



Bruxelles, XXX  
[...] (2021) XXX draft

## COMUNICAZIONE DELLA COMMISSIONE

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

## COMUNICAZIONE DELLA COMMISSIONE

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

#### Indice

1.	Introduzione .....	4
2.	Ambito di applicazione degli orientamenti e definizioni .....	11
2.1.	Ambito di applicazione dei presenti orientamenti .....	11
2.2.	Aiuti per il finanziamento del rischio soggetti a notifica .....	14
2.3.	Definizioni.....	15
3.	Valutazione della compatibilità degli aiuti per il finanziamento del rischio .....	19
3.1.	Primo criterio: l'aiuto facilita lo sviluppo di un'attività economica .....	21
3.1.1.	Determinazione dell'attività economica sovvenzionata .....	21
3.1.2.	Effetto di incentivazione .....	21
3.2.	Secondo criterio: prevenire gli effetti negativi sugli scambi contrari al comune interesse.....	22
3.2.1.	Elementi di base della valutazione ex ante che lo Stato membro interessato deve presentare alla Commissione .....	22
3.2.2.	Necessità dell'intervento statale .....	25
3.2.2.1.	Misure destinate a categorie di imprese che esulano dal campo di applicazione del regolamento generale di esenzione per categoria.....	26
a)	Piccole imprese a media capitalizzazione .....	26
b)	Imprese a media capitalizzazione innovative.....	27
c)	PMI che ricevono investimenti iniziali per il finanziamento del rischio quando operano in un mercato qualsiasi da un periodo di tempo superiore al periodo di ammissibilità di cui al regolamento generale di esenzione per categoria .....	27
d)	start-up e PMI che necessitano di un investimento per il finanziamento del rischio di importo superiore al limite fissato nel regolamento generale di esenzione per categoria .....	28
e)	Piattaforme alternative di negoziazione che non soddisfano le condizioni del regolamento generale di esenzione per categoria.....	28
3.2.2.2.	Misure i cui parametri non rispettano il regolamento generale di esenzione per categoria .....	29
a)	Strumenti finanziari con una partecipazione di investitori privati indipendenti inferiore alle percentuali previste dal regolamento generale di esenzione per categoria .....	29
b)	Strumenti finanziari concepiti con parametri superiori ai massimali previsti nel regolamento generale di esenzione per categoria.....	30

c)	Strumenti finanziari diversi dalle garanzie per i quali gli investitori, gli intermediari finanziari e i relativi gestori sono selezionati privilegiando la protezione dai rischi rispetto alla ripartizione asimmetrica degli utili .....	30
d)	Incentivi fiscali a favore degli investitori aziendali, compresi gli intermediari finanziari o i loro gestori che agiscono in qualità di coinvestitori .....	31
3.2.3.	Adeguatezza della misura di aiuto .....	31
3.2.3.1.	Adeguatezza rispetto ad altri strumenti di intervento e ad altri strumenti di aiuto ....	31
3.2.3.2.	Condizioni per determinare l'adeguatezza degli strumenti finanziari .....	32
(a)	Investimenti in equity .....	35
(b)	Strumenti di debito di tipo "funded": prestiti .....	35
(c)	Strumenti di debito di tipo "unfunded": garanzie .....	36
3.2.3.3.	Condizioni per determinare l'adeguatezza degli incentivi fiscali.....	37
3.2.3.4.	Condizioni relative alle misure a favore delle piattaforme alternative di negoziazione.....	38
3.2.4.	Proporzionalità dell'aiuto .....	38
3.2.4.1.	Condizioni in materia di strumenti finanziari .....	39
3.2.4.2.	Condizioni in materia di incentivi fiscali .....	41
3.2.4.3.	Condizioni relative alle piattaforme alternative di negoziazione.....	41
3.2.4.4.	Cumulo .....	42
3.2.5.	Prevenzione degli indebiti effetti negativi degli aiuti per il finanziamento del rischio su concorrenza e scambi.....	42
3.2.5.1.	Effetti positivi di cui tenere conto .....	42
3.2.5.2.	Effetti negativi di cui tenere conto .....	44
3.2.5.3.	Raffronto tra gli effetti positivi e negativi dell'aiuto .....	46
3.2.6.	Trasparenza .....	46
4.	Valutazione .....	47
5.	Disposizioni finali .....	49
5.1.	Applicabilità.....	49
5.2.	Misure appropriate .....	49
5.3.	Relazioni e monitoraggio .....	50
5.4.	Revisione.....	50

## 1. INTRODUZIONE

1. In base all'articolo 107, paragrafo 3, lettera c), del trattato sul funzionamento dell'Unione europea, gli aiuti di Stato destinati ad agevolare lo sviluppo di talune attività economiche possono essere considerati compatibili con il mercato interno, sempre che non alterino le condizioni degli scambi in misura contraria al comune interesse. La Commissione ha storicamente riconosciuto l'importanza che il mercato del finanziamento del rischio riveste per le economie degli Stati membri e la necessità di migliorare l'accesso al finanziamento del rischio per le piccole e medie imprese (PMI), le piccole imprese a media capitalizzazione ("imprese a media capitalizzazione") e le imprese a media capitalizzazione innovative<sup>1</sup>; ha altresì preso atto della conseguente necessità di disporre di una serie di orientamenti per garantire un approccio coerente alla valutazione delle misure di aiuto per il finanziamento del rischio. In tale ottica, la Commissione ha adottato gli orientamenti sul capitale di rischio del 2006<sup>2</sup>, successivamente sostituiti dagli orientamenti sul finanziamento del rischio del 2014<sup>3</sup> nell'ambito del pacchetto per la modernizzazione degli aiuti di Stato<sup>4</sup>. Gli orientamenti sul finanziamento del rischio del 2014 scadranno alla fine del 2021. Essendo tuttavia possibile che gli Stati membri continuino a ritenere necessario fornire aiuti per il finanziamento del rischio, gli orientamenti sulle modalità atte a sostenere il finanziamento del rischio nel pieno rispetto delle norme sugli aiuti di Stato rimangono necessari.
2. A tale riguardo, le PMI sono la spina dorsale delle economie degli Stati membri, in termini sia di occupazione che di dinamismo economico e di crescita, e sono pertanto fondamentali anche per lo sviluppo economico e la resilienza dell'Unione nel suo complesso. Come riconosciuto dalla strategia per le PMI per un'Europa sostenibile e digitale<sup>5</sup>, i 25 milioni di PMI dell'Unione danno lavoro a circa 100 milioni di persone, rappresentano oltre la metà del prodotto interno lordo (PIL) dell'Unione e svolgono un ruolo fondamentale nel creare valore in ogni settore dell'economia. Esse apportano soluzioni innovative per affrontare sfide quali i cambiamenti climatici, l'uso inefficiente delle risorse e la perdita di coesione sociale e contribuiscono a diffondere le innovazioni, sostenendo le transizioni verde e digitale e rafforzando la resilienza o la sovranità tecnologica dell'Unione. Tuttavia, per poter crescere e

---

<sup>1</sup> Le definizioni esatte di PMI, piccole imprese a media capitalizzazione e imprese a media capitalizzazione innovative ai fini dei presenti orientamenti figurano nella sezione 2.3, punto 35.

