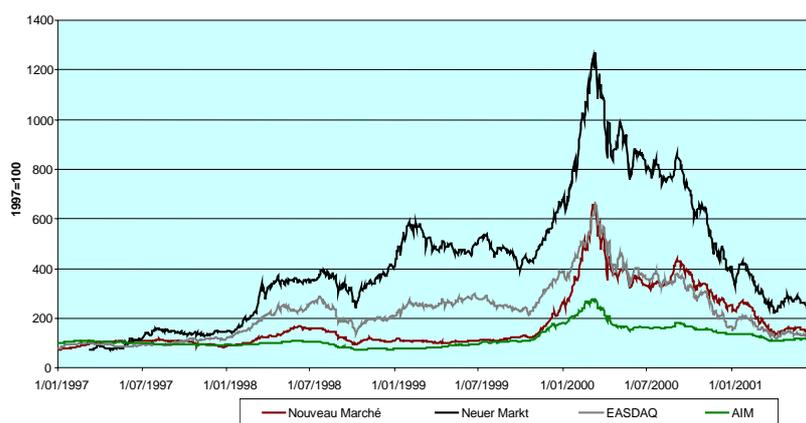
Nel corso del 2000 i prezzi sono crollati del 40% (68% rispetto alla punta massima in marzo) sul Neuer Markt tedesco, del 2% (61% rispetto alla punta massima) sul Nouveau Marché francese e del 57% sulla borsa valori paneuropea EASDAQ (Grafico 4). La **spinta al ribasso**, intensificatasi nella seconda metà del 2000, si è accelerata nel 2001, con una serie di avvertimenti riguardo ai profitti da parte del settore tecnologico (specialmente le imprese Internet) e preoccupazioni palesatesi sul mercato per l'entità del debito delle società di telecomunicazioni, a cui si è aggiunta l'incertezza generale dovuta ai magri risultati delle imprese.

Accentuata flessione dei mercati azionari nel 2000, che prosegue nel 2001

Nella prima metà del 2000 si è registrato un continuo ampliamento del listino delle nuove borse valori: l'anno scorso sono state ammesse alle quotazioni oltre 250 nuove imprese all'AIM di Londra, 130 al Neuer Markt, 50 al Nouveau Marché, 35 al Nuovo Mercato, in Italia. Le nuove società ammesse nel listino delle borse valori per le imprese a forte crescita hanno raccolto circa 22 miliardi di euro rispetto agli 8 miliardi di euro del 1999. Nelle borse valori tradizionali, tuttavia, il capitale raccolto ha registrato un incremento ancora superiore. Inoltre, nel 2000 sono state aperte nuove borse valori in Irlanda e in Spagna. In massima parte, le offerte iniziali al pubblico (IPO) si sono concluse nella prima metà del 2000. Il calo dei prezzi e il declino nella costituzione di nuove imprese sono stati più rapidi e accentuati sui mercati azionari per le imprese a forte crescita piuttosto che presso le principali borse valori. In questa tendenza, l'eccezione di maggior rilievo è stato l'AIM, presso il quale è stato continuo, nel corso dell'anno, il flusso di società che chiedevano l'ammissione alle quotazioni, dato che si tratta di un mercato meno incentrato sui titoli tecnologici, sul quale sono quotate imprese appartenenti a un'ampia gamma di settori.

La massima parte delle IPO si sono concluse nella prima metà del 2000

Grafico 4: Indici delle nuove borse valori per imprese a forte crescita, 1997-2001



Al tempo stesso, sono persistite le pressioni per l'unificazione e l'integrazione tra le borse valori europee, pressioni rafforzate forse anche dalle perturbazioni sui mercati. In seguito al costituirsi dell'EURONEXT⁵,

Persistono le

⁵ L'EURONEXT è stata costituita nel settembre 2000 dalle borse di Parigi, Bruxelles e Amsterdam. Altre borse, per esempio quella di Lisbona, sono attratte dal progetto.

che comprende un settore ad alta tecnologia, nell'aprile 2001 l'americana NASDAQ ha acquisito la partecipazione di maggioranza dell'EASDAQ, la borsa paneuropea delle società in crescita, che è divenuta così la **NASDAQ Europa**.

*pressioni per
l'unificazione tra
le borse valori*

2.3. Quadro prospettico per il 2001

Non sono ancora disponibili le cifre sugli investimenti in capitale di rischio e sulla raccolta di fondi in Europa nella prima metà del 2001. I protagonisti del settore hanno tenuto peraltro intensi dibattiti sulle tendenze e sulle prospettive nel breve e medio periodo. Per tutte le forme di finanziamento esterno, l'accesso è divenuto più difficile e più costoso. Si sono accentuati in misura considerevole i divari tra le aliquote d'interessi, specialmente per i mutuatari non interessati agli investimenti, si è avuto un rallentamento nell'approvazione di prestiti e, come si è detto più sopra, si è molto ridotto il mercato delle IPO⁶, in particolare presso le nuove borse valori.

*Un'annata di
aggiustamento sui
mercati europei in
capitale di rischio*

Uscire dal mercato è ora più problematico e sullo sfondo di un generale rallentamento della crescita economica e di un **clima d'incertezza** esacerbato dagli avvenimenti dell'11 settembre 2001 negli USA, numerosi fondi in capitale di rischio si trovano ora di fronte alla prospettiva di detenere investimenti meno redditizi, di continuare a detenerli per periodi più lunghi e di doverli alimentare a più riprese con denaro fresco, il che può portare a una concentrazione del settore. D'altro canto, poiché si sono già raccolti (e non ancora impegnati) cospicui importi pecuniari per nuovi investimenti, le valutazioni al ribasso hanno aperto nuove possibilità per i fondi liquidi in capitale di rischio, che potrebbero produrre rendimenti molto elevati nei prossimi 2-3 anni.

*Uscire dal
mercato è ora più
difficile*

*L'unificazione può
diventare
inevitabile*

Per il 2001 si può prevedere in Europa il ridursi della crescita al tempo stesso degli investimenti e della raccolta di finanziamenti. Lo stesso vale per il mercato USA, che può subire effetti ancora più negativi data la sua maggiore esposizione al settore delle tecnologie dell'informazione (TI). Le cifre relative al mercato USA per il primo trimestre 2001 mostrano già un netto ribasso: gli investimenti in società statunitensi sostenute da capitale di rischio sono calati del 39% nel primo trimestre 2001 rispetto al quarto trimestre 2000. Si tratta del calo più grave, su base trimestrale, nella storia del settore. Inoltre, gli investimenti in capitale di rischio nel settore delle TI sono diminuiti di oltre il 50%⁷. Nonostante la **contrazione riscontrata in Europa**, che potrebbe ripercuotersi negativamente sull'opportuna preferenza, palesatasi nel 2000, a finanziare gli investimenti nelle prime fasi di vita delle imprese, si può prevedere che il settore europeo emergerà con successo dalle attuali difficoltà grazie alla maggiore esperienza acquisita e al potenziamento delle sue dimensioni e della sua solidità in misura mai registrata in passato.

*Si prevede il
superamento della
sfavorevole
congiuntura
europea*

⁶ Risulta che nel periodo gennaio-agosto 2001 hanno avuto luogo solo 7 IPO nel settore high-tech in tutta Europa.

⁷ Indagine PriceWaterhouseCoopers e VentureOne MoneyTree, maggio 2001

3. IL CONTESTO NORMATIVO

Come è già raccomandato nel PACR ed è chiesto con insistenza dal settore interessato⁸, istituire un adeguato quadro normativo a entrambi i livelli comunitario e nazionale resta una **massima priorità politica** per le pubbliche autorità. Di conseguenza, è necessario introdurre senza indugio un sistema normativo moderno, flessibile ed efficace in rapporto ai costi, comprendente provvedimenti giuridici ed amministrativi, nel quale si tenga conto in misura integrale delle esigenze di efficienti mercati del capitale di rischio (per quanto riguarda al tempo stesso l'offerta e la domanda). Nel presente capitolo si analizzano i più importanti tra tali provvedimenti, di carattere finanziario o no. I provvedimenti correlati all'imposizione fiscale vengono trattati nel capitolo successivo.

Si deve introdurre senza indugio un adeguato quadro normativo

3.1. L'introduzione dell'euro

L'introduzione concreta dell'euro in 12 Stati membri e la corrispondente abolizione delle monete nazionali darà ancora maggior rilievo all'UE, e in particolare alla zona euro, in quanto autentico mercato unico. In un simile scenario dinamico⁹, orientato verso l'integrazione, la presenza di barriere normative si farà più visibile e più pressante diverrà l'esigenza di abatterle.

Con l'euro, le barriere si faranno più visibili

Il Consiglio europeo speciale di Stoccolma (23/24 marzo 2001) ha insistito su quest'esigenza. Al paragrafo 18 delle conclusioni, la presidenza ha dichiarato che: *"Un'attuazione rapida del piano d'azione per i servizi finanziari (PASF) è della massima importanza."* Il testo del paragrafo 19, secondo trattino, è più specifico e chiede, come a Lisbona, che sia data piena attuazione al PASF entro il 2005, si attribuisca la priorità alla normativa sui mercati dei valori mobiliari prevista nel piano e si costituisca entro il 2003 un mercato integrato dei valori mobiliari. Al paragrafo 19 viene anche **confermata la scadenza del 2003**, stabilita a Lisbona, per il costituirsi di efficienti mercati del capitale di rischio. Aver previsto la medesima scadenza per la normativa riguardante i mercati dei valori mobiliari e per il completamento del PACR significa riconoscerne implicitamente la correlazione. Allo stesso modo, si deve attuare in tempi brevi un sistema finanziario paneuropeo senza soluzione di continuità, atto a provvedere alle esigenze delle imprese in tutto il loro ciclo di vita, dall'avvio alla quotazione in borsa, e per ogni successiva raccolta di capitali.

