



COMMISSIONE EUROPEA

Bruxelles, 01.VII.2008
C(2008)3361

**Oggetto: Aiuto di Stato n. N 304/2007 - Italia
Regime di aiuti a favore del capitale di rischio**

Signor Ministro,

1. PROCEDIMENTO

- (1) Con lettera del 31 maggio 2007, registrata presso la Commissione lo stesso giorno, le autorità italiane hanno notificato alla Commissione, a norma dell'articolo 88, paragrafo 3, del trattato CE, la misura in oggetto. La misura è stata notificata ai sensi degli orientamenti comunitari sugli aiuti di Stato destinati a promuovere gli investimenti in capitale di rischio nelle piccole e medie imprese¹ (in appresso "gli orientamenti").
- (2) Informazioni supplementari sono state inviate con lettera del 16 luglio 2007, in risposta ad una richiesta di informazioni della Commissione del 20 giugno 2007, con lettera del 3 ottobre 2007 in risposta ad una richiesta di informazioni della Commissione del 5 settembre 2007 e con lettera dell'11 febbraio 2008 in risposta a una richiesta di informazioni della Commissione del 30 novembre 2007. Il 18 febbraio 2008 si è tenuto un incontro fra le autorità italiane e i servizi della Commissione. Informazioni supplementari sono state trasmesse con lettera del 13 maggio 2008 e del 20 giugno 2008, in risposta ad una richiesta di informazioni della Commissione dell'11 aprile 2008.

2. DESCRIZIONE DELLA MISURA

2.1. Obiettivo e contesto del regime

- (3) Il regime intende rispondere alla mancanza in Italia di finanziamento mediante capitale di rischio delle PMI nelle fasi iniziali della loro crescita, attraverso l'organizzazione di un sistema aperto, destinato ad incoraggiare gli investitori a

¹ GU C 194 del 18.8.2006, pag. 2.

S.E On. Franco FRATTINI
Ministro degli Affari esteri
P.le della Farnesina 1
I - 00194 Roma

fornire capitale di rischio. Lo scopo del regime è di razionalizzare il quadro delle misure statali di sostegno al mercato del capitale di rischio raggruppandole in un sistema unico. Il regime prevede la partecipazione di capitale pubblico in:

- fondi di investimento di tipo chiuso;
- fondi di garanzia aventi ad oggetto la concessione di garanzie soltanto su strumenti di equity e quasi equity; garanzie prestate in favore di fondi di “venture capital” a copertura di una parte delle perdite legate agli investimenti soltanto per operazioni in capitale di rischio nelle PMI;
- altri strumenti finanziari in favore di investitori in capitale di rischio o di fondi di “venture capital”, per mettere a disposizione ulteriori capitali per gli investimenti. Gli investitori privati dovranno investire almeno una quantità corrispondente di risorse private in capitale di rischio a favore delle PMI. Il rendimento di tali strumenti finanziari sarà collegato al valore di mercato corrente della partecipazione.

Lo Stato accetterà in determinati casi una posizione subordinata rispetto ad altri investitori privati per incoraggiarne la partecipazione al regime.

- (4) Il regime opererà attraverso gare di appalto aperte, in base alle quali verranno selezionati fondi (fondi di investimento o fondi di garanzia) e intermediari finanziari. Gli intermediari finanziari sono banche o operatori finanziari, soggetti alla vigilanza della Banca d'Italia o qualsiasi altro operatore finanziario con sede legale ovunque in Europa.
- (5) Le autorità italiane intendono definire in questa fase soltanto le condizioni quadro nelle quali opererà il regime. Il loro obiettivo è arrivare a condizioni più precise per ciascuna forma di intervento come risultato della procedura di appalto, attraverso la concorrenza fra i potenziali investitori e gestori dei fondi.
- (6) Gli intermediari finanziari possono proporre altre forme di intervento pubblico rispetto a quelle elencate al punto 3. Se accettate, in seguito alla procedura d'appalto, le loro proposte non saranno realizzate fino ad ulteriore notifica ed approvazione da parte della Commissione, ai sensi della procedura di notifica prevista a norma dell'articolo 88, paragrafo 3 del trattato. La presente notifica riguarda pertanto soltanto le tre forme di aiuto elencate al punto 3.

