

## COMUNICAZIONE DELLA COMMISSIONE

### Orientamenti sugli aiuti di Stato destinati a promuovere gli investimenti per il finanziamento del rischio

(2014/C 19/04)

#### INDICE

1.	Introduzione .....	6
2.	Campo di applicazione degli orientamenti e definizioni .....	9
2.1.	Il test dell'operatore in un'economia di mercato .....	10
2.1.1.	Aiuti agli investitori .....	11
2.1.2.	Aiuti a intermediari finanziari e/o ai loro gestori .....	11
2.1.3.	Aiuti alle imprese nelle quali sono effettuati gli investimenti .....	12
2.2.	Aiuti al finanziamento del rischio soggetti a notifica .....	12
2.3.	Definizioni .....	14
3.	Valutazione della compatibilità degli aiuti al finanziamento del rischio .....	16
3.1.	Principi di valutazione comuni .....	16
3.2.	Contributo al raggiungimento di un obiettivo comune .....	17
3.2.1.	Obiettivi di intervento specifici della misura .....	17
3.2.2.	Raggiungimento degli obiettivi di intervento da parte degli intermediari finanziari .....	17
3.3.	Necessità dell'intervento statale .....	18
3.3.1.	Misure destinate a categorie di imprese che esulano dal campo di applicazione del regolamento generale di esenzione per categoria .....	19
a)	Piccole imprese a media capitalizzazione .....	19
b)	Imprese a media capitalizzazione innovative .....	19
c)	Imprese che ricevono gli investimenti iniziali per il finanziamento del rischio superati sette anni dopo la loro prima vendita commerciale .....	19
d)	Imprese che necessitano di un investimento per il finanziamento del rischio di importo superiore al limite fissato nel regolamento generale di esenzione per categoria .....	20
e)	Piattaforme alternative di negoziazione che non soddisfano le condizioni del regolamento generale di esenzione per categoria .....	20
3.3.2.	Misure i cui parametri non rispettano il regolamento generale di esenzione per categoria ...	21
a)	Strumenti finanziari con una partecipazione di investitori privati inferiore alle percentuali previste dal regolamento generale di esenzione per categoria .....	21

b)	Strumenti finanziari concepiti con parametri superiori ai massimali previsti nel regolamento generale di esenzione per categoria . . . . .	21
c)	Strumenti finanziari diversi dalle garanzie per i quali gli investitori, gli intermediari finanziari e i relativi gestori sono selezionati privilegiando la protezione dai rischi rispetto alla ripartizione asimmetrica degli utili . . . . .	21
d)	Incentivi fiscali a favore degli investitori aziendali, compresi gli intermediari finanziari o i loro gestori che agiscono in qualità di coinvestitori . . . . .	22
3.4.	Adeguatezza della misura di aiuto . . . . .	22
3.4.1.	Adeguatezza rispetto ad altri strumenti di intervento e ad altri strumenti di aiuto . . . . .	22
3.4.2.	Condizioni relative agli strumenti finanziari . . . . .	23
a)	Investimenti in <i>equity</i> . . . . .	24
b)	Strumenti di debito di tipo «funded»: prestiti . . . . .	25
c)	Strumenti di debito di tipo «unfunded»: garanzie . . . . .	26
3.4.3.	Condizioni relative agli strumenti fiscali . . . . .	26
3.4.4.	Condizioni relative alle misure a favore delle piattaforme alternative di negoziazione . . . . .	27
3.5.	Effetto incentivante degli aiuti . . . . .	27
3.6.	Proporzionalità dell'aiuto . . . . .	28
3.6.1.	Condizioni relative agli strumenti finanziari . . . . .	28
3.6.2.	Condizioni relative agli strumenti fiscali . . . . .	29
3.6.3.	Condizioni per le piattaforme alternative di negoziazione . . . . .	30
3.7.	Prevenzione degli effetti negativi indebiti sulla concorrenza e sugli scambi . . . . .	30
3.8.	Trasparenza . . . . .	31
3.9.	Cumulo . . . . .	32
4.	Valutazione . . . . .	32
5.	Disposizioni finali . . . . .	33
5.1.	Proroga degli orientamenti sul capitale di rischio . . . . .	33
5.2.	Applicabilità delle regole . . . . .	33
5.3.	Misure opportune . . . . .	33
5.4.	Relazioni e monitoraggio . . . . .	33
5.5.	Revisione . . . . .	34

## 1. INTRODUZIONE

1. In base all'articolo 107, paragrafo 3, lettera c), del trattato sul funzionamento dell'Unione europea, la Commissione può considerare compatibili con il mercato interno gli aiuti di Stato destinati ad agevolare lo sviluppo di talune attività economiche, sempre che non alterino le condizioni degli scambi in misura contraria al comune interesse. Per i motivi delineati nei presenti orientamenti, la Commissione ritiene che lo sviluppo del mercato del finanziamento del rischio e il miglioramento dell'accesso a tale mercato da parte delle piccole e medie imprese («PMI»), le piccole imprese a media capitalizzazione e le imprese a media capitalizzazione innovative siano di grande importanza per l'economia dell'Unione nel suo complesso.
2. Promuovendo la creazione e l'espansione di nuove imprese, in particolare quelle più innovative e a forte crescita, vi sono enormi possibilità di generare occupazione. Pertanto, affinché le imprese più attive possano accedere ai finanziamenti necessari in ogni fase del loro sviluppo, è essenziale che vi sia un mercato efficiente del finanziamento del rischio per le PMI.
3. Nonostante le loro potenzialità di crescita, le PMI possono avere difficoltà ad accedere ai finanziamenti, in particolare nelle fasi iniziali di sviluppo. Queste difficoltà sono dovute fondamentalmente a un problema di *asimmetria dell'informazione*: spesso, soprattutto quando sono ancora agli inizi, le PMI non sono in grado di dimostrare agli investitori la loro affidabilità creditizia o la solidità dei loro piani aziendali. In tale contesto, in caso di operazioni che riguardano le PMI, spesso gli investitori rinunciano a effettuare quell'analisi accurata cui fanno ricorso quando si tratta di concedere finanziamenti alle imprese di maggiori dimensioni, in quanto i costi connessi a tale analisi sono troppo elevati rispetto al valore dell'investimento. Pertanto, indipendentemente dalla qualità del progetto o dalle potenzialità di crescita, le PMI rischiano di non poter ottenere i necessari finanziamenti fintanto che non dispongono di una comprovata storia creditizia e di garanzie sufficienti. A causa dell'asimmetria dell'informazione, vi è il rischio che i mercati di finanziamento delle imprese rifiutino di concedere i necessari finanziamenti tramite *equity* o debito alle PMI appena create e potenzialmente a forte crescita. Il persistere del fallimento del mercato dei capitali che ne consegue impedisce all'offerta di soddisfare la domanda ad un prezzo accettabile per entrambe le parti, con ripercussioni negative sulle potenzialità di crescita delle PMI. In talune circostanze, le piccole imprese a media capitalizzazione e le imprese a media capitalizzazione innovative si trovano a dover far fronte allo stesso fallimento del mercato.
4. L'impossibilità per un'impresa di accedere ai finanziamenti può avere conseguenze che vanno ben al di là della singola impresa, soprattutto a causa delle *esternalità sulla crescita*. Molti settori di successo ottengono un incremento della produttività non perché le imprese presenti sul mercato aumentano la loro produttività ma perché le imprese più efficienti e tecnologicamente avanzate si sviluppano a scapito di quelle meno efficienti (o quelle con prodotti obsoleti). Se questo processo viene ostacolato dal fatto che le imprese potenzialmente di successo non sono in grado di ottenere finanziamenti, è probabile che vi siano conseguenze negative più ampie sulla crescita della produttività. Consentendo a una base più ampia di imprese di entrare sul mercato si potrebbe stimolare la crescita.
5. Pertanto, l'esistenza di una carenza di finanziamenti a favore delle PMI, delle piccole imprese a media capitalizzazione e delle imprese a media capitalizzazione innovative può giustificare misure di sostegno pubblico, tra cui, in alcune circostanze specifiche, la concessione di aiuti di Stato. Se correttamente mirati, gli aiuti di Stato a sostegno della concessione di finanziamento del rischio a tali imprese possono costituire un mezzo efficace per ovviare ai fallimenti del mercato e mobilitare capitale privato.
6. L'accesso delle PMI ai finanziamenti è un obiettivo di interesse comune alla base della strategia Europa 2020 <sup>(1)</sup>. In particolare, l'iniziativa faro «L'Unione dell'innovazione» <sup>(2)</sup> si propone di migliorare le condizioni generali e l'accesso ai finanziamenti per la ricerca e l'innovazione, per fare in modo che

<sup>(1)</sup> In particolare, la comunicazione della Commissione «Europa 2020 — Una strategia per una crescita intelligente, sostenibile e inclusiva» [COM(2010) 2020 definitivo, del 3.3.2010] delinea un quadro strategico per una nuova impostazione della politica industriale che dovrebbe riportare l'economia dell'Unione su un percorso di crescita dinamica, rafforzandone la competitività. La comunicazione sottolinea l'importanza di migliorare l'accesso delle imprese, in particolare delle PMI, ai finanziamenti.

<sup>(2)</sup> Comunicazione della Commissione, «Iniziativa faro Europa 2020 — L'Unione dell'innovazione», COM(2010) 546 definitivo del 6.10.2010.

le idee innovative si trasformino in nuovi prodotti e servizi che stimolino la crescita e l'occupazione. Oltre a ciò, l'iniziativa *«Una politica industriale per l'era della globalizzazione»* <sup>(3)</sup> è intesa a migliorare il clima imprenditoriale e a favorire lo sviluppo di una base industriale solida e sostenibile in grado di competere su scala mondiale. Secondo la *«Tabella di marcia verso un'Europa efficiente nell'impiego delle risorse»* <sup>(4)</sup>, sono necessarie condizioni quadro chiare per rassicurare gli investitori e garantire un migliore accesso ai finanziamenti per le imprese che effettuano investimenti «ecologici», i quali sono considerati più rischiosi o hanno tempi di rientro dell'investimento più lunghi. Inoltre, lo *Small Business Act* <sup>(5)</sup> stabilisce una serie di principi guida per un quadro politico globale volto a sostenere lo sviluppo delle PMI. Uno di questi principi è agevolare l'accesso delle PMI ai finanziamenti, principio che si ritrova anche nell'atto per il mercato unico <sup>(6)</sup>.

7. In questo contesto, il piano d'azione del 2011 per migliorare l'accesso delle PMI ai finanziamenti <sup>(7)</sup> e il dibattito avviato nel 2013 con il Libro verde sul finanziamento a lungo termine dell'economia europea <sup>(8)</sup> riconoscono che, malgrado il successo dell'Unione europea dipenda in larga misura dalla crescita delle PMI, queste incontrano spesso notevoli difficoltà a ottenere finanziamenti. Per affrontare queste difficoltà, sono state intraprese o proposte iniziative politiche intese ad accrescere la visibilità delle PMI tra gli investitori e a rendere i mercati dei finanziamenti più attraenti e accessibili per le PMI.
  8. Recentemente sono state adottate due iniziative importanti per i fondi di investimento: il regolamento sui fondi di *venture capital* nell'Unione <sup>(9)</sup> adottato nel 2013, che consente a tali fondi di commercializzare i loro prodotti e di raccogliere capitali in tutto il mercato interno, e la proposta di regolamento relativo ai fondi di investimento europei a lungo termine <sup>(10)</sup>, mirante a introdurre condizioni quadro per favorire l'attività dei fondi di investimento privati che prevedono l'impegno a lungo termine degli investitori.
  9. Oltre a questi regolamenti specifici, il quadro regolamentare in materia di gestione e funzionamento dei fondi di investimento attivi nel finanziamento del rischio, quali i fondi di *private equity*, è stabilito dalla direttiva sui gestori di fondi di investimento alternativi (GEFIA) <sup>(11)</sup>.
  10. In linea con tali iniziative politiche, la Commissione intende utilizzare il bilancio dell'Unione europea per agevolare l'accesso delle PMI ai finanziamenti e porre rimedio ai fallimenti strutturali del mercato che limitano la crescita delle PMI. A tal fine sono state presentate proposte intese a rafforzare l'uso di nuovi strumenti finanziari <sup>(12)</sup> nell'ambito del quadro finanziario pluriennale (QFP) 2014-2020. In particolare, i programmi di finanziamento dell'Unione COSME <sup>(13)</sup> e Orizzonte 2020 <sup>(14)</sup> saranno utilizzati per migliorare l'uso delle risorse pubbliche attraverso meccanismi di finanziamento con
- 
- <sup>(3)</sup> Comunicazione della Commissione, «Una politica industriale integrata per l'era della globalizzazione», COM(2010) 614 del 28.10.2010.
- <sup>(4)</sup> Comunicazione della Commissione, «Tabella di marcia verso un'Europa efficiente nell'impiego delle risorse», COM(2011) 571 definitivo del 20.9.2011.
- <sup>(5)</sup> Comunicazione della Commissione, «Pensare anzitutto in piccolo» (Think Small First), Uno «Small Business Act» per l'Europa, COM(2008) 394 definitivo del 25.6.2008.
- <sup>(6)</sup> Comunicazione della Commissione, «L'Atto per il mercato unico. Dodici leve per stimolare la crescita e rafforzare la fiducia. «Insieme per una nuova crescita»», COM(2011) 206 definitivo del 13.1.2011.
- <sup>(7)</sup> Comunicazione della Commissione, «Un piano d'azione per migliorare l'accesso delle PMI ai finanziamenti», COM(2011) 870 definitivo del 7.12.2011.
- <sup>(8)</sup> COM(2013) 150 final del 25.3.2013.
- <sup>(9)</sup> Regolamento (UE) n. 345/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 17 aprile 2013, relativo ai fondi europei per il *venture capital* (GU L 115 del 25.4.2013, pag. 1).
- <sup>(10)</sup> Proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio relativo ai fondi di investimento europei a lungo termine, COM(2013) 462 final, 2013/0214 (COD).
- <sup>(11)</sup> Direttiva 2011/61/UE, dell'8 giugno 2011, sui gestori di fondi di investimento alternativi, che modifica le direttive 2003/41/CE e 2009/65/CE e i regolamenti (CE) n. 1060/2009 e (UE) n. 1095/2010 (GU L 174 del 1.7.2011, pag. 1).
- <sup>(12)</sup> Gli strumenti finanziari comprendono gli strumenti diversi dalle sovvenzioni, che possono assumere la forma di strumenti di debito (prestiti, garanzie) o strumenti di *equity* (*pure equity*, *quasi-equity* o altri strumenti di condivisione dei rischi).
- <sup>(13)</sup> Regolamento (UE) n. 1287/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio che istituisce un programma per la competitività delle imprese e le piccole e le medie imprese (COSME) (2014-2020) e abroga la decisione n. 1639/2006/CE (GU L 347 del 20.12.2013, pag. 33).
- <sup>(14)</sup> Regolamento (UE) n. 1291/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio che istituisce il programma quadro di ricerca e innovazione (2014-2020) — Orizzonte 2020 e abroga la decisione n. 1982/2006/CE (GU L 347 del 20.12.2013, pag. 104).

condivisione del rischio a beneficio delle PMI nelle loro fasi di avvio, crescita e trasferimento, nonché delle piccole imprese a media capitalizzazione e delle imprese a media capitalizzazione innovative; sarà data un'attenzione particolare alle azioni miranti a fornire un sostegno continuativo dall'innovazione al mercato, compresa la commercializzazione dei risultati della ricerca e sviluppo («R&S») <sup>(15)</sup>.