La normativa sui mercati dei valori mobiliari va completata entro il 2003

Il Consiglio europeo ha confermato la stretta correlazione tra il PACR ed i mercati dei valori mobiliari

Inoltre, con una risoluzione il Consiglio di Stoccolma ha approvato la relazione finale¹⁰, pubblicata il 15 febbraio 2001, del Comitato dei saggi

⁸ Vedasi per esempio il Libro bianco *"Priorities for Private Equity-Fostering Long-Term Economic Growth"*, EVCA, giugno 2001. Questo documento ha costituito la base del **4° 'EVCA Policy Meeting'** svoltosi a Bruxelles l'11 settembre 2001, con la partecipazione di rappresentanti del settore e della Commissione.

⁹ Gli investitori istituzionali considerano sempre più i mercati mobiliari europei come un'unica entità e vi sono indizi che questa tendenza si sta diffondendo tra gli investitori al dettaglio. Inoltre, **varie offerte pubbliche degli ultimi 18 mesi comprendevano un elemento al dettaglio paneuropeo.**

¹⁰ Vedasi http://europa.eu.int/comm/internal_market (servizi finanziari, sezione questioni generali).

sulla regolamentazione dei mercati europei dei titoli mobiliari, presieduto dal barone Alexandre Lamfalussy. Come risultato, il 6 giugno 2001 la Commissione ha adottato due decisioni intese a costituire il **Comitato europeo dei valori mobiliari (CEVM)** e il **Comitato delle autorità europee di regolamentazione dei valori mobiliari (CAERVM)**¹¹. Grazie a questi nuovi dispositivi, non soltanto si potranno adottare testi di legge sui valori mobiliari in Europa in tempi più brevi e con procedure più trasparenti, ma, distinguendo i principi quadro dai particolari tecnici di attuazione, si potrà disporre anche di nuove norme più efficaci e abbastanza flessibili da rispondere a sviluppi impreveduti sui mercati e all'innovazione in campo finanziario. Gli elementi essenziali della nuova impostazione Lamfalussy sono già stati introdotti nelle proposte di direttiva sui contratti di garanzia finanziaria (adottata dalla Commissione il 27 marzo 2001), sui prospetti (vedasi oltre) e sugli abusi di mercato (adottata il 30 maggio 2001).

Per avere una normativa più sollecita ed efficace occorre attuare le procedure Lamfalussy

Grafico 5: Attuazione dei testi di legge sui servizi finanziari¹²

	Banche	Assicuraz.	Valori mobiliari	Sistemi di pagamento	Diritto societario	Totale	Classifica
B	8/8	23/24	14/14	2/2	15/15	62/63	9
DK	8/8	24/24	14/14	2/2	15/15	63/63	1
D	8/8	24/24	14/14	2/2	15/15	63/63	1
EL	6/8	23/24	14/14	2/2	15/15	60/63	15
E	6/8	24/24	14/14	2/2	15/15	61/63	11
F	8/8	23/24	14/14	1/2	15/15	61/63	11
IRL	8/8	24/24	14/14	2/2	15/15	63/63	1
I	8/8	23/24	14/14	1/2	15/15	61/63	11
L	8/8	24/24	14/14	2/2	15/15	63/63	1
NL	8/8	24/24	14/14	2/2	15/15	63/63	1
A	8/8	24/24	14/14	2/2	15/15	63/63	1
P	7/8	23/24	14/14	2/2	15/15	61/63	11
FIN	8/8	24/24	14/14	2/2	15/15	63/63	1
S	8/8	24/24	14/14	2/2	15/15	63/63	1
UK	8/8	23/24	14/14	2/2	15/15	62/63	9
UE	95,8%	98,3%	100%	93,3%	100%	98,6%	/

Secondo la 4^a relazione sui progressi nell'attuazione del PASF¹³ adottata dalla Commissione il 1° giugno 2001 e approvata dal Consiglio ECOFIN del 5 giugno 2001: "Nell'insieme, i progressi sono al momento relativamente soddisfacenti, benché si debba evitare ogni compiacimento." (p. 8). D'altro canto, poiché sembra che all'inizio del prossimo anno la

Il centro di gravità in sede politica sta passando agli Stati membri e al Parlamento

¹¹ Vedasi http://europa.eu.int/comm/internal_market (servizi finanziari, sezione valori mobiliari).

¹² Al maggio 2001. D'altra parte il numero delle direttive bancarie è drasticamente diminuito, rispetto agli anni precedenti, con l'adozione della direttiva 2000/12/CE (Codificazione delle direttive bancarie) che ha soppresso 20 direttive.

¹³ Vedasi http://europa.eu.int/comm/internal_market (servizi finanziari, sezione piano d'azione).

Commissione avrà già presentato pressoché tutte le proposte di maggior rilievo, il centro di gravità in materia decisionale passerà allora dalla Commissione al Consiglio e al Parlamento europeo.

3.2. Provvedimenti inclusi nel PASF¹⁴

Per quanto riguarda i provvedimenti normativi previsti in entrambi il PASF e il PACR, si può segnalare qualche progresso.

Prospetti: verranno uniformate le procedure per le IPO

- **Provvedimento: "L'aggiornamento delle direttive sui prospetti, per facilitare alle imprese la raccolta di capitali transfrontalieri (per esempio, offerte iniziali al pubblico)"**

La Commissione ha adottato il 30 maggio 2001 una proposta di direttiva intesa a introdurre un vero e proprio "passaporto unico per gli emittenti". Le nuove procedure sono più semplici e renderanno più facile e meno costoso raccogliere capitali in tutta l'EU. In particolare, dovrebbero essere facilitate le IPO paneuropee e l'ammissione alle contrattazioni nelle borse valori specializzate in PMI in rapida crescita.

- **Provvedimento: "L'adozione di regole prudenziali per consentire agli investitori istituzionali d'investire in capitale di rischio"**

La normativa sugli OICVM è prossima all'adozione, mentre è incerta la situazione per le proposte della Commissione sui fondi pensionistici integrativi

Considerevoli progressi si sono già compiuti nella normativa riguardante i fondi d'investimento (OICVM). Il 5 giugno 2001 il Consiglio ha adottato le due posizioni comuni sulle due proposte della Commissione. Proseguono le trattative sulla proposta della Commissione relativa ai fondi pensionistici integrativi¹⁵. Presso il Consiglio vi sono ancora posizioni divergenti su varie questioni critiche: essenzialmente, nei dibattiti vi è una spaccatura tra gli Stati membri che hanno già sistemi pensionistici del "secondo pilastro", basati sull'accantonamento, e quelli che stanno esaminando la possibilità d'introdurli.

- **Provvedimento: "La valutazione delle attuali disposizioni in materia di contabilità e di audit"**

Le IAS avranno effetti favorevoli sui mercati paneuropeo e internazionale

Il 13 febbraio 2001 la Commissione ha adottato una proposta di regolamento sull'applicazione nell'UE delle norme contabili internazionali (IAS), in base al quale entro il 2005 tutte le società UE quotate in borsa dovranno rispettare le IAS nel preparare i loro rendiconti finanziari. Agli Stati membri sarà concessa l'opzione di estendere tale obbligo alle società non quotate in borsa. Per quanto riguarda l'audit previsto per legge, la Commissione ha adottato il 21 novembre 2000 una raccomandazione nella quale si definiscono i requisiti minimi per il controllo della qualità della revisione legale dei conti nell'UE. Un'altra raccomandazione sull'autonomia dei preposti all'audit potrebbe esser pubblicata ancora nel 2001.

¹⁴ Le misure del PACR di *natura finanziaria* sono state incluse nel PASF e incidono soprattutto sull'*offerta* di capitale di rischio.

¹⁵ COM(2000) 507 dell'11 ottobre 2000.

- Provvedimento: "**La diffusione delle pratiche migliori nel governo societario**"

La Commissione ha varato¹⁶ un esame comparativo degli attuali codici di governo societario, allo scopo d'individuare gli eventuali ostacoli giuridici o amministrativi tali da frustrare lo sviluppo di un mercato unico dei capitali. L'analisi dei risultati, che sono previsti al più tardi per il dicembre 2001, consentirà di determinare in quale misura sia auspicabile un intervento a livello UE in questo dibattito.

Vanno incoraggiate le pratiche migliori nel governo societario

3.3. Provvedimenti non previsti nel PASF¹⁷

Si può segnalare qualche progresso anche per i provvedimenti normativi PACR non figuranti nel PASF.

Si deve affrontare il problema dell'anatema che colpisce chi è dichiarato fallito

- Provvedimento: "**Riforma dei testi di legge sull'insolvenza e sul fallimento**"

Il 10 e 11 maggio 2001 si è svolto a Noordwijk (Paesi Bassi) un *Seminario sul fallimento aziendale*, che si è concluso conclamando tra l'altro l'esigenza di aiutare gli imprenditori falliti a reinserirsi in un'attività, affrontando il problema dell'anatema che li colpisce. Un'ampia relazione su tale manifestazione sarà pronta per la diffusione nell'autunno 2001. Inoltre, ancora entro il 2001 la Commissione varerà uno studio sul fallimento e sulla ripresa di un'attività, nel quale figureranno indicatori pertinenti sulla normativa del fallimento e sul conseguente anatema e saranno presentate raccomandazioni.

- Provvedimento: "**Riforma del sistema del brevetto europeo**"

Il 1° agosto 2000 la Commissione ha adottato una proposta di regolamento sul brevetto comunitario¹⁸, inteso a concedere agl'inventori l'opzione di farsi rilasciare dall'Ufficio europeo dei brevetti un brevetto unico che al tempo stesso sia non troppo oneroso e presenti certezza giuridica. Si prevede che il brevetto comunitario ridurrà in grande misura le spese di traduzione e le altre spese correlate, che costituiscono oggi uno dei principali elementi del costo del brevetto europeo e si configurano, specialmente per le PMI, come un deterrente a chiedere brevetti.