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

<sup>3</sup> Comunicazione della Commissione - Orientamenti sugli aiuti di Stato destinati a promuovere gli investimenti per il finanziamento del rischio (GU C 19 del 22.1.2014, pag. 4).

<sup>4</sup> Tra il 2012 e il 2014 la Commissione ha attuato un ambizioso programma di modernizzazione degli aiuti di Stato basato su tre obiettivi principali (per maggiori dettagli cfr. la comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni sulla modernizzazione degli aiuti di Stato dell'UE, COM(2012) 209 final dell'8.5.2012):

- (a) promuovere una crescita intelligente, sostenibile e inclusiva in un mercato interno competitivo;
- (b) concentrare il controllo ex ante della Commissione sui casi con il maggiore impatto sul mercato interno rafforzando nel contempo la cooperazione tra gli Stati membri in materia di applicazione delle norme sugli aiuti di Stato; e
- (c) razionalizzare le norme per garantire un processo decisionale più rapido.

<sup>5</sup> Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni — Una strategia per le PMI per un'Europa sostenibile e digitale, COM(2020) 103 final, del 10.3.2020.

sfruttare appieno il loro potenziale, le PMI hanno bisogno di finanziamenti. Ciò vale in particolare per i settori orientati all'innovazione e alle tecnologie di alto livello e ad alto rischio. Affinché le imprese più attive possano accedere ai finanziamenti necessari in ogni fase del loro sviluppo, è quindi essenziale che vi sia un mercato efficiente del finanziamento del rischio per le PMI.

3. Nonostante le loro potenzialità di crescita, le PMI e le start-up hanno spesso difficoltà ad accedere ai finanziamenti, in particolare nelle fasi iniziali di sviluppo<sup>6</sup> e nella fase di espansione quando hanno bisogno di finanziamenti supplementari. Queste difficoltà sono dovute fondamentalmente a un problema di *asimmetria dell'informazione*: spesso, soprattutto quando sono ancora nelle prime fasi di sviluppo o se operano in settori nuovi o di alto livello tecnologico, le start-up e le PMI non sono in grado di dimostrare agli investitori e alle banche la loro affidabilità creditizia o la solidità dei loro piani aziendali. In tale contesto, in caso di operazioni che riguardano le PMI e le start-up, spesso gli investitori rinunciano a effettuare quell'analisi accurata e le ricerche cui fanno ricorso quando si tratta di concedere finanziamenti alle imprese di maggiori dimensioni o che operano da più tempo, in quanto i costi connessi a tale analisi sono troppo elevati rispetto al valore dell'investimento. Pertanto, indipendentemente dalla qualità del progetto, dal livello di innovazione tecnologica o dalle potenzialità di crescita, le start-up e le PMI rischiano di non poter ottenere i necessari finanziamenti fintanto che non dispongono di una comprovata storia creditizia e di garanzie sufficienti. Questo problema può essere particolarmente rilevante nel caso di investimenti in tecnologie verdi, di alto livello tecnologico, digitali o aerospaziali innovative o in innovazioni sociali avviate da imprenditori sociali<sup>7</sup>. A causa di tale asimmetria dell'informazione, vi è il rischio che i mercati di finanziamento delle imprese rifiutino di concedere i necessari finanziamenti tramite equity o debito a start-up e PMI di recente creazione e potenzialmente innovative e a forte crescita. Il persistere del fallimento del mercato dei capitali che ne consegue impedisce all'offerta di soddisfare la domanda ad un prezzo accettabile per entrambe le parti, con ripercussioni negative sulle potenzialità di crescita delle PMI e compromette la crescita della produttività del mercato unico e la resilienza generale dell'economia dell'Unione. In determinate circostanze, le piccole imprese a media capitalizzazione e le imprese a media capitalizzazione innovative si trovano ad affrontare lo stesso fallimento del mercato.
4. L'impossibilità per un'impresa di accedere ai finanziamenti può avere conseguenze che vanno al di là della singola impresa, soprattutto a causa delle *esternalità sulla crescita*. Molti settori di successo conseguono un incremento della produttività non perché le imprese presenti sul mercato aumentano la loro produttività ma perché le imprese più efficienti e tecnologicamente avanzate si sviluppano a scapito di quelle meno efficienti (o con prodotti obsoleti). Inoltre, i settori economici interessati e l'economia nel suo complesso beneficiano delle esternalità positive legate all'accumulo delle conoscenze che le imprese (capitale organizzativo) o i lavoratori (capitale umano) detengono, nonché dell'introduzione di nuovi beni sotto forma di

---

<sup>6</sup> Cfr. "Evaluation support study on the EU rules on State aid for access to finance for SMEs" (Studio di sostegno alla valutazione delle norme dell'UE sugli aiuti di Stato per l'accesso delle PMI ai finanziamenti), Unione europea (2020), disponibile online all'indirizzo: [https://ec.europa.eu/competition/state\\_aid/modernisation/risk\\_finance\\_study.zip](https://ec.europa.eu/competition/state_aid/modernisation/risk_finance_study.zip).

<sup>7</sup> Tali innovazioni comprendono, ad esempio, le nuove pratiche sociali a sostegno delle transizioni verde o digitale o un migliore accesso delle donne alle professioni del settore delle TIC.

eccedenze per i consumatori e/o le imprese. Se questi processi vengono ostacolati perché le imprese potenzialmente di successo non sono in grado di ottenere finanziamenti, è probabile che vi siano conseguenze negative di più ampia portata sulla crescita della produttività. Consentendo a una base più ampia di imprese di entrare sul mercato e di espandersi, eliminando gli indebiti ostacoli ai finanziamenti, è quindi possibile stimolare la crescita.

