

## **Comunicazione della Commissione - Aiuti di Stato e capitale di rischio (GU C 235 del 21.8.2001)**

### **Oggetto: revisione della comunicazione della Commissione - Aiuti di Stato e capitale di rischio. Risposte al questionario per consultazione pubblica**

#### *1) Presenza di aiuti a tre diversi livelli. (ASCR punto IV.5)*

*Secondo quanto stipulato nell'ASCR, si riscontra la presenza di aiuti a tre livelli: i) aiuti agli investitori; ii) aiuti ad uno strumento o a un fondo che funge da intermediario; iii) aiuti alle imprese nelle quali vengono effettuati gli investimenti. Ciò sembra peraltro confermato dall'esperienza della Commissione nell'applicazione della Comunicazione.*

*Avete prove che porterebbero a conclusioni diverse?*

**R.**

L'esperienza italiana non porta a conclusioni diverse.

#### *2) Insufficiente disponibilità di capitale proprio: tranche di investimenti di protezione. (ASCR punti VI.4-VI.5 e VIII.3)*

*Gli attuali livelli di tranche di investimenti di protezione effettuati in ciascuna delle imprese beneficiarie per le quali si ritiene sussista un'insufficiente disponibilità di capitale proprio (vale a dire una persistente carenza del mercato dei capitali che impedisce all'offerta di uguagliare la domanda ad un prezzo accettabile) sono: 500 000 EUR nelle regioni non assistite, 750 000 EUR per le regioni di cui all'articolo 87, paragrafo 3, lettera c), del trattato CE e 1 milione di EUR per le regioni di cui alla lettera a) dello stesso paragrafo. L'ASCR ritiene pertanto che gli apporti di capitale distinti effettuati a distanza di meno di sei mesi siano da considerarsi come facenti parte di un'unica tranche.*

*2a) Sapete a quanto è stimata l'insufficienza di disponibilità di capitale proprio nel Vostro Stato membro? Ritenete che gli attuali livelli di tranche di investimenti di protezione indicati nella Comunicazione debbano essere modificati? Si prega di motivare la risposta e di fornire elementi di prova pertinenti.*

*2b) Potete dimostrare che il divario nella disponibilità di capitale proprio sia diverso nelle regioni di cui all'articolo 87, paragrafo 3, lettere a) e c) del trattato CE?*

*2c) Visto il nesso esistente tra gli importi delle tranche di investimenti di protezione e la regola dell'intervallo minimo di sei mesi prima di effettuare nuovi apporti di capitale, ritenete che questa regola rispecchi le attuali prassi di investimento nel settore del capitale di rischio?*

**R.**

#### **Premessa:**

Con riferimento al quesito 2) "Insufficiente disponibilità di capitale proprio": tranche di investimenti di protezione – ASCR punti VI.4-VI.5 e VIII.3, prescindendo dalle argomentazioni specifiche di seguito riportate in risposta ai quesiti 2a), 2b) e 2c), si ritiene che, nel processo di revisione della Comunicazione sul capitale di rischio, la Commissione dovrebbe tener conto della necessità di prevedere un complesso di regole più flessibili, specialmente per quanto riguarda la determinazione sia delle tranche di investimenti di protezione sia della regola degli intervalli minimi tra i diversi apporti di capitale.

Tale esigenza trova fondamento nel fatto che l'intensità di uno specifico fallimento di mercato dipende da molteplici fattori e risulta sicuramente più marcata in particolari fasi di sviluppo della vita dell'impresa (seed e start up), in determinati settori produttivi (high tech) con un'amplificazione nelle aree in maggior ritardo di sviluppo (aree di cui all'art.87.3 lett.a e c).

## **2a) Sapete a quanto è stimata l'insufficienza di disponibilità di capitale proprio nel Vostro Stato membro?**

### ***Risposta:***

I dati relativi a questo fenomeno non sono direttamente osservabili e l'evidenza empirica suggerisce, inoltre, che l'ampiezza e la natura della carenza di capitale di rischio vari in relazione sia al settore produttivo di riferimento sia allo specifico stadio di sviluppo della PMI.