Si deve introdurre un brevetto unico non troppo oneroso

4. QUESTIONI FISCALI

Per lo sviluppo delle attività in capitale di rischio ai livelli nazionale e internazionale, riveste un funzione cruciale l'imposizione fiscale sulla raccolta e offerta di capitale di rischio e sul reddito proveniente dal capitale di rischio. In linea generale, forme diverse d'investimento o fonti diverse di finanziamento possono essere soggette a un diverso trattamento tributario, con la conseguente applicazione di aliquote fiscali diverse, il che si

In un recente studio, la Commissione ha esaminato le barriere fiscali

¹⁶ Il bando di gara è stato pubblicato nella Gazzetta ufficiale nel marzo 2000 ed il contratto è stato firmato nel dicembre 2000.

¹⁷ Le misure non comprese nel PASF riguardano soprattutto la *domanda* di capitale di rischio.

¹⁸ GU C 337 E del 28.11.2000.

ripercuote sulle decisioni aziendali. Di recente, questi problemi hanno formato oggetto di un'analisi approfondita in un **ampio studio della Commissione**¹⁹.

Anche se il capitale di rischio non può costituire da solo l'elemento più importante di cui tener conto nel definire la struttura dei sistemi tributari, si devono evitare accuratamente non intenzionali effetti negativi su questo tipo di attività. Per esempio, la struttura di ogni sistema tributario nazionale non deve costituire ostacolo agli scopi positivi del capitale di rischio, dell'innovazione e della R&S. Al contrario, ci si è avvalsi e si deve continuare ad avvalersi di regimi fiscali speciali, nell'intento d'incoraggiare tali attività.

Si deve tener conto anche del capitale di rischio

4.1. Barriere fiscali alle attività transfrontaliere e internazionali in capitale di rischio

Si riscontrano tuttora ostacoli fiscali al tempo stesso generali e più specifici. Possono costituire barriere le divergenze tra i diritti tributari nazionali, ma continuano a verificarsi anche casi di trattamento discriminatorio.

Per quanto riguarda l'**imposizione fiscale sulle società**, tutti gli ostacoli fiscali che si frappongono attualmente all'attività economica transfrontaliera nel mercato interno incidono anche sulle attività in capitale di rischio. In effetti, secondo lo studio (parte III) la causa sottostante di pressoché tutti gli ostacoli è la presenza nel mercato interno di 15 sistemi tributari distinti, che influisce anche negativamente, in vari modi, sullo sviluppo di un mercato paneuropeo del capitale di rischio. Per esempio, gli Stati membri sono riluttanti a consentire sgravi fiscali per le perdite subite da società consociate i cui utili non siano assoggettati al loro sistema tributario. Inoltre, le riorganizzazioni transfrontaliere che comportano per uno Stato membro la perdita dei diritti d'esazione fiscale possono portare all'imposizione fiscale sui redditi di capitale e ad altri gravami. Può anche aversi doppia imposizione fiscale come risultato di un conflitto tra diritti tributari. La mancanza di coordinamento tra le politiche degli Stati membri sulle convenzioni in materia di doppia imposizione è una grave causa di complessità e di difficoltà per le attività transfrontaliere e internazionali in capitale di rischio. Inoltre, in alcuni sistemi d'imposizione sulle società vi è una propensione intrinseca a favore degli investimenti interni. Per esempio, secondo i sistemi d'imposizione fiscale vigenti in vari Stati membri, agli azionisti residenti (singole persone o società) viene accordato un credito d'imposta sul debito fiscale della società, mentre di solito un simile credito non è previsto per gli azionisti non residenti e di norma non viene accordato per i dividendi da pagare all'estero. Sulla scorta di tale studio, la Commissione ha proposto una strategia d'azione per affrontare i diversi ostacoli²⁰.

La barriera più grave sono i 15 ordinamenti giuridici diversi

La Commissione ha proposto una strategia d'azione

¹⁹ Relazione dei servizi della Commissione su "*La tassazione delle imprese nel mercato interno*". Vedasi http://europa.eu.int/taxation_customs.

²⁰ Comunicazione "*Verso un mercato interno senza ostacoli fiscali - Una strategia per dare alle società una base imponibile consolidata per le loro attività su scala comunitaria*"; vedasi http://europa.eu.int/taxation_customs.

Per quanto riguarda **l'imposta sul reddito delle persone fisiche**, il mercato del capitale di rischio, in quanto parte del più ampio mercato finanziario, sperimenta anch'esso vari problemi tributari, riguardanti per esempio l'imposizione fiscale sui diritti di opzione nei casi in cui le differenze normative tra gli Stati membri possono portare facilmente alla doppia imposizione. Molto spesso, inoltre, le disposizioni di legge vigenti negli Stati membri in materia d'imposta sul reddito (delle persone fisiche e giuridiche) accordano sgravi fiscali, al singolo investitore oppure al fondo collettivo, solo per determinati investimenti o fondi d'investimento, perlopiù nazionali. Probabilmente simili disposizioni discriminatorie potrebbero essere impugnate con successo dinanzi alla CGCE²¹. La Commissione ha iniziato a discutere tali problemi con gli Stati membri. Si noti che la CGCE ha sancito l'illegittimità, per il loro carattere discriminatorio, di testi di legge riguardanti l'imposizione fiscale dei dividendi esteri basati su azioni di società aventi sede in altri Stati membri²². La Commissione dedicherà maggiore attenzione a tali problemi (tra l'altro elaborando orientamenti su importanti sentenze della Corte e coordinandone l'applicazione mediante strumenti normativi non cogenti) e insisterà perché in questo settore si rispettino le libertà fondamentali del trattato.

Alcune barriere sono presenti su tutti i mercati finanziari

Vanno rispettate le libertà fondamentali del trattato

4.2. Le misure fiscali intese a favorire le attività in capitale di rischio negli Stati membri

Come si è riferito nella relazione dello scorso anno, vari Stati membri hanno introdotto misure fiscali specifiche o generali per favorire, tra l'altro, il capitale di rischio. A tale riguardo, gli Stati membri sono tenuti a rispettare appieno gli obblighi previsti nel trattato, in particolare quelli relativi agli aiuti di Stato, e gli altri impegni assunti nel settore dell'imposizione fiscale UE. In tale contesto, va osservato che numerosi Stati membri ricorrono a specifici incentivi fiscali per promuovere le attività di R&S: per esempio, nella maggioranza degli Stati membri le attività di R&S possono beneficiare di favorevoli tassi di ammortamento e in alcuni (per esempio in Francia, Italia, Paesi Bassi, Portogallo, Regno Unito, Spagna) di specifici crediti d'imposta. Simili incentivi fiscali devono soddisfare le medesime condizioni di quelli relativi al capitale di rischio. I Paesi Bassi e il Regno Unito stanno effettuando uno studio riguardante a più ampie linee gli incentivi a favore della ricerca e dell'innovazione nell'UE. I risultati di questo studio saranno presentati al Comitato per la politica economica in dicembre, per poi esser trasmessi al Consiglio nel gennaio 2002. Tenuto conto di tali sviluppi, e allo scopo d'individuare le buone pratiche nel ricorso a **incentivi fiscali intesi a promuovere gli investimenti in R&S**, la Commissione sta varando uno studio volto a mostrare come si possa migliorare l'efficacia di tali provvedimenti e

In numerosi Stati membri sono già previsti incentivi fiscali per la R&S

La Commissione sta varando uno studio sulla politica fiscale relativa alla R&S, allo scopo d'individuare le buone pratiche

²¹ Per una rassegna più dettagliata delle norme potenzialmente discriminatorie negli Stati membri vedasi: *Price Waterhouse Coopers e Fédération Européenne des Fonds et Sociétés d'investissement (FEFSI), Discriminatory Tax Barriers in the Single European Investment Funds Market: a discussion paper*, Londra, giugno 2001.

²² Cause C-35/98 (**Verkooijen**), GU C 247 del 26.08.2000, p. 5 e C-251/98 (**Baars**), GU C 192 dell'8.7.2000, p. 4.

accentuarne la complementarità con altri incentivi allo sviluppo della ricerca e della tecnologia. Saranno associate all'iniziativa le autorità nazionali responsabili della ricerca e del settore tributario.

Per le attività in capitale di rischio rivestono particolare importanza i provvedimenti e le riforme degli Stati membri di cui si riferisce qui di seguito. La Germania ha ridotto le aliquote dell'imposta sulle società (in varie fasi sino al 2005) e dell'imposta sul reddito e sopprimerà dal 2002 l'imposizione fiscale sulle vendite di azioni da parte delle società. Anche la Francia ha ridotto le imposte sulle società e sul reddito ed ha accresciuto i benefici fiscali accordati ai business angels che effettuano reinvestimenti. L'Italia ha accordato un trattamento fiscale favorevole ai fondi d'investimento chiusi. La Spagna ha concesso incentivi fiscali agli investitori professionisti in capitale di rischio. Vari Stati membri hanno ridotto i disincentivi fiscali alla costituzione d'impresе. Numerosi Stati membri (Irlanda, Regno Unito, Belgio, Danimarca, Germania, Francia, Italia, Paesi Bassi, Finlandia, Svezia) hanno introdotto norme specifiche o precisato l'applicazione delle norme generali relative all'imposizione fiscale sui diritti di opzione che, tuttavia, non sempre risultano compatibili in situazioni transfrontaliere. In Francia, le condizioni di applicazione del sistema BSPCE sono state ampliate ed estese a tutto il 2001.

*Si sono già
adottati vari
provvedimenti*

5. L'IMPRENDITORIALITÀ

Per eccellenza, il fulcro del PACR è l'imprenditorialità²³. In Europa sono ancora troppo scarsi i progetti innovatori tali da attirare i fornitori di capitale di rischio (in altri termini, la domanda di capitale di rischio è ancora esigua²⁴). Il PACR non avrà successo a meno che, grazie al suo influsso, nel breve/medio periodo non vi sia in Europa un considerevole incremento numerico d'impresе innovatrici a rapida crescita. Senza un tale incremento non sarà possibile neanche conseguire gli obiettivi di Lisbona²⁵. Di conseguenza, promuovere l'imprenditorialità a tutti i livelli resta un **obiettivo politico d'importanza primaria**.