2.2. Base giuridica, autorità erogatrice, dotazione e durata

- (7) La base giuridica del regime è costituita dall'articolo 1, comma 847, della legge 27 dicembre 2006, n. 296 e dalla bozza di decreto ministeriale concernente le modalità e le procedure per la concessione ed erogazione di aiuti per il capitale di rischio. Il regime sostituirà altre misure a sostegno del capitale di rischio previste dall'articolo 4, comma 106 della legge 24 dicembre 2003, n. 350, dagli articoli 103 e 106 della legge 23 dicembre 2000, n. 388, e dall'articolo 1, comma 222, della legge 30 dicembre 2004, n. 311 (aiuti di Stato N 292/2002² e N 9/2006³).
- (8) Il finanziamento pubblico previsto ammonterà nel complesso a 2 miliardi di EUR.

² SG /233128/2002.

³ D/204073 del 20.7.2006.

- (9) La notifica copre il periodo compreso tra la data di approvazione della Commissione e il 31 dicembre 2013.

2.3. Imprese oggetto di investimento

- (10) I fondi o gli intermediari finanziari investiranno in piccole e medie imprese (PMI) che rientrano nella definizione comunitaria di PMI⁴, economicamente attive in Italia. Le PMI beneficiarie non devono essere quotate nel listino ufficiale di una borsa valori o su un mercato non quotato dei titoli di una borsa valori.
- (11) Le PMI beneficiarie possono ricevere capitale “seed”, “start-up” e di espansione come definito, per gli scopi della misura, alla sezione 2.2, lettere e), f) e h) degli orientamenti, ossia:
- il finanziamento della fase “seed” viene fornito per la ricerca, la valutazione e lo sviluppo dell’idea imprenditoriale, che precedono la fase d’avvio (“start-up”) dell’impresa;
 - il capitale di avvio (“start-up capital”) è destinato a finanziare lo sviluppo del prodotto e la commercializzazione iniziale, ossia è concesso alle imprese che non hanno ancora venduto i propri prodotti a livello commerciale e non stanno ancora generando profitto;
 - il capitale di espansione (“expansion capital”) è il finanziamento concesso per la crescita e l’espansione di una società che va in pari o produce utile, allo scopo di aumentare la capacità produttiva, favorire lo sviluppo di un mercato o di un prodotto e/o fornire capitale circolante aggiuntivo.
- (12) Le misure devono limitarsi a fornire finanziamenti fino alla fase di espansione per le piccole imprese o per le medie imprese situate in zone assistite. Le imprese di medie dimensioni situate al di fuori delle zone assistite possono ricevere aiuti fino alla fase di start-up.
- (13) Il regime non presenta una natura settoriale. Sono esclusi aiuti ad imprese operanti nella costruzione navale⁵, nell’industria carbonifera⁶ e nell’industria siderurgica⁷. Le autorità italiane hanno confermato che gli aiuti concessi a norma del regime non saranno a favore di attività connesse con l’esportazione né subordinati all’impiego preferenziale di prodotti interni.

2.4. Struttura dell’investimento

- (14) L’entità massima complessiva di ciascuna tranche di investimento per PMI beneficiaria non supererà 1 500 000 EUR su un periodo di 12 mesi. Le tranche comprendono sia gli investimenti effettuati dai fondi che i coinvestimenti privati.

⁴ GU L 124 del 20.5.2003, pag. 36.

⁵ Come definita nella disciplina degli aiuti di Stato alla costruzione navale, GU C 317 del 30.12.2003 p. 11-14.

⁶ Carboni di alta, media e bassa qualità di classe “A” e “B” ai sensi della classificazione stabilita dalla Commissione economica per l’Europa delle Nazioni Unite nel sistema internazionale di codificazione dei carboni.

⁷ Come definita nell’allegato I degli orientamenti in materia di aiuti di Stato a finalità regionale 2007-2013, GU C 54 del 4.3.2006, pagg. 13- 45.

