LA DISCIPLINA COMUNITARIA DEGLI AIUTI DI STATO NELLE MISURE PUBBLICHE DI GARANZIA E DI INVESTIMENTO IN CAPITALE DI RISCHIO

Alessandra Bechi, Marco Montaina

1. Introduzione

La libera circolazione dei capitali è il principio fondamentale alla base del Mercato Unico Europeo, e la migliore politica per assicurarla è la tutela della concorrenza.

Seguendo questo ragionamento, l'intervento pubblico nell'economia deve avvenire senza porsi come ostacolo alla libera concorrenza tra privati.

Nata in un periodo storico difficile, quando era ancora vivo il ricordo dei disastrosi effetti delle politiche nazionali protezioniste dei Paesi europei, la Comunità ha sempre fatto della salvaguardia della libertà di circolazione dei capitali uno dei suoi baluardi ideologici. Alla luce di ciò, il ruolo dello Stato nell'economia assume un carattere ambivalente agli occhi delle istituzioni comunitarie. Se, da un lato, il Pubblico viene visto come soggetto fondamentale nello sviluppo e nella crescita del mercato, è altresì vero che il suo intervento deve sempre avvenire nel rispetto del principio fondamentale della libera circolazione. In altre parole, l'intervento diretto del Pubblico è giustificato, e permesso, solo nella misura in cui non ostacoli il libero gioco della concorrenza dei soggetti privati.

Un mercato europeo fortemente integrato non può infatti sostenere tante politiche divergenti di aiuti pubblici quante sono le diverse autorità statali che ne suddividono il territorio, a meno che tutte queste politiche agiscano, almeno in un certo grado, secondo una base comune di principi fondamentali.

La disciplina degli aiuti di Stato, il cui fondamento giuridico risiede nel Trattato stesso,[1] rappresenta il tentativo della Comunità di elaborare delle linee guida verso cui orientare gli interventi pubblici nell'economia di tutti i Paesi membri.[2]

Data la sua vocazione transfrontaliera, il settore degli strumenti di ingegneria finanziaria risente in modo acuto di eventuali alterazioni alla sua libera circolazione.

Queste riflessioni, unite alla forte valenza strategica del settore per lo sviluppo del sistema imprenditoriale europeo, spiegano l'attenta regolazione comunitaria delle misure pubbliche che intervengono in tale mercato.

Nel corso del lavoro saranno esaminati i principali elementi del quadro normativo comunitario all'interno del quale questi strumenti operano, concentrandosi, in particolare, su capitale di rischio e garanzie.

La prima parte verterà sul principale elemento procedurale della politica comunitaria degli aiuti di Stato, ovvero l'iter di notifica delle nuove misure di aiuto.

Gli Orientamenti comunitari della Commissione, oggetto della seconda parte del lavoro, hanno lo scopo di rendere gli Stati consapevoli in merito a quali elementi di una misura saranno considerati compatibili con il Trattato in sede di valutazione, e quali invece implicheranno una disamina accurata o persino l'illegalità dell'aiuto.

Ciò che la ricerca intende mostrare è, infatti, come attraverso il canale virtuale che collega Commissione europea e Stati membri passi gran parte delle previsioni di spesa delle autorità pubbliche del territorio comunitario in materia di ingegneria finanziaria. Al fine di migliorare il funzionamento di un settore così strategico, e perseguendo il principio della certezza del diritto, la Commissione ha pubblicato un'ampia disciplina in materia per aiutare gli Stati membri ad avanzare proposte di spesa conformi alla lettera del Trattato. La terza ed ultima parte sarà dedicata al Quadro Temporaneo in materia di aiuti di Stato, emanato dalla Commissione a fronte della recente crisi economica, in deroga ad alcune delle disposizioni contenute negli Orientamenti.

2. La disciplina comunitaria in materia di aiuti di Stato: i fondamenti giuridici

La disciplina comunitaria degli aiuti di Stato, la cui base normativa risiede negli articoli 107-109 del Trattato UE, stabilisce la compatibilità con il Mercato Comune di ogni trasferimento di risorse pubbliche nel mercato.

L'articolo 107, al paragrafo 1, dice che, salvo specifiche deroghe presenti nel Trattato, «[...]sono incompatibili con il Mercato Comune, nella misura in cui incidano sugli scambi tra Stati membri, gli aiuti concessi dagli Stati, ovvero mediante risorse statali, sotto qualsiasi forma che, favorendo talune imprese o talune produzioni, falsino o minaccino di falsare la concorrenza».

In linea di principio quindi ogni trasferimento di risorse pubbliche a determinate imprese o in specifici settori non è compatibile con il Trattato in quanto rischia di falsare la concorrenza all'interno del Mercato Comune.

Nello stesso articolo 107 sono contemplate però alcune importanti deroghe, alla luce delle quali determinate categorie di interventi sono dichiarate senz'altro ammissibili, mentre altre lo sono solo in via di principio.

Il compito di stabilire se quest'ultimo e importante gruppo di aiuti sia compatibile con la disciplina comunitaria della concorrenza è assunto in via esclusiva dalla Commissione.

L'articolo 108 del Trattato prevede infatti che ad essa siano comunicati tutti i progetti diretti a istituire nuovi aiuti o a modificare quelli già esistenti.

Qualora la Commissione, in seguito alla sua valutazione, stabilisca che un aiuto non rientri nelle eccezioni elencate nell'articolo 107 o che questo sia stato attuato in modo abusivo, sarà obbligo preciso degli Stati sopprimerlo o modificarlo secondo le disposizioni ricevute.

Qualora ciò non accada, la Commissione o qualsiasi Stato Membro potranno procedere per vie giudiziarie e adire la Corte di Giustizia della Comunità.

Da quanto detto sopra si evince che, in sostanza, una materia di grande importanza strategica come l'intervento pubblico nel mercato è strettamente regolata dalla normativa comunitaria e, in ultima istanza, è la Commissione a vigilare perché ciò avvenga in modo compatibile con lo spirito del Trattato.

Il Consiglio Europeo, ai fini della certezza del diritto, e nell'intento di migliorare la collaborazione tra Commissione e Stati membri per quanto riguarda la notifica e l'approvazione di nuovi aiuti di Stato, ha regolamentato nello specifico l'iter procedurale che un'autorità di gestione pubblica deve seguire nella notifica di un nuovo aiuto di Stato.

3. La disciplina comunitaria in materia di notifica degli aiuti di Stato

L'articolo 109 del Trattato UE recita:

«*Il Consiglio, con deliberazione a maggioranza qualificata su proposta della Commissione e previa consultazione del Parlamento europeo, può stabilire tutti i regolamenti utili ai fini dell'applicazione degli articoli 107 e 108 e fissare in particolare le condizioni per l'applicazione dell'articolo 108, paragrafo 3, nonché le categorie di aiuti che sono dispensate da tale procedura*».

In applicazione di tale articolo, il Consiglio Europeo ha emanato il regolamento n. 659 del 22 marzo 1999, che disciplina la procedura di notifica di aiuti di Stato alla Commissione.

Il considerando numero due motiva il documento spiegando che la Commissione, conformandosi nel tempo alla giurisprudenza della Corte di Giustizia, ha elaborato e consolidato una prassi coerente sulla procedura di notifica in applicazione dell'articolo 109 e, al fine di renderne l'applicazione più efficace, ritiene opportuno codificare tale prassi in un regolamento.

La ragione principale alla base della codificazione di una procedura dall'importanza così strategica risiede nell'esigenza di certezza e trasparenza del diritto, e più nello specifico l'intento è quello di migliorare la prassi di collaborazione tra Stati membri e Commissione in un campo così delicato come quello degli aiuti pubblici.

Come si vedrà in seguito nel documento, è comune interesse di entrambe le parti che le proposte di aiuti siano conformi agli Orientamenti comunitari in materia, in quanto più esse rispetteranno i parametri fissati dalla Commissione tanto più sarà breve la loro procedura di valutazione.

Un'approvazione rapida dei progetti di aiuto ha l'effetto di favorire le politiche di spesa delle autorità pubbliche e allo stesso tempo dispensa la Commissione da lunghe e costose procedure di valutazione accurata, e nel peggiore dei casi dall'adire la Corte di Giustizia, comportando così un sensibile miglioramento procedurale e un notevole risparmio di risorse.

Riferendosi nuovamente al Trattato, il considerando 5 stabilisce chiaramente che a norma dell'articolo 108, paragrafo 3, tutti i progetti di aiuti di Stato devono essere obbligatoriamente notificati alla Commissione e non può essere data loro esecuzione prima che quest'ultima li abbia autorizzati.

La procedura di notifica è essenzialmente costituita da alcune macrosezioni che possono essere analizzate in ordine cronologico.

3.1 La procedura informativa

La prima sezione riguarda il corretto scambio di informazioni tra Stato membro e Commissione, in modo che quest'ultima possa valutare la misura con una mole soddisfacente di dati a disposizione. La Commissione infatti non inizierà a valutare il progetto di aiuto prima di aver ricevuto una notifica completa da parte dello Stato membro.

È importante sottolineare che una notifica è considerata completa se entro due mesi dalla sua ricezione, o dalla ricezione di ogni informazione supplementare richiesta, la Commissione non richiede ulteriori informazioni.[3]

L'articolo 5 del regolamento, dedicato a questa fase della procedura, stabilisce che se la Commissione ritiene che le informazioni fornite dallo Stato membro nella notifica preliminare non siano sufficienti a valutare la misura, questa potrà richiedere dati supplementari, stabilendo un termine entro il quale essi dovranno essere forniti. Qualora lo Stato non si conformi a tale richiesta, la Commissione presenterà un sollecito con una scadenza precisa.

Se le informazioni richieste non saranno fornite entro il termine stabilito, la notifica sarà considerata ritirata, a meno che lo Stato non dimostri che i dati supplementari richiesti sono stati già forniti o non sono disponibili.

3.2 Esame preliminare della notifica

A decorrere dal giorno successivo a quello della ricezione di una notifica completa, ha inizio la seconda fase, ovvero l'esame preliminare, disciplinato dall'articolo 4 del regolamento.

In seguito a questa prima valutazione, la cui durata massima è fissata a due mesi, la Commissione dovrà prendere una decisione, della quale è tenuta ad informare tempestivamente lo Stato interessato.

Essa potrà stabilire che la misura non costituisce aiuto o che, pur presentando elementi di aiuto, risulta compatibile con il Mercato Comune a norma dell'articolo 107, specificando sempre a quale deroga ha fatto riferimento nella sua decisione.

Nel caso in cui la Commissione non adotti alcuna decisione entro due mesi dalla notifica completa, la misura si considera automaticamente approvata.

In tutti questi casi lo Stato potrà procedere ad attuare l'intervento, ma qualora la Commissione, dopo un esame preliminare, sollevi dubbi sulla compatibilità del progetto di aiuto, avvierà un procedimento di indagine formale.

3.3 Procedimento formale di indagine

Gli articoli 6 e 7 del regolamento disciplinano il procedimento di indagine formale che la Commissione può avviare qualora nutra seri dubbi in merito alla compatibilità con il Mercato Comune di una misura di aiuto.

In questa fase, che copre un arco temporale decisamente più ampio, sono previsti ulteriori scambi di informazioni e viene concesso agli Stati membri interessati di formulare osservazioni in merito alla notifica, di solito entro un mese dall'avvio della procedura.

Il regolamento afferma che la Commissione dovrebbe, per quanto possibile, concludere il suo esame entro diciotto mesi, ma non si tratta di un termine vincolante. Al termine dei diciotto mesi, lo Stato membro può comunque richiedere che sia presa una decisione entro i due mesi successivi.

Allo Stato membro è inoltre concesso, nel corso del periodo di valutazione, di apporre modifiche alla misura nell'intento di conformarla agli Orientamenti comunitari in materia.

La Commissione, al termine della procedura di indagine, può decidere che, anche in seguito alle modifiche apportate, la misura non costituisce aiuto o che pur presentando elementi di aiuto è compatibile con il Mercato Comune.

Essa può anche subordinare l'approvazione dell'intervento a condizioni che lo rendano ammissibile, insieme ad obblighi che consentano di vigilare sulla sua corretta attuazione.

Qualora però la Commissione ritenga che l'aiuto notificato non sia compatibile con il Mercato Comune, decide in ultima istanza che ad esso non può essere data esecuzione.

3.4 Aiuti illegali o applicati in modo abusivo

Qualora ritenga di aver individuato delle misure di aiuto concesse illegalmente, la Commissione avvierà una procedura in merito, disciplinata dai Capi III e IV del regolamento.

Essa cercherà in una prima fase di ottenere tutte le informazioni necessarie, da qualunque fonte ritenga opportuno, e anche attraverso un'ingiunzione formale allo Stato membro, che dovrà fornire tutti i dati richiesti entro un termine prestabilito.

La Commissione, dopo aver concesso alle parti interessate la possibilità di presentare eventuali osservazioni, potrà decidere in due modi.

Potrà ordinare che l'erogazione dell'aiuto venga sospesa finché non sia stata chiarita la sua compatibilità con il Mercato Comune (cd. ingiunzione di sospensione).

Qualora sussistano determinate condizioni aggravanti, ovvero che la misura costituisce sicuramente aiuto, e che la sua erogazione porta un effettivo e grave rischio di danno consistente ed irreparabile ad uno o più soggetti concorrenti, la Commissione può ordinare allo Stato Membro di recuperare a titolo provvisorio l'aiuto già erogato, finché non abbia deciso in merito alla sua ammissibilità (cd. ingiunzione di recupero).

La facoltà di ordinare il recupero di un aiuto decade dopo dieci anni dalla sua erogazione.

Per quanto riguarda le misure attuate in modo abusivo, la Commissione può, qualora lo ritenga necessario, avviare la procedura di indagine formale.

3.5 Regimi di aiuti esistenti

L'ultima macrosezione, disciplinata dal Capo V del regolamento, considera la revisione periodica dei regimi di aiuti esistenti da parte della Commissione.