11. Nell'ambito della politica di coesione, il nuovo regolamento recante disposizioni comuni <sup>(16)</sup> mira a promuovere misure che prevedono l'uso di strumenti finanziari con il finanziamento degli Stati membri mediante gli stanziamenti dei fondi strutturali e d'investimento europei, ampliando l'uso degli strumenti di *equity* e di debito e rendendo la loro utilizzazione più semplice, flessibile ed efficace <sup>(17)</sup>.
12. Nel 2012 la Commissione ha organizzato una consultazione pubblica <sup>(18)</sup> per raccogliere informazioni sull'impatto del fallimento del mercato che ostacola l'accesso delle PMI ai finanziamenti tramite *equity* e debito e sull'adeguatezza degli orientamenti sul capitale di rischio del 2006 <sup>(19)</sup>. Dalla consultazione pubblica è emerso che i principi di base contenuti negli orientamenti hanno costituito una solida base per convogliare le risorse degli Stati membri verso le PMI destinatarie, limitando i rischi di esclusione (*crowding out*). Allo stesso tempo la consultazione ha evidenziato che spesso gli orientamenti erano considerati troppo restrittivi in termini di PMI ammissibili, forme di finanziamento, strumenti di aiuto e strutture di finanziamento.
13. Nella comunicazione sulla modernizzazione degli aiuti di Stato <sup>(20)</sup>, la Commissione ha definito un ambizioso programma di modernizzazione degli aiuti di Stato basato su tre obiettivi principali:
  - a) promuovere una crescita intelligente, sostenibile e inclusiva in un mercato interno competitivo;
  - b) concentrare il controllo ex ante della Commissione sui casi con il maggiore impatto sul mercato interno rafforzando nel contempo la cooperazione tra gli Stati membri in materia di applicazione delle norme sugli aiuti di Stato; e
  - c) razionalizzare le norme per garantire un processo decisionale più rapido.
14. Per questi motivi, si ritiene opportuno rivedere in modo sostanziale il sistema di aiuti di Stato applicabile alle misure a favore dei capitali di rischio, comprese quelle coperte dal regolamento generale di esenzione per categoria <sup>(21)</sup>, in modo da rendere più efficiente ed efficace la concessione di varie forme di finanziamento del rischio ad una più ampia categoria di imprese ammissibili. Le misure che beneficiano di un'esenzione per categoria non sono soggette all'obbligo di notifica in quanto si presume che siano destinate a ovviare ad un fallimento del mercato mediante strumenti adeguati e proporzionati che abbiano un effetto di incentivazione e limitino al minimo eventuali distorsioni della concorrenza.

<sup>(15)</sup> Inoltre, allo scopo di assicurare un migliore accesso al credito, la Commissione, il Fondo europeo per gli investimenti e la Banca europea per gli investimenti hanno congiuntamente creato uno specifico meccanismo di ripartizione dei rischi nel quadro del settimo programma quadro di ricerca (7° PQ). Cfr. [http://www.eif.org/what\\_we\\_do/guarantees/RSI/index.htm](http://www.eif.org/what_we_do/guarantees/RSI/index.htm). Questo strumento offre garanzie parziali agli intermediari finanziari mediante un meccanismo di ripartizione dei rischi, riducendo in tal modo i loro rischi finanziari e incoraggiandoli a concedere prestiti alle PMI impegnate in attività di ricerca, sviluppo o innovazione.

<sup>(16)</sup> Regolamento (UE) n. 1303/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio recante disposizioni comuni sul Fondo europeo di sviluppo regionale, sul Fondo sociale europeo, sul Fondo di coesione, sul Fondo europeo agricolo per lo sviluppo rurale e sul Fondo europeo per gli affari marittimi e la pesca e disposizioni generali sul Fondo europeo di sviluppo regionale, sul Fondo sociale europeo, sul Fondo di coesione e sul Fondo europeo per gli affari marittimi e la pesca, e che abroga il regolamento (CE) n. 1083/2006 del Consiglio (GU L 347 del 20.12.2013, pag. 320).

<sup>(17)</sup> Bisogna osservare che anche numerosi Stati membri hanno introdotto misure contenenti strumenti finanziari analoghi che sono però finanziati esclusivamente con risorse nazionali.

<sup>(18)</sup> Il questionario è stato pubblicato al seguente indirizzo: [http://ec.europa.eu/competition/consultations/2012\\_risk\\_capital/questionnaire\\_it.pdf](http://ec.europa.eu/competition/consultations/2012_risk_capital/questionnaire_it.pdf)

<sup>(19)</sup> Orientamenti comunitari sugli aiuti di Stato destinati a promuovere gli investimenti in capitale di rischio nelle piccole e medie imprese (GU C 194 del 18.8.2006, pag. 2).

<sup>(20)</sup> Comunicazione «Modernizzazione degli aiuti di Stato dell'UE», COM(2012) 209 final dell'8.5.2012.

<sup>(21)</sup> Regolamento (CE) n. 800/2008 della Commissione che dichiara alcune categorie di aiuti compatibili con il mercato comune in applicazione degli articoli 87 e 88 del trattato (GU L 214 del 9.8.2008, pag. 3) (attualmente in fase di riesame).

## 2. CAMPO DI APPLICAZIONE DEGLI ORIENTAMENTI E DEFINIZIONI

15. La Commissione applicherà i principi contenuti nei presenti orientamenti alle misure per il finanziamento del rischio che non soddisfano tutte le condizioni di cui al regolamento generale di esenzione per categoria. Lo Stato membro interessato deve notificare le misure in conformità dell'articolo 108, paragrafo 3, del trattato, e la Commissione effettua una valutazione di compatibilità approfondita, come indicato alla sezione 3 dei presenti orientamenti.
16. Gli Stati membri possono tuttavia decidere di concepire misure per il finanziamento del rischio in modo che queste non comportino aiuti di Stato ai sensi dell'articolo 107, paragrafo 1, del trattato, ad esempio perché soddisfano il test dell'operatore in un'economia di mercato o le condizioni del regolamento «de minimis»<sup>(22)</sup>, per i quali non è richiesta la notifica alla Commissione.
17. Occorre evitare che i presenti orientamenti siano utilizzati per mettere in discussione la compatibilità delle misure di aiuto che soddisfano i criteri previsti da altri orientamenti, discipline o regolamenti. La Commissione presterà particolare attenzione alla necessità di impedire che i presenti orientamenti siano utilizzati per perseguire obiettivi di intervento disciplinati principalmente da altri orientamenti, discipline e regolamenti.
18. I presenti orientamenti lasciano impregiudicati altri tipi di strumenti finanziari diversi da quelli da essi disciplinati, quali gli strumenti di cartolarizzazione dei prestiti esistenti, la cui valutazione sarà effettuata conformemente alla base giuridica applicabile all'aiuto di Stato.
19. La Commissione si limita ad applicare i principi contenuti nei presenti orientamenti ai regimi di finanziamento del rischio. Tali principi non sono applicati alle misure ad hoc di aiuto al finanziamento del rischio di singole imprese, tranne in caso di misure volte a sostenere una specifica piattaforma alternativa di negoziazione.
20. È importante ricordare che le misure di aiuto al finanziamento del rischio devono essere attuate mediante intermediari finanziari o piattaforme alternative di negoziazione, tranne nel caso di incentivi fiscali applicabili a investimenti diretti in imprese ammissibili. Pertanto, una misura che consente allo Stato membro o ad un ente pubblico di effettuare investimenti diretti in società senza il coinvolgimento di tali veicoli di intermediazione non rientra nell'ambito di applicazione delle disposizioni in materia di aiuti di Stato per il finanziamento del rischio previste dal regolamento generale di esenzione per categoria e dai presenti orientamenti.
21. Alla luce della storia creditizia consolidata e delle ampie garanzie di cui godono le grandi imprese, la Commissione non ritiene che vi sia un fallimento generale del mercato relativo all'accesso ai finanziamenti per questo tipo di imprese. In via eccezionale, una misura per il finanziamento del rischio può essere mirata a piccole imprese a media capitalizzazione conformemente alla sezione 3.3.1, lettera a), o a imprese a media capitalizzazione innovative che realizzano progetti di R&S e di innovazione conformemente alla sezione 3.3.1, lettera b).
22. Le imprese quotate nel listino ufficiale di una borsa valori o di un mercato regolamentato non possono ricevere un sostegno mediante aiuti al finanziamento del rischio, perché la quotazione dimostra la capacità di attirare finanziamenti privati.
23. Non saranno dichiarate compatibili le misure di aiuto al finanziamento del rischio in caso di assenza completa di investitori privati. In tali casi, lo Stato membro deve considerare quali siano le opzioni di intervento alternative più adatte a raggiungere i medesimi obiettivi e risultati, tra cui il ricorso agli aiuti regionali agli investimenti o agli aiuti alle imprese in fase di avviamento previsti dal regolamento generale di esenzione per categoria.
24. Non saranno dichiarate compatibili le misure di aiuto al finanziamento del rischio se gli investitori privati non assumono un rischio significativo e/o il flusso dei benefici è interamente a favore di investitori privati. La condivisione dei rischi e dei benefici è una condizione necessaria per limitare l'esposizione finanziaria dello Stato e assicurare una sua adeguata remunerazione.

<sup>(22)</sup> Regolamento (UE) n. 1407/2013 della Commissione relativo all'applicazione degli articoli 107 e 108 del trattato sul funzionamento dell'Unione europea agli aiuti «de minimis» (GU L 352 del 24.12.2013, pag. 1); regolamento (UE) n. 1408/2013 della Commissione relativo all'applicazione degli articoli 107 e 108 del trattato sul funzionamento dell'Unione europea agli aiuti «de minimis» nel settore agricolo (GU L 352 del 24.12.2013, pag. 9); regolamento (CE) n. 875/2007 della Commissione relativo all'applicazione degli articoli 87 e 88 del trattato CE agli aiuti «de minimis» nel settore della pesca e recante modifica del regolamento (CE) n. 1860/2004 (GU L 193 del 25.7.2007, pag. 6), o qualsiasi altro regolamento che lo sostituisca.

25. Fatta salva la possibilità di fornire aiuti al finanziamento del rischio in forma di capitale di sostituzione, ai sensi del regolamento generale di esenzione per categoria, l'aiuto al finanziamento del rischio non può essere utilizzato a sostegno delle operazioni di buy-out.
26. Gli aiuti al finanziamento del rischio non sono considerati compatibili con il mercato interno se concessi a:
- imprese in difficoltà quali definite dagli orientamenti comunitari sugli aiuti di Stato per il salvataggio e la ristrutturazione di imprese in difficoltà<sup>(23)</sup>, e successive modificazioni o sostituzioni. Tuttavia, ai fini dei presenti orientamenti, nei sette anni dalla prima vendita commerciale le PMI ammissibili a beneficiare di investimenti per il finanziamento del rischio a seguito della *due diligence* dell'intermediario finanziario selezionato non saranno considerate imprese in difficoltà, a meno che siano soggette a procedure di insolvenza o si trovino nelle condizioni previste dalla legislazione nazionale perché sia avviata nei loro confronti una procedura concorsuale per insolvenza;
  - imprese che hanno ricevuto aiuti di Stato illeciti che non siano stati integralmente recuperati.
27. La Commissione non applicherà i presenti orientamenti agli aiuti a favore di attività connesse all'esportazione verso paesi terzi o Stati membri, ossia gli aiuti direttamente collegati ai quantitativi esportati, alla costituzione e gestione di una rete di distribuzione o ad altre spese correnti connesse all'attività di esportazione, né agli aiuti subordinati all'uso di prodotti nazionali rispetto a quelli di importazione.
28. La Commissione non applicherà i presenti orientamenti alle misure che di per sé, o a causa delle condizioni cui sono subordinate, o per il metodo di finanziamento previsto, comportano una violazione indissociabile del diritto dell'Unione<sup>(24)</sup>, in particolare:
- misure nel cui ambito la concessione dell'aiuto è subordinata all'obbligo di utilizzare prodotti o servizi nazionali;
  - misure che violano l'articolo 49 del trattato sulla libertà di stabilimento, qualora gli intermediari finanziari, i loro gestori o i beneficiari finali siano soggetti all'obbligo di avere o di trasferire la loro sede centrale nel territorio dello Stato membro in questione. È fatto salvo l'obbligo a carico degli intermediari finanziari o dei loro gestori di disporre della necessaria autorizzazione per effettuare gli investimenti e le attività di gestione nello Stato membro in questione o, dei beneficiari finali di essere stabiliti e di svolgere attività economica nel suo territorio;
  - misure che violano l'articolo 63 del trattato sulla libera circolazione di capitali.

### 2.1. Il test dell'operatore in un'economia di mercato

29. Le misure per il finanziamento del rischio si presentano spesso come strutture complesse volte ad incoraggiare un gruppo di operatori economici (investitori) a finanziare un altro gruppo di operatori (imprese ammissibili). A seconda della struttura della misura, e anche se l'intento delle autorità pubbliche è solo quello di offrire un'agevolazione al secondo gruppo, a beneficiare degli aiuti di Stato possono essere le imprese di una delle due categorie o di entrambe. Inoltre, le misure per il finanziamento del rischio comportano sempre l'intervento di uno o più intermediari finanziari, che possono avere uno status distinto da quello degli investitori e dei beneficiari finali cui sono rivolti gli investimenti. In questi casi, inoltre, occorre anche stabilire se si ritiene che l'intermediario finanziario stia beneficiando di aiuti di Stato.
30. Di norma si può ritenere che un intervento pubblico non configuri un aiuto di Stato perché, ad esempio, soddisfa il test dell'operatore in un'economia di mercato. In base al test, se vengono effettuate in linea con le normali condizioni di mercato, le operazioni economiche compiute da organismi o da imprese pubblici non danno luogo a un vantaggio per la controparte di tali operazioni, e quindi non costituiscono un aiuto di Stato. Fatta salva la prerogativa della Corte di giustizia di esprimersi in ultima istanza sull'esistenza di un aiuto, la presente sezione fornisce ulteriori orientamenti sull'applicazione del test dell'operatore in un'economia di mercato nell'ambito del finanziamento del rischio.

<sup>(23)</sup> GU C 244 dell'1.10.2004, pag. 2, prorogati mediante GU C 156, del 9.7.2009, pag. 3 e GU C 296 del 2.10.2012, pag. 3.

<sup>(24)</sup> Cfr. la causa C-156/98, *Germania/Commissione* (Raccolta 2000, pag. I-6857, punto 78), e la causa C-333/07, *Régie Networks/Rhone Alpes Bourgogne* (Raccolta 2008, pag. I-10807, punti 94-116).

### 2.1.1. Aiuti agli investitori

31. In generale, se un investimento è effettuato garantendo parità di trattamento a investitori pubblici e privati, la Commissione ritiene che esso sia conforme al test dell'operatore in un'economia di mercato e non costituisca quindi aiuto di Stato <sup>(25)</sup>. Un investimento garantisce parità di trattamento quando viene effettuato alle stesse condizioni da investitori pubblici e privati, quando le due categorie di operatori agiscono in contemporanea e quando l'intervento dell'investitore privato ha una rilevanza economica effettiva.
32. Si presume che l'operazione sia effettuata alle stesse condizioni se gli investitori pubblici e privati condividono gli stessi rischi e benefici e mantengono lo stesso livello di subordinazione in relazione alla medesima classe di rischio. Anche quando l'investitore pubblico si trova in una posizione migliore rispetto a quello privato, ad esempio perché riceve un rendimento in via prioritaria rispetto agli investitori privati, la misura può essere considerata in linea con le normali condizioni di mercato, fintanto che gli investitori privati non ricevono alcun vantaggio.
33. Nel settore del finanziamento del rischio, le operazioni svolte da investitori pubblici e privati sono considerate contemporanee se gli investitori privati e pubblici coinvestono nei beneficiari finali tramite la stessa operazione di investimento. Si presume che gli investimenti di investitori pubblici e privati siano effettuati in contemporanea anche nel caso di investimenti effettuati tramite intermediari finanziari pubblico-privati.
34. Un'ulteriore condizione è che il finanziamento fornito da investitori privati indipendenti dalle imprese in cui investono sia economicamente rilevante <sup>(26)</sup> dal punto di vista del volume globale degli investimenti. La Commissione ritiene che, nel caso di misure per il finanziamento del rischio, una quota del 30% di investimento privato indipendente può essere considerata avente rilevanza economica.
35. Se l'investimento soddisfa il test dell'operatore in un'economia di mercato, la Commissione ritiene che le imprese destinatarie degli investimenti non ricevano un aiuto di Stato, in quanto gli investimenti di cui sono oggetto sono considerati effettuati alle condizioni di mercato.
36. Quando una misura consente a investitori privati di effettuare investimenti per il finanziamento del rischio in un'impresa o in una serie di imprese a condizioni più favorevoli di quelle degli investitori pubblici che investono nelle stesse imprese, tali investitori privati possono ricevere un vantaggio (investimenti non a condizioni di parità di trattamento). Questo vantaggio può assumere diverse forme, come una remunerazione preferenziale (incentivi inerenti alla partecipazione agli utili) o una ridotta esposizione alle perdite in caso di scarso rendimento dell'operazione sottostante rispetto agli investitori pubblici (protezione dai rischi).