- (15) Almeno il 50% dell'investimento (o il 30% in zone assistite) sarà effettuato da investitori privati indipendenti. Nel caso dei fondi (cfr. supra punto 3, primo trattino), l'investimento pubblico non supererà il 50% delle risorse totali dei fondi o il 70% nelle zone assistite⁸. Nel caso di altri strumenti finanziari a favore di investitori, la partecipazione pubblica non supererà il 50% dell'importo complessivamente investito. Nel caso di fondi di garanzia aventi ad oggetto la concessione di garanzie su operazioni in capitale di rischio nelle PMI, la copertura pubblica di perdite sottostanti è limitata al 50% degli investimenti garantiti nominali.
- (16) I fondi forniranno investimenti equity o quasi-equity. Gli strumenti equity consistono nell'acquisizione di quote di nuova emissione nelle PMI beneficiarie. Gli strumenti quasi equity verranno definiti in base all'incertezza del rendimento sul capitale investito, il livello di subordinazione inferiore ad altri mutuatari ed investitori e al fatto che non saranno garantiti in caso di cattivo andamento delle imprese.
- (17) In determinati casi lo Stato potrebbe accettare un rendimento inferiore o una subordinazione maggiore rispetto agli investitori privati, per promuoverne la partecipazione ai fondi/al regime. La subordinazione sarà limitata al minimo indispensabile per garantire il leverage delle risorse private. In questo senso, le condizioni della subordinazione saranno un elemento prioritario nella scelta di fondi e investitori attraverso gare pubbliche di appalto.

2.5. Decisioni di investimento e gestione commerciale

- (18) Gli investitori privati effettueranno investimenti su base commerciale nei fondi o direttamente nelle imprese beneficiarie, assieme ai fondi. Gli investimenti verranno effettuati in PMI economicamente redditizie, sulla base di business plan per ciascun investimento che forniscano informazioni dettagliate sui prodotti, sull'andamento delle vendite e dei profitti, che consentano di stimare preventivamente la redditività del progetto e contengano una strategia di uscita chiara e realistica per ogni investimento. Sono esclusi gli investimenti in imprese in difficoltà di cui alla definizione degli orientamenti comunitari sugli aiuti di Stato per il salvataggio e la ristrutturazione di imprese in difficoltà⁹.
- (19) Gli investitori privati verranno rappresentati nel processo decisionale dei fondi o degli intermediari finanziari; nei confronti dei fondi o degli intermediari finanziari verrà esercitata una vigilanza regolare da parte della Banca d'Italia (o organismo equivalente in un altro Stato membro).
- (20) Vi sarà una strategia di uscita chiara e realistica per ciascun investimento, secondo un piano inteso ad ottenere il massimo rendimento; essa comprende la vendita commerciale, la liquidazione, il rimborso di azioni privilegiate/prestiti, la vendita ad un altro investitore in capitale di rischio, la vendita ad un'istituzione finanziaria e la vendita mediante offerta pubblica.

⁸ Per zone assistite si intendono le regioni che rientrano nel campo d'applicazione delle deroghe di cui all'articolo 87, paragrafo 3, lettere a) o c) del trattato CE.

⁹ GU C 244 del 1.10.2004, pag. 2.

2.6. Cumulo con altri aiuti

- (21) Qualora il capitale fornito ad un'impresa beneficiaria ai sensi del regime venga utilizzato per finanziare un investimento iniziale o altri costi ammissibili ad aiuti in base ad altre norme sugli aiuti di Stato, i relativi massimali saranno ridotti del 50% o del 20% nelle zone assistite nei primi tre anni del primo investimento in capitale di rischio fino a concorrenza dell'importo complessivo ricevuto. Tale riduzione non si applica tuttavia alle intensità di aiuto previste nella disciplina per gli aiuti di Stato alla ricerca e sviluppo¹⁰ o in eventuali successive discipline o regolamenti di esenzione per categoria in materia.

2.7. Relazioni annuali ed altri impegni

- (22) Le autorità italiane si sono impegnate ad osservare le disposizioni relative al monitoraggio e alle relazioni di cui alla sezione 7 degli orientamenti. Le relazioni annuali che verranno presentate alla Commissione conterranno informazioni sugli investimenti effettuati dai fondi, compreso un elenco di tutte le imprese beneficiarie, nonché una descrizione sintetica dell'attività dei fondi.
- (23) Alla misura non verrà data applicazione prima della pubblicazione su Internet del testo integrale. Le autorità italiane si sono impegnate a conservare registrazioni dettagliate relative alla concessione di aiuti a titolo della misura per un periodo di almeno dieci anni.

3. VALUTAZIONE

- (24) La Commissione ha valutato la misura in esame alla luce dell'articolo 87, paragrafo 1, del trattato CE e in particolare sulla base degli orientamenti sul capitale di rischio che specificano le disposizioni generali del trattato CE in materia di misure a favore del capitale di rischio destinate alle PMI.