Tale sezione chiarisce una procedura prevista direttamente dal Trattato, all'articolo 108, paragrafo 1,[4] ed assume particolare rilevanza ai fini della materia del presente lavoro, in quanto gli strumenti di ingegneria finanziaria vengono solitamente attuati attraverso regimi di aiuti.

Secondo i fini già citati della cooperazione tra le parti interessate, il regolamento prevede, all'articolo 17, che la Commissione ottenga dallo Stato membro tutte le informazioni necessarie alla revisione dei regimi in corso di attuazione. In particolare, è espressamente previsto dall'articolo 21 che gli Stati membri presentino relazioni annuali in merito. Qualora un regime non sia ritenuto più compatibile con il Mercato Comune, la Commissione provvederà a comunicarlo allo Stato membro, che, a sua volta, può presentare eventuali osservazioni entro un termine solitamente non superiore ad un mese.

Dopo aver valutato i dati in suo possesso, se la Commissione ritiene che il regime considerato presenti elementi non ammissibili, può emettere una Raccomandazione nella quale propone opportune misure di adeguamento.

Tali misure possono consistere in modifiche sostanziali o procedurali del regime, prevedendone, in alcuni casi, l'abolizione.

Se lo Stato membro decide di non conformarsi alla raccomandazione, la Commissione avvierà la procedura di indagine formale.

4. Gli Orientamenti comunitari in materia di aiuti di Stato e strumenti di ingegneria finanziaria

Dopo aver brevemente considerato la disciplina della notifica dei nuovi aiuti è opportuno analizzare nel dettaglio gli Orientamenti comunitari applicati agli strumenti di ingegneria finanziaria, emanati sulla base degli articoli 107 e 108 del Trattato. Una volta chiarite le prassi da seguire in materia di aiuti, la Commissione, nell'intento di rendere gli Stati membri più consapevoli della visione comunitaria a cui essi si devono necessariamente conformare, ha pubblicato una serie di comunicazioni al fine di rendere trasparenti i suoi Orientamenti riguardo agli specifici settori di intervento degli aiuti.

Gli Orientamenti indicano quali elementi di una eventuale misura nel settore del capitale di rischio e in quello degli aiuti sotto forma di garanzie alle imprese sono considerati favorevolmente dalla Commissione in sede di valutazione, e quali invece ne minano la compatibilità con il Mercato Comune.

È importante sottolineare che, come la Commissione ha più volte ribadito in maniera inequivocabile, il rispetto delle condizioni contenute negli Orientamenti da parte di una misura non ne presuppone l'automatica ammissibilità e, pertanto, la Commissione non ne risulta in alcun modo vincolata in sede di valutazione.

Tali parametri contribuiscono piuttosto al principio della trasparenza del diritto, e hanno la funzione di aiutare le autorità pubbliche di gestione nelle loro pianificazioni di spesa rendendole consapevoli dei metodi di valutazione della Commissione, qualora un progetto di aiuto in un particolare settore le venga notificato.

Per fare solo un esempio dell'importanza di queste disposizioni, basti ricordare che il rispetto o meno di alcune condizioni ivi contenute può far sì che l'aiuto rientri nelle categorie esentate[5] e che quindi possa essere attuato subito senza bisogno di notifica preventiva.

D'altra parte, interventi con elementi che si discostino dagli Orientamenti in maniera significativa dovranno passare attraverso una procedura di valutazione accurata, la cui durata minima è di diciotto mesi, senza considerare l'esame preliminare della Commissione.

5. Gli Orientamenti comunitari sulle misure a favore del capitale di rischio per le piccole e medie imprese

La Comunicazione 194 del 2006 stabilisce le condizioni entro cui gli aiuti di Stato a favore del capitale di rischio sono considerati compatibili con il Mercato Comune.

Sembra innanzitutto utile, prima di procedere all'analisi del testo, riportare la definizione comunitaria del termine capitale di rischio.

Alla sezione 2.2, lettera k) degli Orientamenti la Commissione definisce il capitale di rischio come: «il finanziamento equity e quasi-equity ad imprese nelle fasi iniziali della loro crescita (fasi seed, start-up ed expansion), compresi gli investimenti informali effettuati dai business angels, il venture capital e le borse alternative specializzate nelle PMI, comprese le imprese a forte crescita».[6]

Dalle prime parole della definizione di cui sopra si evince che gli investimenti in capitale di rischio prendono la forma di finanziamenti nel capitale proprio di un'impresa. Questo crea un rapporto particolare tra impresa e istituto finanziatore, in quanto quest'ultimo diventa socio (generalmente di minoranza) dell'imprenditore e lo segue nelle fasi di avvio, in seguito alle quali venderà sul mercato o agli altri soci la propria quota dell'impresa realizzando il suo investimento.

5.1 Campo di applicazione

Il campo di applicazione degli aiuti di Stato in materia di capitale di rischio esclude categoricamente le imprese in difficoltà[7], le imprese del settore della costruzione navale e dei settori del carbone e dell'acciaio; sono inoltre esclusi gli aiuti a favore di attività connesse all'esportazione[8].

È importante sottolineare che ai fini degli Orientamenti della Commissione sono contemplati soltanto regimi di aiuti, e non misure ad hoc per le singole imprese.

5.2 Presenza di aiuto a tre livelli

Le misure considerate negli Orientamenti assumono la forma di incentivi a favore di intermediari finanziari affinché essi investano in PMI. Se l'aiuto diretto è quindi destinato al gruppo economico degli operatori/investitori, esso mira in realtà ad agevolare solo le imprese che richiedono finanziamenti sotto forma di capitale di rischio.

Inoltre, nella maggior parte dei casi la misura prevede la creazione di un fondo o di un altro strumento di investimento che costituisce un soggetto distinto sia dagli investitori che dalle imprese nelle quali sono effettuati gli investimenti. Nel prevedere l'aiuto è richiesto agli Stati di

analizzare quale dei tre gruppi ne sarà effettivamente avvantaggiato, ai fini di ridurre al minimo eventuali distorsioni della concorrenza.

Per quanto riguarda gli aiuti agli investitori, se una misura consente loro di investire in un'impresa a condizioni più favorevoli di un eventuale investitore pubblico o di quelle alle quali avrebbero effettuato gli investimenti in assenza della misura in questione, si ritiene che il gruppo degli investitori privati benefici di un vantaggio. Il fatto che tale vantaggio sia poi trasferito alle imprese non è rilevante.

Gli Orientamenti considerano invece che non ci sia aiuto qualora l'investimento garantisca un trattamento paritario ad investitori pubblici e privati, e se le sue condizioni sono accettabili per un operatore economico che agisce sul mercato in assenza di qualsiasi intervento pubblico.[9]

Investitori pubblici e privati devono condividere gli stessi rischi e profitti: questo si traduce nel fatto che la provenienza pubblica del capitale non deve influire sulla priorità che questo avrà nella distribuzione dei dividendi, nella remunerazione del rischio e nel risarcimento in caso di insolvenza.

È inoltre stabilito che di norma, almeno il 50% della misura provenga da capitale privato indipendente dalle imprese in cui investe.

Per quanto riguarda il soggetto gestore del fondo, il cui compito è quello di agire da intermediario tra i restanti due gruppi, si ritiene che non ci sia aiuto qualora questo sia scelto secondo prassi conformi al mercato, e quindi attraverso una procedura di gara pubblica trasparente e aperta, e se esso non benefici di alcun aiuto da parte dello Stato.

L'ultimo gruppo, quello delle imprese, pur essendo il più lontano dall'investimento diretto, è tuttavia il vero beneficiario delle misure. Nel caso in cui sia accertato un aiuto a favore di uno degli altri gruppi, esso sarà automaticamente trasferito all'impresa. Il fatto che l'investimento sia effettuato secondo modalità accettabili per un investitore privato operante in un'economia di mercato è invece sufficiente ad escludere la presenza di aiuto.

La Commissione si riserva di valutare se tali decisioni di investimento siano effettivamente orientate al profitto e siano collegate ad un piano aziendale e a previsioni di sviluppo ragionevoli, nonché ad una strategia di uscita chiara e realistica.

È opportuno sottolineare che i finanziamenti effettuati con risorse che non siano statali ai sensi dell'articolo 107, paragrafo 1 del Trattato UE,[10] sono considerati forniti da privati. Questo avviene, in particolare, qualora il finanziamento venga effettuato dalla Banca europea per gli investimenti e dal Fondo europeo per gli investimenti, il cui capitale viene assimilato a quello privato.

5.3 Aiuti a favore del capitale di rischio compatibili con l'articolo 107, paragrafo 3, lettera C), del Trattato UE

Alla sezione 4 del documento la Commissione individua nell'articolo 107, paragrafo 3, lettera c)[11] la base normativa di riferimento per la disciplina degli aiuti di Stato a favore del capitale di rischio, riservandosi di dichiarare compatibile con il Mercato Comune solo quelle misure che comportino un aumento dell'offerta di capitale di rischio senza incidere sugli scambi comunitari in misura contraria al comune interesse.

Nella concessione di aiuti, spetta allo Stato l'onere della prova nel dimostrare che gli interventi non comportino aiuti contrari al comune interesse. Gli Orientamenti individuano una serie di condizioni il cui rispetto comporterà con ogni probabilità una rapida approvazione da parte della Commissione.

Nel caso in cui invece anche solo una di queste condizioni non sia soddisfatta, la misura sarà oggetto di una valutazione più dettagliata.

La prima condizione concerne la forma della misura, in merito alla quale vengono individuati alcuni strumenti ritenuti più adatti alle priorità di intervento prefissate.

La fattispecie più comune è rappresentata dalla costituzione di fondi di investimento, nei quali è prevista una partecipazione statale, anche a condizioni meno vantaggiose rispetto agli altri investitori.

Vengono contemplate anche garanzie prestate in favore di investitori in capitale di rischio o di fondi di venture capital a copertura di una parte delle perdite legate agli investimenti, o anche controgaranzie su prestiti in favore di fondi di investimento in capitale di rischio.

Condizione comune alle operazioni di garanzia è che la copertura pubblica delle potenziali perdite non superi il 50% dell'importo nominale dell'investimento garantito.

Sono previste, inoltre, agevolazioni fiscali a favore dei fondi e degli investitori come incentivo ad investire in capitali di rischio.

Un'ulteriore condizione di compatibilità stabilisce una soglia massima delle tranche di investimento per singola impresa. È previsto infatti che le operazioni a favore del capitale di rischio finanziate in parte o del tutto dall'aiuto di Stato non superino l'importo di 2,5 milioni di Euro per una stessa PMI, su un periodo di riferimento di dodici mesi. Tale soglia, superiore agli 1,5 Mln di Euro originariamente previsti dagli Orientamenti, è stata introdotta dalla Commissione a partire dal 2009 attraverso il Quadro di riferimento temporaneo comunitario per le misure di aiuto di Stato, per un periodo massimo di due anni.[12] Tuttavia, il permanere della grave situazione di equity gap a livello comunitario ha spinto la Commissione ad adottare in via permanente tale previsione che, a partire dal 1° gennaio 2011,[13] è stata inserita negli Orientamenti stessi. È opportuno sottolineare come, nel novero delle misure temporanee

adottate dalla Commissione in materia di capitale di rischio, la sola previsione relativa alla soglia massima di intervento sia stata resa permanente dalla Commissione. Le restanti disposizioni hanno invece cessato di essere valide a partire dal 1° gennaio 2011.

Per quanto riguarda quali imprese possano essere oggetto di aiuti a favore del capitale di rischio (si parla sempre di aiuti indiretti in quanto il beneficiario effettivo è, di norma, il soggetto investitore), il documento stabilisce tre variabili di riferimento. In questo caso un piccolo schema può essere di aiuto:

Le tre variabili sono:

1. dimensione dell'impresa oggetto del finanziamento, che può essere piccola o media ai sensi della definizione comunitaria di PMI;
2. il territorio all'interno del quale avviene il finanziamento: le imprese operanti in zone assistite o non assistite ai sensi dell'articolo 107 del Trattato, paragrafo 3, lettere a) e c);
3. fase dell'impresa al momento in cui viene effettuato l'investimento: seed, start-up, espansione.

Tenendo conto di queste tre variabili, le misure a favore del capitale di rischio possono operare come segue:

- le **piccole imprese** possono essere finanziate nel corso delle tre fasi nelle zone assistite e non assistite;
- le **medie imprese** possono essere finanziate nel corso delle tre fasi solo nelle zone assistite;
- le **medie imprese** possono essere finanziate solo nelle fasi seed e start-up nelle zone non assistite.

Gli Orientamenti della Commissione pongono inoltre condizioni in merito alla forma dell'investimento nelle misure a favore del capitale di rischio, stabilendo che almeno il 70% degli stanziamenti complessivi per tali misure deve assumere la forma di strumenti di investimento equity e quasi-equity nelle PMI destinatarie. La Commissione aggiunge inoltre che nel valutare la natura economica degli strumenti di investimento adotterà un approccio sostanziale, piuttosto della mera denominazione formale attribuita dagli investitori. Tale impostazione è comprensibile alla luce dei molteplici e diversi ordinamenti che formano la Comunità, ai quali questa si deve riferire in sede di esame degli aiuti. Ai fini di una valutazione equa e della certezza del diritto, è naturale che la Commissione non possa che seguire un metodo che individui i caratteri sostanziali di un intervento, al fine di trovare gli elementi comuni che consentano di equiparare le diverse misure proposte dalle autorità pubbliche di gestione dei Paesi membri.

Altra condizione fondamentale all'individuazione di un aiuto di Stato è la ripartizione percentuale dell'investimento tra investitori pubblici e privati. Tale condizione è soddisfatta se almeno il 50% dell'investimento a favore del capitale di rischio proviene da privati. La soglia scende al 30% nel caso di misure destinate a PMI situate in zone assistite.[14]

Le ultime due condizioni mirano ad assicurare che le strategie di investimento e la gestione dei fondi beneficiari degli aiuti siano orientate al profitto, e gestite su base commerciale, per evitare di incorrere in eventuali distorsioni di mercato.