5. Pertanto, un deficit di finanziamento alle start-up, alle PMI, alle piccole imprese a media capitalizzazione e alle imprese a media capitalizzazione innovative può giustificare la concessione di misure di sostegno pubblico da parte degli Stati membri al fine di agevolare lo sviluppo del finanziamento del rischio nei rispettivi mercati interni. Aiuti di Stato correttamente mirati a sostegno della concessione di misure di finanziamento del rischio a tali imprese possono costituire un mezzo efficace per ovviare al fallimento del mercato individuato o altro ostacolo pertinente all'accesso al finanziamento e mobilitare risorse private. Nel contesto attuale gli Stati membri possono ricorrere a tali aiuti anche per favorire la ripresa dalla crisi economica causata dalla pandemia di COVID-19.
6. Oltre ad essere indispensabile per le economie nazionali degli Stati membri, un migliore accesso ai finanziamenti può dare un contributo positivo al perseguimento di alcuni obiettivi politici fondamentali dell'Unione. L'accesso ai finanziamenti costituisce un potente strumento per sostenere il Green Deal<sup>8</sup> e preparare l'Europa all'era digitale<sup>9</sup>, nonché per garantire la ripresa dalla crisi economica causata dalla pandemia di COVID-19 e costruire un'Unione che sia più resiliente anche rispetto alle crisi future.
7. La transizione verde è un obiettivo fondamentale dell'Unione. Secondo le più recenti proiezioni<sup>10</sup>, per conseguire gli attuali obiettivi in materia di clima ed energia per il 2030 potrebbero essere necessari fino a 417 miliardi di EUR di investimenti annuali aggiuntivi: per rispondere a questa sfida sarà fondamentale mobilitare ingenti investimenti privati. Per promuovere la finanza sostenibile occorrono segnali capaci di indirizzare i flussi finanziari e di capitale verso investimenti verdi. A tal fine, nel 2018 la Commissione ha varato il piano per la finanza sostenibile<sup>11</sup>, cui di recente ha fatto seguito un nuovo pacchetto sulla finanza sostenibile<sup>12</sup>. Un elemento per promuovere la finanza verde consiste nel migliorare la divulgazione dei dati relativi

---

<sup>8</sup> Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni – "Il Green Deal europeo", COM(2019) 640 final, dell'11.12.2019.

<sup>9</sup> Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni, Plasmare il futuro digitale dell'Europa, COM(2020) 67 final, del 19.2.2020.

<sup>10</sup> Proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica la direttiva (UE) 2018/2001 del Parlamento europeo e del Consiglio, il regolamento (UE) 2018/1999 del Parlamento europeo e del Consiglio e la direttiva n. 98/70/CE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda la promozione dell'energia da fonti rinnovabili e che abroga la direttiva (UE) 2015/652 del Consiglio, COM(2021) 557 final, del 14.7.2021.

<sup>11</sup> Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio europeo, al Consiglio, alla Banca centrale europea, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni, "Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile", COM(2018) 97 final, dell'8.3.2018.

<sup>12</sup> Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni - "Tassonomia dell'UE, comunicazione societaria sulla sostenibilità, preferenze di sostenibilità e doveri fiduciari: dirigere i finanziamenti verso il Green Deal europeo", COM(2021) 188 final, del 21.4.2021.

al clima e all'ambiente in modo che gli investitori siano pienamente informati circa la sostenibilità dei loro investimenti. In tale contesto, una tappa fondamentale è stata l'adozione del regolamento (UE) n.2020/852 del Parlamento europeo e del Consiglio<sup>13</sup>, che classifica le attività ecosostenibili (comunemente denominato tassonomia dell'UE).

8. Per quanto riguarda la transizione digitale, la comunicazione "Bussola per il digitale del 2030"<sup>14</sup> sottolinea la necessità di sostenere lo sviluppo da parte dell'Unione di tecnologie digitali critiche in modo da favorire la crescita della produttività e lo sviluppo economico in piena coerenza con i suoi valori e obiettivi sociali. Al fine di conseguire tale obiettivo, unitamente ai pertinenti fondi dell'Unione e agli investimenti privati, la spesa nazionale degli Stati membri è fondamentale per consentire un massiccio aumento degli investimenti.
9. Per quanto riguarda la crisi causata dalla pandemia di COVID-19, la ripresa è una priorità urgente e sfruttando lo slancio impresso si possono compiere progressi a livello di transizione digitale e verde, che renderanno l'economia più resiliente e più competitiva. Il dispositivo per la ripresa e la resilienza<sup>15</sup> costituisce la prima e più importante parte del pacchetto dell'UE per la ripresa adottato in risposta alla crisi e mette a disposizione degli Stati membri 672,5 miliardi di EUR di sostegno finanziario sotto forma di prestiti e sovvenzioni per i primi cruciali anni della ripresa, previa approvazione dei progetti di piani nazionali di ripresa e resilienza. In tale contesto, la Commissione ha individuato alcuni settori di punta<sup>16</sup> e incoraggia gli Stati membri a includerli nei loro piani di ripresa e resilienza, tenendo conto della rilevanza che tali settori hanno in tutti gli Stati membri, degli ingenti investimenti che richiedono, nonché del loro potenziale in termini di creazione di posti di lavoro, sostegno della crescita e possibilità di beneficiare dei vantaggi derivanti dalla transizione verde e digitale.

---

<sup>13</sup> Regolamento (UE) 2020/852 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 18 giugno 2020, relativo all'istituzione di un quadro che favorisce gli investimenti sostenibili e recante modifica del regolamento (UE) 2019/2088 (GU L 198 del 22.6.2020, pag. 13).

<sup>14</sup> Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni, "Bussola per il digitale 2030: il modello europeo per il decennio digitale", COM(2021) 118 final, del 9.3.2021.

<sup>15</sup> Regolamento (UE) 2021/241 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 12 febbraio 2021, che istituisce il dispositivo per la ripresa e la resilienza (GU L 57 del 18.2.2021, pag. 17).

<sup>16</sup> La Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio europeo, al Consiglio, alla Banca centrale europea, al Comitato economico e sociale europeo, al Comitato delle regioni e alla Banca europea per gli investimenti - "Strategia annuale per la crescita sostenibile 2021", COM(2020) 575 final, del 17.9.2020, individua sette settori prioritari: Power up (premere sull'acceleratore): anticipare la diffusione di tecnologie pulite e adeguate alle esigenze del futuro e accelerare lo sviluppo e l'uso delle rinnovabili; Renovate (ristrutturare): migliorare l'efficienza energetica di edifici pubblici e privati; Recharge and refuel (ricaricare e rifornire): promuovere tecnologie pulite adeguate alle esigenze del futuro per accelerare l'uso di sistemi di trasporto sostenibili, accessibili e intelligenti, stazioni di ricarica e rifornimento e l'ampliamento dei trasporti pubblici; Connect (connettere): la veloce diffusione di servizi rapidi a banda larga a tutte le regioni e a tutte le famiglie, comprese le reti in fibra e 5G; Modernise (modernizzare): la digitalizzazione della pubblica amministrazione e dei servizi pubblici, compresi i sistemi giudiziari e sanitari; Scale-up (espandere): l'aumento delle capacità industriali europee di cloud di dati e lo sviluppo di processori più potenti, all'avanguardia e sostenibili; Reskill and upskill (riqualificare e aggiornare le competenze): adattamento dei sistemi di istruzione per sostenere le competenze digitali e istruzione e formazione professionale per tutte le età.