### 2.1.2. Aiuti a intermediari finanziari e/o ai loro gestori

37. In generale, secondo la Commissione, più che essere un vero e proprio beneficiario di aiuti, un intermediario finanziario funge da tramite per il trasferimento dell'aiuto agli investitori e/o alle imprese nelle quali s'investe, a prescindere al fatto che l'intermediario finanziario abbia personalità giuridica o sia semplicemente un insieme di attività gestite da una società di gestione indipendente.
38. Tuttavia, le misure che comportano trasferimenti diretti ad un intermediario finanziario o prevedono un suo coinvestimento possono costituire un aiuto, tranne quando tali trasferimenti o coinvestimenti sono effettuati a condizioni che sarebbero accettabili per un operatore economico normale in un'economia di mercato.

<sup>(25)</sup> Tra gli investitori privati rientrano di norma il FEI e la BEI quando investono a proprio rischio e con risorse proprie, le banche quando investono a proprio rischio e con risorse proprie, donazioni e fondazioni private, *family offices* e *business angels*, investitori aziendali (*corporate*), imprese di assicurazione, fondi pensionistici, privati cittadini e istituzioni accademiche.

<sup>(26)</sup> Ad esempio, nel caso Citynet Amsterdam, la Commissione ha concluso che si poteva ritenere che due operatori privati che controllavano un terzo del capitale azionario totale avessero un reale impatto economico (anche alla luce della struttura azionaria globale e del fatto che le loro azioni erano sufficienti per costituire una minoranza di blocco in caso di decisioni strategiche dell'impresa) [cfr. la decisione della Commissione nel caso C 53/2006, Citynet Amsterdam, Paesi Bassi (GU L 247 del 16.9.2008, pag. 27, punti 96-100)]. Invece, nel caso N 429/10 relativo alla Banca agricola della Grecia (ATE) (GU C 317 del 29.10.2011, pag. 5) la partecipazione privata ha raggiunto unicamente il 10% dell'investimento, contro al 90% dello Stato, per cui la Commissione ha concluso che le condizioni di parità di trattamento non erano soddisfatte in quanto il capitale conferito dallo Stato non era accompagnato da una partecipazione paragonabile di un investitore privato né era proporzionato al numero di azioni detenute dallo Stato.

39. Quando la misura per il finanziamento del rischio è gestita da un'entità delegata, senza che detta entità coinvesta assieme allo Stato membro, l'entità delegata è considerata un tramite per convogliare il finanziamento e non il beneficiario dell'aiuto, sempre che non sia sovraremunerato. Tuttavia, quando l'entità delegata finanzia la misura o coinveste assieme allo Stato membro, in modo analogo agli intermediari finanziari, la Commissione dovrà valutare se l'entità delegata sia beneficiaria di un aiuto di Stato.
40. Se il gestore o la società di gestione dell'intermediario finanziario (di seguito «il gestore») sono scelti attraverso una procedura di selezione aperta, trasparente, non discriminatoria e obiettiva o se la remunerazione del gestore rispecchia pienamente gli attuali livelli di mercato in situazioni comparabili, si presume che esso non riceva aiuti di Stato.
41. Se l'intermediario finanziario e il suo gestore sono organismi pubblici e non sono stati scelti attraverso una procedura di selezione aperta, trasparente, non discriminatoria e obiettiva, non saranno considerati beneficiari dell'aiuto se le loro commissioni di gestione prevedono un limite e se la loro remunerazione complessiva rispecchia le normali condizioni di mercato ed è legata ai risultati. In aggiunta, gli intermediari finanziari pubblici devono essere gestiti secondo criteri commerciali e i relativi gestori devono adottare decisioni di investimento orientate al profitto in piena indipendenza rispetto allo Stato. Inoltre, gli investitori privati devono essere selezionati mediante una procedura aperta, trasparente, non discriminatoria e obiettiva, per ciascuna operazione. Devono essere messi in atto meccanismi adeguati per escludere ogni possibile interferenza dello Stato nella gestione quotidiana del fondo pubblico.
42. Se l'investimento dello Stato mediante l'intermediario finanziario si realizza in forma di prestiti o garanzie, comprese le controgaranzie, e se sono soddisfatte le condizioni stabilite nella comunicazione sul tasso di riferimento <sup>(27)</sup> e nella comunicazione sulle garanzie <sup>(28)</sup> l'intermediario finanziario non verrà considerato come beneficiario di aiuti di Stato.
43. Il fatto che gli intermediari finanziari possano incrementare le loro attività e che i loro gestori possano realizzare un maggiore fatturato mediante le loro commissioni è considerato soltanto un effetto economico secondario della misura di aiuto e non un aiuto agli intermediari finanziari e/o ai loro gestori. Tuttavia, se la misura per il finanziamento del rischio è concepita in modo da concentrare i suoi effetti secondari su singoli intermediari finanziari individuati in precedenza, si riterrà che essi abbiano ricevuto aiuti indiretti.

#### 2.1.3. Aiuti alle imprese nelle quali sono effettuati gli investimenti

44. Qualora vi siano elementi di aiuto al livello degli investitori, dell'intermediario finanziario o dei suoi gestori, la Commissione riterrà in linea generale che l'aiuto è stato almeno parzialmente trasferito alle imprese destinatarie. Ciò avviene anche quando le decisioni di investimento sono prese dai gestori dell'intermediario finanziario secondo una logica puramente commerciale.
45. Quando gli investimenti in forma di prestiti e garanzie concessi alle imprese destinatarie nel quadro di una misura per il finanziamento del rischio soddisfano le condizioni stabilite nella comunicazione sul tasso di riferimento o nella comunicazione sulle garanzie, si riterrà che le predette imprese non siano beneficiarie di aiuto di Stato.

### 2.2. Aiuti al finanziamento del rischio soggetti a notifica

46. A norma dell'articolo 108, paragrafo 3, del trattato, gli Stati membri devono notificare le misure per il finanziamento del rischio che costituiscono aiuto di Stato ai sensi dell'articolo 107, paragrafo 1, del trattato (in particolare se non soddisfano il test dell'operatore in un'economia di mercato), che non rientrano nell'ambito di applicazione del regolamento «de minimis» e che non soddisfano tutte le condizioni in materia di finanziamento del rischio stabilite nel regolamento generale di esenzione per categoria. La Commissione valuterà la compatibilità di tali misure con il mercato interno ai sensi dell'articolo 107, paragrafo 3, lettera c), del trattato. I presenti orientamenti si concentrano sulle misure per il finanziamento del rischio che hanno maggiori probabilità di essere considerate compatibili con l'articolo 107, paragrafo 3, lettera c), del trattato, fatto salvo il rispetto di alcune condizioni che saranno spiegate più dettagliatamente nella sezione 3 dei presenti orientamenti. Tali misure si suddividono in tre categorie.

<sup>(27)</sup> Comunicazione della Commissione relativa alla revisione del metodo di fissazione dei tassi di riferimento e di attualizzazione, (GU C 14 del 19.1.2008, pag. 6).

<sup>(28)</sup> Comunicazione della Commissione sull'applicazione degli articoli 87 e 88 del trattato CE agli aiuti di Stato concessi sotto forma di garanzie, (GU C 155 del 20.6.2008, pag. 10).

47. La prima categoria comprende misure per il finanziamento del rischio destinate a imprese che non soddisfano tutte le condizioni di ammissibilità previste per il finanziamento del rischio dal regolamento generale di esenzione per categoria. Per tali misure, la Commissione chiederà allo Stato membro di effettuare un'approfondita valutazione ex ante, in quanto non si può più presumere che esista un fallimento del mercato di cui risentono le imprese ammissibili coperte dal regolamento generale di esenzione per categoria. Questa categoria comprende, in particolare, le misure destinate alle seguenti imprese:
- piccole imprese a media capitalizzazione che superano le soglie di cui alla definizione di PMI contenuta nel regolamento generale di esenzione per categoria <sup>(29)</sup>;
  - imprese a media capitalizzazione innovative che svolgono attività di R&S e di innovazione;
  - imprese che ricevono investimenti iniziali per il finanziamento del rischio superati sette anni dopo la loro prima vendita commerciale;
  - imprese che necessitano di un investimento per il finanziamento del rischio di importo superiore al limite fissato nel regolamento generale di esenzione per categoria;
  - piattaforme alternative di negoziazione che non soddisfano le condizioni di cui al regolamento generale di esenzione per categoria.
48. La seconda categoria comprende le misure che, sebbene strutturate secondo parametri diversi da quelli di cui al regolamento generale di esenzione per categoria, sono destinate alle stesse imprese ammissibili definite nel regolamento. Per queste misure, l'esistenza di un fallimento del mercato deve essere dimostrata solo se necessario per giustificare l'uso di parametri che superano i limiti fissati nel regolamento generale di esenzione per categoria. Questa categoria comprende, in particolare, i seguenti casi:
- strumenti finanziari con una partecipazione di investitori privati inferiore alle percentuali di cui al regolamento generale di esenzione per categoria;
  - strumenti finanziari concepiti con parametri superiori ai massimali previsti nel regolamento generale di esenzione per categoria;
  - strumenti finanziari diversi dalle garanzie per i quali gli intermediari finanziari, gli investitori o i gestori di fondi sono selezionati privilegiando la protezione contro le perdite potenziali (protezione dai rischi) rispetto alla partecipazione prioritaria agli utili (incentivi inerenti alla partecipazione agli utili);
  - incentivi fiscali agli investitori aziendali, compresi gli intermediari finanziari o i loro gestori che operano in qualità di coinvestitori.
49. La terza categoria è composta da grandi regimi che esulano dal campo d'applicazione del regolamento generale di esenzione per categoria in virtù della loro elevata dotazione di bilancio definita nel regolamento stesso. Nella valutazione, la Commissione verificherà se le condizioni stabilite dalle disposizioni del regolamento generale di esenzione per categoria in materia di aiuti al finanziamento del rischio sono soddisfatte e in, caso affermativo, valuterà se la struttura della misura è adeguata alla luce della valutazione ex ante presentata a sostegno della notifica. Se un grande regime non soddisfa tutte le condizioni di ammissibilità e di compatibilità previste dalle predette disposizioni, la Commissione può debitamente considerare gli elementi di prova presentati nella valutazione ex ante per quanto riguarda sia l'esistenza di un fallimento del mercato che l'adeguatezza della struttura della misura. Inoltre, effettuerà una valutazione approfondita dei potenziali effetti negativi che tali regimi potrebbero avere sui mercati interessati.
50. Le diverse caratteristiche descritte nei punti da 47 a 49 possono trovarsi riunite in una misura per il finanziamento del rischio, la quale dovrà essere adeguatamente giustificata sulla base di un'analisi completa del fallimento del mercato.
51. Oltre alle deroghe espressamente consentite dai presenti orientamenti, la valutazione delle predette categorie di misure soggette a notifica sarà basata su tutte le altre condizioni di compatibilità previste per gli aiuti al finanziamento del rischio ai sensi del regolamento generale di esenzione per categoria.

<sup>(29)</sup> Allegato I del regolamento (CE) n. 800/2008 della Commissione che dichiara alcune categorie di aiuti compatibili con il mercato comune in applicazione degli articoli 87 e 88 del trattato (GU L 214 del 9.8.2008, pag. 3), o il regolamento che lo sostituisce.

### 2.3. Definizioni

52. Ai fini dei presenti orientamenti si applicano le seguenti definizioni:

- i) «piattaforma alternativa di negoziazione»: sistema multilaterale di negoziazione ai sensi dell'articolo 4, paragrafo 1, punto 15), della direttiva 2004/39/CE <sup>(30)</sup>, nel quale la maggioranza degli strumenti finanziari ammessi alla negoziazione sono emessi da PMI;
- ii) «alle normali condizioni di mercato»: una situazione in cui le condizioni relative all'operazione di investimento tra i contraenti non differiscono da quelle che sarebbero applicate tra imprese indipendenti e non contengono alcun elemento di influenza da parte dello Stato;
- iii) «buy-out»: l'acquisizione di almeno una percentuale di controllo del capitale proprio di un'impresa da parte degli azionisti esistenti al fine di rilevarne gli attivi e le operazioni;
- iv) «imprese ammissibili»: PMI, piccole imprese a media capitalizzazione e imprese a media capitalizzazione innovative;
- v) «entità delegata»: la Banca europea per gli investimenti (BEI), il Fondo europeo per gli investimenti (FEI), un'istituzione finanziaria internazionale in cui uno Stato membro detiene una partecipazione o un'istituzione finanziaria stabilita in uno Stato membro che persegue obiettivi di interesse pubblico sotto il controllo di un'autorità pubblica, un ente di diritto pubblico o un ente di diritto privato con un mandato di servizio pubblico. L'entità delegata può essere selezionata o nominata direttamente conformemente alle disposizioni della direttiva 2004/18/CE <sup>(31)</sup> o alle disposizioni successive che sostituiscono in tutto o in parte la direttiva;
- vi) «investimento in equity»: il conferimento di capitale a un'impresa, investito direttamente o indirettamente in contropartita della proprietà di una quota corrispondente quella stessa impresa;
- vii) «uscita»: la liquidazione di partecipazioni da parte di un intermediario finanziario o investitore, compresi il «trade sale» (vendita commerciale), il «write-off» (liquidazione), il rimborso di azioni/prestiti, la vendita ad un altro intermediario finanziario o ad un altro investitore, la vendita ad un'istituzione finanziaria e la vendita mediante offerta pubblica, comprese le offerte pubbliche iniziali;
- viii) «congruo tasso di rendimento finanziario»: tasso previsto di rendimento interno equivalente ad un tasso di attualizzazione corretto per il rischio che rifletta il livello di rischio dell'investimento e la natura e il volume del capitale che sarà investito dagli investitori privati;
- ix) «beneficiario finale»: impresa ammissibile che ha ricevuto investimenti a titolo di una misura di aiuto di Stato a favore del finanziamento del rischio;
- x) «intermediario finanziario»: qualsiasi istituzione finanziaria, a prescindere dalla sua forma e dal suo assetto proprietario, compresi fondi di fondi, fondi di investimento privati, fondi di investimento pubblici, banche, istituti di microfinanza e società di garanzia;
- xi) «prima vendita commerciale»: la prima vendita effettuata da un'impresa su un mercato dei prodotti o dei servizi, eccezion fatta per le vendite limitate volte a sondare il mercato;
- xii) «tranche di prima perdita (first loss)»: la *tranche* di rango più basso (*junior*) che comporta il rischio più elevato di perdite, comprendente le perdite previste del portafoglio;
- xiii) «investimento ulteriore (di *follow-on*)»: investimento supplementare in una società che segue ad una o più serie di investimenti per il finanziamento del rischio;
- xiv) «garanzia»: impegno scritto ad assumersi la responsabilità per la totalità o una parte delle operazioni di un terzo consistenti in nuovi prestiti per il finanziamento del rischio, quali strumenti di debito o di leasing, nonché strumenti di *quasi-equity*;
- xv) «limite della garanzia»: esposizione massima di un investitore pubblico espressa in percentuale degli investimenti complessivi effettuati nel portafoglio garantito;

<sup>(30)</sup> Direttiva 2004/39/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 21 aprile 2004, relativa ai mercati degli strumenti finanziari (GU L 145 del 30.4.2004, pag. 1).

<sup>(31)</sup> Direttiva 2004/18/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 31 marzo 2004, relativa al coordinamento delle procedure di aggiudicazione degli appalti pubblici di lavori, di forniture e di servizi (GU L 134 del 30.4.2004, pag. 114).