Gli investimenti decisi dai fondi dovranno infatti essere effettuati sulla base di prospettive di significative potenzialità di profitto. Per comprovare che questo criterio venga soddisfatto, la Commissione elenca alcune sotto-condizioni.

Innanzitutto, rifacendosi al punto precedente, ribadisce la necessità di una significativa partecipazione di capitale privato, che investa nel capitale proprio delle PMI beneficiarie, secondo una logica di azione orientata al profitto.

La redditività attesa di ogni investimento deve essere pianificata e documentata ed affiancata ad una chiara e realistica strategia di uscita dal capitale dell'impresa.

Per quanto riguarda la condizione relativa alla gestione commerciale del fondo, questa si considera garantita in presenza di alcuni elementi che si concentrano su aspetti operativi del fondo, al cui gruppo di gestione è chiesto di seguire un comportamento assimilabile a quello di manager del settore privato, il cui intento è quello di massimizzare i rendimenti dei propri investitori.

Perché tale condizione sia soddisfatta, deve esistere un accordo tra il fondo e i suoi investitori, il quale preveda che la remunerazione del gestore sia legata ai risultati da esso conseguiti.

Il capitale privato deve essere pertanto rappresentato nel processo decisionale del fondo, attraverso un comitato appositamente formato.

Devono infine essere seguite le migliori prassi possibili di gestione del fondo e di vigilanza regolamentare.

Nell'ultima parte della sezione 4 del documento, la Commissione ammette, in deroga all'articolo 107,[15] il carattere settoriale di interventi a favore del capitale di rischio, ponendo alla base di tale scelta il fatto che spesso i fondi privati beneficiari sono indirizzati verso specifiche tecnologie innovative o verso particolari settori che necessitano quindi di investimenti più mirati per raggiungere l'effetto di leva previsto dagli aiuti.

L'eventuale carattere settoriale del progetto di misura, seppur giudicato in alcuni casi compatibile con il Trattato, sarà comunque sempre oggetto di valutazione preventiva da parte della Commissione.

Sono comunque esclusi dall'ambito di applicazione le imprese in difficoltà ai sensi della normativa comunitaria[16] e i settori del carbone, dell'acciaio e navale, nonché gli aiuti alle esportazioni.

5.4 Elementi che necessitano di una valutazione dettagliata

La sezione 5 del documento si applica alle misure che non soddisfano tutte le condizioni stabilite nella sezione precedente, ma che possono comunque essere giudicate compatibili con il Trattato UE in seguito ad una valutazione dettagliata da parte della Commissione.

Occorre ricordare che questi Orientamenti riguardano solo regimi di aiuti a favore del capitale di rischio, la cui attuazione, fatta eccezione per le misure esentate di cui sopra, è subordinata alla preventiva approvazione da parte della Commissione.

Essa si riserva infatti di valutare attentamente tutti gli elementi positivi e negativi di ogni misura in esame. In questo caso, l'onere della prova pesa sullo Stato, tenuto a fornire tutte le informazioni che ritiene necessarie per la valutazione dell'intervento in un rapporto scritto, secondo la normale prassi di notifica.[17]

La valutazione della Commissione sarà tanto più rapida quanto più i dati forniti dallo Stato saranno accurati e completi, soprattutto in merito ai fallimenti di mercato che la misura intende correggere e al rischio di un'eventuale esclusione del capitale privato in seguito all'intervento.

Passando all'esame delle condizioni che rendono la misura passibile di valutazione dettagliata, troviamo in primis la previsione di tranche di investimento superiori a 2,5 milioni di Euro per impresa nell'arco di dodici mesi.

Alla base di tale eccezione c'è la consapevolezza delle costanti fluttuazioni del mercato del capitale di rischio, e di una eventuale carenza di offerta di capitale proprio.

La dimensione e la fase di sviluppo delle imprese beneficiarie, nonché il settore in cui esse operano, sono ulteriori variabili che portano la Commissione a considerare compatibili con il Trattato investimenti superiori alla soglia indicata precedentemente, a condizione che siano forniti sufficienti prove attestanti la necessità di tale intervento.

Un'ulteriore eccezione può riguardare la presenza di investimenti in medie imprese in fase di espansione in zone non assistite, nel caso in cui esse riscontrino comunque un insufficiente accesso al capitale di rischio.

In nome della necessità di non diluire la partecipazione pubblica nei cicli di finanziamento delle imprese beneficiarie e per assicurare la continuità e l'efficacia dell'investimento, la Commissione prevede anche investimenti ulteriori (cd. follow-on) in diverse fasi successive di una stessa impresa, anche se di dimensioni superiori alla soglia di 2,5 milioni di Euro.

Sono inoltre contemplate misure che prevedono una partecipazione di investitori privati inferiore alle soglie precedentemente stabilite. Nelle zone non assistite la percentuale di capitale privato può essere inferiore al 50%, mentre in quelle assistite può scendere al di sotto del 30%.

A giustificazione di questa eccezione la Commissione presenta motivazioni di natura generale che sono alla base dei fallimenti del mercato del capitale di rischio, come la mancanza di capitale proprio e l'avversione al rischio da parte del segmento dell'offerta; da parte degli imprenditori viene evidenziata una scarsa cultura delle partecipazioni di capitale di rischio e la difficoltà ad elaborare un piano aziendale capace di attrarre investimenti.

Un'attenzione particolare viene poi data alla categoria delle piccole imprese in fase di seed, le quali possono beneficiare di un regime più permissivo rispetto alle altre tipologie considerate.

Alle misure che forniscono seed capital a piccole imprese è concesso di prevedere investimenti con una minore o nulla partecipazione di capitale privato e con predominanza di strumenti di debito rispetto a quelli di capitale proprio.

Alla base di questa misura possiamo trovare tre motivazioni. Nella fase seed l'impresa non è ancora entrata nel mercato; l'imprenditore ha dunque bisogno del know-how necessario ad elaborare una strategia di successo, ma non può offrire alcuna garanzia facilmente calcolabile.

Il rischio che il progetto di impresa venga abbandonato in questa fase è altissimo, quindi una bassa propensione al rischio o un'insufficienza di offerta di capitale proprio incideranno in maniera più grave su questa categoria di imprese.

Una maggiore presenza di capitale pubblico in questo specifico settore presenta inoltre bassissimo rischio di esclusione di operatori privati, in quanto spesso il mercato non ritiene questo tipo di investimenti abbastanza remunerativo. Queste imprese sono inoltre ancora notevolmente distanti dal mercato, il che rende minima la possibilità di reali distorsioni della concorrenza.

Sono contemplate, inoltre, misure che prevedono uno specifico veicolo di investimento che, al fine di agevolare l'incontro tra investitori e PMI destinatarie, sia incaricato direttamente della gestione della misura.

L'ultima eccezione prevede la sovvenzione di una parte dei cd. costi di due diligence, relativi cioè alla valutazione dei progetti di impresa da parte del soggetto gestore.[18]

Queste sovvenzioni tendono ad incoraggiare le attività di esplorazione da parte dei fondi per selezionare imprese con un alto potenziale di crescita.

Tali contatti tra potenziali beneficiari e investitori hanno inoltre l'effetto di diffondere sul territorio la cultura del capitale di rischio, nonché di accrescere l'esperienza delle imprese nel fornire un piano di sviluppo in grado di attirare investimenti.

Affinché una parte di tali costi sia oggetto di aiuti devono essere soddisfatte alcune condizioni.

Le misure devono essere concentrate su esplorazioni in imprese nelle fasi di seed e start-up, anche qualora non conducano ad un investimento; non possono inoltre coprire le spese amministrative e legali dei fondi. La sovvenzione non può comunque superare il 50% dei costi ammissibili.

5.5 Elementi positivi dell'aiuto

Qualora una misura a favore del capitale di rischio sia sottoposta da parte della Commissione ad una valutazione dettagliata, essa prenderà in considerazione gli elementi positivi e negativi dell'aiuto nel decretare la sua compatibilità con il Trattato.

Il documento elenca una serie di fattori che verranno presi favorevolmente in considerazione in sede di valutazione, ai fini di una maggiore trasparenza e per dare la possibilità agli Stati che inviano la richiesta di poter formulare proposte più consone agli Orientamenti della Commissione.

Primo tra gli elementi positivi troviamo una precisa e completa documentazione, da parte dello Stato interessato, di un disfunzionamento del mercato tale da giustificare la misura in questione.

Gli Orientamenti elencano una serie di dati che la relazione deve obbligatoriamente includere, riguardanti i fallimenti del mercato del capitale di rischio nella zona oggetto della misura.

I dati devono coprire un periodo precedente all'intervento che va dai tre ai cinque anni, oltre a contenere ragionevoli previsioni di breve e medio periodo.

La Commissione prevede inoltre che possano essere fornite, su base facoltativa, informazioni economiche e statistiche in merito alla situazione del mercato del venture capital nella zona oggetto di aiuto.

Eventuali specificità territoriali che giustifichino interventi straordinari sono particolarmente importanti per misure che intervengono in zone assistite.

Oltre a ribadire la valenza positiva di una gestione commerciale di un eventuale fondo, la Commissione ritiene che la presenza di un comitato di investimento composto da esperti indipendenti provenienti dal settore privato possa aiutare ad analizzare e proporre potenziali imprese beneficiarie con elevate prospettive di crescita.

Anche la dimensione di una misura a favore del capitale di rischio è un fattore positivo in quanto, se sufficientemente estesa, permette al fondo di diversificare il portafoglio di

investimento minimizzando i rischi del capitale e finanziando così un maggior numero di imprese.

Con tale condizione la Commissione intende evitare la dispersione di capitale in misure di dimensioni troppo ridotte che non siano in grado di garantire un portafoglio di intervento sufficientemente ampio, oltre a non essere in grado di effettuare investimenti ulteriori nelle fasi successive delle imprese partecipate, qualora essi si rendano necessari.

Per le misure relative al seed capital, vista la maggiore vulnerabilità di questa fase a carenze nell'offerta di capitale, la Commissione considera in maniera positiva una partecipazione diretta o indiretta di business angels[19] per gli investimenti nella fase seed. A tale proposito sono contemplate alcune eccezioni, come una maggiore presenza di strumenti di debito rispetto al capitale proprio o una priorità di remunerazione più bassa degli investimenti statali nella distribuzione di dividendi, a favore di una redistribuzione dei rendimenti favorevole ai business angels.

Ultimo tra gli elementi positivi di una misura troviamo il rispetto del principio di proporzionalità, ovvero la necessità di limitare l'importo dell'aiuto al minimo indispensabile.

È ritenuto di fondamentale importanza ai fini di questo principio che il rischio di eventuali perdite non sia sostenuto esclusivamente dallo Stato. Questo elemento sostanziale è sufficiente a rendere l'intervento non proporzionato e di difficile compatibilità con il Mercato Comune.

Per quanto riguarda la forma della misura, e in particolare la sua gestione, la Commissione ritiene che seguire le migliori prassi nella selezione dell'autorità di gestione dei fondi costituisca un elemento positivo nella valutazione dell'intervento.

Tali prassi prevedono un bando di gara aperto per gestori, trasparente e non discriminatorio, il cui merito è quello di offrire il miglior rapporto qualità-prezzo, oltre a comportare una minima distorsione della concorrenza.

È infine previsto che l'incentivo pubblico sia rivolto direttamente agli investitori, tramite un'offerta pubblica di condizioni preferenziali di investimento in occasione del lancio di un fondo, o attraverso un regime di incentivi.

5.6 Elementi negativi dell'aiuto

Nel corso di una valutazione dettagliata, la Commissione esaminerà eventuali effetti negativi dell'intervento oggetto di notifica. Questi elementi saranno presi in considerazione guardando soprattutto ai potenziali rischi di distorsione della concorrenza che la misura può portare.

Tali rischi sono essenzialmente due: la distorsione dei meccanismi di mercato del capitale di rischio (e, eventualmente, negli specifici settori in cui competono le imprese che beneficiano degli aiuti), e l'esclusione di investitori privati.

Riguardo al primo elemento il documento sottolinea che, dal momento che l'offerta pubblica di capitale di rischio si concentra solitamente nelle prime fasi di un'impresa, questa avrà, al momento di ricevere l'aiuto, un potere di mercato assai basso, riducendo il rischio di eventuali distorsioni della concorrenza.

È altresì vero che una misura di aiuto potrebbe avere l'effetto di tenere in vita imprese ed eventualmente settori inefficienti che in condizioni di mercato non potrebbero sopravvivere.

Un aiuto che mantenga in vita queste imprese porterebbe ad una distorsione del mercato nella misura in cui gli investitori privati si troverebbero a dover pagare un prezzo artificialmente alto per acquisire quote delle imprese inefficienti, riducendo l'offerta di capitale per quelle con un maggiore potenziale di crescita.

Per prevenire questo rischio, in sede di valutazione vengono considerati alcuni elementi chiave, come la redditività complessiva delle imprese destinatarie nel periodo precedente alla misura, e una ragionevole analisi delle prospettive di crescita.

Dovranno inoltre essere analizzate le dimensioni massime delle tranche di investimento previste in relazione al fatturato ed ai costi delle imprese destinatarie.

L'esclusione dei privati dal mercato del capitale di rischio si presenta quando questi, contando sulla presenza di finanziamenti statali, sono meno portati ad effettuare investimenti non coperti dagli aiuti pubblici, portando così ad una riduzione dell'offerta di capitale.

La Commissione ritiene che alcuni elementi di una misura comportino un rischio più elevato di esclusione. Per questo motivo lo Stato interessato dovrà presentare prove più dettagliate per le misure che prevedono: tranche di investimento più elevate per PMI, investimenti di follow-on, finanziamenti nella fase di espansione di medie imprese situate in zone non assistite, scarsa partecipazione di capitale privato alla misura e l'utilizzo di un veicolo di investimento.

Queste prove consisteranno in un'analisi accurata degli elementi rilevanti del settore interessato dall'intervento, come, ad esempio, le imprese destinatarie in termini di dimensione, fase di sviluppo e settore di attività e le dimensioni medie delle transazioni, oltre all'importo complessivo del capitale di rischio disponibile per le PMI destinatarie.