10. Inoltre, come sottolineato nella strategia industriale aggiornata<sup>17</sup>, l'Unione deve trarre insegnamento dalla pandemia di COVID-19 e dal suo impatto sulle catene globali del valore; migliorare la resilienza del mercato unico e affrontare le dipendenze strategiche, salvaguardando nel contempo un'economia UE aperta, competitiva e basata sugli scambi, sono obiettivi fondamentali in tal senso.
11. Data l'importanza di un accesso efficace ai finanziamenti per conseguire gli obiettivi fondamentali dell'Unione, è necessario intensificare ulteriormente gli sforzi, basandosi sulle politiche dell'Unione che intendono migliorare tale accesso, come l'Unione dei mercati dei capitali e l'utilizzo del bilancio dell'Unione.
12. A tale riguardo, nel 2015 la Commissione ha adottato il primo piano d'azione per l'Unione dei mercati dei capitali<sup>18</sup> al fine di mobilitare capitali nell'Unione e convogliarli verso tutte le imprese. Uno dei suoi principali obiettivi era migliorare l'accesso delle PMI ai finanziamenti, in particolare ai finanziamenti non bancari. Da allora l'UE ha compiuto progressi significativi, realizzando in larga misura i singoli interventi annunciati nel piano d'azione per l'Unione dei mercati dei capitali del 2015 e nella sua revisione intermedia del 2017. Molti di questi interventi miravano a migliorare l'accesso ai finanziamenti per tutte le imprese, indipendentemente dalle dimensioni e dalla data di creazione, ma alcuni di essi miravano in grande misura a facilitare l'accesso ai mercati dei capitali in maniera specifica per le PMI e le piccole imprese a media capitalizzazione<sup>19</sup>. Nel 2020 è stato avviato un nuovo piano d'azione per l'Unione dei mercati dei capitali<sup>20</sup> volto ad approfondire il piano esistente allo scopo di continuare a promuovere l'Unione dei mercati dei capitali nei prossimi anni e garantire l'accesso ai finanziamenti sui mercati, in particolare per le piccole e medie imprese. In tale contesto, conformemente all'articolo 33, paragrafo 9, della direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio<sup>21</sup>, la Commissione ha anche istituito un gruppo di esperti tecnici sulle PMI composto da portatori di interessi, incaricato di valutare gli ostacoli che impediscono alle PMI di accedere ai mercati pubblici.

---

<sup>17</sup> Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle Regioni - "Aggiornamento della nuova strategia industriale 2020: costruire un mercato unico più forte per la ripresa dell'Europa", COM(2021) 350 final del 5.5.2021.

<sup>18</sup> Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni "Piano di azione per la creazione dell'Unione dei mercati dei capitali", COM(2015) 0468 final, del 30.9.2015.

<sup>19</sup> Ad esempio il regolamento (UE) n. 345/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 17 aprile 2013, relativo ai fondi europei per il venture capital (GU L 115 del 25.4.2013, pag. 1); il regolamento (UE) 2017/1129 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 14 giugno 2017, relativo al prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di titoli in un mercato regolamentato, e che abroga la direttiva 2003/71/CE (GU L 168 del 30.6.2017, pag. 12); la direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 maggio 2014, relativa ai mercati degli strumenti finanziari e che modifica la direttiva 2002/92/CE e la direttiva 2011/61/UE (GU L 173 del 12.6.2014, pag. 349) per quanto riguarda lo sviluppo dei mercati di crescita delle PMI; la 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 dell'1.7.2011, pag. 1).

<sup>20</sup> Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni "Unione dei mercati dei capitali per le persone e le imprese - nuovo piano d'azione", COM(2020) 590 final, del 24.9.2020.

<sup>21</sup> Direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 maggio 2014, relativa ai mercati degli strumenti finanziari e che modifica la direttiva 2002/92/CE e la direttiva 2011/61/UE (GU L 173 del 12.6.2014, pag. 349).



13. Tenendo conto dell'importanza di migliorare l'accesso delle PMI ai finanziamenti, la Commissione integra la legislazione e le azioni politiche dell'Unione ricorrendo al bilancio dell'Unione, al fine di porre rimedio ai fallimenti strutturali del mercato che limitano la crescita delle start-up e delle PMI. A tal fine è stato rafforzato il ricorso a strumenti finanziari<sup>22</sup> nell'ambito del quadro finanziario pluriennale (QFP) 2014-2020. In particolare, i programmi di finanziamento dell'Unione istituiti dal regolamento (UE) n. 1287/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio (competitività delle imprese e piccole e medie imprese ("COSME"))<sup>23</sup> e il regolamento (UE) n. 1291/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio<sup>24</sup> ("Orizzonte 2020") hanno contribuito a migliorare l'uso delle risorse pubbliche attraverso meccanismi di finanziamento con condivisione del rischio a beneficio delle PMI nelle loro fasi di avvio, crescita e trasferimento, nonché delle piccole imprese a media capitalizzazione e delle imprese a media capitalizzazione innovative, riservando un'attenzione particolare alle azioni destinate a fornire un sostegno continuativo dall'innovazione al mercato, compresa la commercializzazione dei risultati delle attività di ricerca e sviluppo ("R&S")<sup>25</sup>. Inoltre, dal 2018 il Consiglio europeo per l'innovazione (CEI) sostiene le imprese in fase di avviamento e le PMI nell'ambito del programma Orizzonte 2020, e continuerà a sostenerle, così come le piccole imprese a media capitalizzazione, nell'ambito del programma dell'Unione di finanziamento della ricerca e dell'innovazione Orizzonte Europa<sup>26</sup>, con l'obiettivo di migliorare le prestazioni del mercato del venture capital dell'Unione. L'avvio dell'azione europea di sviluppo per il capitale di rischio (ESCALAR)<sup>27</sup>, il programma pilota della Commissione e del Fondo europeo per gli investimenti (FEI), nonché i lavori per la creazione di un fondo pubblico-privato<sup>28</sup> che contribuisca a

---

<sup>22</sup> Gli strumenti finanziari comprendono gli strumenti diversi dalle sovvenzioni, che possono assumere la forma di strumenti di debito (prestiti, garanzie) o strumenti di equity (pure equity, quasi-equity o altri strumenti di condivisione dei rischi).