*Il fulcro del
PACR è
l'imprenditorialità*

*Promuovere
l'imprenditorialità
è un obiettivo
politico
d'importanza
primaria*

Le imprese innovatrici in rapida crescita risentono anch'esse delle iniziative orizzontali che incidono sull'intero settore delle PMI. In una recente relazione²⁶, la Commissione ha delineato un quadro generale delle attività

²³ Così ritengono anche gli operatori. Vedasi, per esempio, il *Libro bianco dell'EVCA (Op. Cit.)*

²⁴ Finché la domanda di capitale di rischio non raggiungerà una massa critica minima stabile, sarà difficile soddisfare l'auspicio degli operatori che *il capitale di rischio diventi una classe distinta di attività ai fini contabili* (ossia una classe di attività a sé stante).

²⁵ Gli obiettivi di Lisbona vanno assai oltre l'obiettivo iniziale del PACR di promuovere la crescita e la creazione di posti di lavoro. L'ambizioso obiettivo di trasformare l'UE, in un decennio, nella più competitiva e dinamica società fondata sulla conoscenza richiede in effetti un segmento economico innovativo più solido, stabile, influente e in continua espansione, in grado di diffondere i propri risultati, in modo permanente, nell'intera economia e nella società in generale.

²⁶ Relazione della Commissione "*Costruire un'Europa imprenditoriale - Le attività dell'Unione a favore delle piccole e medie imprese (PMI)*", COM(2001) 98 del 1.3.2001. Si tratta dell'ultima relazione adottata conformemente al terzo programma pluriennale a favore dell'impresa e dell'imprenditorialità. Un *nuovo programma pluriennale (2001-2005) a favore dell'impresa e dell'imprenditorialità* è stato adottato dal Consiglio alla fine del 2000 (vedasi *Decisione 2000/819/CE del Consiglio* del 20.12.2000, GU L 333 del 29.12.2000, pag. 84)

comunitarie riguardanti tali imprese. Particolare interesse presentano il *BEST: Piano d'azione per promuovere lo spirito imprenditoriale e la concorrenzialità* e l'*Analisi comparativa (benchmarking)*²⁷. Qui di seguito si descrivono alcuni aspetti e provvedimenti nei quali si sono riscontrati progressi, aventi rilevanza ai fini della promozione e della diffusione dell'imprenditorialità, con speciale attenzione alle iniziative di R&S.

5.1. L'accesso degli imprenditori ai finanziamenti

Si è accresciuto in Europa il ricorso al capitale azionario "non formale" da parte degli imprenditori che costituiscono imprese innovatrici. L'incremento dei finanziamenti dei **business angels** in Europa si riflette nell'aumento numerico delle loro reti, che sono ormai circa 130, diffuse in quasi tutti gli Stati membri. In queste reti sono organizzate molte migliaia di business angels, che hanno spesso legami diretti con i fondi locali e regionali in capitale di rischio, i quali potrebbero quindi promuovere l'ulteriore sviluppo di promettenti imprese in fase di avviamento, fornendo loro finanziamenti in cicli successivi. La Commissione ha appoggiato con successo il costituirsi delle reti di business angels: da quando, a fine 1998, è stata avviata tale azione, 22 nuove reti hanno ricevuto sostegno finanziario dal bilancio comunitario.

Aumentano i finanziamenti dei business angels

Il contributo dei business angels al finanziamento in Europa d'impresa nelle fasi di prima progettazione e di avvio delle attività dovrebbe aver raggiunto, secondo alcune stime, il medesimo livello dei finanziamenti del settore "formale" del capitale di rischio, mentre, sempre secondo stime, negli USA costituirebbe già il quadruplo degli investimenti "formali" in capitale di rischio (CR).

Ma persiste un grosso divario rispetto agli USA

La **partecipazione finanziaria** ("corporate venturing") sta diventando in Europa una fonte sempre più importante di finanziamento per gli imprenditori. Non sono disponibili cifre precise, ma secondo le stime ogni anno vengono investiti in tale settore circa 1,2 miliardi di euro. Si prevede che questa cifra aumenterà in conformità dell'andamento generale del capitale di rischio, ma essa resta esigua in rapporto agli USA, dove secondo le stime la cifra corrispondente è quintupla. Questo tipo d'investimenti sarebbe molto favorito, in Europa, da un quadro normativo atto a incoraggiare gli investimenti transfrontalieri²⁸.

Acquista importanza la corporate venturing

5.2. Promozione dello spirito imprenditoriale e formazione all'imprenditorialità

È stata varata una procedura BEST mirante a promuovere la cultura imprenditoriale dalla scuola elementare all'università, che s'incentrerà sulle pratiche migliori e sul benchmarking. La prima riunione con gli esperti si è svolta il 14 giugno 2001; i risultati finali sono previsti per il settembre 2002.

È già stato varato un progetto di procedura BEST

²⁷ Vedasi [http://europa.eu.int/comm\(impres\)](http://europa.eu.int/comm(impres)).

²⁸ Vedasi la pubblicazione della Commissione: "*Corporate Venturing in Europe*", 2001 (EUR 17029).

In stretta cooperazione con le autorità nazionali e anche nell'ambito del BEST, la Commissione ha continuato a promuovere lo scambio di buone pratiche nella politica delle imprese, organizzando convegni e seminari con la partecipazione di funzionari e di operatori. In due convegni (oltre che al seminario sul *fallimento aziendale* menzionato al capitolo 3), ciascuno con 300-400 partecipanti, si è esaminato in particolare il tema della **promozione dello spirito imprenditoriale**. Nell'ottobre 2000 a Nizza, si è svolto il Sophia Antipolis, un forum sulla *formazione all'imprenditorialità*, avente lo scopo di ricercare le modalità concrete per promuovere l'imprenditorialità nelle scuole e nelle università, nella formazione professionale e all'interno delle imprese ("Intrapreneurship"). Al forum Växjö svoltosi in Svezia (marzo 2001) sul tema *imprenditorialità per il futuro* si sono esaminate le buone pratiche atte a rispondere agli emergenti problemi della "nuova economia", specificamente in relazione con le nuove forme d'imprenditorialità²⁹.

Negli ultimi dodici mesi si sono organizzati con successo vari convegni

Nell'ambito dell'iniziativa FITO3 della Commissione, Madrid ha ospitato nel marzo 2001 il *seminario europeo FITO3 sul programma di formazione all'imprenditorialità*, nel quale si sono esaminate le esigenze di formazione degli imprenditori tecnologici europei, nell'intento di dotarli di buone pratiche su come adeguare alle condizioni specifiche un modello di formazione generale.

Un seminario per gli imprenditori nell'alta tecnologia

L'azione *Capitale di avviamento*³⁰, che sarà gestita dal FEI, favorirà l'assunzione di giovani gestori degli investimenti nei fondi CR (tra cui i fondi di capitale di avviamento, i fondi di piccole dimensioni, i fondi regionali e le imprese incubatrici) ai quali il FEI partecipa. Tale azione consisterà in una sovvenzione di 100.000 euro per ogni giovane gestore degli investimenti che rimanga per almeno tre anni presso i fondi o le incubatrici in questione. In questo modo si faciliteranno in grande misura, per gli operatori europei in CR, l'assunzione e la formazione di giovani professionisti.

Si favorirà l'assunzione di giovani professionisti

Infine, come parte della politica volta a migliorare la disponibilità e la motivazione delle risorse umane e promuoverne l'efficienza, nel luglio 2001 la Commissione ha avviato una consultazione³¹, da completare entro il 30 ottobre 2001, che costituirà la base per una successiva comunicazione, più un piano d'azione, sulla *partecipazione finanziaria*.

Va incoraggiata la partecipazione finanziaria

5.3. Spazio europeo della ricerca e dell'innovazione

Il settore della ricerca costituisce una fonte sempre più importante di nuove possibilità per gli investimenti in capitale di rischio. Tali possibilità sono offerte da progetti sviluppati direttamente dai ricercatori come risultato

La R&S sono ormai una fonte sempre più importante di

²⁹ Le buone pratiche individuate in queste occasioni vengono pubblicizzate su carta e sul sito web della Commissione.

³⁰ Prevista nel quadro del *nuovo programma pluriennale (2001-2005) (Op. Cit.)*. Sostituirà il programma CREA.

³¹ Documento di lavoro della Commissione "*La partecipazione finanziaria dei dipendenti nell'Unione europea*", luglio 2001, rivolto in primo luogo a Stati membri, parti sociali, società e associazioni che si occupano di partecipazione finanziaria. Vedasi [http://europa.eu.int/comm\(occupazione e affari sociali\)](http://europa.eu.int/comm(occupazione e affari sociali)).

della cooperazione tra università e imprese e mediante operazioni di spin-off nel settore dell'alta tecnologia³². L'iniziativa riguardante lo Spazio europeo della ricerca e dell'innovazione e il nuovo programma quadro, di cui si parlerà più oltre, mirano ad accrescere tali possibilità incentrandosi, in particolare, sull'esigenza di rafforzare i risultati dell'innovazione³³.

*progetti da
finanziare
mediante capitale
di rischio*

Nel gennaio 2000 la Commissione ha adottato una comunicazione nella quale ha proposto di costituire uno **Spazio europeo della ricerca**³⁴. Nello stabilire le priorità a tale riguardo, nella comunicazione si è insistito sull'esigenza di un maggiore dinamismo degli investimenti privati nella ricerca e nell'innovazione, richiamando l'attenzione sulla funzione potenziale degli strumenti di sostegno indiretto, quali le **misure fiscali (vedasi il punto 4.2.)**. Nella comunicazione si è anche posta in rilievo la necessità di un'azione volta a incoraggiare i ricercatori a costituire imprese, soprattutto nei settori ad alta tecnologia, e di accrescere il flusso d'investimenti in capitale di rischio in tali imprese.