5.7 Valutazione comparata e decisone

La Commissione precisa chiaramente nel documento che tutti i criteri elencati nel documento non verranno esaminati in maniera separata in sede di valutazione, ma saranno utilizzati come parte di una valutazione globale.

In sostanza, la Commissione vuole indicare che gli Orientamenti sono emanati più che altro a beneficio degli Stati membri che intendono attuare le misure di aiuto, affinché essi siano

consapevoli di quali elementi sono giudicati più o meno favorevolmente, e della loro importanza ai fini dell'approvazione dell'intervento.

In base alla disciplina di notifica e approvazione dei nuovi aiuti di cui all'articolo 108 del Trattato,[20] la Commissione può avviare o meno un procedimento di indagine formale in merito alle misure presentate e, in seguito a tali indagini, può approvare l'aiuto, non approvarlo, o approvarlo a condizione che vengano apportate delle modifiche ai parametri di intervento, come, a titolo di esempio, la dimensione massima delle tranche di finanziamento o la percentuale di capitale privato nella misura.

6. Orientamenti comunitari in materia di aiuti concessi sotto forma di garanzie

Nell'ampio settore dell'ingegneria finanziaria a favore delle PMI, lo strumento delle garanzie occupa un ruolo di fondamentale importanza.

Come già visto in precedenza, gli interventi in capitale di rischio hanno diversi vantaggi e criticità, entrambi legati al particolare rapporto che si viene a creare tra investitore e impresa.

Da una parte, una collaborazione più stretta comporta una maggiore diffusione di know how sul territorio, un potenziale di sviluppo molto alto per le imprese e una significativa aspettativa di profitto per i fondi.

Dall'altra, proprio alla luce delle stesse considerazioni, la raffinatezza e il carattere innovativo di questo strumento rendono la sua natura, per così dire, piuttosto elitaria.

Oltre alla già citata avversione al rischio degli investitori, a incidere particolarmente è il fattore culturale, che richiede da entrambe le parti una trasparenza e una competenza che restringono il bacino di potenziali beneficiari.

Lo strumento delle garanzie presenta numerosi vantaggi in questo senso: di natura sia quantitativa che qualitativa.

Un regime di garanzie si adatta molto bene al carattere rotativo dell'ingegneria finanziaria, in quanto è ragionevole prevedere che i premi versati dai beneficiari siano superiori alle perdite. Questo permette al fondo di garanzia di sopravvivere oltre il periodo di programmazione grazie alle proprie entrate. A questo proposito va accennato che le garanzie cofinanziate devono essere prestate in maniera conforme ad un operatore privato attivo sul mercato,[21] e non prevedere l'assunzione di rischi irragionevolmente alti.

Da un punto di vista più "culturale", un'operazione di garanzia comporta anch'essa diverse sfide, come, ad esempio, una corretta gestione del rating, ma allo stesso tempo si presenta come uno strumento più tradizionale e quindi più facilmente comprensibile da imprenditori e intermediari finanziari.

Un ulteriore ed importante vantaggio lo si trova soprattutto nei meccanismi di controgaranzie, e in particolare nel fatto che quanto più il garante è lontano dal beneficiario finale, tanto più l'efficienza della sua garanzia sarà moltiplicata. Si può infatti affermare che in via generale la quantità di beneficiari intermedi è direttamente proporzionale all'efficienza del capitale investito nella misura.

Alla luce di queste considerazioni preliminari, tra gli strumenti di accesso al credito, quello delle garanzie è di gran lunga il più utilizzato.

Gli Orientamenti della Commissione in materia di aiuti di Stato sotto forma di garanzie sono contenuti nella Comunicazione n. 155 del 2008, e si riferiscono al periodo di programmazione 2007-2013. Proprio come nel caso del capitale di rischio, lo scopo di questo documento è rendere trasparente la politica della Commissione in materia, rendendo chiari agli Stati membri quali elementi in un intervento di questo tipo saranno valutati positivamente, quali negativamente e a quali condizioni una misura non costituisce aiuto.

Dal momento che la componente fondamentale di un'operazione di garanzia è la previsione del rischio di insolvenza del beneficiario, e che da questa previsione dipendono sia il premio che questo dovrà pagare sia l'ammontare delle riserve che l'istituto garante è obbligato a trattenere, la Commissione ha ritenuto necessario fornire indicazioni chiare su come tale rischio debba essere gestito.

Lo scopo del documento è quello di fornire alle autorità pubbliche di gestione e alle PMI specifiche soglie di sicurezza che predeterminano, per una data impresa e sulla base del suo rating finanziario, il premio minimo che deve essere applicato affinché una garanzia statale non venga considerata un aiuto di Stato ai sensi dell'articolo 107, paragrafo 1, del Trattato.

6.1 Definizioni e campo di applicazione

Un'operazione di garanzia può assumere due forme: una co-garanzia diretta di un prestito di un intermediario finanziario ad una PMI, o una controgaranzia a favore di un fondo che a sua volta garantisce l'intermediario quando effettua tale prestito.

Similmente agli interventi a favore del capitale di rischio, le misure in esame interessano tre categorie di attori. Da una parte, si trovano i beneficiari finali, le imprese, vero oggetto delle politiche in materia; dall'altra, gli intermediari finanziari che prestano a PMI e, infine, i fondi specializzati nel garantire prestiti a favore delle PMI.

Il finanziamento pubblico ha lo scopo di ampliare il numero di piccole e medie imprese che possano accedere alla fornitura di credito per il proprio sviluppo.

Ciò viene realizzato mettendo a disposizione di intermediari finanziari un determinato ammontare di capitale pubblico, al fine di ridurre il rischio, e quindi i costi, delle operazioni di garanzia.

Consapevole del fatto che la casistica delle forme di garanzia è alquanto varia, a seconda della loro base giuridica, del tipo di operazioni a cui si applicano o della durata, la Commissione individua all'inizio del documento un elenco non esaustivo delle principali fattispecie, indicate mediante una serie di definizioni contrapposte.

La prima distinzione riguarda le garanzie cosiddette generali, ossia fornite alle imprese in quanto tali, contrapposte a quelle relative ad un'operazione specifica, come un prestito o un investimento in capitale proprio.

Un'altra importante distinzione, soprattutto ai fini della valutazione di compatibilità con il Trattato, riguarda il carattere limitato o illimitato della garanzie, in termini di importo e di tempo.

È inoltre importante, al fine di disporre di un'adeguata documentazione giuridica, che la garanzia derivi chiaramente da un contratto formale.

Il tipo più comune di operazione di garanzia prevede la copertura di un prestito concesso ad un mutuatario (l'impresa) da un mutuante (istituto finanziario), e viene fornita ad hoc ad un singolo soggetto o nell'ambito di un regime.

La Commissione ritiene che proprio per questa specifica categoria di operazione sia necessario stabilire se le garanzie configurano o meno un aiuto di Stato, a causa della loro frequenza e del fatto che il loro elemento di sovvenzione può essere solitamente quantificato.

Viene comunque precisato che gli Orientamenti si applicano a qualsiasi garanzia in cui avviene un simile trasferimento del rischio.

L'ambito di applicazione comprende, inoltre, tutti i settori economici, escludendo tuttavia qualsiasi garanzia per i crediti all'esportazione.

6.2 Elementi di aiuto nelle garanzie statali

La Commissione, nella sezione 1.5, rifacendosi all'articolo 345 del Trattato, ribadisce la neutralità della normativa comunitaria rispetto al regime di proprietà di un'impresa rispetto all'individuazione di aiuto. In particolare il mero fatto che un'impresa sia in ampia misura di proprietà pubblica non è di per sé sufficiente per configurare una garanzia statale.

Di conseguenza, ai fini all'articolo 107 del Trattato, possono costituire aiuti statali sia le garanzie prestate direttamente dallo Stato o da un'autorità pubblica di gestione come, ad esempio, un ente regionale, sia le garanzie conferite mediante risorse statali da organismi controllati dallo Stato, anche imprese, imputabili di fatto alle autorità pubbliche.

È importante quindi ribadire che ciò che conta ai fini di individuazione dell'aiuto è il trasferimento di risorse statali, e il fatto che queste conferiscano un vantaggio ai beneficiari della misura.

D'altro canto, il fatto che questo trasferimento avvenga mediante un'autorità locale o attraverso un'impresa con influenza dominante pubblica[22] non è di per sé rilevante ai fini dell'articolo 107.

Applicando questo principio generale alle operazioni di garanzia, il vantaggio di un eventuale aiuto statale risiede nel fatto che il relativo rischio viene assunto dallo Stato.

Il costo di questo rischio deve essere pagato dall'impresa che ne beneficia mediante un premio, stabilito secondo criteri di mercato.

Nel caso in cui lo Stato, a fronte della garanzia prestata, rinunci parzialmente o totalmente al premio, si verificherà un trasferimento di risorse pubbliche all'impresa, corrispondente all'importo che quest'ultima avrebbe dovuto pagare per la garanzia a condizioni di mercato.

Di conseguenza, l'aiuto di Stato sussiste non solo quando le risorse pubbliche vengono effettivamente versate in caso di insolvenza dell'impresa, ma nel momento in cui viene formalizzato il contratto di garanzia, nel caso in cui non venga previsto il pagamento di un premio adeguato.

Le garanzie statali possono agevolare la creazione di nuove imprese e consentire a quelle esistenti di ottenere i fondi necessari per svolgere nuove attività, permettendo loro di pagare tassi ridotti e di offrire coperture minori sui prestiti. Analogamente, una garanzia statale può permettere ad un'impresa inefficiente di proseguire le proprie attività evitando di essere chiusa o ristrutturata, provocando in tal modo una distorsione della concorrenza.

Anche il mutuante, ovvero l'istituto di credito, può percepire un vantaggio dall'aiuto statale.

Questo succede per esempio nel caso in cui il capitale impiegato per un prestito garantito dallo Stato venga utilizzato per rimborsare un'operazione non garantita, ma comunque parte del portafoglio dello stesso ente.

6.3 Condizioni che escludono l'esistenza di aiuti

La componente del vantaggio è essenziale nello stabilire se una misura costituisca aiuto.

Nel determinare se un'operazione di garanzia, sotto forma di regime o concessa ad hoc, conceda o meno un vantaggio, la Commissione si rifà esplicitamente al principio dell'investitore operante in un'economia di mercato.[23]

Non costituisce quindi aiuto una misura sotto forma di garanzia le cui condizioni sarebbero accettabili per un soggetto privato operante in normali condizioni di mercato.

Dal momento che la verifica di tale principio non è sempre semplice, in quanto essa si basa su analisi comparative in cui non è sempre possibile trovare riscontri accettabili, la Commissione ha inserito negli Orientamenti una serie di condizioni il cui rispetto integrale da parte di un intervento è sufficiente ad escludere la presenza di aiuto.

Sono due le tipologie di misura considerate nello specifico: le garanzie ad hoc e i regimi di garanzie, con disposizioni speciali a favore delle PMI in entrambi i casi.

6.4 Condizioni generali per le garanzie ad hoc, sufficienti ad escludere la presenza di aiuto

La prima condizione che una garanzia statale ad hoc deve seguire per non essere considerata aiuto riguarda l'impresa beneficiaria, la quale non deve trovarsi in difficoltà ai sensi del diritto comunitario.[24] Le PMI costituite da meno di tre anni non rientrano nella definizione di impresa in difficoltà, in virtù della loro comprovata fragilità nelle prime fasi di vita.

Rifacendosi al punto 1.2,[25] la Commissione stabilisce che la garanzia deve coprire operazioni finanziarie specifiche (ad esempio un prestito), limitate nel tempo e nell'importo. Non sono quindi previste garanzie illimitate concesse all'impresa in quanto tale.

Questo affinché sia possibile misurare più precisamente l'ammontare dell'intensità di aiuto al momento della concessione, ai fini della trasparenza della misura.[26]

La garanzia non può coprire più dell'80% dell'operazione nel caso in cui questa sia un prestito o un'altra obbligazione finanziaria; non c'è invece alcuna limitazione per quanto riguarda i titoli di debito.[27]

A questo proposito, la Commissione spiega in modo intuitivo che nel caso in cui un'operazione fosse interamente coperta da risorse pubbliche, l'istituto creditore non avrebbe interesse a valutare attentamente il rischio di inadempimento dell'impresa secondo logiche di mercato.

Dal momento che lo Stato non può di solito assumersi l'onere di controllare in modo continuativo il rischio di un'operazione garantita dalle sue risorse, tale compito viene solitamente delegato agli istituti di credito.

Il "*moral hazard*" dei privati li porterebbe a gestire in modo meno attento operazioni nelle quali non hanno investito capitale e dalle quali non possono quindi riportare perdite in caso di inadempienza del beneficiario.

Una blanda gestione in tal senso porterebbe ad aumentare drasticamente il numero di garanzie ad alto rischio comprese nel portafoglio dello Stato.

È di fondamentale importanza quindi che il mutuante (un privato) condivida almeno una parte del rischio dell'operazione assistita dalle risorse pubbliche.

Come ulteriore precauzione, affinché ciò effettivamente accada, è previsto che qualora l'entità del prestito diminuisca con il tempo, di solito nel caso in cui questo cominci ad essere rimborsato dal beneficiario, anche l'importo garantito dalla misura deve diminuire proporzionalmente, in modo da non superare il massimale dell'80%.

Allo stesso fine le perdite derivanti dall'inadempienza del mutuatario devono essere sostenute dall'istituto di credito e dallo Stato in maniera corrispondente al capitale da loro investito nell'operazione di garanzia.

Anche le entrate derivanti dai recuperi delle coperture del mutuatario, qualora questo non abbia adempito al prestito, devono essere ripartite in modo da non portare lo Stato ad assumere un onere sproporzionato al suo impegno.

È bene ricordare che lo scopo principale di queste condizioni è sempre quello di non far gravare il peso del rischio interamente sullo Stato; in tal caso infatti ogni onere in eccesso[28] viene automaticamente tradotto in un vantaggio per l'impresa che ha beneficiato dell'aiuto.