<sup>23</sup> Regolamento (UE) n. 1287/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio, dell'11 dicembre 2013, che istituisce un programma per la competitività delle imprese e le piccole e le medie imprese (COSME) (2014 - 2020) e abroga la decisione n. 1639/2006/CE (GU L 347 del 20.12.2013, pag. 33).

<sup>24</sup> Regolamento (UE) n. 1291/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio, dell'11 dicembre 2013, che istituisce il programma quadro di ricerca e innovazione (2014 - 2020) - Orizzonte 2020 e abroga la decisione n. 1982/2006/CE (GU L 347 del 20.12.2013, pag. 104).

<sup>25</sup> Inoltre, allo scopo di assicurare un migliore accesso al credito, la Commissione, il Fondo europeo per gli investimenti e la Banca europea per gli investimenti hanno congiuntamente creato uno specifico meccanismo di ripartizione dei rischi nel quadro del settimo programma quadro di ricerca (7° PQ), cfr. [http://www.eif.org/what\\_we\\_do/guarantees/RSI/index.htm](http://www.eif.org/what_we_do/guarantees/RSI/index.htm). Questo strumento ha offerto garanzie parziali agli intermediari finanziari mediante un meccanismo di ripartizione dei rischi, riducendo in tal modo i loro rischi finanziari e incoraggiandoli a concedere prestiti alle PMI impegnate in attività di ricerca, sviluppo o innovazione.

<sup>26</sup> Regolamento (UE) 2021/695 del Parlamento europeo e del Consiglio del 28 aprile 2021 che istituisce il programma quadro di ricerca e innovazione Orizzonte Europa e ne stabilisce le norme di partecipazione e diffusione, e che abroga i regolamenti (UE) n. 1290/2013 e (UE) n. 1291/2013 (GU L 170 del 12.5.2021, pag. 1).

<sup>27</sup> L'azione europea di sviluppo per il capitale di rischio (ESCALAR) è un programma pilota avviato dalla Commissione europea e gestito dal FEI, che utilizza le risorse del piano di investimenti per l'Europa per colmare il deficit di finanziamento delle imprese europee a forte crescita (scale-up). ESCALAR è stato lanciato il 4 aprile 2020 ed è destinato ad aumentare considerevolmente le risorse dei fondi, consentendo così operazioni di investimento più importanti e creando una maggiore capacità di investimento nelle scale-up.

<sup>28</sup> Nei suoi orientamenti politici per la prossima Commissione europea 2019-2024, l'allora candidata Presidente Von der Leyen aveva annunciato la creazione di un fondo pubblico-privato specializzato

finanziare le offerte pubbliche iniziali per le PMI, testimoniano l'importanza attribuita all'agevolazione della crescita delle start-up e delle PMI e la necessità di completare ulteriormente la gamma delle misure di sostegno pubblico esistenti in tutte le fasi del finanziamento. Nel 2020 il FEI ha inoltre attivato un "fondo di fondi" con l'iniziativa ISEP (InnovFin Space Equity Pilot), che ha coinvolto quattro investitori privati di venture capital per aumentare gli investimenti azionari nelle imprese aerospaziali e della difesa europee. Questo modello è seguito anche dall'iniziativa CASSINI, in particolare per quanto riguarda il previsto fondo per la crescita.<sup>29</sup> Inoltre, sin dai primi mesi del 2000, la politica di coesione dell'Unione contribuisce in misura crescente al finanziamento delle PMI, anche attraverso la fornitura di capitale di rischio, con un livello di 10 miliardi di EUR di sostegno alla fine del 2013 e altri 15 miliardi di EUR di impegni da parte di 23 Stati membri alla fine del 2020. Gli strumenti finanziari previsti dalla politica di coesione hanno sostenuto circa 365 000 PMI in tutta Europa solo nel corso del 2020. Infine, il nuovo programma InvestEU<sup>30</sup> - che riunirà 14 diversi strumenti finanziari attualmente disponibili per sostenere gli investimenti nell'Unione e i fondi messi a disposizione del comparto degli Stati membri nell'ambito della gestione concorrente - prevede uno sportello specifico dedicato al finanziamento delle piccole imprese; anche gli altri tre sportelli di InvestEU possono comunque finanziare le PMI che rientrano nel loro campo di applicazione.

14. Sia l'esperienza maturata dalla Commissione nel settore degli aiuti per il finanziamento del rischio (nel quadro degli orientamenti sul finanziamento del rischio del 2014 e del regolamento generale di esenzione per categoria<sup>31</sup>) sia le iniziative summenzionate (cfr. punti 12 e 13) a livello dell'Unione destinate a migliorare l'accesso ai finanziamenti dimostrano che l'accesso ai finanziamenti continua ad essere una priorità sia per l'Unione che per i suoi Stati membri. In tale contesto è pertanto fondamentale che la Commissione continui a fornire orientamenti agli Stati membri sulle modalità per valutare la compatibilità delle misure di finanziamento del rischio con il mercato interno. Ciò è dimostrato anche dalla valutazione cui gli orientamenti per il finanziamento del rischio del 2014 sono stati

---

nelle offerte pubbliche iniziali per le PMI al fine di fornire sostegno pubblico sotto forma di finanziamenti per agevolare l'accesso ai mercati pubblici delle PMI ad alto potenziale.

<sup>29</sup> L'iniziativa CASSINI, annunciata per la prima volta nella "Strategia per le PMI per un'Europa sostenibile e digitale" COM(2020) 103 final del 10.3.2020, è un insieme di azioni concrete il cui obiettivo è facilitare l'accesso al capitale di rischio per le PMI operanti nel settore spaziale per finanziarne l'espansione. Il fondo CASSINI Growth funzionerà come un fondo di fondi, analogamente al fondo dell'iniziativa ISEP, che investirà in fondi di venture capital che si impegnano ad operare come "fondi tematici", ossia ad investire nel settore spaziale, pur scegliendo in autonomia le specifiche imprese in cui intendono investire. Il fondo CASSINI Growth cercherà di porre rimedio al deficit di capitale nella fase di espansione, di cui notoriamente soffrono le nuove PMI del settore spaziale dell'Unione.

<sup>30</sup> Regolamento (UE) 2021/523 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 24 marzo 2021, che istituisce il programma InvestEU e che modifica il regolamento (UE) 2015/1017 (GU L 107 del 26.3.2021, pag. 30). Scopo del programma InvestEU è incoraggiare la partecipazione degli investitori pubblici e privati alle operazioni di finanziamento e di investimento fornendo garanzie a titolo del bilancio dell'Unione per ovviare ai fallimenti del mercato e a situazioni di investimento subottimali. Esso si basa sul successo del Fondo europeo per gli investimenti strategici (FEIS), varato nel 2015 allo scopo di colmare la carenza di investimenti nell'Unione a seguito della crisi economica e finanziaria.