*È necessario
maggiore
dinamismo negli
investimenti
privati in R&S*

Il Consiglio europeo di Lisbona ha approvato l'obiettivo di giungere a uno *Spazio europeo della ricerca e dell'innovazione*³⁵ ed ha insistito sull'esigenza di migliorare le condizioni per gli investimenti nella ricerca privata, per i partenariati nella R&S e per il costituirsi d'impresa ad alta tecnologia ed ha proposto di avvalersi delle politiche in materia tributaria, del capitale di rischio e dell'**appoggio della BEI (vedasi il punto 6.4.)**. Il Consiglio ha sollecitato inoltre l'adozione di un metodo aperto di coordinamento per l'analisi comparata (benchmarking) delle politiche nazionali di ricerca e sviluppo. In risposta, la Commissione ha varato una serie di lavori di benchmarking delle politiche nazionali in materia di ricerca, tra cui un progetto relativo ai problemi per gli investimenti pubblici e privati nella R&S. Più tardi, il Consiglio europeo di Stoccolma ha chiesto al Consiglio di esaminare come procedere a uno scambio d'idee e di esperienze tra gli Stati membri per favorire la R&S mediante incentivi economici.

*I Vertici di
Lisbona e di
Stoccolma hanno
predisposto una
maggiore
partecipazione del
capitale di rischio*

È stata presentata al Consiglio e al Parlamento europeo la proposta di **nuovo (sesto) programma quadro (2002-2006)**³⁶ per la R&S, che comprende varie caratteristiche inedite, la più importante delle quali è che l'innovazione forma ormai parte integrante della concezione globale del programma. Ciò riflette il principio secondo cui l'innovazione non comincia quando finisce la ricerca, ma è insita nell'elaborazione di un progetto e ne accompagna lo sviluppo. Per esempio, il programma faciliterà le attività in rete, nell'intento di migliorare le interfacce tra i ricercatori, le imprese e il mondo delle finanze. A tale scopo, si attribuirà la priorità agli scambi di buone pratiche e al concretarsi di una cooperazione

*L'innovazione
dovrebbe
costituire parte
integrante dei
programmi di
R&S*

*Sarebbe quanto
mai importante
adottare il
programma in*

³² Per gli attuali programmi comunitari vedasi www.cordis.lu

³³ In altri termini, i ricercatori sarebbero incoraggiati a *sviluppare un "riflesso" innovazione/sfruttamento commerciale*

³⁴ COM(2000) 6 del 18 gennaio 2000, "*Verso uno spazio europeo della ricerca*".

³⁵ Consiglio europeo di Lisbona del 23-24 marzo 2000, Conclusioni della presidenza, pag. 4..

³⁶ COM(2001) 94 del 21 febbraio 2001. Per le proposte sui *Programmi specifici* vedasi COM(2001) 279 del 30 maggio 2001.

transfrontaliera tra università, società incubatrici e fondi di capitale di rischio. L'organizzazione di sedi d'incontro (forum) sul tema degli investimenti costituisce un esempio del tipo di attività in rete previste nell'ambito di quest'azione. Un modello a tale riguardo può essere il *Forum della biotecnologia e della finanza*, attivo già dalla fine del 1997. Per conseguire gli obiettivi di Lisbona e di Stoccolma, è quanto mai importante che il nuovo programma quadro venga adottato in tempi brevi.

tempi brevi

6. I FINANZIAMENTI PUBBLICI

Si descrivono qui di seguito alcune importanti iniziative intraprese negli ultimi dodici mesi per chiarire, razionalizzare o riorientare la disponibilità di capitale di rischio mediante fondi pubblici europei. Si può prevedere che tali decisioni potenzieranno in misura considerevole l'efficienza generale dei mercati del capitale di rischio nell'UE.

Finanziamenti pubblici solo per sovvenire alle manchevolezze del mercato

6.1. Aiuti di Stato nel settore del capitale di rischio

Già da anni, in Europa, si concede sostegno al capitale di rischio in varie forme e mediante vari programmi, che spesso assumono una funzione cruciale nel suo sviluppo. Nella relazione dello scorso anno, pur rilevando i rischi di distorsione del mercato e di sviamento di fondi privati, e insistendo sull'obbligo di rispettare le norme in materia di aiuti di Stato, si era riconosciuto ai pubblici finanziamenti un ruolo limitato "**come mezzo per porre rimedio alle manchevolezze riscontrabili sui mercati**"³⁷.

Tenuto conto di tali considerazioni, la Commissione ha elaborato la sua politica sulla questione dei finanziamenti pubblici per il capitale di rischio e ha adottato una comunicazione al riguardo³⁸. La Commissione intende applicare per cinque anni le misure previste nella comunicazione³⁹, ma poiché l'impostazione su cui questa è basata presuppone l'abbandono dei precedenti metodi per il controllo degli aiuti di Stato e poiché la comunicazione stessa riguarda un settore nel quale gli sviluppi sono rapidi, la Commissione si riserva il diritto di modificare la sua impostazione sulla scorta dell'esperienza.

È stata pubblicata una comunicazione sugli aiuti di Stato e il capitale di rischio

6.2. Il Fondo europeo per gli investimenti

Con la riforma del Gruppo BEI, approvata nel giugno 2000, che ha portato alla razionalizzazione e all'uniformazione dell'organizzazione, si è conferito al **FEI il controllo su tutte le operazioni del Gruppo in capitale di rischio**. Come risultato, si è avuto un rapido accelerarsi degli investimenti del FEI⁴⁰, il quale ha potuto raggiungere una massa critica

Il FEI è divenuto il braccio del capitale di rischio del Gruppo BEI

³⁷ Vedasi il punto 3.5 in COM(2000) 658 del 18 ottobre 2000 (*op. cit.*).

³⁸ Comunicazione su "*Aiuti di Stato e Capitale di rischio*", 23 maggio 2001. Vedasi GU C235 del 21.08.2001, pag. 3 e [http://europa.eu.int/comm\(concorrenza\)](http://europa.eu.int/comm(concorrenza)).

³⁹ Basandosi sulla politica delineata nella nuova comunicazione, la Commissione ha autorizzato nel giugno 2001 i *Fondi regionali di capitale di rischio* destinati ad operare in Inghilterra (caso C 52/2000), e nel luglio 2001 il programma quadro per i fondi di capitale di rischio in Francia (N 448/2000).

⁴⁰ Oltre 40 investimenti in fondi di capitale di rischio sono stati approvati dal Consiglio d'amministrazione del FEI tra il settembre 2000 e il giugno 2001, per 700 milioni di euro; di questi l'80% sono fondi per primi investimenti.

sufficiente per partecipare in posizione di rilievo al mercato europeo del CR: il FEI ha già (secondo gli impegni alla data del 30 giugno 2001) un portafoglio di oltre 1,6 miliardi di euro investiti in 124 fondi CR e una capacità d'investimenti di 800 milioni di euro all'anno per i prossimi anni.

Queste nuove dimensioni consentiranno al FEI di contribuire in modo migliore al perseguimento dei tradizionali obiettivi comunitari, il che è stato confermato come sua missione essenziale. Il compito primario del FEI consiste ora nel rafforzare la forza concorrenziale delle piccole imprese, potenziare il know-how in materia di capitale di rischio (vedasi il punto 5.2.), favorire l'innovazione e la tecnologia, promuovere la crescita, posti di lavoro di alta qualità e uno sviluppo regionale equilibrato, continuando nel contempo a produrre un **"adeguato rendimento"**⁴¹. Inoltre, il FEI attribuisce la priorità a investire in fondi a favore delle "prime fasi di attività", in particolare: 1) fondi incentrati su settori o tecnologie specifiche⁴² (per esempio: biotecnologie, industrie dei contenuti, nanotecnologie, "tecnologie trainanti" ecc.) ; 2) fondi CR regionali, aventi lo scopo di facilitare lo sviluppo equilibrato tra le regioni europee; 3) i fondi che finanziano lo sfruttamento dei risultati della R&S; 4) i fondi paneuropei.

Si devono ottenere adeguati rendimenti

Il FEI dà la priorità ai fondi a favore delle prime fasi di attività

Infine, un aspetto importante della politica d'investimenti del FEI consiste nel non escludere gli investitori privati. Del resto, il FEI agisce da catalizzatore e non come sostituto degli investitori privati. Nella sua qualità strategica di fondo dei fondi, il FEI è in buona posizione per svolgere una simile funzione catalitica e per fungere da guida, così da incoraggiare altri coinvestitori a continuare a investire nonostante l'attuale incertezza sui mercati.

6.3. L'iniziativa Innovazione 2000

L'iniziativa Innovazione 2000 (*Innovation 2000 Initiative: "i2i"*) è stata varata dalla BEI nel 2000, in risposta al Vertice europeo di Lisbona e come contributo della BEI stessa per l'emergere di una società più innovatrice e basata sulla conoscenza. L'i2i comprende finanziamenti per: 1) l'istruzione/l'apprendimento per via elettronica; 2) le tecnologie dell'informazione e della comunicazione; 3) R&S; 4) diffusione dell'innovazione, compreso il settore audiovisivo. Nell'ambito dell'i2i, la BEI prevede di concedere prestiti dell'importo di 12-15 miliardi di euro nei tre anni successivi al lancio ufficiale, nel maggio 2000. Il FEI, che fa anch'esso parte dell'i2i, avrà un ruolo di rilievo in tale programma. Con l'i2i, si è accresciuto in grande misura il ruolo della BEI nel finanziamento della R&S.

L'iniziativa "i2i" è ben avviata

6.4. Cooperazione tra la Commissione e la BEI

Il 7 giugno 2001 la Commissione e la BEI hanno firmato un memorandum

È stato firmato un

⁴¹ Questo *approccio dualistico è unico* tra le istituzioni finanziarie europee.