Esiste tuttavia un'importante eccezione a tale regola, che si rifà all'articolo 106 del Trattato, paragrafo 2.[29] Tale articolo costituisce la base normativa della disciplina sugli aiuti di Stato sotto forma di compensazione degli obblighi di servizio pubblico, concessi a determinate imprese incaricate della gestione di servizi d'interesse economico generale.

Ai fini degli Orientamenti della Commissione, la limitazione che prevede una copertura non superiore all'80% dell'operazione non si applica ad una garanzia pubblica concessa per finanziare un'impresa la cui attività è costituita esclusivamente da un servizio d'interesse economico generale debitamente conferito e quando detta garanzia è stata fornita dall'autorità pubblica che le ha assegnato il servizio. In questo caso si ritiene che l'operazione costituisca un trasferimento di risorse interno all'apparato statale, e che l'elemento di vantaggio sia compatibile con il Trattato in virtù della missione pubblica del beneficiario.

La soglia massima rimane invece in vigore se l'impresa interessata fornisce altri servizi d'interesse economico generale o svolge altre attività economiche, in quanto il vantaggio conferito dall'aiuto potrebbe influenzare altri settori nei quali l'impresa ricopre un diverso ruolo.

Un'ulteriore condizione fondamentale affinché una garanzia pubblica non sia considerata aiuto richiede che il prezzo dell'operazione sia orientato al mercato.

A questo proposito la Commissione si rifà chiaramente al principio dell'investitore operante in economia di mercato.[30]

La lettera d) del punto 3.2 della Comunicazione stabilisce che non sussiste aiuto nel caso in cui il premio pagato per la garanzia è almeno equivalente al corrispondente parametro individuato sui mercati finanziari.

Nel caso in cui non sia possibile trovare tale parametro, questo può essere individuato anche nel prezzo di mercato di un prestito simile ma non garantito.

La Commissione auspica in ogni caso l'utilizzo di un rating assegnato al beneficiario del prestito ai fini di un'accurata analisi del rischio dell'operazione e del relativo costo.

Tale rating dovrebbe considerare in particolare l'importo e la durata dell'operazione, la copertura fornita dal mutuatario ed altri aspetti che influiscono sulla valutazione del tasso di recupero, la probabilità di inadempimento del mutuatario dovuta alla sua posizione finanziaria nonché il suo settore d'attività e le sue prospettive future.

Con la sola eccezione delle PMI che vedremo in seguito, la Commissione esclude chiaramente che gli Stati membri possano elaborare una sorta di rating "settoriale" su cui basare un tasso unico che le imprese beneficiarie sono tenute a pagare.

Il prezzo di ogni garanzia ad hoc e di ogni regime deve essere valutato separatamente in base al settore e alle caratteristiche delle imprese interessate. Un tasso unico per tutta l'industria comporterebbe una approssimazione troppo grande ai fini del principio di trasparenza, compromettendo seriamente la compatibilità dell'intervento con il Mercato Comune.

6.5 Garanzie ad hoc per PMI

Fatte salve tutte le altre condizioni già elencate, nel solo caso delle PMI la Commissione prevede un'importante eccezione nella valutazione del prezzo di una garanzia ai fini dell'individuazione di un aiuto.

Sono infatti ammesse delle categorie di premi minimi applicabili a tutte le PMI a seconda di un rating prestabilito in base alle valutazioni delle maggiori agenzie di rating a livello internazionale.

Nel caso in cui il prezzo pagato dall'impresa sia almeno uguale a quello corrispondente alla sua categoria, la misura non sarà considerata aiuto.

La previsione di una valutazione semplificata va letta considerando le peculiarità del mercato del credito delle PMI. Un'accurata procedura di rating ad hoc, a fronte dell'importo spesso esiguo degli investimenti considerati, può portare a fallimenti di mercato in quanto i costi connessi all'operazione potrebbero risultare troppo elevati a fronte delle redditività attesa.

Questo porterebbe all'esclusione dal meccanismo di garanzia di imprese sane e con un elevato potenziale di sviluppo, ma che semplicemente non possono sostenere i costi di una completa procedura di valutazione del rischio.

A tal fine, nel documento vengono indicati, mediante una tabella,[31] alcuni tassi di riferimento, da applicare nei casi in cui sia previsto un premio annuale o un premio unico per

diversi anni, pagato anticipatamente. Quest'ultimo dovrà essere attualizzato sempre con riferimento ai tassi unici stabiliti.

Per quanto riguarda le PMI che non possono essere assimilate ad alcun rating in quanto sprovviste di antecedenti in materia di prestiti, come ad esempio le nuove imprese, il premio minimo annuo è fissato al 3,8%.

È prevista inoltre una revisione periodica dei tassi, al fine di adattarli all'andamento dei mercati finanziari.

6.6 Condizioni relative ai regimi di garanzie che escludono la presenza di aiuto

Le misure in favore dell'accesso al credito sotto forma di garanzie vengono di solito attuate sotto forma di regimi.[32]

Nel considerare questa importante tipologia di intervento, la Commissione elenca negli Orientamenti delle condizioni sufficienti ad escludere la presenza di aiuto.

Alcune di queste riprendono l'elenco della sezione precedente del documento sulle garanzie ad hoc.[33]

Sono anche qui escluse le imprese in difficoltà,[34] e sono contemplate solo garanzie su operazioni specifiche limitate nel tempo e nell'importo.

Le misure non possono inoltre coprire più dell'80% del prestito o dell'obbligazione finanziaria interessati.

Affinché la misura non sia considerata aiuto dalla Commissione, è necessario che questa operi all'interno del mercato seguendone le regole, in particolare nella valutazione del rischio atteso di ogni finanziamento e nel conseguente prezzo richiesto sotto forma di premio.

La lettera d) della sezione 3.4 degli Orientamenti stabilisce che le modalità del regime devono essere basate su una valutazione realistica del rischio, affinché i premi pagati dai beneficiari consentano l'autofinanziamento del regime stesso.

La capacità di autofinanziamento del regime e l'adeguato orientamento al rischio sono considerati dalla Commissione come prova del fatto che i premi di garanzia sono conformi alle condizioni di mercato.

Ai fini di un'accurata gestione del rischio, è richiesto ai mutuanti di stabilire diverse "classi" di rischio, ognuna con un premio corrispondente, all'interno delle quali vanno inserite tutte le operazioni finanziate dal regime.

Ogni beneficiario che faccia richiesta di una garanzia dovrà essere quindi valutato in base a fattori rilevanti (qualità dell'impresa, copertura fornita in caso di insolvenza, ecc.) che andranno a formare un "rating" corrispondente ad una della classi prestabilite dalla misura, con il relativo premio.

Perché il regime possa essere in grado di autofinanziarsi, è necessario che la gestione del rischio segua gli andamenti del mercato del credito, e che sia possibile modificare in itinere i premi in tal senso. La Commissione, consapevole di questo, ritiene che i prezzi delle garanzie debbano essere rivisti almeno una volta l'anno.

I premi richiesti ai beneficiari devono coprire diversi tipi di spese per essere considerati conformi al mercato: quelle amministrative, un'adeguata remunerazione del capitale e un premio sul rischio.

Riguardo alla prima categoria, sono compresi i costi della valutazione iniziale, di monitoraggio e quelli connessi all'amministrazione della garanzia.

Il discorso è più complesso quando si considera un'adeguata remunerazione del capitale applicata a garanzie statali.

Com'è infatti noto, ogni istituto di credito è tenuto a rispettare determinati requisiti patrimoniali, in base alla normativa comunitaria.

Questi devono costituire una riserva di capitale per ogni garanzia prestata, in modo da non fallire in caso di perdite relative alle operazioni da loro finanziate.

Quando un regime di garanzie è gestito dallo Stato, solitamente tali requisiti patrimoniali non sono richiesti, in quanto in caso di perdite inattese, queste saranno semplicemente coperte dal bilancio pubblico. Il fatto che un regime statale non richieda costi di remunerazione del capitale comporta che i beneficiari siano tenuti a pagare un prezzo minore dal momento che eventuali perdite, anche se inattese, saranno assorbite mediante risorse statali.

Questo comporta un vantaggio per il regime, che si trova così in una posizione migliore dei concorrenti privati presentando chiari elementi di aiuto.

La Commissione ritiene quindi necessario che lo Stato sia adeguatamente remunerato per il rischio assunto, come un soggetto privato che opera nel mercato del capitale.

Un'adeguata remunerazione nei casi delle garanzie comprende un premio di rischio e un tasso di interesse relativo al capitale stanziato come riserva a copertura dell'operazione.

Nei casi di regimi statali, come accennato sopra, non viene di solito trasferito alcun capitale da tenere come riserva, in quanto è il bilancio pubblico a coprire eventuali perdite senza alcun rischio di fallimento.

Gli Orientamenti stabiliscono quindi che in questo caso il prezzo pagato dai beneficiari possa non comprendere alcun tasso di interesse.

Nel caso in cui venga invece versato del capitale pubblico al regime, quest'ultimo sarà tenuto a pagare allo Stato un congruo tasso di interesse, il cui prezzo è stabilito con riferimento al rendimento dei titoli di Stato a 10 anni.

È interessante osservare come i costi del capitale versato non debbano necessariamente essere trasferiti sui premi pagati dai beneficiari, ma possano essere sostenuti dalle entrate del regime stesso.

Per quanto riguarda la remunerazione attraverso un premio di rischio, la Commissione ritiene che questa debba essere sempre corrisposta in modo tale che la misura non costituisca aiuto.

Anche in questo caso viene osservato come solitamente nel caso di garanzie statali non vengano costituite effettive riserve di capitale per ogni garanzia.

Al fine di evitare che i beneficiari del regime paghino un prezzo artificialmente basso, la Commissione, attraverso un'adeguata comparazione con il settore privato,[35] ha stabilito un ammontare fittizio di capitale che il regime dovrebbe costituire come riserva per ogni operazione. Tale ammontare deve corrispondere all'8% delle garanzie in essere, e al 4% e al 2%, rispettivamente, per prestiti ad imprese con rating A+/A- e AAA/AA-.[36]

Una volta stabilito l'ammontare delle riserve per operazione, la Commissione individua il minimo corrispondente premio di rischio che i beneficiari sono tenuti a pagare, fissato al 4%. Tale premio di rischio dovrà quindi essere ricompreso nel costo della garanzia addebitato alle imprese beneficiarie.

Come ultima condizione, relativa alla trasparenza della misura, il regime deve prevedere le condizioni alle quali saranno concesse le future garanzie, come ad esempio le imprese ammissibili in termini di rating e, se possibile, settori, dimensioni, importo massimo e durata delle garanzie.

Da quanto detto in quest'ultima sezione, risulta chiaro come tutto il meccanismo di individuazione dei prezzi delle misure di garanzia statali richieda una raffinata procedura di comparazione con i settori di mercato corrispondenti, nel difficile tentativo di equiparare l'apparato statale ad un operatore privato in un campo come la gestione del rischio.

Nel caso in cui un intervento dell'autorità pubblica non rispetti tutti gli elementi richiesti dagli Orientamenti, questo potrebbe comportare serie distorsioni in un mercato delicato e strategico come quello della concessione del credito, soprattutto in vista della fortissima componente di "*moral hazard*" presente in questo tipo di operazioni.

Nel caso in cui invece lo Stato agisca seguendo le regole della concorrenza, intervenendo nel mercato e non sostituendosi ad esso, i suoi elementi caratterizzanti costituiranno un valido aiuto alternativo ai privati per il mercato e non un'anomalia da limitare.

L'ampia disponibilità di risorse e la possibilità di allocarle in situazioni di fallimento di mercato secondo criteri di sviluppo economico sono, ai sensi della disciplina sugli aiuti di Stato,

caratteristiche di per sé neutre delle autorità statali, la cui valenza può essere giudicata solo dal modo in cui sono tradotte in azioni concrete.

Anche gli Orientamenti sugli strumenti di ingegneria finanziaria seguono questo principio di base, ovvero che l'intervento dello Stato costituisce in sé un'opportunità, a condizione che si inserisca nel mercato a pari condizioni degli operatori privati, promuovendone l'attività e non sostituendosi ad essi.

6.7 Condizioni per regimi di garanzie per le PMI che escludono la presenza di aiuto

In linea con la sezione relativa alle garanzie ad hoc, anche le previsioni riguardanti i regimi presentano condizioni specifiche più favorevoli nel caso in cui i beneficiari della misura siano PMI.

Sono in particolare previste due procedure, entrambe volte allo stesso scopo: semplificare la valutazione del rischio, in particolare incidendo sulle spese amministrative necessarie per una completa procedura di rating e di definizione del relativo premio.

Queste agevolazioni vanno lette considerando l'importo di solito esiguo delle operazioni riguardanti le piccole e medie imprese.

Le spese di valutazione del rischio non sono proporzionali alla dimensione di un'impresa, ma, al contrario, sono spesso maggiori nel caso in cui questa sia piccola, dal momento che quest'ultima non possiede solitamente le competenze tecniche e il personale necessari per fornire all'istituto di credito un'agevole valutazione del rischio connesso al finanziamento.

Se si aggiunge il fatto che prestiti di dimensioni esigue hanno un impatto limitato sulla concorrenza, ma, allo stesso tempo, incidono significativamente e in maniera positiva sul territorio, appare più comprensibile come la Commissione ponga condizioni meno restrittive nei confronti di questa categoria di aziende.

Una prima possibilità in questo senso prevede l'utilizzo, nell'individuazione del prezzo della garanzia, dei premi elencati nella tabella riportata negli Orientamenti per le operazioni ad hoc per le PMI.

Vanno comunque fatte salve le condizioni fondamentali riportate nella sezione precedente, come l'esclusione di imprese in difficoltà e di garanzie illimitate nell'importo o nella durata, nonché un massimale di copertura dell'80% del prestito considerato.

In deroga alla normale disciplina, nel caso di regimi di garanzia che interessino esclusivamente PMI è inoltre prevista la possibilità di stabilire un premio unico annuo, a patto che l'operazione coperta non sia superiore a 2,5 Milioni di Euro per beneficiario.