<sup>31</sup> Regolamento (UE) n. 651/2014 della Commissione, del 17 giugno 2014, che dichiara alcune categorie di aiuti compatibili con il mercato interno in applicazione degli articoli 107 e 108 del trattato (GU L 187 del 26.6.2014, pag. 1).

sottoposti nel 2019 e nel 2020, il cosiddetto controllo dell'adeguatezza<sup>32</sup>. I risultati del controllo dell'adeguatezza mostrano che gli orientamenti sul finanziamento del rischio restano pertinenti e adatti allo scopo. È tuttavia necessario chiarire e semplificare ulteriormente le norme. I presenti orientamenti riveduti sul finanziamento del rischio agevoleranno l'impiego di aiuti di Stato per il finanziamento del rischio adeguatamente mirati da parte degli Stati membri, tenendo conto del contributo positivo di tali aiuti alle priorità della Commissione di cui sopra (cfr. punti da 6 a 9), oltre che dei loro effetti positivi nel garantire l'accesso ai finanziamenti.

15. In seguito all'adozione, nel 2016, della comunicazione sulla nozione di aiuto<sup>33</sup>, e tenendo conto in particolare della sezione 4.2 di quest'ultima<sup>34</sup>, i presenti orientamenti riveduti non affrontano la questione se una misura di sostegno pubblico costituisca o meno un aiuto di Stato, ma si concentrano sulle condizioni alle quali una misura di aiuto di Stato può essere considerata compatibile con il mercato interno.
16. Per le ragioni suddette, la Commissione ha deciso di apportare alcune modifiche agli orientamenti sul finanziamento del rischio del 2014, allo scopo di chiarire le regole e promuovere una semplificazione amministrativa per agevolare l'attuazione di aiuti di Stato a sostegno del finanziamento del rischio.

## **2. AMBITO DI APPLICAZIONE DEGLI ORIENTAMENTI E DEFINIZIONI**

### **2.1. Ambito di applicazione dei presenti orientamenti**

17. La Commissione applicherà i principi contenuti nei presenti orientamenti alle misure di finanziamento del rischio che non soddisfano tutte le condizioni di cui alla sezione 3 del regolamento generale di esenzione per categoria ("aiuti per l'accesso delle PMI ai finanziamenti"). Lo Stato membro interessato deve notificare le misure (cfr. sezione 2.2) in conformità dell'articolo 108, paragrafo 3, del trattato, e la Commissione effettua una valutazione di compatibilità approfondita, come indicato alla sezione 3 dei presenti orientamenti.
18. Gli Stati membri possono tuttavia decidere di concepire misure di finanziamento del rischio in modo che queste non comportino aiuti di Stato ai sensi dell'articolo 107, paragrafo 1, del trattato, ad esempio perché sono conformi al criterio dell'operatore in un'economia di mercato<sup>35</sup> o soddisfano le condizioni del regolamento "de minimis" in vigore<sup>36</sup>. Tali casi non devono essere notificati alla Commissione.

---

<sup>32</sup> Disponibili online: [https://ec.europa.eu/competition/state\\_aid/modernisation/fitness\\_check\\_it.html](https://ec.europa.eu/competition/state_aid/modernisation/fitness_check_it.html).

<sup>33</sup> Comunicazione della Commissione sulla nozione di aiuto di Stato di cui all'articolo 107, paragrafo 1, del trattato sul funzionamento dell'Unione europea (GU C 262 del 19.7.2016, pag. 1).

<sup>34</sup> In tale comunicazione la Commissione chiarisce come debba essere interpretata la nozione di aiuto di Stato di cui all'articolo 107, paragrafo 1, del trattato. La sezione 4.2 ("Il criterio dell'operatore in un'economia di mercato") della comunicazione fornisce indicazioni riguardo ai casi in cui una misura di sostegno pubblico non costituisce un aiuto di Stato essendo concessa alle normali condizioni di mercato.

<sup>35</sup> Cfr. nota 34.

<sup>36</sup> Regolamento (UE) n. 1407/2013 della Commissione, del 18 dicembre 2013, relativo all'applicazione degli articoli 107 e 108 del trattato sul funzionamento dell'Unione europea agli aiuti "de minimis" (GU L 352 del 24.12.2013, pag. 1). Regolamento (UE) n. 1408/2013 della Commissione, del 18 dicembre 2013, relativo all'applicazione degli articoli 107 e 108 del trattato sul funzionamento dell'Unione europea agli aiuti "de minimis" nel settore agricolo (GU L 352 del 24.12.2013, pag. 9).

19. I presenti orientamenti non riguardano la compatibilità con il mercato interno delle misure di aiuto di Stato che soddisfano i criteri stabiliti in altri orientamenti, discipline o regolamenti in materia di aiuti di Stato. La Commissione presterà particolare attenzione alla necessità di impedire che i presenti orientamenti siano utilizzati per perseguire obiettivi di intervento disciplinati principalmente da altri orientamenti, discipline e regolamenti in materia di aiuti di Stato.
20. I presenti orientamenti lasciano impregiudicata la valutazione ai sensi delle norme in materia di aiuti di Stato di altri tipi di strumenti finanziari diversi da quelli ivi disciplinati, quali gli strumenti di cartolarizzazione dei prestiti esistenti.
21. La Commissione si limita ad applicare i principi contenuti nei presenti orientamenti ai regimi di finanziamento del rischio. Tali principi non sono applicati alle misure ad hoc di aiuto per il finanziamento del rischio di singole imprese, tranne in caso di misure volte a sostenere una specifica piattaforma alternativa di negoziazione.
22. È importante ricordare che le misure di aiuto per il finanziamento del rischio devono essere attuate mediante intermediari finanziari o piattaforme alternative di negoziazione, tranne nel caso di incentivi fiscali applicabili a investimenti diretti in imprese ammissibili. Pertanto, una misura che consente allo Stato membro o ad un ente pubblico di effettuare investimenti diretti in società senza il coinvolgimento di tali veicoli di intermediazione non rientra nell'ambito di applicazione delle disposizioni in materia di aiuti di Stato per il finanziamento del rischio previste dal regolamento generale di esenzione per categoria o dai presenti orientamenti.
23. La Commissione ritiene che, di norma, le grandi imprese non incontrino le stesse difficoltà delle start-up e delle PMI per accedere ai finanziamenti, poiché godono di una reputazione più solida e di più ampie garanzie, e che gli aiuti a tali imprese non debbano quindi essere contemplati dai presenti orientamenti. In via eccezionale, una misura di finanziamento del rischio a favore delle grandi imprese può essere considerata compatibile ai sensi dei presenti orientamenti se essa è mirata a piccole imprese a media capitalizzazione conformemente alla sezione 3.2.2.1, lettera a), o a imprese a media capitalizzazione innovative che realizzano progetti di R&S e di innovazione conformemente alla sezione 3.2.2.1, lettera b).
24. La Commissione non applicherà i principi di cui ai presenti orientamenti agli aiuti per il finanziamento del rischio concessi a favore di società quotate ufficialmente su un mercato regolamentato, in quanto il fatto stesso di essere quotate in un mercato regolamentato dimostra la loro capacità di attrarre finanziamenti privati.
25. Le misure di aiuto per il finanziamento del rischio senza la partecipazione di investitori privati indipendenti non saranno considerate compatibili ai sensi dei presenti orientamenti. In tali casi, lo Stato membro dovrebbe considerare quali siano le opzioni di intervento alternative più adatte a raggiungere i medesimi obiettivi e risultati, tra cui il ricorso agli aiuti a finalità regionale agli investimenti o agli aiuti alle imprese in fase di avviamento consentiti nel quadro del regolamento generale di esenzione per categoria.
26. Non saranno dichiarate compatibili ai sensi dei presenti orientamenti le misure di aiuto per il finanziamento del rischio se gli investitori privati indipendenti non