Tuttavia, per arrivare ad una stima rappresentativa dell'insufficienza di disponibilità di capitale proprio in Italia può essere utile sia un confronto tra la situazione esistente in Europa in relazione a quella rilevabile negli Stati Uniti, sia un'analisi dello stesso fenomeno nel nostro mercato ed in quello dei principali Paesi europei<sup>1</sup>.

Sul primo punto (confronto UE/USA), facendo riferimento alle statistiche presentate nella Comunicazione riguardante l'attuazione del Piano d'Azione sul Capitale di Rischio (PACR)<sup>2</sup>, è possibile osservare che esiste un divario sensibile e persistente tra Stati Uniti e Unione Europea per quanto riguarda l'ammontare (in percentuale sul PIL) destinato all'investimento in capitale di rischio nell'intero triennio 2000-2003. Seppure una parte del gap tra Europa e Stati Uniti possa essere attribuita al fatto che il mercato europeo è più frammentato di quello statunitense a causa delle persistenti differenze tra gli Stati membri, recentemente alcuni osservatori<sup>3</sup> hanno sottolineato come il mercato del capitale di rischio sia ormai molto più importante, più maturo e più professionale di qualche anno fa<sup>4</sup>. In effetti, i dati mostrano che nel triennio 2000-2003, il gap si è ridotto e la quota europea è passata da 1/6 a 1/2 circa di quella statunitense. Tuttavia, il fatto che un divario esista ancora ci porta a suggerire che tale persistenza sia dovuta all'esistenza di una carenza strutturale di offerta di capitale di rischio nell'Unione.

A tal proposito, passando ad analizzare il secondo punto (confronto Italia/UE), si rileva che, se si considera la percentuale di investimenti in private equity effettuati nel 2004 in ogni paese europeo rispetto al PIL, l'Italia si colloca in tredicesima posizione, con un valore pari a 0,11, ben al di sotto della media europea, pari a 0,35.

Entrando più nello specifico, si può affermare che il mercato italiano del capitale di rischio presenta, rispetto a quello europeo, alcune peculiarità che ne frenano lo sviluppo, rallentando il processo verso la maturità.

Una prima e importante variabile è rappresentata dal limitato numero di operatori presenti, decisamente inferiore a quello che si registra negli altri Paesi europei. In particolare, a fine 2004, gli operatori attivi sul nostro territorio erano circa 100, mentre quelli presenti in Inghilterra quasi 300, in Germania 237, in Francia circa 200 ed in Spagna 107.

---

<sup>1</sup> I dati relativi al mercato italiano sono quelli elaborati annualmente da AIFI (Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital) congiuntamente con PricewaterhouseCoopers; quelli sul mercato europeo si riferiscono alle rilevazioni di EVCA (European Private Equity & Venture Capital Association).

<sup>2</sup> Comunicazione della Commissione al Consiglio e al Parlamento europeo riguardante l'attuazione del Piano d'azione sul capitale di rischio, COM (2003) 654 def del 4/11/2003, pag 5 figura in alto.

<sup>3</sup> European Private Equity and Venture Capital Association.

<sup>4</sup> Rispetto a 7-8 anni fa, infatti, il quadro regolamentare è considerevolmente migliorato anche se l'aspetto fiscale rimane il punto debole del mercato europeo.

Un'altra caratteristica del mercato italiano è il numero relativamente modesto di investimenti effettuati annualmente, se si pensa che, secondo i dati EVCA relativi al 2004, l'Italia si colloca in decima posizione in Europa, con 248 operazioni.