⁴² Il FEI ha svolto un ruolo di pioniere per gli investimenti nelle cosiddette *tecnologie di frontiera* e sta esaminando la possibilità di sostenere una gamma di *tecnologie emergenti* che dovrebbero costituire il fulcro della prossima generazione di fondi di capitale di rischio.

congiunto nel settore della ricerca, stabilendo così un contesto per la cooperazione tra il programma quadro comunitario per la ricerca e l'*i2i*. Lo scopo è accrescere l'incidenza globale degli strumenti delle due istituzioni accentuandone la complementarità e facilitandone l'utilizzo combinato da parte delle imprese e della pubblica ricerca in tutte le diverse fasi del ciclo d'investimenti nella ricerca e nell'innovazione tecnologica. Il memorandum prevede il coordinamento strategico, coerenti azioni d'informazione e la condivisione della perizia. Inoltre, aumentando il pacchetto globale disponibile per i finanziamenti della ricerca e innovazione comunitarie, tale programma imprimerà slancio a tale settore dell'attività comunitaria, dandogli accesso a fonti di finanziamento normalmente non disponibili.

*memorandum
congiunto per le
attività di R&S*

6.5. Riorientamento dei fondi comunitari

Ai fini dello **sviluppo regionale**, il Consiglio con i *regolamenti sui Fondi strutturali* e la Commissione con i suoi *orientamenti per l'attuazione dei Fondi strutturali nel periodo 2000-2006*⁴³ insistono sull'esigenza di ottenere dalle operazioni finanziate mediante il bilancio comunitario il massimo risultato d'incremento, favorendo in tutta la misura del possibile il ricorso a fonti private di finanziamento, in particolare il capitale di rischio (nei suoi aspetti di puro "risk" e di "venture capital") ed i partenariati tra settore pubblico e settore privato (PPP). Le nuove forme di finanziamento vanno indirizzate soprattutto a favorire il costituirsi d'impresе, gli spin-off e gli sviluppi innovatori, i servizi aziendali specializzati, il trasferimento di tecnologie ed i servizi correlati. La Commissione sta preparando una *Guida dell'ingegneria finanziaria nell'ambito dei Fondi strutturali*, corredata da una valutazione dei risultati delle trattative e dei lavori di benchmarking.

*Si accresce la
partecipazione del
capitale di rischio
allo sviluppo
regionale*

Inoltre, in seguito alla **richiesta del Consiglio ECOFIN** del 7 novembre 2000⁴⁴ d'imprimere un nuovo orientamento agli strumenti comunitari gestiti dal FEI nell'intento di porre rimedio alle manchevolezze riscontrabili sul mercato, il *nuovo programma pluriennale per le imprese e l'imprenditorialità (MAP)*⁴⁵, adottato nel dicembre 2000, prevede un adattamento del piano "*EFT Start-up*" in modo da contribuire al finanziamento d'impresе incubatrici e di capitali di avviamento, mentre il *meccanismo di garanzia per le PMI* si doterà di nuovi "sportelli" per concedere la **garanzia sulla partecipazione azionaria**, la garanzia per i microcrediti e la garanzia per gli investimenti nelle TIC⁴⁶.

*Si è dato un
nuovo
orientamento ai
programmi e ai
meccanismi
esistenti*

Infine, gli esempi indicati più sopra mostrano l'esigenza che la gamma e le caratteristiche degli strumenti finanziari offerti dalle pubbliche autorità continuino a svilupparsi in modo da conseguire adeguatamente gli intenti politici che si sono prefissi. In futuro, con una nuova situazione generale del mercato, per conseguire i medesimi obiettivi politici potranno essere

*Proseguiranno le
riflessioni
sull'ulteriore
sviluppo degli*

⁴³ Vedasi [http://europa.eu.int/comm\(politica regionale\)](http://europa.eu.int/comm(politica regionale)).

⁴⁴ Sulla base della comunicazione della Commissione "*Analisi di specifici strumenti finanziari comunitari per le PMI*", COM(2000) 653 del 18 ottobre 2000.

⁴⁵ *Nuovo programma pluriennale (2001-2005) (op. cit.)*.

⁴⁶ Si tratta di un'aggiunta all'azione per il "*capitale di avviamento*" (in sostituzione del programma CREA), citata al punto 5.2, che è diventata parte integrante del nuovo programma pluriennale. Per maggiori informazioni su tutti questi programmi vedasi www.FEI.org.

necessari mezzi differenti. La Commissione continuerà a fare un uso **creativo** dei propri strumenti finanziari, allo scopo di **stimolare** ancor più gli investimenti del settore privato. A tale riguardo, la Commissione ritiene, per esempio, che gli strumenti finanziari i quali producono il massimo risultato d'incremento sugli attuali fondi privati CR⁴⁷ si potrebbero considerare l'evoluzione naturale delle garanzie sulla partecipazione azionaria (già operative in vari Stati membri e previste nei nuovi sportelli del meccanismo di credito per le PMI). In casi specifici, tali strumenti finanziari possono fornire una combinazione ottimale di cooperazione pubblica e privata e, dati i loro effetti moltiplicatori, potranno evitare il rischio di escludere il settore privato.

*strumenti
finanziari*

7. CONCLUSIONI

Le cifre relative agli investimenti in capitale di rischio in Europa nel 2000 mostrano una crescita quanto mai considerevole rispetto agli anni precedenti. Dalla metà degli anni '90, il combinarsi di migliori condizioni economiche in Europa, del controllo dei disavanzi statali come risultato dell'UEM, di valutazioni in rapida crescita sui mercati azionari, dell'influsso positivo derivante dalla prospera economia USA e dell'abbondanza di possibilità d'investimento in nuove tecnologie e applicazioni promettenti hanno spinto i mercati del capitale di rischio a una crescita esponenziale. Ciò ha anche consentito al settore europeo del capitale di rischio di acquisire maggiore forza e maturità. Da quando (nel 1998) è stato adottato il PACR, gli investimenti in capitale di rischio in Europa si sono **triplicati** e gli investimenti nelle "**prime fasi di attività**" **si sono quadruplicati**. Come risultato, nel 2000 gli investimenti nelle "prime fasi di attività" sono stati pari al totale degli investimenti in capitale di rischio del 1998. Sotto tale profilo, l'attuazione del PACR, a metà del suo percorso, mostra progressi effettivi. Questa valutazione ottimistica, tuttavia, va temperata se si procede a un raffronto con gli USA, dove nel 1998 gli investimenti in capitale di rischio erano quasi il doppio di quelli europei, il triplo nel 1999 e il quadruplo nel 2000. Sembra dunque che il divario si stia accentuando. Non soltanto il settore USA ha dimensioni molto maggiori, ma i suoi investimenti, più ingenti, hanno registrato una crescita più accelerata. Se tale tendenza persisterà, sarà impossibile conseguire gli ambiziosi obiettivi stabiliti a Lisbona, che vanno ben oltre quelli del PACR (promuovere la crescita economica e la creazione di posti di lavoro).

*Vi è ancora molta
strada da fare per
conseguire gli
obiettivi del 2010*

Le cifre sopra riportate implicano che, nonostante i progressi compiuti negli ultimi anni, in Europa non vi è ancora un numero sufficiente d'imprenditori aventi la capacità di creare e di proporre un flusso di qualità mondiale di progetti e d'impresе improntati all'innovazione, il che potrebbe divenire l'obiettivo dei finanziamenti in capitale di rischio. Portare a compimento il PACR, a prescindere da considerazioni congiunturali, deve costituire una **massima priorità politica** se si vuole incrementare

*Gli Stati membri
devono fornire
maggiori
informazioni*

⁴⁷ Un esempio del genere, spesso citato e generalmente considerato riuscito, è il programma statunitense noto come **SBIC (Small Business Investment Programme)** che è amministrato e sostenuto con una garanzia dalla **SBA (Small Business Administration)** del Governo federale USA.

l'imprenditorialità europea. L'accento va posto ora sul lato della "domanda" (per esempio sviluppare le innovazioni con potenziale commerciale offerte dalla R&S). Inoltre, si deve continuare a integrare appieno le considerazioni e le esigenze istanze relative al capitale di rischio in tutte le politiche comunitarie e nazionali. A tale riguardo, per stabilire con precisione il grado di attuazione del PACR negli Stati membri⁴⁸, è necessario che questi forniscano su base continua informazioni più particolareggiate. Le imminenti **relazioni nazionali sui progressi compiuti nelle riforme strutturali** dovrebbero costituire il primo passo importante in tale processo.

Infine, le attuali difficili condizioni del mercato e il circostante clima d'incertezza possono portare certamente a una concentrazione del settore, nonché al ripensamento della sua strategia.

*La nuova
situazione
richiede un
ripensamento
della strategia*

⁴⁸ Il Belgio ha inviato alla Commissione all'inizio del 2001 una relazione completa sull'attuazione del PACR: "*Contributo(-i) del Belgio all'attuazione del Piano d'azione per gli investimenti in capitale*", dicembre 2000.

ELENCO DEGLI ALLEGATI

Allegato 2: Il PACR: situazione secondo il tipo di barriere

Allegato 3: Sigle ricorrenti nel PACR

Allegato 4: Glossario del PACR

PACR (PIANO D'AZIONE SUL CAPITALE DI RISCHIO) APPROVATO AL VERTICE DI CARDIFF (GIUGNO 1998)

SITUAZIONE SECONDO IL TIPO DI BARRIERE ALL'OTTOBRE 2001

Il PACR indica sei (6) categorie di barriere da abbattere nell'UE:

- **FRAMMENTAZIONE DEL MERCATO**
- **BARRIERE ISTITUZIONALI E NORMATIVE**
- **IMPOSIZIONE FISCALE**
- **SCARSO NUMERO DI PICCOLE IMPRESE AD ALTA TECNOLOGIA**
- **RISORSE UMANE**
- **BARRIERE CULTURALI**