---

Regolamento (UE) n. 717/2014 della Commissione, del 27 giugno 2014, relativo all'applicazione degli articoli 107 e 108 del trattato sul funzionamento dell'Unione europea agli aiuti «de minimis» nel settore della pesca e dell'acquacoltura (GU L 190 del 28.6.2014, pag. 45).

assumono un rischio significativo o se il flusso dei benefici risulta interamente a vantaggio degli investitori privati. La condivisione dei rischi e dei benefici è una condizione necessaria, ai sensi dei presenti orientamenti, per limitare l'esposizione finanziaria dello Stato e assicurare una sua adeguata remunerazione.

27. Fatta eccezione per gli aiuti per il finanziamento del rischio in forma di capitale di sostituzione soggetti alle condizioni di cui all'articolo 21 del regolamento generale di esenzione per categoria, gli aiuti per il finanziamento del rischio di cui ai presenti orientamenti non possono essere utilizzati a sostegno delle operazioni di buy-out.
28. Gli aiuti per il finanziamento del rischio non sono considerati compatibili con il mercato interno, ai sensi dei presenti orientamenti, se concessi a:
  - (a) imprese in difficoltà ai sensi della definizione di cui agli orientamenti sugli aiuti di Stato per il salvataggio e la ristrutturazione di imprese non finanziarie in difficoltà<sup>37</sup>; tuttavia, ai fini dei presenti orientamenti, le PMI che operano in un mercato qualsiasi da un periodo di tempo non superiore al periodo di ammissibilità previsto dall'articolo 21 del regolamento generale di esenzione per categoria e sono ammissibili a beneficiare di investimenti per il finanziamento del rischio a seguito della due diligence condotta dall'intermediario finanziario selezionato non saranno considerate imprese in difficoltà, a meno che esse siano soggette a procedure di insolvenza o si trovino nelle condizioni previste dalla legislazione nazionale perché sia avviata nei loro confronti una procedura concorsuale per insolvenza;
  - (b) imprese destinatarie di un ordine di recupero pendente per effetto di una precedente decisione della Commissione che dichiara illegali e incompatibili con il mercato interno aiuti concessi dallo stesso Stato membro.
29. La Commissione non applicherà i principi di cui ai presenti orientamenti agli aiuti a favore di attività connesse all'esportazione verso paesi terzi o Stati membri, ossia gli aiuti direttamente collegati ai quantitativi esportati, alla costituzione e gestione di una rete di distribuzione o ad altre spese correnti connesse all'attività di esportazione, né agli aiuti subordinati all'uso di prodotti nazionali rispetto a quelli di importazione.
30. Le misure di finanziamento del rischio si presentano spesso come strutture complesse volte ad incoraggiare un gruppo di operatori economici (investitori) a finanziare un altro gruppo di operatori (imprese ammissibili). A seconda della struttura della misura, e anche se l'intento delle autorità pubbliche è solo quello di offrire un'agevolazione al secondo gruppo, a beneficiare degli aiuti di Stato possono essere le imprese di una delle due categorie o di entrambe. Inoltre, le misure di finanziamento del rischio comportano di norma l'intervento di uno o più intermediari finanziari, che possono avere uno status distinto da quello degli investitori e dei beneficiari finali cui sono rivolti gli investimenti. In questi casi occorre anche stabilire se si ritiene che l'intermediario finanziario stia beneficiando di aiuti di Stato. Qualsiasi aiuto a favore dell'intermediario finanziario dovrebbe essere limitato mediante il trasferimento del vantaggio ai beneficiari finali, come stabilito nei presenti orientamenti. Il fatto che gli intermediari finanziari possano incrementare i loro attivi e che i loro gestori possano realizzare un maggiore fatturato mediante le commissioni che riscuotono è considerato soltanto un effetto economico secondario

---

<sup>37</sup> Comunicazione della Commissione – Orientamenti sugli aiuti di Stato per il salvataggio e la ristrutturazione di imprese non finanziarie in difficoltà (GU C 249 del 31.7.2014, pag. 1).

della misura di aiuto e non un vantaggio procurato dalla medesima agli intermediari finanziari e ai loro gestori. Tuttavia, se la misura di finanziamento del rischio è concepita in modo da trasmettere i suoi effetti secondari a intermediari finanziari identificabili o a gruppi di intermediari finanziari identificabili, si riterrà che questi abbiano beneficiato di un vantaggio indiretto.