Confronto Europeo sul numero di operazioni effettuate nel 2004

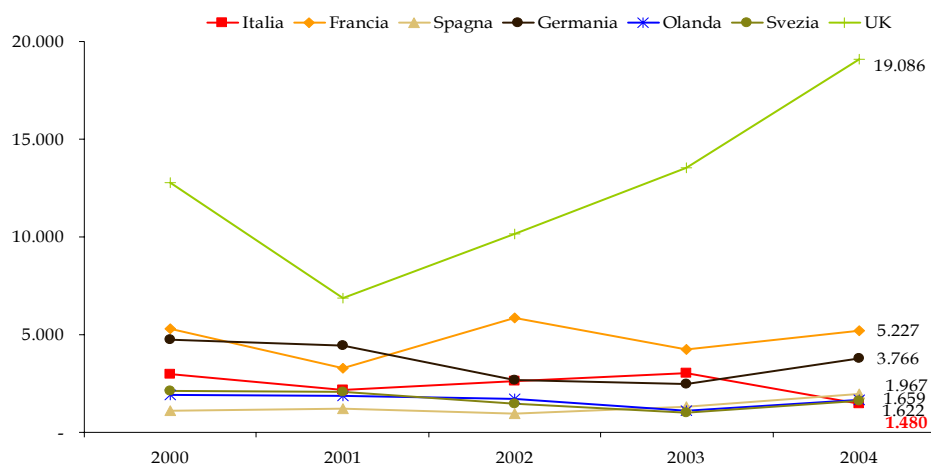
	Numero di operazioni
Regno Unito	2.783
Francia	1.956
Germania	1.477
Svezia	697
Olanda	592
Spagna	475
Danimarca	419
Belgio	337
Finlandia	319
Italia	248

Fonte: AIFI- EVCA

Il maggior numero di operatori e operazioni si riflette anche in un più elevato ammontare complessivo di risorse investite ogni anno, che, per il 2004, risulta in crescita per i principali mercati europei, a differenza di quanto avvenuto per l'Italia.

Considerando che, nell'ultimo anno, a livello europeo, è stata raggiunta una soglia pari a 36,9 miliardi di Euro di volumi complessivamente investiti, per una crescita percentuale rispetto al 2003 di circa il 27%, l'Italia è passata in settima posizione, per ammontare investito, dopo Inghilterra, Francia, Germania, Spagna, Olanda e Svezia.

Confronto Europeo sull'andamento dell'attività di investimento per ammontare (Mln Euro)



Fonte: AIFI – EVCA

Ancora più in dettaglio, l'ammontare medio investito sul nostro mercato, che pure ha subito una contrazione nel corso del 2004 portandosi a 6 milioni di Euro, risulta notevolmente superiore rispetto al dato medio europeo e ad alcuni singoli contesti comparabili. Se in Europa l'investimento medio negli ultimi tre anni è stato pari a circa 3 milioni di Euro, in Francia e Germania il dato si attesta intorno ai 2,3 milioni di Euro e in Spagna è allineato alla media europea. Un valore più elevato, ma comunque ben distante da quello relativo al mercato italiano, si riscontra nel Regno Unito, dove il taglio medio degli investimenti è stato pari, sempre nell'ultimo triennio, a 5,4 milioni di Euro. A questo riguardo, si precisa che l'elevato valore medio riscontrabile sul mercato italiano negli ultimi anni deriva non solo dal ridotto numero di interventi effettuati ogni anno, ma anche dalla sua tipicità in termini di tipologia di operazioni prevalenti, cioè buy out e expansion, caratterizzate da importi medi di capitale di rischio elevati.

All'Italia è attribuibile un altro particolare primato: quello del valore più basso di investimenti medi per operatore. Dai dati relativi all'ultimo triennio, emerge infatti come a fronte dei circa 3 *deals* riferibili annualmente ad ogni investitore attivo in Italia, ve ne siano 4,3 in Spagna, 5,5 in Germania, 8,3 nel Regno Unito e quasi 10 in Francia.

Con riferimento alle tipologie di intervento, l'insufficiente disponibilità di capitale proprio è piuttosto accentuata in Italia nel segmento di early stage, tanto che nel 2004, per ammontare investito in questa tipologia di interventi, l'Italia si colloca al quattordicesimo posto in Europa.

In conclusione, poiché le carenze strutturali del mercato italiano appaiono, sensibilmente maggiori rispetto alla media europea, è nostro convincimento che, in Italia, l'offerta di capitale di rischio si attesti a livelli inferiori rispetto alla media europea.

**Ritenete che gli attuali livelli di tranche di investimenti di protezione indicati nella Comunicazione debbano essere modificati? Si prega di motivare la risposta e di fornire elementi di prova pertinenti.**

**Risposta:**

I costi di transazione hanno un'incidenza iniziale notevole, ma decrescente rispetto alla dimensione e alle fasi di sviluppo dell'impresa. Da questo deriva il fallimento del mercato. Tale fallimento si insinua quindi più facilmente in situazioni di seed/start up ed i dati AIFI<sup>5</sup> sul mercato italiano lo confermano: nel 2004, solo il 20% del numero totale delle operazioni di capitale di rischio ha riguardato fasi seed/start up, per un ammontare pari al 2% del totale delle risorse investite.