- xvi) «tasso di garanzia»: percentuale di copertura delle perdite da parte di un investitore pubblico per ogni singola operazione ammissibile a beneficiare della misura di aiuto di Stato per il finanziamento del rischio;
- xvii) «investitore privato indipendente»: investitore privato che non è socio dell'impresa ammissibile in cui investe, compresi i «business angels» e le istituzioni finanziarie, a prescindere dall'assetto proprietario, a condizione che sostenga interamente il rischio relativo al proprio investimento; al momento della costituzione di una nuova società, tutti gli investitori privati, compresi i fondatori, sono considerati indipendenti dalla stessa;
- xviii) «impresa a media capitalizzazione innovativa»: impresa a media capitalizzazione i cui costi di R&S e innovazione, secondo la definizione del regolamento generale di esenzione per categoria, rappresentano a) almeno il 15 % del totale dei costi di esercizio in almeno uno dei tre anni precedenti il primo investimento a titolo della misura di aiuto di Stato a favore del finanziamento del rischio o b) almeno il 10 % all'anno del totale dei costi di esercizio nei tre anni precedenti il primo investimento a titolo della misura di aiuto di Stato a favore del finanziamento del rischio;
- xix) «strumento di prestito»: accordo ai sensi del quale il mutuante è tenuto a mettere a disposizione del mutuatario una somma convenuta di denaro per un periodo di tempo concordato e in forza del quale il mutuatario è tenuto a ripagare tale importo entro il periodo concordato. Gli strumenti di debito possono avere la forma di prestiti e di altri strumenti di finanziamento, tra cui il leasing, che offrono al mutuante una componente predominante di rendimento minimo;
- xx) «impresa a media capitalizzazione (mid-cap)»: ai fini dei presenti orientamenti, un'impresa il cui numero di dipendenti non superi le 1 500 unità, calcolate conformemente all'allegato I, articoli 3, 4 e 5, del regolamento generale di esenzione per categoria. Ai fini dell'applicazione dei presenti orientamenti, diverse entità sono considerate un'impresa unica se è soddisfatta una delle condizioni di cui all'allegato I, articolo 3, paragrafo 3, del regolamento generale di esenzione per categoria. La presente definizione lascia impregiudicate altre definizioni applicabili ai fini dell'utilizzo di strumenti finanziari nel quadro di programmi dell'UE che non prevedono aiuti di Stato;
- xxi) «persona fisica»: qualsiasi persona diversa da un'entità giuridica che non sia un'impresa ai sensi dell'articolo 107, paragrafo 1, del trattato;
- xxii) «nuovo prestito»: nuovo strumento di prestito concepito per finanziare nuovi investimenti o il capitale di esercizio, ad esclusione del rifinanziamento di prestiti esistenti;
- xxiii) «capitale di sostituzione»: l'acquisto di quote esistenti in una società da un investitore o un azionista precedente;
- xxiv) «investimento per il finanziamento del rischio»: investimenti in *equity* e *quasi-equity*, prestiti, compresi i leasing, le garanzie o una combinazione di questi strumenti, a favore di imprese ammissibili;
- xxv) «investimento in *quasi-equity*»: un tipo di finanziamento che si colloca tra *equity* e debito e ha un rischio più elevato del debito di primo rango (*senior*) e un rischio inferiore rispetto al capitale primario (*common equity*), il cui rendimento per colui che lo detiene si basa principalmente sui profitti o sulle perdite dell'impresa destinataria e che non è garantito in caso di cattivo andamento dell'impresa. Gli investimenti in *quasi-equity* possono essere strutturati come debito, non garantito e subordinato, compreso il debito mezzanino, e in alcuni casi convertibile in *equity*, o come capitale privilegiato (*preferred equity*);
- xxvi) «piccola e media impresa (PMI)»: un'impresa quale definita nell'allegato I del regolamento generale di esenzione per categoria;
- xxvii) «piccola impresa a media capitalizzazione»: un'impresa il cui numero di dipendenti non superi le 499 unità, calcolate conformemente all'allegato I, articoli da 3 a 5, del regolamento generale di esenzione per categoria, e il cui fatturato annuo non superi 100 milioni di EUR o il totale di bilancio annuo non superi 86 milioni di EUR. Ai fini dell'applicazione dei presenti orientamenti, diverse entità sono considerate un'impresa unica se è soddisfatta una delle condizioni di cui all'allegato I, articolo 3, paragrafo 3, del regolamento generale di esenzione per categoria. La presente definizione lascia impregiudicate altre definizioni applicabili ai fini dell'utilizzo di strumenti finanziari nel quadro di programmi dell'UE che non prevedono aiuti di Stato;

xxviii) «finanziamento totale»: importo massimo dell'investimento complessivo effettuato in un'impresa ammissibile mediante uno o più investimenti per il finanziamento del rischio, compresi gli investimenti ulteriori, a titolo di una misura di aiuto di Stato per il finanziamento del rischio, ad esclusione degli investimenti interamente privati forniti alle condizioni di mercato e che esulano dalla misura di aiuto di Stato per il finanziamento del rischio;

xxix) «impresa non quotata»: impresa non quotata nel listino ufficiale di una borsa valori, fatta eccezione per le piattaforme alternative di negoziazione.

### 3. VALUTAZIONE DELLA COMPATIBILITÀ DEGLI AIUTI AL FINANZIAMENTO DEL RISCHIO

#### 3.1. Principi di valutazione comuni

53. Per stabilire se una misura di aiuto notificata possa essere ritenuta compatibile con il mercato interno, generalmente la Commissione ne analizza la struttura per accertarsi che l'impatto positivo dell'aiuto ai fini del conseguimento di un obiettivo di interesse comune superi i potenziali effetti negativi sugli scambi tra Stati membri e sulla concorrenza.
54. La comunicazione sulla modernizzazione degli aiuti di Stato dell'8 maggio 2012 proponeva di individuare e definire principi comuni applicabili dalla Commissione nella valutazione della compatibilità di tutte le misure di aiuto. A tal fine la Commissione riterrà una misura di aiuto compatibile con il trattato soltanto se soddisfa ciascuno dei seguenti criteri:
- a) contributo al raggiungimento di un obiettivo ben definito di interesse comune: una misura di aiuto di Stato deve puntare a un obiettivo di interesse comune ai sensi dell'articolo 107, paragrafo 3, del trattato (sezione 3.2);
  - b) necessità dell'intervento statale: una misura di aiuto di Stato deve essere destinata a una situazione in cui può determinare un miglioramento tangibile che il mercato da solo non è in grado di realizzare, ponendo rimedio a un fallimento del mercato (sezione 3.3);
  - c) adeguatezza della misura di aiuto: la misura di aiuto di Stato deve essere uno strumento di intervento adeguato per conseguire l'obiettivo di interesse comune (sezione 3.4);
  - d) effetto incentivante: la misura di aiuto di Stato deve essere tale da modificare il comportamento delle imprese interessate spingendole a intraprendere un'attività supplementare che non svolgerebbero senza l'aiuto o svolgerebbero soltanto in modo limitato o diverso (sezione 3.5);
  - e) proporzionalità dell'aiuto (aiuto limitato al minimo): la misura di aiuto di Stato deve essere limitata al minimo indispensabile per stimolare investimenti o attività supplementari da parte della o delle imprese interessate (sezione 3.6);
  - f) prevenzione degli effetti negativi indebiti sulla concorrenza e sugli scambi tra gli Stati membri: gli effetti negativi della misura di aiuto di Stato devono essere sufficientemente limitati, in modo che il risultato complessivo della misura sia positivo (sezione 3.7);
  - g) trasparenza dell'aiuto: gli Stati membri, la Commissione, gli operatori economici e il pubblico devono avere facile accesso a tutti gli atti e le informazioni pertinenti in merito all'aiuto concesso (sezione 3.8).
55. Alcune categorie di regimi possono inoltre essere soggette a un requisito di valutazione ex post dal punto di vista del loro equilibrio generale, come descritto nella successiva sezione 4. In tali casi, la Commissione può limitare la durata di questi regimi, con la possibilità di notificare la loro proroga.
56. Nel valutare la compatibilità di un aiuto con il mercato interno, la Commissione terrà conto degli eventuali procedimenti di infrazione degli articoli 101 o 102 del trattato che interessano il beneficiario dell'aiuto e che possono essere pertinenti per la valutazione ai sensi dell'articolo 107, paragrafo 3, del trattato <sup>(32)</sup>.

<sup>(32)</sup> Cfr. la causa C-225/91, *Matra/Commissione*, Raccolta 1993, pag. I-3203, punto 42.

### 3.2. Contributo al raggiungimento di un obiettivo comune

57. Gli aiuti di Stato devono contribuire a raggiungere uno o più obiettivi di interesse comune ai sensi dell'articolo 107, paragrafo 3, del trattato. Per quanto riguarda gli aiuti al finanziamento del rischio, l'obiettivo di intervento generale consiste nel migliorare la concessione dei finanziamenti alle PMI redditizie dallo sviluppo iniziale fino alle fasi della crescita e, in talune circostanze, alle piccole imprese a media capitalizzazione e alle imprese a media capitalizzazione innovative; così da sviluppare a lungo termine un mercato competitivo dei finanziamenti alle imprese nell'Unione, che sosterrrebbe la crescita economica complessiva.

#### 3.2.1. Obiettivi di intervento specifici della misura

58. Per il raggiungimento degli obiettivi di intervento generali di cui al precedente punto 57, la misura deve precisare gli obiettivi strategici specifici. A tal fine lo Stato membro deve effettuare una valutazione ex ante per individuare gli obiettivi di intervento e stabilire i relativi indicatori di risultato. La portata e la durata della misura dovrebbero essere adeguate agli obiettivi di intervento. In linea di principio, gli indicatori di risultato possono comprendere:

- a) gli investimenti del settore privato necessari o previsti;
- b) il numero previsto dei destinatari finali degli investimenti, compreso il numero di PMI in fase di avviamento;
- c) il numero stimato di nuove imprese create durante l'attuazione della misura per il finanziamento del rischio e a seguito degli investimenti per il finanziamento del rischio;
- d) il numero di posti di lavoro creati nelle imprese beneficiarie finali tra la data del primo investimento per il finanziamento del rischio nel quadro della misura per il finanziamento del rischio e l'uscita;
- e) se del caso, la proporzione degli investimenti effettuati conformi al test dell'operatore in un'economia di mercato;
- f) le tappe intermedie e le scadenze entro cui determinati importi o percentuali di bilancio prestabiliti devono essere investiti;
- g) il rendimento atteso che genereranno gli investimenti;
- h) se del caso, le domande di brevetto depositate dai destinatari finali nel corso dell'attuazione della misura per il finanziamento del rischio.

59. Gli indicatori di cui al punto 58 sono pertinenti sia ai fini della valutazione dell'efficacia della misura che per valutare la validità delle strategie di investimento formulate dall'intermediario finanziario nel contesto della procedura di selezione.

#### 3.2.2. Raggiungimento degli obiettivi di intervento da parte degli intermediari finanziari

60. Per garantire che conseguano gli obiettivi di intervento della misura per il finanziamento del rischio, gli intermediari finanziari che vi partecipano devono soddisfare le condizioni di cui ai successivi punti 61 e 62.

61. La strategia di investimento dell'intermediario finanziario deve essere allineata agli obiettivi di intervento della misura. Gli intermediari finanziari devono dimostrare nel quadro della procedura di selezione in che modo la strategia di investimento proposta può contribuire al conseguimento degli obiettivi di intervento.

62. Lo Stato membro deve garantire che la strategia di investimento degli intermediari sia costantemente in linea con gli obiettivi di intervento concordati, ad esempio mediante meccanismi di controllo e di segnalazione adeguati e la partecipazione di rappresentanti degli investitori pubblici negli organi rappresentativi dell'intermediario finanziario, quali il consiglio di sorveglianza o il comitato consultivo. Una struttura di *governance* appropriata deve garantire che modifiche sostanziali della strategia di investimento siano possibili solo previa autorizzazione dello Stato membro. Per evitare dubbi, lo Stato membro non può partecipare direttamente alle singole decisioni di investimento e cessione.

### 3.3. Necessità dell'intervento statale

63. Gli aiuti di Stato possono essere giustificati solo se destinati ad ovviare a specifici fallimenti del mercato che compromettono il conseguimento dell'obiettivo comune. La Commissione ritiene che, per quanto riguarda l'accesso delle PMI ai finanziamenti, non vi sia un fallimento generale del mercato ma soltanto un fallimento relativo a determinati gruppi di PMI, a seconda dello specifico contesto economico dello Stato membro in questione. Ciò vale in particolare, ma non esclusivamente, per le PMI che si trovano nelle fasi iniziali e che, nonostante le prospettive di crescita, non sono in grado di dimostrare agli investitori la propria affidabilità creditizia o la solidità dei loro piani aziendali. La portata di tale fallimento del mercato, in termini di imprese interessate e del loro fabbisogno di capitali, può variare in funzione del settore in cui esse operano. A causa delle asimmetrie dell'informazione, il mercato ha difficoltà a valutare il profilo di rischio/rendimento di tali PMI e la loro capacità di generare rendimenti adeguati al rischio. Le difficoltà di dette PMI nel condividere informazioni sulla qualità del loro progetto, il loro livello di rischio percepito e la loro scarsa affidabilità creditizia comportano costi elevati di transazione e di agenzia e possono accentuare l'avversione al rischio degli investitori. Le piccole imprese a media capitalizzazione e le imprese a media capitalizzazione innovative possono dover far fronte a difficoltà analoghe e pertanto risentire dello stesso fallimento del mercato.
64. Pertanto la misura per il finanziamento del rischio deve essere stabilita sulla base di una valutazione *ex ante* che dimostri che le imprese ammissibili risentono di una carenza di finanziamenti nella fase di sviluppo considerata, nell'area geografica o, se del caso, nel settore economico in cui operano. La misura per il finanziamento del rischio deve essere concepita in modo da ovviare ai fallimenti del mercato dimostrati nella valutazione *ex ante*.
65. La valutazione deve analizzare i problemi di carattere sia strutturale sia congiunturale (ossia connessi alla crisi) che determinano livelli subottimali di finanziamento privato. In particolare, la valutazione deve fornire un'analisi esauriente delle fonti di finanziamento disponibili per le imprese ammissibili, tenendo conto del numero di intermediari finanziari esistenti nell'area geografica interessata, del loro carattere pubblico o privato, dei volumi di investimento destinati al segmento di mercato pertinente, del numero di imprese potenzialmente ammissibili e del valore medio delle singole operazioni. Tale analisi deve fondarsi su dati relativi ai 5 anni precedenti la notifica della misura per il finanziamento del rischio e, su tale base, stimare la natura e l'entità della carenza di finanziamenti, vale a dire, il livello della domanda di finanziamento non soddisfatta proveniente dalle imprese ammissibili.
66. La valutazione *ex ante* dovrebbe preferibilmente essere effettuata da un'entità indipendente sulla base di elementi di prova oggettivi e aggiornati. Gli Stati membri possono presentare valutazioni esistenti, purché non siano anteriori di oltre tre anni alla notifica della misura per il finanziamento del rischio. Quando la misura per il finanziamento del rischio è parzialmente finanziata dai fondi strutturali e d'investimento europei, lo Stato membro può presentare la valutazione *ex ante* elaborata a norma dell'articolo 37, paragrafo 2, del regolamento recante disposizioni comuni<sup>(33)</sup>, che sarà considerata conforme ai requisiti stabiliti dai presenti orientamenti. Nell'esaminare i risultati della valutazione *ex ante*, la Commissione si riserva il diritto di mettere in discussione la validità dei dati alla luce degli elementi di prova disponibili.
67. Per assicurare che gli intermediari finanziari partecipanti alla misura si concentrino sui fallimenti del mercato rilevati, devono essere applicate procedure di *due diligence* per assicurare una strategia di investimento mirata agli obiettivi di intervento individuati e che rispetti i requisiti di ammissibilità e le restrizioni di finanziamento stabiliti. In particolare, gli Stati membri devono selezionare intermediari finanziari che possono dimostrare che la strategia di investimento da loro proposta è commercialmente valida e comprende un'adeguata politica di diversificazione del rischio tesa a conseguire la redditività economica e una scala efficiente in termini di volume e di portata territoriale degli investimenti.

<sup>(33)</sup> Cfr. nota 15.

68. Inoltre la valutazione ex ante deve tenere conto degli specifici fallimenti del mercato cui debbono far fronte le imprese destinatarie ammissibili in base agli orientamenti supplementari di cui ai punti da 69 a 88.

3.3.1. *Misure destinate a categorie di imprese che esulano dal campo di applicazione del regolamento generale di esenzione per categoria*

a) *Piccole imprese a media capitalizzazione*

69. Il campo di applicazione del regolamento generale di esenzione per categoria si limita alle PMI ammissibili. Tuttavia, talune imprese che non soddisfano le soglie finanziarie e degli effettivi che definiscono il concetto di PMI possono dover far fronte a difficoltà analoghe di finanziamento.