A giustificazione di questa importante eccezione la Commissione si dice consapevole del fatto che l'esecuzione di una valutazione individuale del rischio di ogni mutuatario è un procedimento relativamente costoso, che può risultare non adeguato qualora un regime copra un gran numero di piccoli prestiti.

Affinché la misura non costituisca aiuto, devono rimanere valide tutte le altre condizioni relative ai normali regimi di garanzia trattate precedentemente, in particolare riguardo alla remunerazione del capitale e alla gestione commerciale del regime.

A conclusione della sezione, il punto 3.6 chiarisce che l'inosservanza di una qualsiasi delle condizioni elencate non presuppone automaticamente la presenza di aiuto, ma che in caso di dubbi sull'effettiva compatibilità della misura sarà necessario che quest'ultima sia sottoposta ad una procedura di valutazione dettagliata da parte della Commissione.

6.8 Garanzie con elementi di aiuto

La Commissione, nella sezione 4 degli Orientamenti, stabilisce che una garanzia si configura come aiuto di Stato nel momento in cui non osserva il principio dell'investitore operante in economia di mercato. L'intensità di tale aiuto sarà definita dalla differenza tra il prezzo di mercato dell'operazione in esame e il prezzo realmente pagato dai beneficiari della misura.

La Commissione si riserva quindi di decidere in merito alla compatibilità di tali aiuti con il Mercato Comune.

In base ai già citati fini di certezza del diritto, gli Orientamenti elencano una serie di condizioni che saranno particolarmente rilevanti in sede di valutazione in merito all'ammissibilità del progetto di aiuto.

Per quanto riguarda gli aspetti generali di una garanzia, applicabili ad operazioni ad hoc e a regimi per tutte le imprese, continua a valere il principio di esclusione delle imprese in difficoltà ai sensi della normativa comunitaria.[37]

Vale la pena sottolineare che imprese in serie difficoltà finanziarie, al momento di richiedere una garanzia sul mercato, si vedrebbero richiesto un premio molto alto, o potrebbero anche vedersi negato il finanziamento, in quanto nessun operatore privato vorrebbe assumersi un rischio così alto.

In quest'ultimo caso, una misura che concedesse una garanzia con risorse pubbliche presenterebbe un'intensità di aiuto pari all'intero importo coperto dalla garanzia, sempre in virtù del principio comparativo con la prassi di mercato.

La Commissione specifica chiaramente che non sono considerate ammissibili misure che non contemplino esplicitamente il fallimento delle imprese beneficiarie.

Risulta inoltre di notevole importanza, ai fini dell'ammissibilità, il fatto che la garanzia riguardi un'operazione specifica e sia misurabile al momento della concessione in termini di importo e durata. Le garanzie illimitate non sono infatti compatibili con l'articolo 107 del Trattato.

Affinché una misura sia attuata in modo conforme alle prassi di mercato, la Commissione ritiene di fondamentale importanza che la componente privata conservi una presenza, seppur minoritaria, in ogni operazione.

Il mutuante privato deve infatti partecipare per almeno il 20% dell'operazione garantita, perché solo in presenza di un'effettiva componente di rischio del proprio capitale questo sarà portato ad una gestione orientata al profitto, in particolare nella valutazione del merito di credito del mutuatario.

La Commissione riserverà un esame più approfondito a quelle misure che prevedono un minore o nullo apporto di capitale privato.

Nel determinare l'ammontare del premio di garanzia che le imprese sono tenute a pagare, l'autorità di gestione deve seguire una procedura che tenga conto delle caratteristiche specifiche dell'operazione, nonché dei suoi beneficiari. La definizione di un premio adeguato,[38] che remuneri tutte le componenti del capitale investito, è fondamentale per il calcolo dell'intensità di aiuto.

Qualora il mercato non fornisca garanzie per il tipo di operazione in questione, e non sia quindi disponibile alcun elemento per stabilire l'intensità di aiuto, gli Orientamenti suggeriscono di utilizzare come riferimento la differenza tra il tasso di interesse di mercato specifico per il prestito che l'impresa avrebbe dovuto sostenere in assenza di garanzia e quello conseguito grazie alla garanzia statale.

Se non fosse possibile reperire neanche questo tasso di interesse, le autorità statali si devono rifare ad una serie di tassi di riferimento individuati dalla Commissione,[39] a cui va aggiunto un adeguato premio di rischio specifico per l'operazione interessata.

Nel caso delle PMI, al fine di rendere più semplice il processo valutativo e di comparazione, è possibile utilizzare una serie di premi prestabiliti[40] a seconda della classe di rating del beneficiario. Qualsiasi differenza tra questi prezzi minimi e l'importo effettivamente pagato dall'impresa costituirà aiuto di Stato.

Le previsioni a proposito dei regimi di garanzia non si discostano molto dal discorso fatto finora, in quanto è principalmente la definizione di un adeguato prezzo della garanzia a determinare se la misura presenti o meno elementi di aiuto.

Questo deve comprendere le spese amministrative nonché una remunerazione del capitale (quando questo sia presente[41]) e un premio di rischio adeguati.

Rifacendosi al regolamento sull'esenzione per categoria,[42] la Commissione ammette che alcuni regimi di garanzie vengano esentati dalla procedura di notifica nel caso in cui la metodologia per stabilire il premio pagato dai beneficiari le sia stata precedentemente sottoposta e sia stata approvata.

Nel caso dei regimi rivolti esclusivamente alle PMI, questi saranno esentati dalla notifica[43] nel caso in cui rispettino i premi minimi per classe di rating[44] stabiliti dalla Commissione.

Viene infine ribadita la possibilità, in deroga alla normale procedura, di stabilire un premio unico per un regime per PMI, soprattutto alla luce della scarsa distorsione della concorrenza che queste operazioni possono comportare e della forte incidenza dei costi di valutazione a fronte dell'esigua dimensione dei finanziamenti.

Sempre ai fini della notifica, qualora lo Stato membro voglia apportare modifiche alle misure di garanzia in atto, la Commissione considererà ogni modifica come un nuovo aiuto soggetto ad obbligo di notifica, ai sensi dell'articolo 108 del Trattato.

6.9 Relazioni degli Stati membri alla Commissione

L'ultima sezione degli Orientamenti riguarda la procedura di controllo della Commissione, e disciplina in particolare lo scambio di informazioni ai fini di un esame permanente delle misure in atto, a norma dell'articolo 108.

Al fine di assicurare che le misure di garanzia in atto continuino ad essere compatibili con il Mercato Comune, gli Stati membri sono tenuti a presentare delle relazioni in merito ogniqualvolta la Commissione ne faccia richiesta.

Nel caso di regimi con elementi di aiuto sono previste relazioni aggiuntive alla fine della vigenza del regime e per ogni sua modifica.

Le informazioni presentate devono coprire in maniera dettagliata il numero e l'importo delle garanzie concesse, nonché tutte le spese sostenute e le entrate derivanti dalle operazioni, con un'analisi del deficit o avanzo su base annua e per l'intera durata del regime.

7. Misure temporanee in materia di aiuti di Stato a sostegno dell'accesso al finanziamento nell'attuale situazione di crisi economica e finanziaria

Nella sezione introduttiva degli Orientamenti in materia di aiuti di Stato e capitali di rischio, emanati nel corso del 2006, la Commissione, in una breve panoramica del settore a livello europeo, individuava una generalizzata difficoltà nell'incontro tra domanda e offerta di finanziamenti di avvio. In tale occasione, la Commissione non si spingeva a constatare un vero e proprio fallimento di mercato, riconducendo tali criticità ad elementi di natura più culturale. Sul lato degli investitori veniva riscontrata una diffusa situazione di avversione al rischio, in quanto essi preferivano allocare il proprio capitale in investimenti di natura più tradizionale o, in alternativa, a carattere maggiormente speculativo. Per quanto riguarda invece il lato della domanda, la Commissione faceva presente come, in Europa, agli imprenditori manchi ancora una corretta e diffusa conoscenza di strumenti alternativi al finanziamento bancario.

Nel settore dell'ingegneria finanziaria, la recente crisi finanziaria mondiale non ha, in generale, avuto l'effetto di creare nuove fattispecie di fallimenti di mercato, quanto piuttosto di acuire le difficoltà di incontro tra domanda e offerta di capitali già esistenti, aggravate dalla profonda e repentina stretta creditizia che ha interessato tutto il territorio dell'Unione Europea.

A fronte delle gravi difficoltà di natura prima finanziaria e poi economica, ogni Stato membro ha di fatto reagito al fenomeno cercando di preservare la stabilità della propria economia interna con gli strumenti a sua disposizione, attraverso un massiccio intervento pubblico nel mercato, in particolare in quello finanziario.

Dato però l'alto livello di integrazione dei mercati dei singoli Paesi dell'Unione, una situazione di questo tipo avrebbe potuto portare ad una escalation sotto forma di "corsa" agli aiuti che avrebbe rischiato di compromettere seriamente il delicato equilibrio alla base dell'intero progetto economico comunitario.

Per far sì che ciò non accadesse, la Commissione ha agito impersonando due ruoli fondamentali.

Nel breve periodo ha dovuto vigilare attentamente affinché gli Stati membri, in ragione di misure volte a contrastare la crisi, non mettessero in pericolo la concorrenza nel mercato unico concedendo aiuti di Stato illegali.

Allo stesso tempo, di concerto con gli altri organi della Comunità, ha fornito una visione europea di ripresa e crescita economica, con previsioni di investimenti sul medio e lungo periodo secondo le linee guida della strategia di sviluppo dell'Unione Europea.[45]

È importante sottolineare che questi compiti di vigilanza e di pianificazione di ampio respiro che la Comunità è tenuta a svolgere apportano un significativo valore aggiunto, e sono giustificati alla luce del fondamentale principio comunitario di sussidiarietà.

Il 26 novembre 2008, la Commissione ha adottato ufficialmente un piano volto a favorire la ripresa dell'Europa dall'attuale crisi finanziaria,[46] imperniato su due obiettivi principali.

In primo luogo, sono previste misure a breve termine per rilanciare la domanda di consumi, sostenere l'occupazione e contribuire a far rinascere la propensione all'investimento. In secondo luogo, la Commissione ha delineato un piano di interventi al fine di garantire una situazione di crescita sostenibile nel lungo periodo.

In applicazione del primo obiettivo, la Comunicazione n.83 del 2009 della Commissione ha stabilito un Quadro Temporaneo per le misure di aiuto di Stato a sostegno dell'accesso al finanziamento, prevedendo deroghe a tutti i principali strumenti di sostegno al credito a disposizione degli Stati membri, tra cui quelli precedentemente analizzati nel corso del lavoro.

La Commissione, nella sezione introduttiva della Comunicazione, precisa che una stretta creditizia conseguente alla crisi del settore finanziario può colpire non solo le imprese deboli che non dispongono di ampi margini di solvibilità, ma anche imprese sane che si trovano di fronte all'improvvisa carenza o persino all'indisponibilità di credito. Ciò riguarda, in particolar modo, le PMI, in ragione delle loro ristrette dimensioni, e della maggiore difficoltà di accesso ai canali di credito rispetto alle grandi imprese.

La Commissione chiarisce inoltre che, sebbene l'attuale crisi abbia avuto gravi ripercussioni soprattutto sul settore bancario, la ragione alla base dell'intervento pubblico deve essere quella di agire sull'economia reale. In altre parole, come già visto in precedenza per gli strumenti di ingegneria finanziaria, gli interventi pubblici dovranno interessare gli istituti di credito e gli operatori di capitale di rischio non in qualità di beneficiari effettivi, ma solo al fine di garantire un sufficiente flusso di capitale nei confronti delle imprese, assicurandone in tal modo la continuità di accesso ai finanziamenti di avvio e sviluppo.

Alla fine del 2010, termine originariamente previsto per la validità delle misure del Quadro Temporaneo, la Commissione, prendendo atto della profonda fragilità dell'attuale ripresa economica dell'Unione Europea, ha deciso di estendere alcune delle disposizioni fino alla fine del 2011. Come già ricordato precedentemente,[47] le previsioni riguardanti gli aiuti sotto forma di capitale di rischio sono state rese permanenti attraverso l'inserimento negli Orientamenti. Nel novero delle restanti categorie di intervento considerate dal Quadro Temporaneo, sono state tuttavia introdotte alcune disposizioni in materia di aiuti sotto forma di garanzie.[48]

7.1 Base normativa del Quadro Temporaneo

L'articolo 107 del Trattato, al paragrafo 3, lettera b) stabilisce che gli aiuti di Stato destinati «a porre rimedio a un grave turbamento dell'economia di uno Stato membro» possono essere dichiarati compatibili con il Mercato Comune dalla Commissione.[49] Dal momento che la crisi in corso, sebbene con diverse intensità, ha interessato tutti gli Stati membri, l'articolo può giustificare in via eccezionale l'estensione all'intero territorio comunitario di aiuti Stato di intensità maggiore a quella prevista dalla disciplina attualmente in vigore. La Commissione sottolinea però che gli Stati membri devono dimostrare che le misure di aiuto di Stato notificate in questo contesto sono necessarie, adeguate e proporzionate per porre rimedio a un grave turbamento dell'economia e che sono pienamente rispettate tutte le condizioni relative al particolare strumento utilizzato.