3.1. Esistenza di aiuti di Stato

- (25) La Commissione ha esaminato la misura sulla base degli orientamenti, che illustrano le condizioni di applicazione dell'articolo 87, paragrafo 1 in materia di misure a favore del capitale di rischio destinate alle PMI. Affinché una misura a favore del capitale di rischio rientri nel campo d'applicazione dell'articolo 87, paragrafo 1, del trattato, devono essere soddisfatti tutti i quattro criteri seguenti:
- il provvedimento deve comportare l'impiego di risorse statali;
 - il provvedimento deve alterare la concorrenza conferendo un vantaggio a certe imprese;
 - il vantaggio deve essere selettivo, nel senso che è limitato a determinate imprese;
 - il provvedimento deve essere tale da poter incidere sugli scambi tra gli Stati membri.

¹⁰ GU C 323 del 30.12.2006, pag. 1.

- (26) Conformemente alla sezione 3.2 degli orientamenti, con la valutazione della presenza di aiuti di Stato ai sensi del trattato viene verificata la possibilità che la misura conferisca aiuti ad almeno tre livelli:
- aiuti agli investitori;
 - aiuti a favore di un fondo di investimento, di un veicolo di investimento o del relativo gestore;
 - aiuti alle imprese nelle quali viene effettuato l'investimento.

3.1.1. Aiuti di Stato agli investitori

- (27) Ai sensi della sezione 3.2 degli orientamenti, se gli investitori privati investono a condizioni più favorevoli di quelle di cui godono gli investitori pubblici o di quelle alle quali essi stessi avrebbero effettuato gli investimenti in assenza della misura in questione, si ritiene che tali investitori privati beneficino di un vantaggio.
- (28) Il regime prevede chiaramente la disponibilità dello Stato ad accettare una partecipazione subordinata rispetto agli investitori privati sotto forma di minore rendimento o di accettazione di un rischio più elevato. Anche se le condizioni di subordinazione sono uno degli elementi chiave per la selezione nella procedura d'appalto ed è dunque possibile che non vi sia alcuna subordinazione, la Commissione non può escludere la presenza di un vantaggio al livello degli investitori.
- (29) La Commissione ritiene pertanto che sussistano aiuti di Stato ai sensi dell'articolo 87, paragrafo 1), del trattato CE a livello degli investitori nei fondi e di investimenti in sinergia con i fondi.

3.1.2. Aiuti di Stato ai fondi

- (30) A livello di fondi, la Commissione tende a ritenere, in generale, che un fondo costituisca un veicolo per trasferire aiuti destinati agli investitori e/o alle imprese nelle quali s'investe e che non benefici esso stesso di aiuti, conformemente alla sezione 3.2 degli orientamenti. Determinate misure, quali ad esempio le misure fiscali o altre misure che comportano trasferimenti diretti a favore di un veicolo di investimento o di un fondo esistente che raggruppano un gran numero di investitori diversi e che si configurano come imprese indipendenti, possono tuttavia costituire aiuto, a meno che l'investimento non venga fatto a condizioni che sarebbero accettabili per un normale operatore economico operante in un'economia di mercato e dunque non conferirebbero alcun vantaggio al beneficiario.
- (31) Il regime prevede la possibilità di investire in fondi chiusi esistenti o in fondi di garanzia. A questi fondi non sarà impedito di diversificare in altre attività. I fondi hanno investitori diversi e possono essere considerati imprese indipendenti.
- (32) La Commissione ritiene pertanto che, a livello dei fondi, sussista un aiuto di Stato ai sensi dell'articolo 87, paragrafo 1 del trattato.

3.1.3. Aiuti di Stato alla gestione

- (33) Ai sensi della sezione 3.2 degli orientamenti, si presuppone l'esistenza di aiuti a favore dei gestori del fondo o della società di gestione se la loro remunerazione non corrisponde appieno alla remunerazione corrente di mercato in situazioni

comparabili. D'altro canto, si riterrà che non vi siano aiuti se il gestore o la società di gestione sono scelti attraverso una procedura di gara pubblica aperta e trasparente o se essi non beneficiano di alcun altro vantaggio concesso dallo Stato.