Anche se è comprensibile che la Commissione intenda fissare soglie relativamente basse per limitare la presunzione di fallimento del mercato ai casi di cui sopra, si ritiene tuttavia che questi importi siano troppo bassi, in relazione all'andamento delle operazioni di early stage in Italia e all'equity gap che si registra in questo segmento. Infatti, se si considerano gli investimenti effettuati nell'ultimo triennio (2002-2004), l'ammontare medio degli investimenti risulta pari a 1 milione di euro, che è una soglia comunque superiore alle tranche individuate<sup>6</sup>.

Anche a livello europeo, del resto, la media degli investimenti nell'ultimo triennio nel segmento degli early stage è stata pari a 0,8 milioni di euro.

Si ritiene inoltre che livelli di tranche di investimenti di protezione preventivamente e rigidamente fissati, potrebbero non adattarsi alle specificità dell'investimento in alcuni settori, in quanto si registra una certa variabilità dell'investimento medio nei differenti comparti. Infatti, se si confrontano le

<sup>5</sup> AIFI, *Yearbook 2005*, Pubblicazione interna, Milano, 2005.

<sup>6</sup> Si precisa che il calcolo dell'ammontare medio è effettuato considerando il numero di imprese oggetto di investimento, senza includere, quindi, le operazioni realizzate in sindacato da più di un investitore nella stessa impresa.

macrocategorie degli investimenti high tech con quelli non high tech nel segmento early stage, si può osservare che nel 2004 la prima tipologia ha registrato un investimento medio pari a 0,5 milioni di euro, mentre per la seconda il medesimo valore corrisponde a 2,1 milioni di euro.

Da questa considerazione emerge come possa essere arbitraria l'indicazione di due tranche assolute di investimenti "di protezione". Si auspica che la Commissione possa tener conto delle considerazioni esposte nell'attività di revisione della disciplina.

Da ultimo, l'ASCR risale al 2001 e sono pertanto necessari aggiustamenti che tengano conto dell'aumento generalizzato del livello dei prezzi.

Sarebbe comunque auspicabile un aumento delle soglie ed una maggiore flessibilità nell'applicazione delle tranche.

## **2b) Potete dimostrare che il divario nella disponibilità di capitale proprio sia diverso nelle regioni di cui all'articolo 87.3 a) e c) del Trattato CE?**

Secondo le più recenti statistiche di settore rese note dall'AIFI, nel 2004, le operazioni di investimento portate a termine dagli operatori di private equity e venture capital aventi sede in Italia sono state 248, per un controvalore complessivo di 1.480 milioni di Euro, investiti in 208 imprese. Per quanto riguarda la distribuzione geografica di tali attività, con riferimento ai dati sugli investimenti effettuati in Italia i dati disaggregabili a livello regionale (pari a n. 199 operazioni ed a 1.431 milioni di euro di capitali investiti), si osserva una netta prevalenza nelle regioni del Nord della penisola (76,9% delle operazioni di investimento, 90,6% dei capitali investiti) e percentuali assai più contenute al Centro (13,6% delle operazioni di investimento, 5,4% dei capitali investiti) ed al Mezzogiorno (appena il 9,5% delle operazioni di investimento ed un 4% di capitali investiti). Se si rapporta il numero di operazioni effettuate al numero di società di capitali esistenti (Istat-Censimento 2001) – che in via approssimativa possono rappresentare l'universo di riferimento per dette operazioni – si osserva che nel Nord le operazioni di investimento sono state nel 2004 pari allo 0,05% delle società di capitali e che tale quota è ancora più bassa nel Centro (0,02%) e nel Mezzogiorno (0,019%).

Analizzando la distribuzione degli investimenti in capitale di rischio sulla base del numero di imprese che ne hanno beneficiato, suddivise per regione di appartenenza e concentrando l'attenzione su quelle rientranti nelle aree di cui all'art.87.3.a, si riscontra che in Basilicata nessuna impresa ha ricevuto investimenti in capitale di rischio, in Calabria 1 impresa ne ha beneficiato, così come in Sicilia; il numero sale leggermente in Puglia e Campania, dove rispettivamente 2 e 6 imprese sono state oggetto di interventi in capitale di rischio.