7.2 Aiuti sotto forma di garanzie

Dal momento che l'attuale crisi ha avuto effetti particolarmente evidenti sul settore bancario, comportando un sensibile aumento dell'avversione al rischio degli istituti di credito e una conseguente stretta creditizia, la Commissione ritiene che lo strumento della garanzia agevolata a fronte di un prestito possa costituire una soluzione efficace per facilitare l'accesso delle imprese ai finanziamenti, con un'attenzione particolare alle PMI. Le nuove condizioni modificano soprattutto l'elemento fondamentale di aiuto negli strumenti di garanzia, ovvero il prezzo, o premio di garanzia, che i beneficiari sono tenuti a pagare. Il Quadro Temporaneo riprende la tabella di riferimento per premi minimi applicabili alle PMI contenuta nella Comunicazione n.155 del 2008 in materia di aiuti di Stato e garanzie,[50] rivedendone i valori in un'ottica di maggiore flessibilità, ed estendendo, in via straordinaria, l'ambito di applicazione alle grandi imprese. Per quanto riguarda le garanzie ad hoc, alle PMI potrà essere applicata una riduzione del 15% del premio annuale contenuto nella tabella di riferimento. Anche i regimi rivolti alle PMI, il cui elemento di aiuto sia calcolato attraverso metodologie approvate dalla Commissione secondo la disciplina di notifica,[51] potranno beneficiare della riduzione del premio annuale pari al 15%. Per quanto riguarda il tipo di operazione che può essere coperta dagli aiuti di Stato, per le PMI la garanzia potrà riguardare sia i prestiti per investimenti sia per il capitale di esercizio; per le grandi imprese è invece prevista la sola garanzia a copertura degli investimenti. È importante sottolineare che la garanzia non dovrà coprire, in alcun momento, più dell'80% dell'importo totale del prestito.

Al punto h) della sezione è stabilito che l'importo massimo del prestito non deve superare la spesa salariale annuale complessiva del beneficiario per l'esercizio finanziario del 2010. Nel

caso di imprese create dopo il 1° gennaio 2010, l'importo massimo del prestito non deve superare la spesa salariale annua prevista per i primi due anni di attività. Il Quadro Temporaneo si applica solo alle garanzie concesse fino al 31 dicembre 2011, data oltre la quale tornerà in vigore la normativa ordinaria. Dal momento che un'operazione di garanzia ha di solito una durata pluriennale, la Commissione ha previsto che la riduzione ai premi sia consentita per i primi 2 anni a partire dalla concessione, lasciando tuttavia la possibilità agli Stati membri di applicare per altri 8 anni i premi minimi di riferimento contenuti nella tabella, in questo caso senza alcuna riduzione. Le imprese in difficoltà, anche in questo caso, sono escluse dall'ambito di applicazione.

8. Conclusioni

La portata e la rilevanza della strategia comunitaria in materia di sostegno agli investimenti in capitale di rischio, di cui si è cercato di offrire una breve panoramica nel corso del lavoro, può essere spiegata solo se si considera che il settore dell'ingegneria finanziaria è strettamente legato ad uno degli obiettivi fondamentali della Comunità, ovvero lo sviluppo imprenditoriale sostenibile, vero motore dell'innovazione del sistema produttivo europeo. La strategia di Europa 2020, che rappresenta l'attuale manifesto della politica di sviluppo della Comunità,[52] stabilisce un legame imprescindibile tra capacità di innovare e crescita economica di lungo periodo.

Alla luce di queste considerazioni, risulta forse più facile comprendere il motivo per cui la Comunità sia così attenta a garantire un costante flusso di capitali alle imprese europee, soprattutto qualora queste siano alle prime fasi di vita e cerchino di introdurre nel mercato prodotti innovativi. In questo ambito, l'azione della Comunità è notevole tanto da un punto di vista normativo quanto dal punto di vista delle risorse impiegate. In tal senso merita senz'altro segnalare la Direttiva AIFM (Alternative Investment Fund Managers), una recente iniziativa di natura regolamentare attraverso cui la Commissione intende fornire un quadro normativo comune per tutti gli operatori di private equity che operano nel territorio dell'Unione.[53] Tra le novità di maggior rilievo, il provvedimento introduce il cd. regime del Passaporto Europeo, grazie al quale i fondi che aderiscono alle disposizioni della Direttiva potranno operare su tutto il territorio dell'Unione con un'unica autorizzazione, potendo così raccogliere capitali presso grandi investitori istituzionali a livello europeo ed investire liberamente in imprese che non necessariamente risiedono nel proprio Paese. In parallelo alla Direttiva AIFM, indirizzata perlopiù ai grandi fondi di private equity, la Commissione ha, inoltre, posto in consultazione un nuovo quadro normativo per la creazione di un Mercato Unico per gli operatori di venture capital.[54]

In particolare, la Commissione ha più volte sottolineato la natura strategica del settore, in vari documenti programmatici di alto valore istituzionale.[55] Tuttavia, non bisogna dimenticare che la Comunità si trova a regolare e ad intervenire in veste pubblica in territori di cui non rappresenta l'autorità sovrana. Come già sottolineato nei paragrafi precedenti, è assolutamente necessario che l'intervento della Comunità in un mercato interamente integrato come quello europeo segua strettamente una serie di regole condivise da tutti i Paesi membri. La disciplina degli aiuti di Stato rappresenta proprio il difficile tentativo di definire un insieme di condizioni che permettano alla Comunità di intervenire senza falsare il libero gioco della concorrenza nel mercato interno. Da questo insieme di regole scaturiscono i pregi e i limiti dell'intervento comunitario. Da una parte, infatti, l'Unione rappresenta uno strumento aggiuntivo, una leva importante per le autorità nazionali in termini di capitali, ed un prezioso punto di riferimento normativo di alto livello e di caratura internazionale, capace di proporre modelli che attingono alle migliori esperienze riscontrate nelle economie più avanzate. D'altra parte, la stessa natura della Comunità non le permette di oltrepassare i delicati limiti assegnati dallo stesso Trattato al suo intervento nel mercato, posizionandola in una zona intermedia tra autorità pubblica e operatore privato.

Se da un lato infatti gli obiettivi strategici vengono stabiliti a livello politico dal Consiglio europeo, è altresì vero che gli stessi obiettivi devono necessariamente essere perseguiti nel rispetto delle regole delle concorrenza, concetto inalienabile e principio storicamente fondante dell'intervento economico comunitario. In conclusione, tornando a considerare l'azione comunitaria a sostegno dell'ingegneria finanziaria, per quanto questa rimanga importante e talvolta decisiva, non bisogna attribuire alla Comunità un ruolo che, sostanzialmente, non le spetta.

Il compito dell'Europa è quello di costituire un punto di riferimento, una preziosa fonte di *best practice* e, in un certo senso, una visione d'insieme che inevitabilmente manca ad un singolo Stato nazionale che agisce in un grande mercato integrato. Tuttavia, in ultima analisi, l'iniziativa strategica e l'impegno principale in termini di risorse rimane ancora a carico dei singoli Stati membri, le reali autorità pubbliche dei territori del Mercato Unico.

Appendice: glossario

Si riporta di seguito la definizione dei principali elementi della disciplina degli aiuti di Stato e dell'ingegneria finanziaria. Si sottolinea in particolare che, per i termini relativi al capitale di rischio, è stata riportata esclusivamente la definizione comunitaria.

Acquisizione con indebitamento (buyout): acquisizione, attraverso una trattativa o un'offerta pubblica di acquisto, 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.

Aiuti: qualsiasi misura che risponda a tutti i criteri stabiliti all'articolo 87, paragrafo 1, del trattato.

Aiuti ad hoc: aiuti individuali non concessi nel quadro di un regime di aiuti.

Beneficiario: un operatore, organismo o impresa, pubblico o privato, responsabile dell'avvio o dell'avvio e dell'attuazione delle operazioni; nel quadro del regime di aiuti di cui all'articolo 107 del Trattato, i beneficiari sono imprese pubbliche o private che realizzano un singolo progetto e ricevono l'aiuto pubblico.

Business angels: privati facoltosi che investono direttamente in imprese nuove e in espansione non quotate in borsa (finanziamenti seed) e forniscono loro assistenza, di norma in cambio di una quota di partecipazione nel capitale dell'impresa, ma possono anche fornire altri finanziamenti a lungo termine.

Capitale di rischio: finanziamento equity e quasi-equity ad imprese nelle fasi iniziali della loro crescita (fasi seed, start-up e di espansione), compresi gli investimenti informali effettuati dai business angels, il venture capital e le borse alternative specializzate nelle PMI, comprese le imprese a forte crescita.

Capitale proprio (equity): quota di partecipazione in un'impresa, rappresentata dalle azioni o quote emesse per gli investitori.

Capitale per le fasi iniziali di un'impresa (early stage): capitale che comprende il seed capital e lo start-up capital.

Capitale di espansione (expansion capital): finanziamento concesso per la crescita e l'espansione di una società che può o meno andare in pari o produrre utile, allo scopo di aumentare la capacità produttiva, favorire lo sviluppo di un mercato o di un prodotto o fornire capitale circolante aggiuntivo.

Due diligence: attività organizzata finalizzata alla raccolta e alla verifica di informazioni di natura patrimoniale, finanziaria, economica, gestionale, strategica, fiscale ed ambientale relativamente ad un'azienda oggetto di acquisizione o possibile acquisizione in modo da ottenere come risultato finale una fotografia particolareggiata della realtà in esame.

Si tratta in altre parole di un'indagine volta alla conoscenza di una società target, focalizzata sulla rilevazione di fattori critici di successo, di punti di forza e di debolezza e, in particolare, di eventuali rischi che potrebbero compromettere la creazione di valore per l'investitore.

Impresa:[56] ogni entità, a prescindere dalla forma giuridica rivestita, che eserciti un'attività economica. In particolare sono considerate tali le entità che esercitano un'attività artigianale o altre attività a titolo individuale o familiare, le società di persone o le associazioni che esercitino un'attività economica.

Impresa in difficoltà:[57] la Commissione ritiene che un'impresa sia in difficoltà quando essa non sia in grado, con le proprie risorse o con le risorse che può ottenere dai proprietari/azionisti o dai creditori, di contenere perdite che, in assenza di un intervento esterno delle autorità pubbliche, la condurrebbero quasi certamente al collasso economico, nel breve o nel medio periodo.

Impresa o società destinataria: impresa o società in cui un investitore o un fondo di investimento sta studiando la possibilità di investire.

Influenza pubblica dominante:[58] si può parlare di influenza pubblica dominante quando un soggetto si trova in almeno una di queste tre condizioni:

1) L'attività del soggetto è finanziata in modo maggioritario dallo Stato, dagli enti locali o da altri organismi di diritto pubblico. La Corte di Giustizia ha osservato che per finanziamento occorre intendere le sole erogazioni concesse da un'amministrazione aggiudicatrice senza alcun vincolo di sinallagmaticità rispetto ad una controprestazione posta a carico del soggetto ricevente.

Inoltre, di può parlare di "finanziamento maggioritario", nel caso in cui più della metà delle entrate del soggetto provengano da un finanziamento pubblico. In tal caso il calcolo deve essere effettuato sulla globalità delle entrate, comprese quelle derivanti dall'espletamento di attività commerciali.

2) La gestione dell'organismo è sottoposta al controllo dello Stato, di un ente locale o di un altro organismo di diritto pubblico. Per rispondere a questo requisito è sufficiente il possesso da parte di soggetti pubblici della maggioranza delle quote azionarie dell'organismo societario.

3) L'organo di amministrazione, di direzione, di vigilanza è costituito da membri più della metà dei quali è designata dallo Stato, dagli enti locali o dagli organismi di diritto pubblico.

Al fine del soddisfacimento di questo requisito è sufficiente che ricorra almeno una delle situazioni indicate.

Intensità di aiuto: l'importo dell'aiuto espresso in percentuale rispetto ai costi ammissibili.

Investimento ulteriore (follow-on): investimento aggiuntivo in un'impresa successivo ad un investimento iniziale.

Misure a favore del capitale di rischio: regimi volti a fornire o promuovere l'aiuto sotto forma di capitale di rischio.

Organismo intermedio: qualsiasi organismo o servizio pubblico o privato che agisce sotto la responsabilità di un'autorità di gestione o di certificazione o che svolge mansioni per conto di questa autorità nei confronti dei beneficiari che attuano le operazioni.

Piccole e medie imprese (PMI)[59]:

1) La categoria delle microimprese, delle piccole imprese e delle medie imprese (PMI) è costituita da imprese che occupano meno di 250 persone, il cui fatturato annuo non supera i 50 milioni di euro oppure il cui totale di bilancio annuo non supera i 43 milioni di euro.

2) Nella categoria delle PMI si definisce piccola impresa un'impresa che occupa meno di 50 persone e realizza un fatturato annuo o un totale di bilancio annuo non superiori a 10 milioni di euro.

3) Nella categoria delle PMI si definisce microimpresa un'impresa che occupa meno di 10 persone e realizza un fatturato annuo oppure un totale di bilancio annuo non superiori a 2 milioni di euro.

Principio dell'investitore privato:

Il principio della parità di trattamento invocato dai Governi in ordine ai rapporti fra le imprese pubbliche e le imprese private in generale, presuppone che le due categorie si trovino in situazioni analoghe. Orbene, le imprese private decidono […] la loro strategia industriale e commerciale in considerazione, soprattutto, delle esigenze di profitto. Le decisioni delle imprese pubbliche, invece, possono scontrarsi con fattori di diversa natura, nell'ambito del perseguimento da parte delle autorità pubbliche […] di scopi di interesse generale. Le conseguenze economiche e finanziarie di tale scontro portano alla formazione, fra tali imprese e i pubblici poteri, di relazioni finanziarie di tipo particolare, diverse dalle relazioni in essere fra autorità pubbliche e imprese private.[60]

In linea con il principio fondamentale di parificazione sostanziale delle imprese pubbliche e private, la Commissione ha elaborato il cosiddetto principio dell'investitore privato.

L'assunto su cui si fonda il principio è che la condotta imprenditoriale dello Stato deve uniformarsi a quella di un imprenditore privato, la quale è, in via generale, ispirata al conseguimento di un profitto.