- (34) Le commissioni pagate ai gestori del fondo verranno stabilite nelle offerte in risposta all'appalto che rifletteranno il prezzo di mercato. La prevalenza di una commissione di successo ("success fee") su una commissione fissa è un elemento importante nella scelta dei gestori dei fondi. Le commissioni devono essere limitate al minimo e riflettere le attuali remunerazioni di mercato. Poiché il livello di remunerazione è uno dei criteri di selezione fondamentali per l'appalto, vi è una garanzia sufficiente che tali remunerazioni rifletteranno i prezzi di mercato correnti. La Commissione può pertanto concludere che la commissione pagata ai gestori dei fondi rispecchierà appieno la remunerazione corrente di mercato in situazioni comparabili e che non si configura dunque un aiuto di Stato ai sensi dell'articolo 87, paragrafo 1 del trattato CE per quanto riguarda i gestori dei fondi.

3.1.4. Aiuti di Stato alle imprese nelle quali viene effettuato l'investimento

- (35) Ai sensi della sezione 3.2 degli orientamenti, qualora vi siano elementi di aiuto al livello degli investitori o del fondo di investimento, la Commissione riterrà di norma che essi vengano almeno in parte trasferiti alle imprese destinatarie e siano quindi presenti anche al livello di queste ultime. Questo avviene anche quando le decisioni di investimento sono prese dai gestori del fondo secondo una logica puramente commerciale. Nei casi in cui l'investimento viene effettuato in termini che sarebbero accettabili per un investitore privato operante in un'economia di mercato, in assenza di qualsiasi intervento da parte dello Stato, le imprese destinatarie degli investimenti non verranno considerate beneficiarie di aiuti.
- (36) Il regime prevede che i fondi siano finanziati dallo Stato. Inoltre, è probabile che vi sia la subordinazione dell'investimento pubblico rispetto all'investimento privato per attirare nei fondi investitori operanti in economia di mercato. La Commissione può dunque concludere che la misura riduce i rischi che gli investitori si assumono nell'effettuare un particolare investimento. Non si può pertanto affermare che gli investitori privati nei fondi agiscano come operatori normali operanti in condizioni di mercato e vi è la possibilità che tutti i vantaggi concessi agli investitori nei fondi vengano trasmessi alle imprese destinatarie degli investimenti.
- (37) La misura facilita la fornitura di capitale di rischio alle PMI, che altrimenti non riceverebbero capitali sufficienti. La misura conferisce quindi un vantaggio alle imprese oggetto degli investimenti. La misura prevede l'investimento in PMI economicamente attive in Italia. La misura viene pertanto ritenuta selettiva in quanto solamente alcune PMI sono ammissibili agli investimenti previsti dal regime. Poiché non si può escludere che le imprese beneficiarie siano attive in scambi intracomunitari, non si possono nemmeno escludere ripercussioni sulla concorrenza e sugli scambi.
- (38) La Commissione ritiene pertanto che sussista un aiuto di Stato ai sensi dell'articolo 87, paragrafo 1 del trattato a livello delle imprese nelle quali viene effettuato l'investimento.

3.2. Legalità dell'aiuto

- (39) Notificando la misura prima della sua applicazione, le autorità italiane hanno rispettato gli obblighi loro imposti dall'articolo 88, paragrafo 3, del trattato CE.

4. VALUTAZIONE DELLA COMPATIBILITÀ

4.1. Criteri di valutazione della compatibilità della misura

- (40) Poiché la misura configura aiuti di Stato al livello degli investitori, dei fondi e delle PMI beneficiarie, la Commissione deve valutare se tali aiuti siano compatibili con il mercato comune. Nel caso in questione, si applicano gli orientamenti, in quanto la misura prevede il conferimento di capitale di rischio alle PMI.
- (41) La sezione 2.1 degli orientamenti esclude gli aiuti alle imprese in difficoltà e alle imprese del settore della costruzione navale e dei settori del carbone e dell'acciaio. Inoltre, gli orientamenti non si applicano agli aiuti a favore di attività connesse all'esportazione, ossia agli 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'impiego preferenziale di prodotti interni rispetto ai prodotti di importazione.
- (42) Come già specificato, la misura in questione esclude la concessione di aiuti alle imprese in difficoltà e alle imprese del settore della costruzione navale e dei settori del carbone e dell'acciaio. Le condizioni di ammissibilità degli investimenti non comprendono alcuna disposizione secondo la quale gli aiuti sarebbero subordinati ad attività di esportazione delle PMI beneficiarie o all'impiego preferenziale di prodotti interni rispetto ai prodotti di importazione. Pertanto, la misura è conforme a quanto previsto alla sezione 2.1 degli orientamenti.
- (43) La misura, che prevede la fornitura di capitale di rischio a PMI non quotate in borsa, rientra nel campo di applicazione degli orientamenti, stabilito alla sezione 2.1 degli stessi. La Commissione riterrà che i presupposti relativi all'effetto di incentivazione, alla necessità e alla proporzionalità della misura a favore del capitale di rischio siano rispettati e che il bilancio complessivo sia positivo se sono soddisfatte tutte le condizioni di cui alla sezione 4.3.