70. L'inclusione delle piccole imprese a media capitalizzazione tra le imprese ammissibili ad una misura per il finanziamento del rischio può essere giustificata in quanto incentiva gli investitori privati a diversificare il portafoglio di investimenti, equilibrando le possibilità di entrata e di uscita. Tale inclusione può ridurre il livello di rischio del portafoglio e quindi aumentare il rendimento degli investimenti. Potrebbe trattarsi di un modo particolarmente efficace di attrarre gli investitori istituzionali verso le imprese che si trovano nella fase dell'avviamento, le quali presentano maggiori rischi.

71. Per questi motivi, se la valutazione ex ante contiene sufficienti elementi economici di prova in tal senso, può essere giustificato sostenere le piccole imprese a media capitalizzazione. Nella sua valutazione la Commissione terrà conto dell'intensità di manodopera e di capitale delle imprese destinatarie, nonché di altri criteri che riflettono le specifiche difficoltà di finanziamento delle piccole imprese a media capitalizzazione (ad esempio garanzie sufficienti per un prestito elevato).

b) *Imprese a media capitalizzazione innovative*

72. In determinate circostanze, anche le imprese a media capitalizzazione potrebbero riscontrare difficoltà di finanziamento analoghe a quelle delle PMI. Ciò può avvenire per le imprese a media capitalizzazione che svolgono attività di R&S e innovazione parallelamente agli investimenti iniziali in impianti di produzione, compresa l'applicazione commerciale, e la cui storia creditizia non consente ai potenziali investitori di formulare ipotesi pertinenti per quanto riguarda le future prospettive commerciali dei risultati di tali attività. In tal caso, l'aiuto di Stato a favore del finanziamento del rischio può rivelarsi necessario affinché le imprese a media capitalizzazione innovative possano aumentare la loro capacità produttiva ad un livello sostenibile che consenta loro di attirare da sole finanziamenti privati. Come osservato alla lettera a) della sezione 3.3.1, per l'intermediario finanziario l'inclusione delle imprese a media capitalizzazione innovative nel suo portafoglio di investimenti può essere un modo efficace di proporre un'offerta più diversificata di opportunità di investimento in grado di attrarre una gamma più ampia di potenziali investitori.

c) *Imprese che ricevono gli investimenti iniziali per il finanziamento del rischio superati sette anni dopo la loro prima vendita commerciale*

73. Il regolamento generale di esenzione per categoria si applica alle PMI che ricevono l'investimento iniziale a titolo della misura anteriormente alla prima vendita commerciale su un mercato o entro sette anni dalla loro prima vendita commerciale. Oltre tale periodo di sette anni solo gli investimenti ulteriori beneficiano dell'esenzione per categoria. Tuttavia, talune tipologie di imprese possono ancora essere considerate in fase di espansione/nelle fasi iniziali di crescita se anche dopo il periodo di sette anni non hanno ancora dimostrato a sufficienza il loro potenziale di generare rendimenti e/o non presentano una storia creditizia sufficientemente solida e non dispongono di garanzie. Questo può avvenire nei settori ad alto rischio, quali i settori biotecnologico, culturale e creativo, e più in generale nel caso delle PMI innovative<sup>(34)</sup>. Inoltre, le imprese che dispongono di *equity* sufficiente a finanziare le attività iniziali possono necessitare di finanziamenti esterni solamente in una fase successiva, ad esempio per accrescere la propria capacità per passare da attività su piccola scala ad attività su grande scala. A tal fine esse potrebbero aver bisogno di un investimento di importo superiore a quello che potrebbero realizzare con le loro risorse.

<sup>(34)</sup> Il carattere innovativo di una PMI deve essere valutato alla luce della definizione di cui al regolamento generale di esenzione per categoria.

74. È pertanto possibile autorizzare misure nell'ambito delle quali l'investimento iniziale è realizzato superati sette anni dopo la prima vendita commerciale dell'impresa destinataria. In tali circostanze, la Commissione può esigere che la misura definisca chiaramente le imprese ammissibili, alla luce dei dati forniti nella valutazione ex ante relativamente all'esistenza di uno specifico fallimento del mercato che interessa tali imprese.
- d) Imprese che necessitano di un investimento per il finanziamento del rischio di importo superiore al limite fissato nel regolamento generale di esenzione per categoria
75. Il regolamento generale di esenzione per categoria fissa un importo massimo totale del finanziamento del rischio per impresa ammissibile, compresi gli investimenti ulteriori. Tuttavia, in taluni settori in cui i costi iniziali per la ricerca o gli investimenti sono relativamente elevati, ad esempio nei settori delle scienze della vita o delle tecnologie verdi o dell'energia, questo importo potrebbe non essere sufficiente per realizzare tutte le serie di investimenti necessari e porre l'impresa su un percorso di crescita sostenibile. Può pertanto essere giustificato, a determinate condizioni, autorizzare investimenti di importo totale più elevato a favore di imprese ammissibili.
76. Le misure per il finanziamento del rischio possono quindi accordare un sostegno superiore al predetto importo massimo totale, purché l'importo del finanziamento previsto rispecchi l'entità e la natura della carenza di finanziamenti individuata nella valutazione ex ante in relazione ai settori e/o territori destinatari. In tali casi, la Commissione terrà conto dell'elevata intensità di capitale dei settori destinatari e/o dei maggiori costi di investimento in determinate aree geografiche.
- e) Piattaforme alternative di negoziazione che non soddisfano le condizioni del regolamento generale di esenzione per categoria
77. La Commissione riconosce che le piattaforme alternative di negoziazione rappresentano una parte importante del mercato dei finanziamenti alle PMI, perché attirano nuovo capitale nelle PMI e facilitano l'uscita dei precedenti investitori<sup>(35)</sup>. Il regolamento generale di esenzione per categoria riconosce la loro importanza agevolandone l'attività sia attraverso incentivi fiscali a favore delle persone fisiche che investono in imprese quotate su tali piattaforme, sia autorizzando aiuti all'avviamento a favore dei gestori delle piattaforme, a condizione che i gestori delle piattaforme rispondano alla definizione di PMI ed entro determinati massimali.
78. Tuttavia, i gestori delle piattaforme alternative di negoziazione possono non essere necessariamente piccole imprese al momento in cui sono istituite. Del pari, l'importo massimo dell'aiuto ammesso come aiuto all'avviamento a norma del regolamento generale di esenzione per categoria può non essere sufficiente per sostenere l'istituzione della piattaforma. Inoltre, per attrarre risorse sufficienti per la creazione e l'avvio di nuove piattaforme può essere necessario offrire incentivi fiscali agli investitori aziendali. Infine, la piattaforma può quotare non solo PMI ma anche imprese che superano i massimali di cui alla definizione di PMI.
79. Di conseguenza, può essere giustificato, a determinate condizioni, consentire incentivi fiscali a favore degli investitori aziendali, sostenere gestori di piattaforme che non sono piccole imprese o autorizzare investimenti per l'istituzione di piattaforme alternative di negoziazione il cui importo supera i limiti previsti dal regolamento generale di esenzione per categoria per l'aiuto all'avviamento, o consentire aiuti alle piattaforme alternative di negoziazione nelle quali la maggioranza degli strumenti finanziari ammessi alla negoziazione siano emessi da PMI. Ciò è in linea con l'obiettivo di sostenere l'accesso delle PMI ai finanziamenti mediante una catena di finanziamento ininterrotta. Pertanto, la valutazione ex ante deve dimostrare l'esistenza di uno specifico fallimento del mercato che interessa tali piattaforme nel mercato geografico rilevante.

<sup>(35)</sup> La Commissione riconosce la crescente importanza delle piattaforme di *crowd funding* (finanziamento collettivo) per attrarre finanziamenti a favore delle imprese in fase di avviamento. Pertanto, se è constatato un fallimento del mercato e nei casi in cui il gestore di una piattaforma di *crowd funding* è un'entità giuridica distinta, la Commissione può applicare, per analogia, le norme applicabili alle piattaforme alternative di negoziazione; ciò vale anche per gli incentivi fiscali ad investire attraverso le piattaforme di *crowd funding*. Alla luce della recente diffusione del *crowd funding* nell'Unione, è probabile che le misure per il finanziamento del rischio che lo prevedono siano soggette alla valutazione di cui alla sezione 4 dei presenti orientamenti.

3.3.2. Misure i cui parametri non rispettano il regolamento generale di esenzione per categoria

a) Strumenti finanziari con una partecipazione di investitori privati inferiore alle percentuali previste dal regolamento generale di esenzione per categoria

80. I fallimenti del mercato che interessano le imprese in particolari regioni o Stati membri possono essere più pronunciati a causa del sottosviluppo relativo del mercato dei finanziamenti alle PMI in tali zone, rispetto ad altre regioni dello stesso Stato membro o ad altri Stati membri. Ciò avviene in particolare negli Stati membri dove non c'è una presenza consolidata di investitori formali in *venture capital* o di *business angels*. Pertanto, l'obiettivo di incoraggiare lo sviluppo di un efficiente mercato dei finanziamenti alle PMI in tali regioni e di superare gli ostacoli strutturali che possono impedire alle PMI l'accesso effettivo al finanziamento del rischio può giustificare una posizione più favorevole della Commissione nei confronti di misure che consentono una partecipazione degli investitori privati inferiore alle percentuali stabilite dal regolamento generale di esenzione per categoria.

81. Inoltre, la Commissione può giudicare positivamente le misure per il finanziamento del rischio che prevedono una partecipazione degli investitori privati inferiore alle percentuali stabilite nel regolamento generale di esenzione per categoria, in particolare se dette misure sono destinate specificamente alle PMI che non hanno ancora effettuato la prima vendita commerciale o che sono nella fase di prova del concetto (*proof-of-concept*), ossia imprese che risentono di un fallimento del mercato più accentuato, purché una parte dei rischi dell'investimento sia effettivamente sostenuta dagli investitori privati partecipanti.

b) Strumenti finanziari concepiti con parametri superiori ai massimali previsti nel regolamento generale di esenzione per categoria

82. Il beneficio del regolamento generale di esenzione per categoria è riservato alle misure nelle quali la ripartizione non paritaria delle perdite tra investitori pubblici e privati è concepita in modo da limitare la prima perdita sostenuta dall'investitore pubblico. Analogamente, per quanto riguarda le garanzie, l'esenzione per categoria fissa limiti al tasso di garanzia e alle perdite totali sostenute dall'investitore pubblico.

83. Tuttavia, in determinate circostanze, adottando una posizione di finanziamento più rischiosa, il finanziamento pubblico può permettere agli investitori o mutuanti privati di concedere finanziamenti aggiuntivi. Per valutare le misure i cui parametri finanziari superano i massimali di cui al regolamento generale di esenzione per categoria, la Commissione prenderà in considerazione una serie di fattori illustrati nella sezione 3.4.2 dei presenti orientamenti.

c) Strumenti finanziari diversi dalle garanzie per i quali gli investitori, gli intermediari finanziari e i relativi gestori sono selezionati privilegiando la protezione dai rischi rispetto alla ripartizione asimmetrica degli utili

84. A norma del regolamento generale di esenzione per categoria, la selezione degli intermediari finanziari, nonché degli investitori o dei gestori di fondi, deve basarsi su una gara aperta, trasparente e non discriminatoria, che indichi chiaramente gli obiettivi di intervento perseguiti dalla misura e il tipo di parametri finanziari concepiti per conseguirli. Ciò significa che gli intermediari finanziari o i relativi gestori devono essere selezionati mediante una procedura conforme alla direttiva 2004/18/CE<sup>(36)</sup> o a qualsiasi direttiva successiva che la sostituisce. Se la direttiva non è applicabile, la procedura di selezione deve essere tale da assicurare la scelta più ampia possibile tra intermediari finanziari o gestori di fondi qualificati. In particolare, la procedura deve consentire allo Stato membro in questione di confrontare i termini e le condizioni negoziate tra gli intermediari finanziari o i gestori di fondi e i potenziali investitori privati in modo da assicurare che la misura per il finanziamento del rischio attragga gli investitori privati con il minimo di aiuti di Stato o il minimo di divergenza da condizioni di parità di trattamento, alla luce di una strategia di investimento realistica.

<sup>(36)</sup> Direttiva 2004/18/CE (GU L 134 del 30.4.2004, pag. 114).

85. Secondo il regolamento generale di esenzione per categoria, i criteri di selezione applicabili per la sezione dei gestori devono includere il requisito secondo il quale per strumenti diversi dalle garanzie «verrà data preferenza alla ripartizione degli utili rispetto alla protezione dai rischi» onde limitare la tendenza all'assunzione di rischi eccessivi da parte del gestore nella selezione delle imprese oggetto di investimento. L'obiettivo è garantire che, a prescindere dalla forma dello strumento finanziario previsto dalla misura, qualsiasi trattamento preferenziale accordato agli investitori o ai mutuanti privati sia valutato rispetto all'interesse pubblico che consiste nel garantire il carattere rotativo del capitale pubblico impegnato e la sostenibilità finanziaria della misura sul lungo termine.
86. In determinati casi, tuttavia, può risultare necessario privilegiare la protezione dai rischi, in particolare se la misura è destinata a determinati settori nei quali il tasso di insolvenza delle PMI è elevato. Può essere il caso, ad esempio, delle misure destinate alle PMI che non hanno ancora effettuato la prima vendita commerciale o che sono nella fase di prova del concetto (*proof-of-concept*), a settori che presentano importanti ostacoli tecnologici o a settori in cui le imprese dipendono fortemente da singoli progetti che richiedono ingenti investimenti iniziali e comportano un'elevata esposizione al rischio, quali i settori culturale e creativo. La preferenza per i meccanismi di protezione dai rischi può essere giustificata anche per le misure attuate attraverso un fondo di fondi e con l'obiettivo di attirare investitori privati a questo livello.
- d) Incentivi fiscali a favore degli investitori aziendali, compresi gli intermediari finanziari o i loro gestori che agiscono in qualità di coinvestitori
87. Sebbene il regolamento generale di esenzione per categoria riguardi gli incentivi fiscali a favore di investitori privati indipendenti che sono persone fisiche che finanziano, direttamente o indirettamente, i rischi delle PMI ammissibili, gli Stati membri possono ritenere opportuno attuare misure che prevedono incentivi analoghi per gli investitori aziendali. La differenza risiede nel fatto che questi ultimi sono imprese ai sensi dell'articolo 107 del trattato. Le misure devono pertanto essere soggette a restrizioni specifiche al fine di garantire che l'aiuto fornito al livello degli investitori aziendali rimanga proporzionato e abbia un reale effetto incentivante.
88. Gli intermediari finanziari e i loro gestori possono beneficiare di incentivi fiscali solo nella misura in cui agiscono in qualità di coinvestitori o comutanti. I servizi da essi resi per l'attuazione della misura non possono beneficiare di incentivi fiscali.

### 3.4. Adeguatezza della misura di aiuto

#### 3.4.1. Adeguatezza rispetto ad altri strumenti di intervento e ad altri strumenti di aiuto

89. Per affrontare i fallimenti del mercato rilevati e contribuire al conseguimento degli obiettivi di intervento che persegue, la misura per il finanziamento del rischio proposta deve essere uno strumento adeguato e nel contempo deve falsare il meno possibile la concorrenza. La scelta della specifica forma di misura per il finanziamento del rischio deve essere debitamente giustificata nella valutazione ex ante.
90. Nella prima fase, la Commissione valuta se e in quale proporzione la misura per il finanziamento del rischio può essere considerata uno strumento adeguato rispetto ad altri strumenti di intervento intesi a stimolare gli investimenti per il finanziamento del rischio nelle imprese ammissibili. Gli aiuti di Stato non sono l'unico strumento di intervento di cui dispongono gli Stati membri per agevolare il finanziamento del rischio delle imprese ammissibili. Essi possono utilizzare altri strumenti complementari sia dal lato della domanda che da quello dell'offerta, quali misure regolamentari per agevolare il funzionamento dei mercati finanziari, misure volte a migliorare il contesto imprenditoriale, i servizi di consulenza in materia di preparazione agli investimenti o gli investimenti pubblici che soddisfano il test dell'operatore in un'economia di mercato.
91. La valutazione ex ante deve analizzare gli attuali e, se possibile, i futuri interventi nazionali e dell'Unione europea destinati ad affrontare gli stessi fallimenti del mercato rilevati, tenendo conto dell'efficacia e dell'efficienza degli altri strumenti di intervento. Dai risultati della valutazione ex ante deve emergere che non è possibile rimediare adeguatamente ai fallimenti del mercato rilevati con altri strumenti di intervento che non comportano aiuti di Stato. Inoltre, la misura per il finanziamento del rischio proposta deve essere coerente con la politica generale dello Stato membro interessato in materia di accesso delle PMI ai finanziamenti e deve essere complementare ad altri strumenti di intervento volti a soddisfare le stesse esigenze del mercato.