BARRIERA: FRAMMENTAZIONE DEL MERCATO

Provvedimento	Obiettivo	Responsabilità/Partecipazione	Situazione
Sviluppare le reti di business angels ai livelli regionale, nazionale e comunitario		<i>Settore privato</i> <i>Stati membri</i> <i>Commissione</i>	<i>Azione iniziata nel 1998 e conclusa nel 2000. La Commissione ha concesso il proprio sostegno a 20 reti. La valutazione dei risultati si è iniziata nell'agosto 2001</i>
Monitoraggio dei mercati e sviluppo di informazioni e statistiche su tutti i livelli di capitale di rischio nell'UE		<i>EVCA</i> <i>Commissione</i> <i>Operatori di mercato</i>	<i>In corso di attuazione</i>
Tavola rotonda sull'incidenza della frammentazione del mercato europeo del capitale di rischio	Incitare tutti gli operatori di mercato a generare sinergie per ridurre gli effetti della frammentazione	<i>Commissione</i> <i>Stati membri</i> <i>Operatori di mercato</i> <i>(organismi di regolamentazione, nuovi mercati dei capitali, fondi di capitale di rischio, banche, ecc.)</i>	<i>La tavola rotonda si è tenuta a Bruxelles il 24 ottobre 1998.</i>
Esame approfondito del costo per le imprese europee del finanziamento attraverso il credito o il ricorso al mercato dei capitali	Ottenere un quadro più chiaro delle difficoltà e del fabbisogno finanziario delle imprese	<i>Commissione</i> <i>Operatori di mercato</i> <i>(banche, fondi di capitale di rischio, mercati dei capitali, ecc.)</i>	<ul style="list-style-type: none"> • <i>La Commissione ha avviato nel luglio 2001 uno studio sul finanziamento delle imprese</i> • <i>Per l'incidenza sul piano fiscale si veda lo studio della Commissione di cui al capitolo 4</i>

BARRIERE ISTITUZIONALI E NORMATIVE

Provvedimento	Obiettivo	Responsabilità/Partecipazione	Situazione
Recepimento e attuazione di tutte le direttive sui servizi finanziari; controllo tramite il quadro di valutazione del mercato unico		<i>Stati membri Commissione</i>	<i>Vedasi il quadro di valutazione del Grafico 5 (capitolo 3).</i>
Semplificazione delle formalità amministrative per la costituzione di società (compresi i requisiti relativi al capitale minimo)		<i>Stati membri Commissione (diffusione delle pratiche migliori)</i>	<i>Cifre e un quadro dell'evoluzione saranno disponibili entro la fine del 2001 grazie all'esercizio di analisi comparativa (vedasi il Capitolo 5)</i>
I fondi di capitale di rischio: esame della necessità di una normativa comunitaria riguardante specifici fondi chiusi	Prevedere, sulla scorta della direttiva 85/611 sugli OICVM, un passaporto europeo per i fondi chiusi (compresi i fondi in capitale di rischio), che consenta loro di raccogliere finanziamenti e di offrire i propri servizi in tutti gli Stati membri, senza restrizioni	<i>Commissione Consiglio PE Il settore: - EFIFC - EVCA - piccole imprese</i>	<i>Il comitato di contatto OICVM e i rappresentanti delle categorie interessate si sono riuniti il 18 novembre 1998 a Bruxelles. Si è convenuto che non era necessaria una direttiva ad hoc.</i>
Esame dell'attuazione ed eventuale modifica della direttiva sui prospetti per facilitare la raccolta di capitale su scala transfrontaliera (per esempio, le IPO)	Un prospetto o un documento di offerta approvato in uno Stato membro dovrebbe poter essere utilizzato in tutti gli Stati membri	<i>Commissione Consiglio PE Mercati dei capitali (autorità competenti e piccole imprese)</i>	<i>Proposta della Commissione adottata il 30 maggio 2001</i>

BARRIERE ISTITUZIONALI E NORMATIVE (seguito)

Provvedimento	Obiettivo	Responsabilità/Partecipazione	Situazione
Adozione di regole prudenziali per consentire agli investitori istituzionali d'investire in capitale di rischio	Permettere agli investitori istituzionali, nel rispetto di regole di prudenza, d'investire in capitale di rischio	<i>Stati membri</i> <i>Commissione (seguito del Libro verde sulle pensioni integrative)</i>	<ul style="list-style-type: none"> • posizioni comuni sugli OICVM adottate il 5 giugno 2001 • proposta della Commissione sui fondi pensione adottata l'11 ottobre 2000
Valutare i requisiti attuali in materia di contabilità e di revisione contabile	Permettere alle società di redigere conti consolidati per facilitare l'accesso al capitale di rischio (per le IPO e le società quotate)	<i>Stati membri</i> <i>Commissione</i> <i>Organismi di normazione contabile</i>	<i>Proposta della Commissione sui principi contabili internazionali adottata il 13 febbraio 2000</i>
Ridurre il capitale minimo richiesto per la costituzione d'impres	Facilitare il costituirsi d'impres	<i>Stati membri</i>	<i>Cifre e un quadro dell'evoluzione saranno disponibili entro la fine del 2001 grazie all'esercizio di analisi comparativa (vedasi il Capitolo 5)</i>
Riforma dei testi di legge sull'insolvenza e sul fallimento	Senza tralasciare di tutelare gli interessi dei creditori e dei consumatori, provvedere perché gli imprenditori dichiarati falliti possano avere una seconda possibilità	<i>Stati membri</i> <i>Commissione (diffusione delle migliori pratiche)</i>	<i>Un seminario sul "Fallimento di imprese" è stato organizzato nel maggio 2001. Una relazione sarà disponibile nell'autunno 2001. Uno studio su "Fallimento e avvio di una nuova attività" dovrebbe essere varato dalla Commissione prima della fine del 2001</i>

BARRIERA: IMPOSIZIONE FISCALE

Tema	Problemi da esaminare	Responsabilità/Partecipazione	Situazione
Imposizione fiscale sui fondi in capitale di rischio	Doppia imposizione	<i>Stati membri</i>	<i>Vari Stati membri hanno già adottato alcuni provvedimenti (vedasi lo studio della Commissione menzionato nel capitolo 4)</i>
Imposta sui redditi di capitale	Incidenza sul capitale di rischio	<i>Stati membri</i>	
Disposizioni fiscali per le nuove imprese	Contesto fiscale per le nuove imprese	<i>Stati membri</i>	
Tassazione del capitale investito in attività a basso rischio (per es. depositi bancari, obbligazioni invece di capitale di rischio)	Situazione negli Stati membri	<i>Stati membri</i>	
Diritti di opzione (stock options)	Incidenza sulle assunzioni e sui risultati della società	<i>Stati membri</i>	

BARRIERA: SCARSO NUMERO DI PICCOLE IMPRESE AD ALTA TECNOLOGIA

Provvedimento	Obiettivo	Responsabilità/Partecipazione	Situazione
Sviluppo della costituzione di reti e delle aggregazioni tra università, centri di ricerca, finanziatori, avvocati, specialisti in risorse umane, ecc. e loro collegamento a livello europeo		<i>Settore privato</i> <i>Stati membri</i> <i>Commissione (progetti pilota, diffusione delle pratiche migliori, quinto programma quadro di ricerca)</i>	<i>Prevista nella proposta della Commissione di nuovo programma quadro di R&S del febbraio 2001. Il "Forum Biotecnologia & Finanza" attivo dalla fine del 1997 potrebbe servire da modello</i>
Sviluppo di moduli di commercio elettronico su misura per le piccole imprese per facilitarne l'accesso al commercio elettronico e al mercato interno		<i>Settore privato</i> <i>Stati membri</i> <i>Commissione (progetti pilota)</i>	<i>La Commissione ha adottato una comunicazione "GoDigital" il 13.03.2001</i>
Istituire un club pan-europeo delle imprese high-tech innovative	Facilitare la diffusione su scala europea di esempi di successo e buone pratiche; facilitare i contatti con gli investitori	<i>Operatori di mercato (piccole imprese, fondi di capitale di rischio, ecc.)</i> <i>Commissione</i>	<i>La Federazione europea delle imprese "High Tech" è stata costituita nel 1999</i>
Riforma del sistema europeo dei brevetti	Sulla base del Libro verde, semplificare le procedure e istituire un autentico brevetto comunitario	<i>Commissione</i> <i>Stati membri</i> <i>PE</i>	<i>Proposta della Commissione adottata il 5 luglio 2000</i>

BARRIERA: RISORSE UMANE

Provvedimento	Obiettivo	Responsabilità/Partecipazione	Situazione
Promozione dello spirito imprenditoriale e dell'innovazione nei sistemi d'istruzione e di formazione		<i>Stati membri Commissione (diffusione delle pratiche migliori)</i>	<i>È stata varata una procedura BEST mirante a promuovere la cultura imprenditoriale dalla scuola elementare all'università. Prima riunione con gli esperti nel giugno 2001. Risultati finali attesi nel settembre 2002. Per altre iniziative vedasi il capitolo 5.</i>
Determinazione delle esigenze di formazione dei gestori di fondi di capitale di rischio, "market makers", analisti di imprese high-tech	Individuare i programmi di formazione da istituire per rimediare all'eventuale scarsità di personale qualificato in questi settori	<i>Commissione Operatori di mercato</i>	<ul style="list-style-type: none"> • <i>L'EVCA ha istituito programmi di formazione. Vengono regolarmente offerti corsi ai partecipanti al mercato.</i> • <i>La "Azione per il capitale di prima progettazione", a cura del FEI, si concentrerebbe sui gestori d'investimenti ai livelli di responsabilità più bassi</i>
Valutazione dei benefici della retribuzione mediante azioni e dei programmi di partecipazione al capitale dei dipendenti	Iniziare studio del futuro a livello europeo	<i>Stati membri Commissione Parti sociali</i>	<i>Un documento consultivo della Commissione è stato pubblicato nel luglio 2001 (vedasi capitolo 5)</i>

BARRIERE CULTURALI

Provvedimento	Obiettivo	Responsabilità/Partecipazione	Situazione
Dimostrazione dei vantaggi del capitale di rischio e della promozione dell'imprenditorialità		<i>Settore privato</i> <i>Stati membri</i> <i>Commissione</i>	<i>Sono state organizzate varie conferenze nazionali e internazionali con la partecipazione di funzionari della Commissione (vedasi il capitolo 5)</i>
Diffusione delle pratiche migliori nel governo societario	Facilitare la diffusione delle pratiche di governo societario necessarie per gli investitori	<i>Settore privato</i> <i>Organi internazionali</i> <i>Commissione</i> <i>Stati membri</i>	<i>Il bando di gara della Commissione per la redazione di uno studio comparativo è stato pubblicato il 21 marzo 2000. Si attendono i risultati entro il 2001.</i>