Questa significativa ed evidente maggiore debolezza del mercato dei capitali al Sud, risulta ancor più grave se si prende in considerazione il contesto generale del mercato italiano dei capitali di rischio. Infatti, il trend di crescita che ha interessato l'intero settore a livello europeo e che ha fatto registrare, nel primo semestre 2003-2004, a paesi quali Francia, Germania e Spagna, incrementi delle attività pari rispettivamente a +189%, +4034% e +3932%, non ha purtroppo coinvolto l'Italia, i cui livelli di attività sono rimasti sostanzialmente stabili hanno subito un forte ridimensionamento<sup>7</sup>.

Alla luce di quanto sopra descritto, il divario nella disponibilità di capitale proprio emerge con particolare gravità nelle aree di cui all'art.87.3 a) del Trattato, in Italia.

---

<sup>7</sup> AIFI, *Il mercato italiano del Private Equity e Venture Capital nel 2004*, Convegno Annuale AIFI 2005.

**2c) Visto il nesso esistente tra gli importi delle tranche di investimenti di protezione e la regola dell'intervallo minimo di sei mesi prima di effettuare nuovi apporti di capitale, ritenete che questa regola rispecchi le attuali prassi di investimento nel settore del capitale di rischio?**

Pur condividendo l'approccio della Commissione secondo cui l'introduzione di un intervallo minimo può rappresentare condizione di garanzia del mantenimento degli investimenti entro "limiti consentiti", tuttavia si ritiene che un approccio più flessibile dovrebbe essere previsto ad esempio nei casi di investimenti di tipo seed e start up, così come per interventi effettuati in particolari settori produttivi e/o in aree svantaggiate dove, come argomentato già precedentemente, maggiori risultano i fallimenti di mercato.

**3) Valutazione della compatibilità: capitale quasi-azionario vs. strumenti di debito. (ASCR punti VII.2 e VIII.3). Sulla base dell'ASCR, i provvedimenti volti ad offrire finanziamenti alle imprese principalmente sotto forma di capitale azionario o quasi-azionario sono considerati positivamente nella valutazione della compatibilità.**

***Nelle norme giuridiche e finanziarie (ovvero fiscali e contabili) del Vostro paese, quali sono le principali caratteristiche del capitale quasi-azionario e degli strumenti di debito e quali sono invece le principali differenze?***

**R.** E' difficile individuare criteri univoci (fiscali, contabili, civilistici) applicabili in tutti gli Stati membri per distinguere chiaramente tra capitale quasi azionario e strumenti di debito. Si indicano di seguito alcune considerazioni relative all'Italia.

#### **La situazione italiana**

In Italia la riforma del diritto societario, entrata in vigore il 1 gennaio 2004, ha reso meno netta la tradizionale suddivisione tra capitale proprio e capitale di debito e ha sfumato le differenze tra il concetto di "azione" e quello di "obbligazione".

La riforma ha infatti previsto:

- la possibilità degli statuti societari di prevedere strumenti finanziari partecipativi in cui si combinano e si modulano diversamente diritti patrimoniali e diritti amministrativi;
- la possibilità di spostare il rischio di impresa sugli obbligazionisti attraverso l'emissione di particolari titoli di debito.

Queste norme modificano profondamente i principi fondamentali che caratterizzavano le obbligazioni, vale a dire il diritto agli interessi indipendentemente dai risultati d'esercizio e il diritto di credito nei confronti della società (che implica il diritto al rimborso integrale del capitale).

Alcuni tipi di obbligazione possono oggi partecipare al rischio d'impresa e rientrare tra gli strumenti di equity o quasi-equity. Di conseguenza, tra obbligazioni e azioni si è formata un'area grigia di peso sempre più crescente.