92. Nella seconda fase, la Commissione valuta se la misura proposta è più appropriata di altri strumenti di aiuto di Stato tesi ad ovviare allo stesso fallimento del mercato. A tale proposito gli strumenti finanziari sono considerati, in linea generale, meno distorsivi delle sovvenzioni dirette e sono pertanto ritenuti uno strumento più adeguato. Tuttavia, gli aiuti di Stato volti ad agevolare il finanziamento del rischio possono essere concessi sotto diverse forme, quali strumenti fiscali selettivi o strumenti finanziari che prevedono condizioni inferiori a quelle di mercato, tra cui una serie di strumenti di *equity*, di debito e di garanzia con profili di rischio/rendimento differenti, la cui adeguatezza dipende dalla natura delle imprese destinatarie e dalla carenza di finanziamenti. Pertanto, la Commissione valuta se la misura prevede una struttura di finanziamento efficiente che, tenuto conto della strategia di investimento del fondo, garantisca operazioni sostenibili.
93. Al riguardo, la Commissione valuterà favorevolmente le misure che implicano fondi sufficientemente grandi in termini di dimensioni del portafoglio, copertura geografica (in particolare se operano in diversi Stati membri) e diversificazione del portafoglio, perché tali fondi possono essere più efficienti, e pertanto più interessanti per gli investitori privati, rispetto ai fondi più piccoli. Talune strutture di fondi di fondi possono soddisfare queste condizioni, purché i costi complessivi di gestione risultanti dai diversi livelli di intermediazione siano compensati da sostanziali guadagni di efficienza.

#### 3.4.2. Condizioni relative agli strumenti finanziari

94. Per gli strumenti finanziari che esulano dal campo di applicazione del regolamento generale di esenzione per categoria la Commissione terrà conto degli elementi di cui ai punti da 95 a 119.
95. In primo luogo, la misura deve mobilitare finanziamenti supplementari dei partecipanti al mercato. Coefficienti minimi di investimento privato inferiori a quelli stabiliti dal regolamento generale di esenzione per categoria possono essere giustificati solo in considerazione di fallimenti del mercato più pronunciati individuati nella valutazione *ex ante*. Al riguardo, la valutazione *ex ante* deve comprendere una stima ragionevole del livello dell'investimento privato atteso alla luce del fallimento del mercato che tocca lo specifico gruppo di imprese ammissibili oggetto della misura, ossia del potenziale stimato di reperire ulteriori investimenti privati sulla base di un portafoglio o di ciascuna operazione. Inoltre, occorre dimostrare che la misura mobilita finanziamenti privati supplementari che altrimenti non sarebbero stati concessi o che sarebbero stati concessi sotto forme e per importi differenti o sulla base di condizioni diverse.
96. Per quanto riguarda le misure per il finanziamento del rischio specificamente rivolte alle PMI che non hanno ancora effettuato la prima vendita commerciale, la Commissione può accettare che il livello di partecipazione privata sia inferiore alle percentuali prescritte. In alternativa, per tali obiettivi di investimento, la Commissione può accettare che la partecipazione privata sia di natura non indipendente, ovvero che provenga, ad esempio, dal proprietario dell'impresa beneficiaria. In casi debitamente giustificati, la Commissione può accettare livelli di partecipazione privata inferiori a quelli stabiliti dal regolamento generale di esenzione per categoria anche in relazione a imprese ammissibili che operano su un mercato da meno di sette anni dalla loro prima vendita commerciale, alla luce degli elementi di prova economici forniti nella valutazione *ex ante* in merito al fallimento del mercato pertinente.
97. Una misura per il finanziamento del rischio destinata a imprese ammissibili che al momento del primo investimento per il finanziamento del rischio operano sul mercato da oltre sette anni dalla prima vendita commerciale deve prevedere restrizioni adeguate in termini di tempo (ad esempio, dieci anni invece di sette) o altri criteri oggettivi di natura qualitativa relativi alla fase di sviluppo delle imprese destinatarie. Per tali obiettivi di investimento la Commissione richiederà di norma una percentuale minima di partecipazione privata del 60 %.
98. In secondo luogo, assieme al livello proposto di partecipazione privata, la Commissione terrà conto dell'equilibrio tra rischi e benefici tra investitori privati e pubblici. A tale riguardo la Commissione considererà positivamente le misure che prevedono che le perdite siano ripartite tra gli investitori secondo criteri di parità di trattamento e che gli investitori privati ricevano unicamente incentivi inerenti alla partecipazione agli utili. In linea di principio tanto più la ripartizione dei rischi e dei benefici è prossima alle pratiche commerciali correnti, tanto più è probabile che la Commissione accetti un livello inferiore di partecipazione privata.

99. In terzo luogo, il livello della struttura di finanziamento al quale la misura intende mobilitare investimenti privati è importante. Al livello del fondo di fondi, la capacità di attrarre finanziamenti privati può dipendere da un più ampio ricorso a meccanismi di protezione dai rischi. Al contrario, un ricorso eccessivo a tali meccanismi può falsare la selezione delle imprese ammissibili e condurre a risultati inefficienti nei casi in cui gli investitori privati intervengono a livello dell'investimento nelle imprese e per singola operazione.
100. Nel valutare la necessità della struttura specifica della misura, la Commissione può prendere in considerazione l'importanza del rischio residuo rimasto a carico degli investitori privati selezionati rispetto alle perdite previste e imprevedute assunte dall'investitore pubblico, nonché la ripartizione dei rendimenti attesi fra l'investitore pubblico e gli investitori privati. In tal modo potrebbe essere accettato un diverso profilo di rischio/rendimento, se ciò consente di massimizzare l'importo dell'investimento privato, senza compromettere l'autentica natura orientata al profitto delle decisioni di investimento.
101. In quarto luogo, la natura esatta degli incentivi deve essere determinata mediante una procedura aperta e non discriminatoria di selezione degli intermediari finanziari, nonché dei gestori di fondi o degli investitori. Analogamente, i gestori di fondi di fondi, nell'ambito del loro mandato di investimento, devono essere tenuti a impegnarsi giuridicamente a fissare, mediante una procedura concorrenziale di selezione degli intermediari finanziari, dei gestori di fondi o degli investitori ammissibili, le condizioni preferenziali che possono applicarsi al livello dei sub-fondi.
102. Per dimostrare la necessità delle condizioni finanziarie specifiche alla base della struttura della misura, gli Stati membri possono essere tenuti a presentare elementi di prova attestanti che durante la procedura di selezione degli investitori privati tutti i partecipanti hanno chiesto condizioni che non sarebbero state coperte dal regolamento generale di esenzione per categoria, o che la gara non era andata a buon fine.
103. In quinto luogo, l'intermediario finanziario o il gestore di fondi possono coinvestire insieme allo Stato membro, purché siano evitati potenziali conflitti di interesse. L'intermediario finanziario deve assumersi almeno il 10 % della *tranche* di prima perdita. Tale coinvestimento potrebbe contribuire ad assicurare che le decisioni di investimento siano conformi agli obiettivi di intervento pertinenti. La capacità del gestore di investire a partire da risorse proprie può essere uno dei criteri di selezione.
104. Infine, le misure per il finanziamento del rischio che ricorrono a strumenti di debito devono prevedere un meccanismo che assicuri che l'intermediario finanziario trasferisca il vantaggio che riceve dallo Stato alle imprese beneficiarie finali, ad esempio in forma di riduzione dei tassi di interesse, di alleggerimento dei requisiti in materia di garanzie reali o di una combinazione dei due. L'intermediario finanziario può anche trasferire il vantaggio investendo in imprese che sebbene potenzialmente redditizie, sulla base dei criteri di rating interni dell'intermediario finanziario, sarebbero in una classe di rischio in cui l'intermediario non investirebbe in assenza della misura per il finanziamento del rischio. Il meccanismo di trasferimento deve prevedere modalità adeguate di monitoraggio, nonché un meccanismo di recupero.
105. Nel quadro della misura per il finanziamento del rischio gli Stati membri possono utilizzare tutta una gamma di strumenti finanziari: strumenti di investimento in *equity* e *quasi-equity*, strumenti di prestito o garanzie non a condizioni di parità di trattamento. Nei successivi punti da 106 a 119 si illustrano gli elementi di cui la Commissione terrà conto nella valutazione di tali strumenti finanziari specifici.
- a) *Investimenti in equity*
106. Gli strumenti di investimento in *equity* possono assumere la forma di investimenti in *equity* o in *quasi-equity* di un'impresa, mediante i quali l'investitore acquista una parte della proprietà dell'impresa.
107. Gli strumenti di *equity* possono presentare varie caratteristiche asimmetriche, prevedendo un trattamento differenziato degli investitori, poiché alcuni possono partecipare ai rischi o ai benefici in proporzione maggiore di altri. Per attenuare i rischi per gli investitori privati, la misura può offrire una «protezione» in caso di incremento degli utili (l'investitore pubblico cede una parte del rendimento) o una protezione contro parte delle perdite (limitando le perdite per l'investitore privato) o una combinazione di entrambe.

108. La Commissione ritiene che gli incentivi inerenti alla partecipazione agli utili creano una migliore convergenza degli interessi tra investitori pubblici e privati. Al contrario, la protezione dai rischi, che espone l'investitore pubblico al rischio di scarso rendimento, può portare al disallineamento degli interessi e al fenomeno della selezione avversa da parte degli intermediari finanziari o degli investitori.
109. La Commissione ritiene che gli strumenti di *equity* con limitazione del rendimento<sup>(37)</sup>, l'opzione *call*<sup>(38)</sup> e la ripartizione asimmetrica delle entrate sotto forma di liquidità<sup>(39)</sup> offrano incentivi adeguati, soprattutto nelle situazioni caratterizzate da un fallimento del mercato meno grave.
110. Gli strumenti di *equity* con ripartizione delle perdite non paritaria che supera i limiti stabiliti dal regolamento generale di esenzione per categoria possono essere giustificati solamente per misure destinate ad ovviare a gravi fallimenti del mercato individuati nella valutazione *ex ante*, quali misure destinate principalmente alle PMI che non hanno ancora effettuato la prima vendita commerciale o che sono nella fase di prova del concetto (*proof-of-concept*). Per evitare un'eccessiva protezione dai rischi, occorre limitare la *tranche* di prima perdita sostenuta dall'investitore pubblico.

b) Strumenti di debito di tipo «funded»: prestiti

111. Una misura per il finanziamento del rischio può prevedere la concessione di prestiti al livello degli intermediari finanziari o dei beneficiari finali.
112. Gli strumenti di debito di tipo «funded» possono assumere forme diverse, tra cui prestiti subordinati e prestiti con condivisione del rischio di portafoglio. I prestiti subordinati possono essere concessi agli intermediari finanziari per rafforzare la loro struttura patrimoniale, con l'obiettivo di fornire finanziamenti supplementari alle imprese ammissibili. I prestiti con condivisione del rischio di portafoglio sono intesi a fornire prestiti agli intermediari finanziari che si impegnano a cofinanziare un portafoglio di nuovi prestiti o leasing a favore di imprese ammissibili fino a un determinato tasso di cofinanziamento in combinazione con una condivisione del rischio di credito del portafoglio in base a ciascun prestito (o ciascun leasing). In entrambi i casi, l'intermediario finanziario agisce in qualità di coinvestitore nelle imprese ammissibili, ma beneficia di un trattamento preferenziale rispetto all'investitore/mutuante pubblico, poiché lo strumento riduce la sua esposizione al rischio di credito derivante dal relativo portafoglio prestiti.
113. In generale, quando le caratteristiche di attenuazione del rischio dello strumento fanno sì che l'investitore/mutuante pubblico assuma, in rapporto al prestito sottostante, una posizione di prima perdita superiore al limite stabilito dal regolamento generale di esenzione per categoria, la misura può essere giustificata solo in caso di grave fallimento del mercato che deve essere chiaramente individuato nella valutazione *ex ante*. La Commissione valuterà positivamente le misure che prevedono un limite esplicito per le prime perdite sostenute dall'investitore pubblico, in particolare quando il limite non supera il 35 %.
114. Gli strumenti di prestito con condivisione del rischio di portafoglio devono garantire un tasso di coinvestimento sostanziale da parte dell'intermediario finanziario selezionato. Questa condizione è ritenuta soddisfatta se detto tasso non è inferiore al 30 % del valore del relativo portafoglio prestiti.
115. Si ritiene che gli strumenti di debito di tipo «funded» utilizzati per rifinanziare prestiti esistenti non generino un effetto incentivante e che gli elementi di aiuto contenuti in tali strumenti non possano essere considerati compatibili con il mercato interno ai sensi dell'articolo 107, paragrafo 3, lettera c), del trattato.

<sup>(37)</sup> Limitazione del rendimento dell'investitore pubblico a un determinato tasso di rendimento prestabilito (*hurdle rate*): se il tasso di rendimento prestabilito è superato, i proventi eccedenti sono distribuiti solamente agli investitori privati.

<sup>(38)</sup> Opzione *call* sulle azioni pubbliche: agli investitori privati è riconosciuto il diritto di esercitare un'opzione *call* per acquistare la quota dell'investimento pubblico a un prezzo di esercizio prefissato.

<sup>(39)</sup> Ripartizione asimmetrica delle entrate sotto forma di liquidità: la liquidità è fornita sia dagli investitori pubblici che da quelli privati in base a condizioni di parità di trattamento ma gli utili, se generati, sono ripartiti in modo asimmetrico. Nella distribuzione degli utili gli investitori privati ricevono più di quanto spetterebbe loro in proporzione alla loro partecipazione, fino all'*hurdle rate* prestabilito.

c) Strumenti di debito di tipo «unfunded»: garanzie

116. Una misura per il finanziamento del rischio può prevedere la concessione di garanzie o contro garanzie agli intermediari finanziari e/o garanzie ai beneficiari finali. Le operazioni ammissibili coperte dalla garanzia devono essere nuove operazioni di prestito ammissibili per il finanziamento del rischio, tra cui gli strumenti di leasing, nonché strumenti di investimento in *quasi-equity*, ad esclusione degli strumenti di *equity*.
117. Le garanzie devono essere concesse sulla base del portafoglio. Gli intermediari finanziari possono selezionare le operazioni che desiderano inserire nel portafoglio coperto dalla garanzia, purché le operazioni incluse soddisfino i criteri di ammissibilità definiti dalla misura per il finanziamento del rischio. Le garanzie devono essere offerte ad un tasso che garantisca un livello adeguato di condivisione dei rischi e dei rendimenti con gli intermediari finanziari. In particolare, in casi debitamente giustificati, in base ai risultati della valutazione *ex ante*, il tasso di garanzia può essere più elevato del tasso massimo stabilito dal regolamento generale di esenzione per categoria, ma non può superare il 90 %, ad esempio in caso di garanzie su prestiti o investimenti in *quasi-equity* a favore di PMI che non hanno ancora effettuato la prima vendita commerciale.
118. In caso di garanzie limitate, in linea di principio, il tasso limite deve coprire esclusivamente le perdite previste. Se deve coprire anche le perdite impreviste, il suo costo deve essere fissato ad un livello che tiene conto della copertura del rischio supplementare. Di norma, il tasso limite non deve essere superiore al 35 %. Le garanzie illimitate (garanzie con tasso di garanzia, ma senza tasso limite) possono essere concesse in casi debitamente giustificati e il loro costo deve essere fissato tenendo conto della copertura supplementare del rischio fornita dalla garanzia.
119. La durata della garanzia deve essere limitata nel tempo, di norma ad un massimo di 10 anni, fatta salva la scadenza dei singoli strumenti di debito coperti dalla garanzia, che può essere più lunga. La garanzia viene ridotta se l'intermediario finanziario non include un importo minimo di investimenti nel portafoglio durante un periodo specifico. Agli importi non utilizzati si applicano commissioni d'impegno. Per incentivare gli intermediari a realizzare i volumi di investimenti concordati possono essere utilizzati metodi quali le commissioni d'impegno, eventi attivatori o tappe intermedie.