SIGLE RICORRENTI NEL PACR

AIM:	Alternative Investment Market: mercato alternativo degli investimenti, a Londra (www.londonstockexchange.com/aim)
BEI:	Banca europea per gli investimenti (www.BEI.org)
BEST:	Task Force per la semplificazione del contesto delle imprese, costituita dalla Commissione nel settembre 1997
BSPCE:	I “ <i>Bons de Souscription des Parts et Créateurs d’Entreprises</i> ” francesi
CAERVM:	Comitato delle autorità europee di regolamentazione dei valori mobiliari
CEVM:	Comitato europeo dei valori mobiliari. Sostituisce il Comitato delle autorità superiori di vigilanza dei mercati mobiliari
CGCE:	Corte di giustizia delle Comunità europee (www.curia.eu.int)
CR:	capitale di rischio
CVC:	Corporate Venture Capital
DSI:	direttiva relativa ai servizi d'investimento (93/22/EEC)
EASDAQ:	European Association of Securities Dealer Automated Quotation (sistema di quotazione automatica dell’Associazione europea degli operatori in titoli). Denominazione modificata in “NASDAQ-Europe” (www.nasdaqeurope.com)
EURO.NM:	Nouveau Marché (Parigi) + Neuer Markt (Francoforte) + Nouveau Marché (Bruxelles) + Nieuwe Markt (Amsterdam) + Nuovo Mercato (Milano)
EVCA:	European Private Equity and Venture Capital Association (Associazione europea del capitale di rischio)

(www.evca.com)

FEI:	Fondo europeo per gli investimenti (<u>www.FEI.org</u>)
FESCO:	Forum of European Securities Commissions (<u>www.europefesco.org</u>). Vedi anche CAERVM*
FIBV:	Federation Européenne des Bourses de Valeurs/International Federation of Stock Exchanges (<u>www.fibv.com</u>)
IAS:	International Accounting Standards: norme contabili internazionali
IMPE:	Indirizzi di massima per le politiche economiche
MAP	Programma pluriennale per l'impresa e l'imprenditorialità
NASDAQ:	The American National Association of Securities Dealers Automated Quotation system (sistema di quotazione automatica dell'Associazione nazionale degli operatori in titoli) (<u>www.nasdaq.com</u>)
OICVM:	Organismo d'investimento collettivo in valori mobiliari (fondo d'investimento)
PASF:	Piano d'azione per i servizi finanziari
PMI:	piccole e medie imprese
R&S	ricerca e sviluppo
RST:	ricerca e sviluppo tecnologico
TI:	Tecnologia dell'informazione
TIC:	Tecnologie dell'informazione e della comunicazione
US GAAP:	American Generally Accepted Accounting Principles (Principi contabili generalmente ammessi negli Stati Uniti)

ALLEGATO 4

GLOSSARIO DEI TERMINI UTILIZZATI NEL PACR

Acquisizione dall'interno (MBO)	Rilevazione da parte dei dirigenti di un'impresa e degli investitori di una linea di prodotti o delle attività dell'impresa da cui dipendono.
Borsa valori (mercato borsistico, mercato dei titoli)	Mercato di compravendita di valori mobiliari. La sua funzione essenziale consiste nel porre in grado le imprese, i pubblici poteri e gli enti locali di raccogliere capitali vendendo titoli agli investitori.
Business angels	Privati che investono direttamente in imprese nuove e in espansione non quotate in borsa; di solito essi apportano finanziamenti in cambio di una quota di partecipazione azionaria dell'impresa, ma possono anche fornire altri finanziamenti a lungo termine. I loro capitali possono integrare l'intervento del capitale di rischio*, mediante finanziamenti d'importo più modesto (in genere inferiore a 150.000 euro), in una fase precedente a quella in cui sono in grado d'investire la maggior parte delle società di capitali di rischio.
Capitale di avviamento (Early stage capital)	Finanziamento accordato alle imprese prima che inizino la fabbricazione commerciale e le vendite e prima che realizzino profitti: comprende il "seed capital", finanziamento inteso a favorire la ricerca, la valutazione e lo sviluppo di un'idea di base, e lo "start-up capital", finanziamento fornito alle imprese per lo sviluppo e la commercializzazione iniziale dei loro prodotti.
Capitale di rischio	Investimento in imprese non quotate in borsa effettuato da società di capitali di rischio le quali, agendo in qualità di mandanti, gestiscono capitali propri, di privati o di istituzioni. Sono quattro le grandi fasi di finanziamento, corrispondenti alle fasi dello sviluppo di un'impresa sostenuta da capitale di rischio: avviamento*, sviluppo*, sostituzione* e rilevazione*. Negli Stati Uniti il concetto di "capitale di rischio" non include la maggior parte delle operazioni di rilevazione dall'interno.
Capitale di sostituzione	Acquisto di azioni emesse da una società da parte di un'altra organizzazione d'investimento di capitali di rischio o da parte di uno o più altri azionisti.
Capitale di sviluppo	Finanziamento inteso a favorire la crescita e l'espansione di un'impresa.
Capitale netto (patrimonio netto)	Valore delle azioni ordinarie di una società.
Capitalizzazione di mercato	Il prezzo di un'azione moltiplicato per il numero totale delle azioni emesse da una società. La valutazione borsistica totale di una società per azioni. Per estensione, la valutazione totale delle società quotate in una borsa valori.

<i>Comitato delle autorità di vigilanza dei mercati dei valori mobiliari</i>	Gruppo consultivo informale costituito nel 1985 dalla Commissione e dalle autorità nazionali dell'UE preposte ai mercati dei valori mobiliari per trattare problemi di cooperazione e questioni transfrontaliere. Sarà sostituito dal Comitato dei valori mobiliari.
<i>Corporate venturing</i>	Conferimento di capitale di rischio da una società ad un'altra.
<i>Direttiva sui servizi d'investimento (DSI)</i>	Direttiva 93/22/CEE. Prevede “un passaporto” europeo per le società d'investimento (intermediari, operatori di borsa ecc.) e dà il diritto alle borse elettroniche d'installare i loro terminali in altri Stati membri.
<i>Direttive sulla contabilità</i>	Direttive 78/660/CEE e 83/349/CEE.
<i>Diritto di opzione</i>	Possibilità accordata agli impiegati e/o ai dirigenti di acquistare a prezzo stabilito azioni della società da cui dipendono.
<i>Fondi di capitale di rischio</i>	Fondi chiusi costituiti per fornire capitali di rischio.
<i>Gestione d'impresa</i>	Il modo in cui sono gestite le organizzazioni, in particolare le società a responsabilità limitata, e la natura delle responsabilità dei dirigenti nei confronti dei proprietari. Si tratta di una questione di crescente rilievo dall'inizio degli anni '90, poiché i finanziatori esterni di un'impresa vogliono assicurarsi che i dirigenti non agiscano contro i loro interessi.
<i>Investitori istituzionali</i>	Questa denominazione indica soprattutto le società di assicurazioni, i fondi pensione e i fondi d'investimento che raccolgono il risparmio e forniscono fondi ai mercati, ma anche altri tipi di istituzioni (per esempio i fondi di dotazione, le fondazioni ecc.).
<i>IPO (Initial Public Offering)</i>	Emissione pubblica iniziale (pubblica sottoscrizione, offerta di azioni al pubblico): procedura di lancio di una nuova società mediante offerta delle sue azioni al pubblico.
<i> Mercati dei capitali di rischio</i>	I mercati che forniscono finanziamento azionario ad un'impresa nelle sue prime fasi di crescita (avviamento* e sviluppo*). Nel contesto della presente comunicazione, si tratta di tre tipi di finanziamento: <ul style="list-style-type: none"> - investimento informale da parte dei business angels* - capitali di rischio* - borse specializzate nelle PMI e nelle imprese a forte crescita.
<i> Mercati regolamentati</i>	Mercati organizzati dove s'incontrano acquirenti e venditori per contrattare secondo regole e procedure convenute. Sono mercati che soddisfano le condizioni di cui all'articolo 1, paragrafo 13 della DSI*.

<i>Mercato finanziario</i>	Il mercato dal quale i settori industriale e commerciale, i pubblici poteri e gli enti locali attingono capitali a lungo termine. Le borse valori fanno parte del mercato finanziario.
<i>Mercato primario</i>	Il mercato delle nuove emissioni di valori mobiliari.
<i>Mercato secondario</i>	Il mercato di compravendita dei valori mobiliari dopo la loro vendita in pubblica sottoscrizione. La prosperità e la liquidità del mercato secondario sono le condizioni per la solidità del mercato primario.
<i>Private equity</i>	In contrapposizione a “public equity”, è l’investimento da parte di privati in azioni di società non quotate in borsa.
<i>Prospetti (direttiva)</i>	Documenti redatti a norma delle direttive 89/298/CEE (offerte pubbliche) e/o 80/390/CEE (prospetto)
<i>Prospetto</i>	Offerta scritta ufficiale di vendita di titoli, nella quale viene presentato il programma delle attività di un’impresa o vengono riportati i fatti riguardanti un’impresa già operante, di cui l’investitore deve essere informato per decidere con cognizione di causa.
<i>Regola dell’uomo prudente</i>	Obbligo imposto agli amministratori dei fondi pensione di investire come se agissero in conto proprio, in particolare differenziando ragionevolmente il portafoglio, senza limiti nella ripartizione di questo se non l’autoinvestimento per i fondi pensione che finanziano piani a prestazioni definite. Hanno una normativa di questo tipo l’Irlanda, i Paesi Bassi, il Regno Unito, l’Australia, il Canada e gli Stati Uniti.
<i>Valori mobiliari</i>	Attivi finanziari comprendenti azioni, obbligazioni, titoli a reddito fisso, investimenti a capitale variabile e crediti su prestiti o depositi.

* Termine definito nel glossario o nell’elenco delle sigle