Tra le forme variegata di partecipazione sociale oggi ammesse si ricordano ad esempio le azioni correlate (art. 2350, c. 2, del codice civile); gli strumenti finanziari emessi anche a fronte di apporti di opere o servizi (art. 2346, c. 6); gli strumenti finanziari, comunque denominati, che condizionano i tempi e l'entità dei proventi e/o del rimborso del capitale all'andamento economico della società (art. 2411, cc. 2 e 3); gli strumenti finanziari di partecipazione all'affare nell'ambito della costituzione dei patrimoni destinati (art. 2447 bis, c. 1, lett. a ed e).

## **I criteri fiscali**

In mancanza di criteri d'altro tipo, al fine di distinguere tra capitale proprio e capitale di debito si può provare a fare riferimento ai criteri adottati dalla normativa fiscale.

Tali criteri forniscono alcune utili indicazioni, pur non permettendo di risolvere compiutamente la questione.

La normativa fiscale distingue infatti tra tre tipi di strumenti:

1. strumenti finanziari assimilati alle azioni
2. strumenti finanziari assimilati alle obbligazioni
3. strumenti finanziari misti.

### *1. Strumenti assimilati alle azioni (art.44, c.2, lettera a, del Tuir)*

La normativa assimila alle azioni e dunque al capitale proprio gli strumenti finanziari “la cui remunerazione è costituita totalmente dalla partecipazione ai risultati economici della società emittente o di altre società appartenenti allo stesso gruppo o dell'affare in relazione al quale gli strumenti sono stati emessi”.

Come sottolineato dall'amministrazione finanziaria italiana, la partecipazione ai risultati economici della società deve essere intesa in senso ampio (circolare n.10/E del 16 marzo 2005). Essa deve comprendere tutte le forme di partecipazione agli utili e alle perdite d'impresa, sia dirette sia indirette (ad esempio, forme di remunerazione aleatoria anche erogate sotto forma di interessi, cointeressenza, o associazione in partecipazione).

I proventi derivanti dalla sottoscrizione di questi strumenti sono “dividendi” per i percettori.

### *2. Strumenti assimilati alle obbligazioni (art.44, c.2, lettera c, del Tuir)*

La normativa assimila alle obbligazioni e dunque al capitale di debito gli strumenti finanziari che contengono l'obbligazione incondizionata di pagare alla scadenza una somma non inferiore a quella in essa indicata, con o senza la corresponsione di proventi periodici, e che non attribuiscono ai possessori alcun diritto di partecipazione diretta o indiretta all'impresa emittente o dell'affare in relazione al quale siano stati emessi, né di controllo sulla gestione stessa.

I proventi derivanti dalla sottoscrizione di questi strumenti sono “interessi” per i percettori.

### *3. Strumenti misti*

Più complesso il regime degli strumenti misti che sono caratterizzati da un compenso formato da due componenti: una componente legata al risultato d'esercizio ed una componente a titolo di interessi.

I proventi derivanti dalla sottoscrizione di questi strumenti sono “interessi” per i percettori (mentre per la società emittente i relativi oneri sono deducibili solo per la quota di remunerazione non commisurata agli utili).

Per verificare la natura degli strumenti misti (capitale proprio o di debito) si potrebbe:

- considerare che la normativa fiscale considera i relativi proventi come interessi per il percettore, accentuandone l'assimilazione al capitale di debito;
- verificare se lo strumento attribuisce il diritto di credito nei confronti della società (che implica il rimborso integrale del capitale), il che accentuerebbe l'assimilazione al capitale di debito.

**4) Livello richiesto di partecipazione privata. (ASCR punto VIII.3)**

*In considerazione della necessità di promuovere l'impiego delle ingenti riserve di capitali privati esistenti in ambito UE per trasformarle in investimenti in capitale di rischio, nonché dell'esigenza di impedire l'esodo degli investitori privati, l'ASCR elenca tra gli elementi positivi per la compatibilità una partecipazione privata pari ad almeno il 50% destinata agli investimenti nelle imprese beneficiarie delle regioni non assistite, e ad almeno il 30% nelle regioni assistite di cui all'articolo 87, paragrafo 3, lettere a) e c), del trattato CE.*

*Si prega di citare la Vostra esperienza nell'applicazione pratica di tale criterio.*

**R.**

Da un rapido esame degli interventi di capitale di rischio effettuati fino ad ora in varie regioni d'Italia – interventi in prevalenza effettuati all'interno degli strumenti di programmazione finanziati con i fondi strutturali della CE - si può desumere come la soglia minima di compartecipazione privata al fondo pubblico si sia quasi sempre attestata – trattandosi di zone depresse - al 30%. Tale dato, tuttavia, non è in grado di offrire una risposta univoca alla domanda sopra posta in quanto le varie pubbliche amministrazioni potrebbero aver scelto di richiedere tale percentuale di partecipazione per uno spirito di puro rispetto della comunicazione della Commissione.