4.1.1. Livello massimo delle tranche di investimento e copertura delle garanzie

- (44) Conformemente alla sezione 4.3.1 degli orientamenti, la misura a favore del capitale di rischio deve prevedere tranche di investimento, finanziate in tutto o in parte attraverso l'aiuto di Stato, che non superino 1,5 milioni di EUR per PMI destinataria su un periodo di dodici mesi. Come precisato sopra, le tranche di investimento per PMI beneficiaria non saranno superiori a 1 500 000 EUR su un periodo di 12 mesi. I requisiti di cui alla sezione 4.3.1 degli orientamenti risultano pertanto soddisfatti.
- (45) Ai sensi della sezione 4.2 degli orientamenti, una delle forme di aiuto atte ad incoraggiare gli investitori privati ad apportare capitale di rischio alle imprese beneficiarie, e che possono indurre a decisioni di investimento prese sulla base di criteri commerciali, è la prestazione di garanzie in favore di investitori in capitale di rischio o di fondi di venture capital a copertura di una parte delle perdite legate agli investimenti, a condizione che la copertura pubblica delle potenziali perdite sottostanti non superi il 50% dell'importo nominale dell'investimento garantito. Nel caso in questione, la copertura pubblica delle potenziali perdite sottostanti non supera il 50% dell'importo nominale dell'investimento garantito.
- (46) Le disposizioni di cui al punto 4.2 degli orientamenti sono pertanto soddisfatte.

4.1.2. Restrizione al finanziamento delle fasi seed, start-up e di espansione

- (47) Conformemente alla sezione 4.3.2 degli orientamenti, le misure a favore del capitale di rischio devono limitarsi a fornire finanziamenti fino alla fase di espansione per le piccole imprese o per le medie imprese situate in zone assistite.
- (48) Come già sottolineato, conformemente alla definizione di cui alla sezione 2.2, lettere e), f) ed h) degli orientamenti, la misura prevede il finanziamento delle fasi seed, start-up e di espansione delle PMI destinatarie. La definizione di PMI è conforme alla definizione della Commissione.
- (49) La misura risulta pertanto conforme a quanto previsto alla sezione 4.3.2 degli orientamenti.

4.1.3. Prevalenza di strumenti di investimento equity e quasi-equity

- (50) La sezione 4.3.3 degli orientamenti prevede che almeno il 70% degli stanziamenti complessivi per misure a favore del capitale di rischio deve essere in forma di strumenti di investimento equity e quasi-equity nelle PMI destinatarie. Per quanto riguarda la qualifica degli strumenti quasi-equity, ai sensi della sezione 4.3.3, la Commissione terrà conto del grado di rischio, relativo all'attività dell'impresa destinataria, sostenuto dall'investitore, delle perdite potenziali che potrebbe sostenere l'investitore, della predominanza di una remunerazione in rapporto ai profitti rispetto ad una remunerazione fissa e del livello di subordinazione dell'investitore in caso di disfunzionamento dell'impresa destinataria.
- (51) Tutti gli investimenti realizzati nell'ambito della misura avranno forma di equity e di quasi equity. Poiché il carattere di quasi equity sarà determinato sulla base dell'incertezza del rendimento sul capitale investito, il livello di subordinazione al di sotto di altri mutuatari ed investitori e la mancanza di garanzie in caso di cattivo andamento delle imprese, si è potuto concludere che il quasi equity comporta un rischio sostanziale e, pertanto, è più simile all'equity che al debito. La Commissione ritiene pertanto che gli strumenti quasi equity siano conformi alla definizione della sezione 4.3.3 degli orientamenti.
- (52) Le condizioni di cui alla sezione 4.3.3 degli orientamenti sono pertanto soddisfatte.