3.4.3. Condizioni relative agli strumenti fiscali

120. Il campo di applicazione del regolamento generale di esenzione per categoria è circoscritto agli incentivi fiscali a favore di investitori che siano persone fisiche, come evidenziato alla sezione 3.3.2, lettera d). Devono pertanto essere notificate alla Commissione le misure che utilizzano incentivi fiscali per incoraggiare gli investitori aziendali a finanziare le imprese ammissibili, sia direttamente che indirettamente, mediante acquisizione di quote in un fondo istituito ad hoc o altri tipi di veicoli di investimento che investono in queste imprese.
121. Di norma, gli Stati membri devono basare le loro misure fiscali sulle conclusioni in merito all'esistenza di un fallimento del mercato formulate nella valutazione *ex ante* e calibrare di conseguenza i loro strumenti mirando a una categoria ben definita di imprese ammissibili.
122. Gli incentivi fiscali a favore degli investitori aziendali possono assumere la forma di sgravi fiscali sull'imposta sul reddito e/o di sgravi fiscali sulle plusvalenze e sui dividendi, inclusi i crediti d'imposta e i differimenti d'imposta. Nella prassi seguita in materia di applicazione delle regole, la Commissione ha generalmente ritenuto compatibili gli sgravi fiscali che consentivano di porre limiti specifici per investitore in merito alla percentuale massima dell'importo investito che può beneficiare dello sgravio fiscale e all'importo massimo di agevolazione fiscale che può essere dedotto dal debito tributario di un investitore. Inoltre, gli oneri fiscali sulle plusvalenze relative alla cessione di quote possono essere dilazionati se sono reinvestiti in investimenti ammissibili entro un determinato periodo, mentre le perdite derivanti dalla cessione di tali quote possono essere dedotte dagli utili generati da altre quote soggette al medesimo regime fiscale.
123. In generale, la Commissione ritiene che misure fiscali di questo tipo siano adeguate e abbiano quindi un effetto incentivante se lo Stato membro può dimostrare che la selezione delle imprese ammissibili si fonda su un insieme ben strutturato di requisiti di investimento, debitamente pubblicizzato, che definisca le caratteristiche delle imprese ammissibili interessate da un fallimento comprovato del mercato.

124. Fatta salva la possibilità di prorogare la misura, i regimi fiscali devono essere limitati ad una durata massima di 10 anni. Se dopo 10 anni il regime è prorogato, lo Stato membro deve effettuare una nuova valutazione ex ante e una valutazione dell'efficacia del regime nel periodo di attuazione.
125. Nella sua analisi, la Commissione tiene conto delle caratteristiche specifiche del rispettivo sistema fiscale nazionale e degli incentivi fiscali già vigenti nello Stato membro, nonché dell'interazione tra i predetti incentivi, tenendo conto degli obiettivi fissati nel piano di azione per rafforzare la lotta alla frode fiscale e all'evasione fiscale<sup>(40)</sup>, e nelle due raccomandazioni della Commissione rispettivamente sulla pianificazione fiscale aggressiva<sup>(41)</sup> e sulle misure destinate a incoraggiare i paesi terzi ad applicare norme minime di buona *governance* in materia fiscale<sup>(42)</sup>. Occorre inoltre assicurare che siano debitamente applicate le norme sullo scambio di informazioni tra amministrazioni fiscali per prevenire la frode e l'evasione fiscale.
126. Le agevolazioni fiscali devono essere accessibili a tutti gli investitori che soddisfino i criteri fissati, senza discriminazioni in base al luogo di stabilimento e a condizione che lo Stato membro interessato rispetti le norme minime di buona *governance* in materia fiscale. Gli Stati membri devono quindi assicurare che il campo di applicazione e i parametri tecnici della misura siano pubblicizzati adeguatamente, compresi i necessari massimali e limiti relativi al vantaggio massimo che ciascun investitore può trarre dalla misura, nonché l'importo massimo dell'investimento per singola impresa ammissibile.

#### 3.4.4. Condizioni relative alle misure a favore delle piattaforme alternative di negoziazione

127. Per quanto riguarda le misure di aiuto a favore delle piattaforme alternative di negoziazione oltre i limiti fissati dal regolamento generale di esenzione per categoria, il gestore della piattaforma deve presentare un piano aziendale che dimostri che la piattaforma destinataria dell'aiuto può divenire autosufficiente in meno di 10 anni. La notifica deve inoltre presentare scenari controfattuali plausibili che paragonino le possibilità delle imprese interessate di accedere ai finanziamenti necessari se la piattaforma non esistesse.
128. La Commissione valuterà favorevolmente le piattaforme alternative di negoziazione istituite da vari Stati membri e che operano tra diversi Stati membri, perché possono essere estremamente efficienti e interessanti per gli investitori privati, in particolare gli investitori istituzionali.
129. Per le piattaforme esistenti, la strategia aziendale proposta dalla piattaforma deve dimostrare che a causa di una persistente insufficienza di imprese quotate e della conseguente carenza di liquidità, la piattaforma in questione necessita di un sostegno nel breve termine, nonostante la sua redditività a lungo termine. La Commissione valuterà positivamente l'aiuto per l'istituzione di una piattaforma alternativa di negoziazione negli Stati membri in cui una tale piattaforma non esiste. Qualora la piattaforma alternativa di negoziazione oggetto del sostegno è una sub-piattaforma o una controllata di una borsa valori esistente, la Commissione presterà particolare attenzione alla valutazione della mancanza di finanziamenti cui tale sub-piattaforma potrebbe andare incontro.

### 3.5. Effetto incentivante degli aiuti

130. Gli aiuti di Stato possono essere dichiarati compatibili con il mercato interno se hanno un effetto incentivante che induce il beneficiario dell'aiuto a modificare il suo comportamento realizzando attività che non avrebbe realizzato in assenza degli aiuti o che avrebbe realizzato in maniera più restrittiva a causa dell'esistenza di un fallimento del mercato. A livello di imprese ammissibili, l'effetto incentivante si verifica quando il beneficiario finale può reperire finanziamenti che altrimenti non sarebbero stati disponibili in termini di forma, importo o scadenze.
131. Le misure per il finanziamento del rischio devono incentivare gli investitori di mercato a fornire alle imprese ammissibili potenzialmente redditizie finanziamenti superiori ai livelli correnti e/o ad assumere rischi aggiuntivi. Si ritiene che la misura per il finanziamento del rischio abbia effetto incentivante se mobilita investimenti da fonti del mercato in modo che il finanziamento totale fornito alle

<sup>(40)</sup> Piano d'azione per rafforzare la lotta alla frode fiscale e all'evasione fiscale, COM(2012) 722 final del 6.12.2012.

<sup>(41)</sup> Raccomandazione della Commissione, del 6.12.2012, sulla pianificazione fiscale aggressiva, C(2012) 8806 final.

<sup>(42)</sup> Raccomandazione della Commissione, del 6.12.2012, concernente misure destinate a incoraggiare i paesi terzi ad applicare norme minime di buona *governance* in materia fiscale, C(2012) 8805 final.

imprese ammissibili superi la dotazione di bilancio della misura. Un elemento chiave nel selezionare gli intermediari finanziari e i gestori di fondi dovrebbe quindi essere la loro capacità di mobilitare investimenti privati aggiuntivi.

132. La valutazione dell'effetto incentivante è strettamente connessa alla valutazione del fallimento del mercato di cui alla sezione 3.3. Inoltre, l'idoneità della misura a conseguire l'effetto leva dipende in ultima analisi dalla struttura della misura stessa, in particolare da una ripartizione equilibrata di rischi e benefici tra i fornitori pubblici e privati dei finanziamenti, aspetto strettamente connesso alla questione dell'adeguatezza della struttura della misura di aiuto di Stato per il finanziamento del rischio (cfr. la precedente sezione 3.4). Si può quindi presumere la presenza di un effetto incentivante se il fallimento del mercato è stato debitamente identificato e la misura ha una struttura adeguata.

### 3.6. Proporzionalità dell'aiuto

133. Gli aiuti di Stato devono essere proporzionati al fallimento del mercato che deve essere affrontato per conseguire i pertinenti obiettivi di intervento. Gli aiuti devono essere strutturati in modo efficiente sotto il profilo dei costi, in linea con i principi di una sana gestione finanziaria. Affinché una misura di aiuto sia considerata proporzionata, l'aiuto deve essere limitato al minimo indispensabile per attirare i finanziamenti del mercato in modo da colmare la carenza di finanziamenti senza generare vantaggi indebiti.
134. Come regola generale, a livello dei beneficiari finali, la misura per il finanziamento del rischio è considerata proporzionata se l'importo totale dei finanziamenti congiunti (pubblici e privati) forniti con la misura per il finanziamento del rischio è limitato all'entità della carenza di finanziamenti individuata nella valutazione ex ante. A livello degli investitori, l'aiuto deve essere limitato al minimo indispensabile per attirare capitali privati al fine di assicurare l'effetto leva minimo e colmare la carenza di finanziamenti.

#### 3.6.1. Condizioni relative agli strumenti finanziari

135. La misura deve garantire l'equilibrio tra le condizioni preferenziali offerte dallo strumento finanziario al fine di massimizzare l'effetto leva ponendo allo stesso tempo rimedio al fallimento del mercato individuato e la necessità che lo strumento sia in grado di generare sufficienti livelli di rendimento finanziario che gli consentano di rimanere operativamente redditizio.
136. La natura e l'entità esatta degli incentivi deve essere determinata mediante una procedura aperta e non discriminatoria di selezione nell'ambito della quale gli intermediari finanziari, nonché i gestori di fondi o gli investitori sono chiamati a presentare offerte concorrenti. Se mediante detta procedura sono stabiliti rendimenti asimmetrici proporzionati al rischio o una ripartizione asimmetrica delle perdite, la Commissione ritiene che lo strumento finanziario sia proporzionato e rifletta un congruo tasso di rendimento finanziario. Quando i gestori di fondi sono selezionati mediante una gara aperta, trasparente e non discriminatoria che impone ai partecipanti di presentare la propria base di investitori nel quadro della procedura di selezione, si ritiene che gli investitori privati siano debitamente selezionati.
137. In caso di coinvestimento di un fondo pubblico assieme a investitori privati partecipanti sulla base di ogni singola operazione, questi ultimi devono essere selezionati mediante una procedura concorrenziale separata per ciascuna operazione, che costituisce il modo migliore per fissare il congruo tasso di rendimento finanziario.
138. Se gli investitori privati non sono selezionati mediante una procedura del genere (ad esempio perché la procedura di selezione si è rivelata inefficace o non è andata a buon fine), per evitare che gli investitori siano sovraremunerati, il congruo tasso di rendimento finanziario deve essere stabilito da un esperto indipendente in base all'analisi dei parametri di riferimento del mercato e dei rischi del mercato utilizzando la metodologia di valutazione dei flussi di cassa attualizzati. Su tale base, l'esperto indipendente calcola un livello minimo del congruo tasso di rendimento finanziario e vi somma un margine atto a riflettere i rischi.
139. In tal caso devono vigere norme adeguate per designare l'esperto indipendente. Come minimo, l'esperto deve essere in possesso di una licenza che gli consenta di prestare la consulenza, essere registrato nelle rilevanti associazioni professionali, rispettare le regole professionali e deontologiche definite da tali associazioni, essere indipendente e render conto dell'esattezza del suo parere. In linea di principio, gli esperti indipendenti devono essere selezionati sulla base di una procedura di selezione aperta, trasparente e non discriminatoria. Lo stesso esperto indipendente non può essere impiegato una seconda volta in un periodo di tre anni.

140. Alla luce di quanto sopra, la struttura della misura può contenere vari investimenti pubblici e privati con condivisione asimmetrica degli utili o scadenzati asimmetricamente, purché i rendimenti proporzionati al rischio previsti per gli investitori privati siano limitati al congruo tasso di rendimento finanziario.
141. In linea di principio, la Commissione ritiene che l'allineamento economico degli interessi tra lo Stato membro e gli intermediari finanziari o i loro gestori, a seconda dei casi, possa ridurre al minimo l'aiuto. Gli interessi devono essere allineati sia per quanto riguarda il conseguimento degli obiettivi di intervento specifici che per quanto concerne i risultati finanziari dell'investimento pubblico nello strumento.
142. L'intermediario finanziario o il gestore di fondi possono coinvestire assieme allo Stato membro, purché i termini e le condizioni del coinvestimento siano tali da escludere ogni possibile conflitto di interesse. Tale coinvestimento potrebbe incentivare il gestore ad allineare le sue decisioni di investimento agli obiettivi di intervento stabiliti. La capacità del gestore di investire a partire da risorse proprie può essere uno dei criteri di selezione.
143. La remunerazione degli intermediari finanziari o dei gestori di fondi, in funzione del tipo di misura per il finanziamento del rischio, deve includere una commissione annua di gestione e incentivi basati sui risultati (*carried interest*).
144. La componente della remunerazione basata sui risultati deve essere significativa e strutturata in modo tale da ricompensare i risultati finanziari e il conseguimento degli obiettivi di intervento specifici fissati previamente. Deve esservi un equilibrio tra gli incentivi per il raggiungimento degli obiettivi di intervento e gli incentivi legati ai risultati finanziari, che sono necessari per garantire una selezione efficiente delle imprese ammissibili destinatarie degli investimenti. Inoltre, la Commissione prenderà in considerazione possibili sanzioni previste nell'accordo di finanziamento tra lo Stato membro e l'intermediario finanziario, applicabili in caso di mancato conseguimento degli obiettivi di intervento stabiliti.
145. Il livello della remunerazione basata sui risultati deve essere giustificato in base alla prassi in uso nel mercato pertinente. I gestori devono essere remunerati non solo per un esborso ben riuscito e in base all'importo del capitale privato raccolto, ma anche per gli utili sul capitale investito, realizzati sotto forma di introiti e di entrate in conto capitale, superiori a un determinato tasso di rendimento minimo (*hurdle rate*).
146. La commissione totale di gestione non deve superare i costi di esercizio e di gestione necessari per l'esecuzione degli strumenti finanziari interessati, più proventi ragionevoli in linea con la prassi di mercato. Tale commissione non deve comprendere i costi d'investimento.
147. Dato che gli intermediari finanziari o i loro gestori, a seconda dei casi, devono essere selezionati mediante una gara aperta, trasparente e non discriminatoria, alla struttura generale delle commissioni può essere assegnato un punteggio nel contesto della procedura di selezione e la remunerazione massima può essere stabilita a seguito di tale selezione.
148. Nei casi di nomina diretta di un'entità delegata, la Commissione ritiene che la commissione annua di gestione non dovrebbe, in linea di principio, superare il 3% del capitale che sarà assegnato all'entità, escludendo gli incentivi basati sui risultati.

#### 3.6.2. Condizioni relative agli strumenti fiscali

149. L'investimento totale per ciascuna impresa beneficiaria non può superare l'importo massimo fissato dalle disposizioni del regolamento generale di esenzione per categoria in materia di finanziamento del rischio.
150. Indipendentemente dal tipo di sgravi fiscali, le azioni ammissibili devono essere azioni ordinarie *full risk* di nuova emissione di un'impresa ammissibile quale definita nella valutazione *ex ante* e devono essere mantenute per almeno tre anni. Non possono fruire dell'agevolazione fiscale gli investitori che non siano indipendenti dall'impresa oggetto degli investimenti.
151. Gli investitori che finanziano imprese ammissibili possono beneficiare di sgravi fiscali sull'imposta sul reddito fino ad una percentuale ragionevole dell'importo investito in imprese ammissibili, purché non sia superato l'importo massimo dell'imposta sul reddito dovuto dall'investitore quale accertato anteriormente alla misura fiscale. Sulla base dell'esperienza della Commissione, si ritiene ragionevole limitare gli sgravi fiscali al 30 % dell'importo investito. Le perdite derivanti dalla cessione di quote possono essere defalcate ai fini del calcolo dell'imposta sul reddito.

152. Nel caso di sgravi fiscali sui dividendi, i dividendi percepiti per le azioni ammissibili possono essere interamente esenti dall'imposta sul reddito. Analogamente, nel caso di sgravi fiscali sull'imposta sulle plusvalenze, i proventi della vendita di azioni ammissibili possono essere interamente esenti dall'imposta sulle plusvalenze. Inoltre, l'imposta sulle plusvalenze relative alla cessione di azioni ammissibili può essere differita se reinvestita in nuove azioni ammissibili entro un anno.