Ciononostante - anche alla luce di alcune esperienze - si può ritenere che le soglie di compartecipazione privata sopra richiamate possano costituire un giusto equilibrio tra la funzione di leva e di traino che i fondi pubblici di capitale di rischio devono svolgere per ovviare al fallimento del mercato e una adeguata e/o significativa partecipazione dei privati agli stessi.

Se, da un lato, le suddette soglie appaiono ancora adeguate si sottolinea, tuttavia, un particolare aspetto di cui la futura comunicazione della Commissione dovrebbe tenere conto. Alla luce di alcune esperienze regionali si ritiene utile, al fine di attrarre investimenti privati in operazioni pubbliche di venture capital, prevedere la possibilità, da parte dei privati, di investire in quote del fondo anche in misura inferiore al 30/50% e limitatamente a singoli progetti di investimento. In altri termini, pur nel rispetto della soglia complessiva del 30/50% dovrebbe essere esplicitamente consentito che i singoli investimenti nel capitale delle pmi possano non rispettare la composizione pubblico/privata 50%-50% o 70% – 30%. Ciò per la ragione che singoli investitori (compresi eventuali business angels) potrebbero essere interessati ad investire il proprio capitale in operazioni limitate e solamente in particolari settori.

Risulta inoltre opportuno che venga chiaramente indicato se il rispetto delle quote di partecipazione privata debba essere assicurato solamente a livello di partecipazione al fondo ovvero anche a livello di singolo intervento; da parte nostra sarebbe auspicabile solo il rispetto a livello di partecipazione al fondo.

**5) Cumulo. (ASCR punto VIII.3)**

*L'ASCR statuisce che la Commissione potrà chiedere allo Stato membro d'impegnarsi a valutare, limitandole, le altre forme di aiuti di Stato di cui possono beneficiare, anche nel quadro di regimi di aiuto autorizzati, le imprese finanziate mediante provvedimenti in favore del capitale di rischio.*

*Si prega di citare la Vostra esperienza nell'applicazione di questa regola.*

**R.**

L'esperienza induce a proporre alla Commissione l'indicazione di un quadro più chiaro in merito all'applicazione del "cumulo". Si richiede che la Commissione detti regole più esplicite circa gli elementi che lo Stato membro dovrebbe fornire per tale valutazione.



**6) Varie ed eventuali**

***Vi sono altre osservazioni sull'applicazione dell'ASCR, o proposte di modifica in relazione a questioni diverse da quelle affrontate nelle precedenti domande del questionario?***

**R.**

Si assiste in Italia ad un mercato del capitale di rischio che stenta a decollare anche a causa del modello di sviluppo imprenditoriale (imprese spesso a carattere familiare, ancorata a mercati locali e di nicchia, abituata a ricorrere a strumenti di debito piuttosto che a quelli di finanza innovativa), che, nei fatti, attraverso la condivisione delle scelte d'impresa, limitano l'indipendenza e l'autonomia dell'imprenditore.

A tal fine risulta essenziale un sostegno alla nuova imprenditorialità innovativa anche attraverso una configurazione del ruolo pubblico in chiave di "scouting" delle opportunità di successo dell'idea innovativa in contesti di incertezza radicale sulle potenzialità di mercato e sui vincoli tecnologici, contesti nei quali non esiste un mercato del capitale di rischio.

Se infatti, l'offerta di strumenti di venture capital necessita di piani d'impresa che attestano ragionevoli dimostrazioni di opportunità commerciali, solo l'intervento pubblico è in grado di realizzare quelle attività di supporto che possono far crescere l'idea d'impresa verso piani di attività suscettibili di attrarre, essendosi ridotto il livello di incertezza dell'investimento, l'ingresso di capitali di rischio privati".