4.1.4. Partecipazione di investitori privati

- (53) La sezione 4.3.4 degli orientamenti prevede che il finanziamento degli investimenti effettuato in base alla misura a favore del capitale di rischio debba provenire da investitori privati per almeno il 50%, o il 30% in caso di misure destinate a PMI situate in zone assistite. La misura in questione richiede una partecipazione privata di almeno il 50% o il 30% nelle zone assistite. Il contributo dei proprietari delle PMI non è rilevante ai fini del limite del 30%.
- (54) La misura risulta pertanto conforme a quanto previsto alla sezione 4.3.4 degli orientamenti.

4.1.5. Decisioni di investimento orientate alla realizzazione di un profitto

- (55) Il criterio dell'investimento orientato alla realizzazione di un profitto è considerato soddisfatto se risultano soddisfatte tutte le condizioni di cui alla sezione 4.3.5 degli orientamenti.

- (56) In primo luogo, conformemente alla sezione 4.3.5, lettera a) degli orientamenti, deve essere presente una partecipazione significativa di investitori privati, come illustrato alla sezione 4.3.4, che forniscono investimenti effettuati sulla base di criteri commerciali (vale a dire, solo a fini di profitto), direttamente o indirettamente, nel capitale proprio delle imprese beneficiarie. Come precisato, la misura prevede la partecipazione per almeno il 50% o il 30% di investitori privati indipendenti che investono sulla base di criteri commerciali. Pertanto, il requisito di cui alla sezione 4.3.5, lettera a) degli orientamenti è soddisfatto.
- (57) In secondo luogo, conformemente alla sezione 4.3.5, lettera b) degli orientamenti, deve esistere, per ciascun investimento, un piano aziendale con informazioni dettagliate, che permetta di stabilire preventivamente la redditività dell'investimento. Secondo le disposizioni relative alla misura, ciascun investimento verrà effettuato sulla base di un piano aziendale per verificare preventivamente la redditività del progetto e le prospettive di realizzazione di un utile. Pertanto, la condizione di cui alla sezione 4.3.5, lettera b) è soddisfatta.
- (58) Infine, come indicato alla sezione 4.3.5, lettera c) degli orientamenti, per ogni investimento deve esistere una strategia di uscita chiara e realistica. Come hanno confermato le autorità italiane, per ciascun investimento è prevista una strategia di uscita chiara e realistica. Le possibili strategie di uscita saranno valutate individualmente per ciascun investimento. Pertanto, le disposizioni di cui alla sezione 4.3.5, lettera c) risultano soddisfatte.
- (59) La Commissione conclude quindi che la misura è conforme a quanto previsto alla sezione 4.3.5 degli orientamenti e che le decisioni di investimento sono orientate alla realizzazione di un profitto.

4.1.6. Gestione commerciale

- (60) Il criterio della gestione commerciale è ritenuto soddisfatto se sono soddisfatte tutte le seguenti condizioni, di cui alla sezione 4.3.6 degli orientamenti, che garantiscono che la gestione della misura avvenga su base commerciale.
- (61) In primo luogo, conformemente alla sezione 4.3.6, lettera a) degli orientamenti, dovrebbe esistere un accordo tra il gestore del fondo e gli aderenti al fondo, il quale preveda che la remunerazione del gestore sia legata ai risultati e stabilisca gli obiettivi del fondo ed il calendario previsto per gli investimenti. Come sopra indicato, il gestore è tenuto ad effettuare gli investimenti su base commerciale. Inoltre, la remunerazione del gestore dipenderà dal numero degli investimenti effettuati e dal rendimento su tali investimenti. Queste sono le condizioni prioritarie stabilite nelle gare d'appalto. Pertanto, le condizioni di cui alla sezione 4.3.6, lettera a) degli orientamenti sono soddisfatte.
- (62) In secondo luogo, conformemente alla sezione 4.3.6, lettera b) degli orientamenti, gli investitori privati del mercato devono essere rappresentati nel processo decisionale relativo alle operazioni del fondo, ad esempio attraverso un comitato consultivo o degli investitori. Gli investitori privati di mercato saranno rappresentati nei fondi, forniranno consulenza ai gestori dei fondi e controlleranno le prestazioni dei fondi stessi. Pertanto, il requisito di cui alla sezione 4.3.6, lettera b) degli orientamenti è soddisfatto.
- (63) In terzo luogo, la sezione 4.3.6, lettera c) degli orientamenti prevede che alla gestione del fondo vengano applicate le migliori prassi e la vigilanza regolamentare. Come