### 3.6.3. Condizioni per le piattaforme alternative di negoziazione

153. Al fine di consentire un'analisi adeguata della proporzionalità dell'aiuto a favore del gestore della piattaforma alternativa di negoziazione, è consentita la concessione di aiuti di Stato che coprano fino al 50 % dei costi di investimento sostenuti per la creazione della piattaforma.
154. Per gli incentivi fiscali a favore di investitori aziendali, la Commissione valuterà la misura alla luce delle condizioni previste per gli strumenti fiscali nei presenti orientamenti.

### 3.7. Prevenzione degli effetti negativi indebiti sulla concorrenza e sugli scambi

155. Le misure di aiuto di Stato devono essere concepite in modo da limitare le distorsioni della concorrenza nel mercato interno. Gli effetti negativi devono essere controbilanciati dall'effetto positivo globale della misura. Nel caso di misure per il finanziamento del rischio, i potenziali effetti negativi devono essere valutati a ciascuno dei livelli in cui l'aiuto può essere presente: gli investitori, gli intermediari finanziari e i loro gestori, e i beneficiari finali.
156. Per consentire alla Commissione di valutare i probabili effetti negativi, lo Stato membro può trasmetterle, come parte integrante della valutazione *ex ante*, gli studi in suo possesso e le valutazioni *ex post* effettuate per regimi analoghi in termini di imprese ammissibili, strutture di finanziamento, parametri e area geografica.
157. In primo luogo, a livello del mercato dei finanziamenti del rischio, gli aiuti di Stato possono causare un effetto di esclusione (*crowding out*) degli investimenti privati. Ciò potrebbe scoraggiare gli investitori privati dal finanziare le imprese ammissibili e indurli ad attendere che lo Stato conceda aiuti per tali investimenti. Questo rischio aumenta proporzionalmente all'importo del finanziamento totale concesso ai beneficiari finali, alle dimensioni delle imprese beneficiarie e al loro grado di sviluppo, dato che in queste condizioni i finanziamenti privati sono messi a disposizione solo gradualmente. Inoltre, gli aiuti di Stato non devono sostituirsi al normale rischio commerciale legato agli investimenti che gli investitori avrebbero realizzato anche in assenza di aiuti di Stato. Tuttavia, se il fallimento del mercato è stato correttamente definito, è meno probabile che la misura per il finanziamento del rischio determini effetti di esclusione.
158. In secondo luogo, a livello di intermediari finanziari, gli aiuti possono avere effetti di distorsione in termini di aumento o mantenimento del potere di mercato di un intermediario, ad esempio nel mercato di una determinata regione. Anche nel caso in cui non rafforzino direttamente il potere di mercato dell'intermediario finanziario, gli aiuti possono farlo indirettamente, scoraggiando l'espansione dei concorrenti esistenti o inducendoli a uscire dal mercato oppure scoraggiando l'ingresso di nuovi concorrenti.
159. Le misure per il finanziamento del rischio devono essere rivolte a imprese orientate alla crescita che non sono in grado di attrarre un livello sufficiente di finanziamenti da risorse private ma che possono diventare redditizie grazie agli aiuti di Stato per il finanziamento del rischio. Tuttavia, è poco probabile che soddisfino i criteri della valutazione comparata una misura che prevede la creazione di un fondo pubblico la cui strategia di investimento non dimostri sufficientemente la potenziale redditività delle imprese ammissibili, perché in tal caso l'investimento per il finanziamento del rischio può essere assimilato a una sovvenzione.
160. Dato che le condizioni in materia di gestione commerciale e procedure decisionali orientate al profitto stabilite nelle disposizioni del regolamento generale di esenzione per categoria in materia di finanziamento del rischio sono essenziali per assicurare che la selezione delle imprese beneficiarie finali sia basata su una logica commerciale, dette condizioni non possono essere oggetto di deroga ai sensi dei presenti orientamenti, anche quando le misure comportano intermediari finanziari pubblici.

161. I fondi di investimento di piccola scala, dall'ambito territoriale limitato e non dotati di adeguati meccanismi di *governance* saranno analizzati al fine di prevenire il rischio di tenere in vita strutture di mercato inefficienti. I regimi di aiuti al finanziamento del rischio a carattere regionale possono avere scala e portata insufficienti a causa di una scarsa diversificazione legata al numero ridotto di imprese ammissibili in cui investire, il che potrebbe ridurre l'efficienza, portando così alla concessione di aiuti a imprese meno redditizie. Questi investimenti possono creare distorsioni della concorrenza e offrire vantaggi indebiti a talune imprese. Inoltre, tali fondi possono essere meno interessanti per gli investitori privati, in particolare gli investitori istituzionali, perché possono essere visti non tanto come opportunità commerciali redditizie che offrono rendimenti accettabili quanto piuttosto come uno strumento per il perseguimento di obiettivi di politica regionale.
162. In terzo luogo, a livello dei beneficiari finali, la Commissione valuterà se la misura ha effetti di distorsione sui mercati del prodotto in cui tali imprese sono concorrenti. Ad esempio, la misura potrebbe falsare la concorrenza se è destinata a imprese operanti in settori poco efficienti. Un'espansione significativa della capacità indotta da aiuti di Stato in un mercato poco efficiente potrebbe, in particolare, determinare un'indebita distorsione della concorrenza, in quanto la creazione o il persistere di un eccesso di capacità potrebbe comportare una diminuzione dei margini di profitto e una riduzione degli investimenti da parte dei concorrenti o persino la loro uscita dal mercato. Non solo: ciò potrebbe impedire anche l'entrata nel mercato di determinate imprese. Da quanto descritto derivano quindi strutture di mercato inefficienti che, nel lungo periodo, rappresentano un danno anche per i consumatori. Nel caso di un mercato in crescita nei settori destinatari, vi sono di norma meno motivi per temere che l'aiuto incida negativamente sugli incentivi dinamici o che ostacoli indebitamente l'uscita dal mercato o l'ingresso sul mercato. Pertanto, la Commissione analizzerà il livello delle capacità produttive nel dato settore alla luce della domanda potenziale. Per consentire alla Commissione di effettuare una tale valutazione gli Stati membri devono indicare se la misura per il finanziamento del rischio è specifica per il settore o se privilegia determinati settori rispetto ad altri.
163. Gli aiuti di Stato possono impedire che i meccanismi di mercato, premiando i produttori più efficienti ed esercitando pressione su quelli meno efficienti affinché migliorino, si ristrutturino o escano dal mercato, producano risultati positivi. La concessione di aiuti a imprese inefficienti può impedire l'entrata o l'espansione nel mercato di altre imprese e scoraggiare i concorrenti dall'innovare.
164. La Commissione valuterà inoltre gli effetti negativi di eventuali delocalizzazioni. Al riguardo, la Commissione esaminerà se i fondi regionali possono causare un aumento delle delocalizzazioni nel mercato interno. Il rischio di tali distorsioni è più accentuato quando le attività di un intermediario finanziario sono concentrate in una regione non assistita confinante con una regione assistita o con una regione che beneficia di un'intensità di aiuto maggiore. Anche una misura per il finanziamento del rischio a carattere regionale che si concentri solo su determinati settori potrebbe avere effetti negativi di delocalizzazione.
165. Se la misura produce effetti negativi, lo Stato membro deve individuare i mezzi per ridurli al minimo. Così, lo Stato membro può dimostrare che gli effetti negativi sono limitati al minimo indispensabile, alla luce, ad esempio, dell'importo complessivo dell'investimento, del tipo e del numero dei beneficiari e delle caratteristiche dei settori in questione. Per soppesare gli effetti positivi e negativi, la Commissione prenderà inoltre in considerazione l'entità di tali effetti.

### 3.8. Trasparenza

166. Gli Stati membri devono pubblicare le seguenti informazioni su un sito web completo sugli aiuti di Stato, a livello nazionale o regionale:
- i) il testo del regime di aiuti e le relative disposizioni di applicazione;
  - ii) il nome dell'autorità che concede l'aiuto;
  - iii) l'importo totale della partecipazione dello Stato membro nella misura;
  - iv) il nome dell'entità delegata, se del caso, e i nomi degli intermediari finanziari selezionati;

- v) il nome dell'impresa che riceve il sostegno ai sensi della misura, incluse informazioni sul tipo di impresa (PMI, piccola impresa a media capitalizzazione, impresa a media capitalizzazione innovativa); la regione (al livello NUTS II) in cui l'impresa ha sede; il principale settore economico in cui il beneficiario opera al livello di gruppo NACE; la forma e l'importo dell'investimento. Possono essere esonerati da tale obbligo le PMI che non hanno effettuato alcuna vendita commerciale su alcun mercato e gli investimenti in un'impresa beneficiaria finale inferiori a 200 000 EUR;
- vi) in caso di regimi fiscali di aiuti al finanziamento del rischio, i nomi degli investitori aziendali beneficiari<sup>(43)</sup> e l'importo delle agevolazioni fiscali ricevute, se superiori a 200 000 EUR. Tale importo può essere fornito per intervalli di 2 milioni di EUR.

Le informazioni devono essere pubblicate dopo l'adozione della decisione di concessione dell'aiuto, conservate per almeno 10 anni ed essere accessibili al pubblico senza restrizioni<sup>(44)</sup>.

### 3.9. Cumulo

167. Gli aiuti al finanziamento del rischio possono essere cumulati con qualsiasi altra misura di aiuto di Stato dai costi ammissibili individuabili.
168. Gli aiuti al finanziamento del rischio sono cumulabili con altre misure di aiuto di Stato senza costi ammissibili individuabili, o con aiuti «de minimis» fino al massimale più elevato applicabile di finanziamento totale fissato per le circostanze specifiche di ogni caso da un regolamento di esenzione per categoria o da una decisione adottata dalla Commissione.
169. I finanziamenti dell'Unione gestiti a livello centralizzato da istituzioni, agenzie, imprese comuni o altri organismi dell'Unione che non sono direttamente o indirettamente controllati dagli Stati membri non costituiscono aiuto di Stato. Quando tali finanziamenti dell'Unione si combinano con aiuti di Stato, solo questi ultimi sono da considerare per la verifica del rispetto delle soglie di notifica e degli importi massimi di aiuto, a condizione che l'importo totale del finanziamento pubblico concesso in relazione agli stessi costi ammissibili non superi il tasso di finanziamento più favorevole stabilito nella normativa applicabile dell'UE.

### 4. VALUTAZIONE

170. A ulteriore garanzia della limitazione delle distorsioni della concorrenza e degli scambi, la Commissione può esigere che taluni regimi siano soggetti a una scadenza temporale e a una valutazione che deve riguardare i seguenti aspetti:
- a) l'efficacia della misura di aiuto alla luce degli obiettivi e degli indicatori generali e specifici predefiniti; e
- b) l'impatto della misura per il finanziamento del rischio sui mercati e sulla concorrenza.
171. Può essere richiesta una valutazione per i seguenti regimi di aiuti:
- a) grandi regimi;
- b) regimi con carattere regionale;
- c) regimi con carattere settoriale ristretto;
- d) regimi modificati, qualora le modifiche incidano sui criteri di ammissibilità, sull'importo degli investimenti o sui parametri finanziari; la valutazione può essere presentata come parte integrante della notifica;
- e) regimi dalle caratteristiche innovative;
- f) regimi per i quali la Commissione lo richieda nella decisione che approva la misura alla luce dei potenziali effetti negativi.
172. La valutazione deve essere effettuata da un esperto indipendente dall'autorità che concede l'aiuto di Stato, sulla base di una metodologia comune<sup>(45)</sup>, e deve essere resa pubblica. La valutazione deve essere presentata alla Commissione in tempo utile per consentirle di considerare l'eventuale proroga del regime di aiuti e in ogni caso alla scadenza del regime. La portata e la metodologia esatte della valutazione da effettuare saranno definite nella decisione di approvazione del regime di aiuti. Qualsiasi successiva misura di aiuto che presenti un analogo obiettivo deve tenere conto dei risultati di tale valutazione.

<sup>(43)</sup> Il requisito non si applica agli investitori privati che sono persone fisiche.

<sup>(44)</sup> Le informazioni devono essere regolarmente aggiornate (per esempio ogni sei mesi) e disponibili in formato aperto.

<sup>(45)</sup> La Commissione può fornire questa metodologia comune.

## 5. DISPOSIZIONI FINALI

### 5.1. Proroga degli orientamenti sul capitale di rischio

173. Gli orientamenti sul capitale di rischio rimangono in vigore fino al 30 giugno 2014.

### 5.2. Applicabilità delle regole

174. La Commissione applicherà i principi definiti nei presenti orientamenti per valutare la compatibilità di tutti gli aiuti al finanziamento del rischio che verranno concessi dal 1° luglio 2014 al 31 dicembre 2020.

175. Gli aiuti a favore del capitale di rischio concessi illegalmente o che saranno concessi prima del 1° luglio 2014 saranno valutati conformemente alle norme in vigore alla data in cui l'aiuto è concesso.

176. Per tutelare le legittime aspettative degli investitori privati, in caso di regimi per il finanziamento del rischio che prevedono finanziamenti pubblici a favore di fondi di investimento in *private equity*, la data dell'impegno dei finanziamenti pubblici a favore di tali fondi, ossia la data della firma dell'accordo di finanziamento, determina l'applicabilità delle norme alla misura per il finanziamento del rischio.

### 5.3. Misure opportune

177. La Commissione ritiene che l'attuazione dei presenti orientamenti comporterà modifiche sostanziali dei principi di valutazione degli aiuti a favore del capitale di rischio nell'Unione. Inoltre, alla luce delle mutate condizioni economiche e sociali, risulta necessario valutare se tutti i regimi di aiuti per il capitale di rischio continuano a essere giustificati ed efficaci. Per questi motivi, la Commissione propone agli Stati membri le seguenti misure opportune conformemente all'articolo 108, paragrafo 1, del trattato:

- a) gli Stati membri modificano, se necessario, i regimi di aiuti esistenti a favore del capitale di rischio al fine di armonizzarli con i presenti orientamenti entro sei mesi dalla data della pubblicazione degli orientamenti;
- b) gli Stati membri sono invitati ad esprimere il loro assenso, esplicito e incondizionato, alle misure opportune proposte, entro due mesi dalla data di pubblicazione dei presenti orientamenti. In assenza di una risposta, la Commissione riterrà che lo Stato membro in questione non condivide le misure proposte.

178. Al fine di salvaguardare le legittime aspettative degli investitori privati, gli Stati membri non sono tenuti ad adottare misure opportune in relazione ai regimi di aiuti per il capitale di rischio a favore delle PMI quando l'impegno dei finanziamenti pubblici nei confronti di fondi di investimento in *private equity*, assunto alla data della firma dell'accordo di finanziamento, è stato assunto prima della data di pubblicazione dei presenti orientamenti e tutte le condizioni previste nell'accordo rimangono immutate. Detti intermediari finanziari possono continuare a operare successivamente e a realizzare gli investimenti secondo la loro strategia di investimento iniziale fino alla fine della durata prevista dall'accordo di finanziamento.

### 5.4. Relazioni e monitoraggio

179. In conformità del regolamento (CE) n. 659/1999 del Consiglio<sup>(46)</sup> e del regolamento (CE) n. 794/2004 della Commissione<sup>(47)</sup>, gli Stati membri sono tenuti a presentare relazioni annuali alla Commissione.

180. Gli Stati membri devono conservare una documentazione dettagliata per tutte le misure di aiuto. Questa documentazione deve contenere tutte le informazioni necessarie per accertare il rispetto delle condizioni in materia di ammissibilità e di importi massimi degli investimenti. La documentazione deve essere conservata per 10 anni dalla data di concessione dell'aiuto e deve essere messa a disposizione della Commissione su richiesta.

<sup>(46)</sup> Regolamento (CE) n. 659/1999 del Consiglio recante modalità di applicazione dell'articolo 93 del trattato CE (GU L 83 del 27.3.1999, pag. 1) e successive modificazioni.

<sup>(47)</sup> Regolamento (CE) n. 794/2004 della Commissione recante disposizioni di esecuzione del regolamento (CE) n. 659/1999 (GU L 140 del 30.4.2004, pag. 1).

### 5.5. **Revisione**

181. La Commissione può decidere di rivedere o modificare i presenti orientamenti in qualsiasi momento, se ciò si rivelasse necessario per motivi connessi alla politica in materia di concorrenza o per tener conto di altre politiche dell'Unione e di impegni internazionali, dell'evoluzione dei mercati o per qualsiasi altro motivo giustificato.
-