In ciascun caso si deve stabilire se la partecipazione pubblica al capitale di un'impresa sia mirata ad ottenere un profitto, e di conseguenza sia stata acquisita dallo Stato o da una holding pubblica alle stesse condizioni in cui l'avrebbe acquisita un investitore privato, o se

invece sia ispirata da motivi di interesse pubblico generale, cosicché l'acquisizione deve essere considerata una forma di intervento dello Stato nella sua veste di autorità pubblica […] la prova è soddisfatta laddove si possa prevedere che il capitale investito produrrà una normale remunerazione degli investimenti, sotto forma di dividendi o di plusvalenze di capitale.[61]

In conclusione, ai fini del principio dell'investitore privato, è considerato aiuto il vantaggio «corrispondente alla differenza fra le condizioni alle quali lo Stato ha assegnato i fondi all'impresa pubblica e le condizioni alle quali un investitore privato, operante secondo la logica di un investitore in condizioni normali di economia di mercato, avrebbe accettato di finanziare un'impresa privata».[62]

Private equity: investimento nel capitale proprio di società non quotate in borsa, compresi il venture capital, il capitale di sostituzione e i buy-out.

Regime di aiuti: atto in base al quale, senza che siano necessarie ulteriori misure di attuazione, possono essere adottate singole misure di aiuto a favore di imprese definite nell'atto in linea generale e astratta e qualsiasi atto in base al quale l'aiuto, che non è legato a uno specifico progetto, può essere concesso a una o più imprese per un periodo di tempo indefinito e/o per un ammontare indefinito.

Seed capital: finanziamento dello studio, della valutazione e dello sviluppo dell'idea imprenditoriale, che precedono la fase d'avvio (start-up).

Spesa pubblica: qualsiasi contributo pubblico al finanziamento di operazioni proveniente dal bilancio dello Stato, degli enti pubblici territoriali, delle Comunità europee nell'ambito dei Fondi strutturali e del Fondo di coesione e ogni spesa assimilabile. È considerato spesa assimilabile ad una spesa pubblica qualsiasi contributo al finanziamento di operazioni proveniente dal bilancio di organismi di diritto pubblico o di associazioni di uno o più enti pubblici territoriali o di organismi di diritto pubblico.

Start-up capital: finanziamento concesso alle imprese che non hanno ancora venduto il proprio prodotto o servizio a livello commerciale e non stanno ancora generando profitto, per lo sviluppo del prodotto e la commercializzazione iniziale.

Strategia di uscita: liquidazione di partecipazioni da parte di un fondo di venture capital o di private equity secondo un piano inteso ad ottenere il massimo rendimento. Comprende il tradesale (vendita commerciale), il write-off (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 (comprese le IPO).

Strumenti di investimento quasi-equity: strumenti il cui rendimento per chi li detiene (chi effettua l'investimento/concede il prestito) si basa principalmente sui profitti o sulle perdite

dell'impresa destinataria, e che non sono garantiti in caso di cattivo andamento delle imprese. Tale definizione si basa su un approccio che privilegia la sostanza rispetto alla forma.

Strumenti di investimento relativi al debito: prestiti e altri strumenti di finanziamento che offrono a colui che concede il prestito o effettua l'investimento, come componente predominante, una remunerazione minima fissa e che sono almeno in parte garantiti. Tale definizione si basa su un approccio che privilegia la sostanza rispetto alla forma.

Titolo di debito: titolo rappresentante una somma di denaro, il cui possessore si impegna a restituire entro i termini fissati e a condizioni stabilite in precedenza.

Venture capital: investimento in imprese destinatarie non quotate da parte di fondi di investimento (fondi di venture capital) che, agendo per proprio conto, gestiscono fondi individuali, istituzionali o interni; comprende il finanziamento early-stage e di espansione, ma non include il finanziamento di sostituzione ed i buy-out.

Zone assistite: regioni che rientrano nel campo d'applicazione delle deroghe di cui all'articolo 107, paragrafo 3, lettere a) o c) del trattato UE.[63]

Bibliografia

AIFI, *Il private equity come motore di sviluppo*, in Quaderni sull'investimento nel Capitale di Rischio, n. 1, Egea, Milano, 2004.

M. Nicolai, *I fondi di fondi pubblico-privati per la creazione di nuove imprese tecnologiche*, in Quaderni sull'investimento nel Capitale di Rischio, n. 11, Egea, Milano, 2006.

G. Bracchi, *Private equity ed economia italiana*, in Quaderni sull'investimento nel Capitale di Rischio, n. 28, Egea, Milano, 2011.

Bollazzi F., Del Giudice R., *Il ruolo del venture capital nei sistemi economici evoluti*,in *Venture Capital e sviluppo economico*, a cura di Anna Gervasoni, Milano, Guerini e Associati, 2006.

Caselli S., *Private Equity and Venture Capital in Europe. Markets, Techniques and Deals*, (preface by Roy Smith), Elsevier, Burlington, MA USA, 2010.

Centre for Strategy & Evaluation Services, *Final Report, Comparative Study of Venture Capital and Loan Funds supported by the Structural Funds*, Sevenoaks Kent TN14 5WT, United Kingdom, 2007. Report commissioned by the European Commission, Directorate general regional policy.

Commissione Europea, *A new European regime for Venture Capital*, consultation document, 2011.

Commissione Europea, *Cross-border venture capital in the European Union – Summary report*, 2009.

Commissione Europea, *Innovation Union competitiveness report*, 2011.

Comunicazione della Commissione, Orientamenti comunitari sugli aiuti di Stato destinati a promuovere gli investimenti in capitale di rischio nelle piccole e medie imprese (GU C 194, 18.8.2006).

Comunicazione della Commissione, Quadro di riferimento temporaneo comunitario per le misure di aiuto di Stato a sostegno dell'accesso al finanziamento nell'attuale situazione di crisi finanziaria ed economica (GU C 6/05, 11.1.2011).

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, 20.6.2008).

Direttiva 2011/61/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, 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, 1.7.2011).

EVCA, *Survey of the Economic and Social Impact of Venture Capital in Europe*, Zaventem, 2002.

Gervasoni A., *Capitali per lo sviluppo: nuovi equilibri pubblico-privato*, in *Quindicesimo rapporto Fondazione Rosselli*, Bancaria Editrice, 2010.

Gervasoni A., Sattin F., *Private equity e venture capital - Manuale di investimento nel capitale di rischio*, Milano, Guerini e Associati, 2008[4].

OECD, *Financing innovative SMEs in a global economy*, 2004.

Regolamento (CE) N. 659/1999 del Consiglio recante modalità di applicazione dell'articolo 93 del Trattato CE (GU L 83, 27.3.1999).

Trattato sul funzionamento dell'Unione Europea (GU C 83 30.3.2010).

Note

[1] Trattato sul funzionamento dell'Unione Europea, artt. 107-109 (ex artt. 87-89 TCE). (GU C 83 30.3.2010).
[2] Per quanto attiene alle misure nazionali a sostegno del capitale di rischio poste in essere dall'ordinamento italiano, si veda in particolare il Fondo High Tech per il Mezzogiorno e il Fondo per la Finanza d'Impresa http://ec.europa.eu/competition/elojade/isef/index.cfm
[3] Regolamento (CE) N. 659/1999 del Consiglio recante modalità di applicazione dell'articolo 93 del Trattato CE (GU L 83, 27.3.1999, pag 1).
[4] Trattato sul funzionamento dell'Unione Europea, art. 108 (GU C 83 30.3.2010).
[5] (CE) N. 800/2008 (GU L 214, 9.8.2008).
[6] (2006/C 194/02), Orientamenti comunitari sugli aiuti di Stato destinati a promuovere gli investimenti in capitale di rischio nelle piccole e medie imprese, sezione 2.2, lett. k) (GU C 194, 18.8.2006).
[7] (2006/C 194/02), sez. 2.1, lett. a) (GU C 194, 18.8.2006).
[8] (2006/C 194/02) sez. 2.1, lett. b) (GU C 194, 18.8.2006).
[9] (2006/C 194/02) sez. 3.2 " […] la Commissione considererà che l'investimento sia effettuato garantendo pari trattamento a investitori pubblici e privati, e non costituisca pertanto aiuto di Stato, se le sue condizioni sarebbero accettabili per un operatore economico normale, operante in un'economia di mercato in assenza di qualsiasi intervento pubblico." (GU C 194, 18.8.2006).
[10] Trattato sul funzionamento dell'Unione Europea, art. 107 (GU C 83 30.3.2010).
[11] Trattato sul funzionamento dell'Unione Europea, art. 107 (GU C 83 30.3.2010).
[12] Comunicazione della Commissione – Quadro di riferimento temporaneo comunitario per le misure di aiuto di Stato a sostegno dell'accesso al finanziamento nell'attuale situazione di crisi finanziaria ed economica GU (C 83 7.4.2009).
[13] Comunicazione della Commissione recante modifica degli orientamenti comunitari sugli aiuti di Stato destinati a promuovere gli investimenti in capitale di rischio nelle piccole e medie imprese GU (C 329 07.12.2010).
[14] Trattato sul funzionamento dell'Unione Europea, art.107, par.3, lett. a) (GU C 83 30.3.2010).
[15] Trattato sul funzionamento dell'Unione Europea, art. 107 (GU C 83 30.3.2010).
[16] (2004/C 244/02). Comunicazione della Commissione n.244/2004, Orientamenti comunitari sugli aiuti di Stato per il salvataggio e la ristrutturazione delle imprese in difficoltà, sez. 2.1, par. 9 (GU C 144 1.10.2004).
[17] Regolamento (CE) N. 659/1999 del Consiglio recante modalità di applicazione dell'articolo 93 del Trattato CE (GU L 83, 27.3.1999, pag 1).
[18] Glossario: due diligence.
[19] Glossario: business angels.
[20] Trattato sul funzionamento dell'Unione Europea, art. 108 (GU C 83 30.3.2010).
[21] Glossario: principio dell'investitore privato.
[22] Glossario: influenza dominante pubblica.
[23] Glossario: principio dell'investitore privato.
[24] Glossario: impresa in difficoltà.
[25] 2008/C 155/02 (GU C 155, 20.6.2008).
[26] 2008/C 155/02, sez. 3.4, lett. g) (GU C 155, 20.6.2008).
[27] Glossario: titolo di debito.
[28] Glossario: principio dell'investitore privato.
[29] Trattato sul funzionamento dell'Unione Europea, art. 106, par. 2 (GU C 83 30.3.2010)
[30] Glossario: principio dell'investitore privato.
[31] (2008/C 155/02) Comunicazione della Commissione sull'applicazione degli articoli 87 e 88 del trattato CE agli aiuti di Stato concessi sotto forma di garanzie, sez. 3.3 (GU C 155, 20.6.2008).
[32] Glossario: regime di aiuti.
[33] 2008/C 155/02 sez. 3.4 (GU C 155, 20.6.2008).
[34] Glossario: impresa in difficoltà.
[35] Glossario: principio dell'investitore privato.
[36] 2008/C 155/02, sez. 3.3 (GU C 155, 20.6.2008).
[37] Glossario: impresa in difficoltà.
[38] 2008/C 155/02, sez. 3.2, lett. d) (GU C 155, 20.6.2008).

[39] 2008/C 14/02, Comunicazione della Commissione relativa alla revisione del metodo di fissazione dei tassi di riferimento e di attualizzazione (GU C 14, 19.1.2008).
[40] 2008/C 155/02, sez. 3.3 (GU C 155, 20.6.2008).
[41] 2008/C 155/02, sez. 3.4, lett. f) (GU C 155, 20.6.2008).
[42] (CE) N. 800/2008, art.5, lett. c) (GU L 214, 9.8.2008).
[43] (CE) N. 800/2008, art.5, lett. c) (GU L 214, 9.8.2008).
[44] 2008/C 155/02, sez. 3.3 (GU C 155, 20.6.2008).
[45] Strategia di Lisbona. http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/en/ec/00100-r1.en0.htm
[46] COM(2008) 800, Comunicazione della Commissione al Consiglio europeo.
[47] Infra: 5.3 Aiuti a favore del capitale di rischio compatibili con l'articolo 107, paragrafo 3, lettera C), del Trattato UE.
[48] Comunicazione della Commissione – Quadro unionale temporaneo per le misure di aiuto di Stato a sostegno dell'accesso al finanziamento nell'attuale situazione di crisi economica e finanziaria (GU C 6 11.1.2011)
[49] Trattato sul funzionamento dell'Unione Europea, art. 107 (GU C 83, 30.3.2010).
[50] 2008/C 155/02 , sez. 3.3 (GU C 155, 20.6.2008).
[51] (CE) N. 800/2008, art. 5, lett. c) (GU L 214, 9.8.2008).
[52] Europa 2020 http://ec.europa.eu/commission_2010-2014/president/news/documents/pdf/20100303_1_en.pdf
[53] Direttiva 2011/61/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, 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, 1.7.2011)
[54] http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/2011/venture_capital_en.htm
[55] http://ec.europa.eu/enterprise/policies/finance/risk-capital/venture-capital/index_en.htm
[56] Raccomandazione della Commissione n.1422 del 6 maggio 2003, relativa alla definizione delle microimprese, piccole e medie imprese. Allegato I, titolo I, articolo 1 (GU L 124, 20.5.2003).
[57] Comunicazione della Commissione n.244/2004, Orientamenti comunitari sugli aiuti di Stato per il salvataggio e la ristrutturazione delle imprese in difficoltà, Sezione 2.1, par. 9 (GU C 244, 1.10.2004)
[58] Direttiva 2004/17/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 31 marzo 2004, che coordina le procedure di appalto degli enti erogatori di acqua e di energia, degli enti che forniscono servizi di trasporto e servizi postali (GU L 134, 30.4.2004).
[59] Raccomandazione della Commissione n.1422 del 6 maggio 2003, relativa alla definizione delle microimprese, piccole e medie imprese. Allegato I, Titolo I, Articolo 2 (GU L 124, 20.5.2003).
[60] CGCE, 6 luglio 1982, C-188- 190/80, Francia c. Commissione, in Racc. 1982, 2545.
[61] Commissione delle Comunità europee, XXX Relazione sulla politica di concorrenza (2000), 77.
[62] Commissione delle Comunità europee, comunicazione su Applicazione degli artt. 92 e 93 del trattato CEE e dell'art. 5 della direttiva 80/723/CEE della Commissione alle imprese pubbliche dell'industria manifatturiera, GUCE 13 novembre 1993, C 307, n. 11.
[63] Trattato sul funzionamento dell'Unione Europea, art. 107 (GU C 83, 30.3.2010).