precisato sopra, i gestori dei fondi o gli intermediari finanziari saranno autorizzati e regolamentati dalla Banca d'Italia o da altri organismi corrispondenti in altri Stati membri. I gestori dovranno gestire i fondi conformemente alle migliori prassi del settore del capitale di rischio. Pertanto, i requisiti di cui alla sezione 4.3.6, lettera c) degli orientamenti sono soddisfatti.

- (64) La Commissione conclude che la misura soddisfa tutte le condizioni di cui alla sezione 4.3.6 degli orientamenti e che i fondi si possono considerare gestiti su base commerciale.

4.1.7. Carattere settoriale

- (65) Conformemente alla sezione 4.3.7 degli orientamenti, la Commissione può accettare il carattere settoriale delle misure a favore del capitale di rischio. Tale disposizione non si applica in quanto la misura non ha carattere settoriale.

4.2. Cumulo

- (66) Conformemente al capitolo 6 degli orientamenti, qualora il capitale fornito ad un'impresa destinataria nell'ambito di una misura venga utilizzato per finanziare un investimento iniziale o altri costi ammissibili ad aiuto in applicazione di regolamenti di esenzione per categoria, orientamenti, discipline o altri testi relativi agli aiuti di Stato, le soglie o gli importi massimi ammissibili pertinenti dell'aiuto verranno ridotti del 50% in generale e del 20% per le imprese destinatarie situate in zone assistite nei primi tre anni del primo investimento in capitale di rischio e fino a concorrenza dell'importo complessivo ricevuto. Tale riduzione non si applica alle intensità di aiuto previste nella disciplina comunitaria per gli aiuti di Stato alla ricerca e sviluppo¹¹ o in eventuali successive discipline o regolamenti di esenzione per categoria in materia.
- (67) Le autorità italiane hanno confermato che intendono applicare tali disposizioni in materia di cumulo. Pertanto, la misura è conforme a quanto previsto alla sezione 6 degli orientamenti.

4.3. Relazioni e monitoraggio

- (68) La sezione 7 degli orientamenti stabilisce le condizioni per la presentazione di relazioni annuali sulle misure a favore del capitale di rischio e per gli obblighi di pubblicazione e registrazione degli Stati membri. Le autorità italiane si sono impegnate a osservare le disposizioni relative al monitoraggio e alle relazioni di cui alla sezione 7 degli orientamenti.

4.4. Conclusioni

- (69) La Commissione conclude che la misura soddisfa le condizioni di cui agli orientamenti comunitari sugli aiuti di Stato destinati a promuovere gli investimenti in capitale di rischio nelle piccole e medie imprese. Essa considera pertanto la misura compatibile con il mercato comune ai sensi dell'articolo 87, paragrafo 3, lettera c), del trattato CE.

¹¹ GU C 323 del 30.12.2006, pagg. 1-25.

5. DECISIONE

- (70) Sulla base della valutazione di cui sopra, la Commissione conclude che la misura in oggetto, quale descritta sopra, è compatibile con il mercato comune ai sensi dell'articolo 87, paragrafo 3, lettera c), del trattato CE. Essa ha deciso di non sollevare obiezioni.
- (71) La Commissione ricorda alle autorità italiane che, conformemente all'articolo 88, paragrafo 3, del trattato CE, tutti i piani di rifinanziamento o di modifica del regime di aiuti devono essere notificati alla Commissione.
- (72) La Commissione ricorda inoltre al governo italiano l'obbligo di presentare una relazione annuale sull'attuazione della misura.

Le autorità italiane hanno dichiarato che la notifica non contiene informazioni riservate da non divulgare a terzi. È pertanto autorizzata la divulgazione a terzi e la pubblicazione del testo integrale della lettera, nella lingua facente fede, sul seguente sito Internet:
http://ec.europa.eu/community_law/state_aids/index.htm

Voglia gradire, Signor Ministro, i sensi della mia più alta considerazione.

Per la Commissione

Joaquin ALMUNIA
Membro della Commissione