## 2.2. Aiuti per il finanziamento del rischio soggetti a notifica

31. A norma dell'articolo 108, paragrafo 3, del trattato gli Stati membri devono notificare le misure di finanziamento del rischio che: i) costituiscono aiuto di Stato ai sensi dell'articolo 107, paragrafo 1, del trattato (in particolare le misure che non sono conformi al criterio dell'operatore in un'economia di mercato<sup>38</sup> e non rientrano nell'ambito di applicazione dei regolamenti "de minimis"<sup>39</sup>) e ii) non soddisfano tutte le condizioni di cui alla sezione 3 del regolamento generale di esenzione per categoria (aiuti per l'accesso delle PMI ai finanziamenti). La Commissione valuterà la compatibilità di tali misure con il mercato interno ai sensi dell'articolo 107, paragrafo 3, lettera c), del trattato. I presenti orientamenti si concentrano sulle misure per il finanziamento del rischio che hanno maggiori probabilità di essere considerate compatibili ai sensi dell'articolo 107, paragrafo 3, lettera c), del trattato, fatto salvo il rispetto di alcune condizioni che saranno spiegate più dettagliatamente nella sezione 3 dei presenti orientamenti. Tali misure si suddividono in due categorie.
32. La prima categoria comprende misure di finanziamento del rischio destinate a imprese che non soddisfano tutte le **condizioni di ammissibilità** relative agli aiuti finanziamento del rischio di cui alla sezione 3 del regolamento generale di esenzione per categoria. Questa categoria comprende, in particolare, misure destinate alle seguenti imprese:
- (a) piccole imprese a media capitalizzazione;
  - (b) imprese a media capitalizzazione innovative;
  - (c) PMI che ricevono investimenti iniziali per il finanziamento del rischio quando operano in un mercato qualsiasi da un periodo di tempo superiore al periodo di ammissibilità di cui all'articolo 21 del regolamento generale di esenzione per categoria;
  - (d) start-up e PMI che necessitano di un investimento complessivo per il finanziamento del rischio di importo superiore al limite fissato nel regolamento generale di esenzione per categoria;
  - (e) piattaforme alternative di negoziazione che non soddisfano le condizioni di cui al regolamento generale di esenzione per categoria.
33. La seconda categoria comprende le misure che sono **concepite secondo parametri** diversi da quelli di cui alla sezione 3 del regolamento generale di esenzione per categoria. Questa categoria comprende, in particolare, i seguenti casi:
- (a) strumenti finanziari con una partecipazione di investitori privati indipendenti inferiore alle percentuali previste dal regolamento generale di esenzione per categoria;

---

<sup>38</sup> Cfr. nota 34.

<sup>39</sup> Cfr. nota 36.

- (b) strumenti finanziari concepiti con parametri superiori ai massimali previsti nel regolamento generale di esenzione per categoria;
  - (c) strumenti finanziari diversi dalle garanzie per i quali gli intermediari finanziari, gli investitori o i gestori di fondi sono selezionati privilegiando la protezione contro le perdite potenziali (protezione dai rischi) rispetto alla partecipazione prioritaria agli utili (incentivi inerenti alla partecipazione agli utili);
  - (d) incentivi fiscali a favore degli investitori aziendali, compresi gli intermediari finanziari o i loro gestori che agiscono in qualità di coinvestitori.
34. Se non diversamente specificato nei presenti orientamenti, la Commissione effettuerà la propria valutazione delle categorie di misure soggette all'obbligo di notifica basandosi su tutte le condizioni di compatibilità applicabili agli aiuti per il finanziamento del rischio di cui alla sezione 3 del regolamento generale di esenzione per categoria.

### **2.3. Definizioni**

35. Ai fini dei presenti orientamenti si applicano le seguenti definizioni:
- 1) "piattaforma alternativa di negoziazione": sistema multilaterale di negoziazione ai sensi dell'articolo 4, paragrafo 1, punto 22, della direttiva 2014/65/UE nel quale almeno il 50 % degli strumenti finanziari ammessi alla negoziazione sono emessi da PMI;
  - 2) "buy-out": l'acquisizione di almeno una percentuale di controllo del capitale proprio di un'impresa da parte degli azionisti esistenti al fine di rilevarne le attività e le operazioni;
  - 3) "protezione dai rischi": la riduzione dell'esposizione alle perdite in caso di scarso rendimento dell'operazione sottostante rispetto agli investitori pubblici;
  - 4) "imprese ammissibili": start-up, PMI, piccole imprese a media capitalizzazione e imprese a media capitalizzazione innovative;
  - 5) "entità delegata": la Banca europea per gli investimenti (BEI), il Fondo europeo per gli investimenti (FEI), un'istituzione finanziaria internazionale in cui uno Stato membro detiene una partecipazione, un'istituzione finanziaria stabilita in uno Stato membro che persegue obiettivi di interesse pubblico sotto il controllo di un'autorità pubblica, un ente di diritto pubblico o un ente di diritto privato con un mandato di servizio pubblico; L'entità delegata può essere selezionata o nominata direttamente in conformità della direttiva 2014/24/UE del Parlamento europeo e del Consiglio<sup>40</sup> o dell'articolo 38, paragrafo 4, lettera b), punto iii), del regolamento (UE) n. 1303/2013 del

---

<sup>40</sup> Direttiva 2014/24/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 26 febbraio 2014, sugli appalti pubblici e che abroga la direttiva 2004/18/CE (GU L 94 del 28.3.2014, pag. 65).

Parlamento europeo e del Consiglio<sup>41</sup> o dell'articolo 59, paragrafo 3, del regolamento (UE) 2021/1060 del Parlamento europeo e del Consiglio<sup>42</sup>;

- 6) "investimento in equity": il conferimento di capitale a un'impresa, investito direttamente o indirettamente in contropartita della proprietà di una quota corrispondente di quella stessa impresa;
- 7) "piano di valutazione": documento relativo a uno o più regimi di aiuti che contiene almeno i seguenti elementi minimi:
  - (a) gli obiettivi da valutare,
  - (b) le questioni oggetto della valutazione,
  - (c) gli indicatori di risultato,
  - (d) la metodologia prevista per svolgere la valutazione,
  - (e) gli obblighi di raccolta dei dati,
  - (f) il calendario proposto per la valutazione, compresa la data di presentazione della relazione intermedia e della relazione finale,
  - (g) la descrizione dell'organismo indipendente che svolgerà la valutazione o i criteri utilizzati per selezionarlo e
  - (h) le modalità previste per assicurare che la valutazione sia accessibile al pubblico;
- 8) "uscita": la liquidazione di partecipazioni da parte di un intermediario finanziario o investitore, compresi il "trade sale" (vendita commerciale), il "write-off" (liquidazione), il rimborso di azioni/prestiti, la vendita a un altro intermediario finanziario o a un altro investitore, la vendita ad un'istituzione finanziaria e la vendita mediante offerta pubblica, comprese le offerte pubbliche iniziali (IPO);
- 9) "congruo tasso di rendimento finanziario": tasso previsto di rendimento interno equivalente ad un tasso di attualizzazione corretto per il rischio che rifletta il livello di rischio dell'investimento e la natura e il volume del capitale che sarà investito dagli investitori privati;
- 10) "beneficiario finale": impresa ammissibile che ha ricevuto investimenti a titolo di una misura di aiuto di Stato a favore del finanziamento del rischio;
- 11) "intermediario finanziario": qualsiasi istituzione finanziaria, a prescindere dalla sua forma e dal suo assetto proprietario, compresi fondi di fondi, fondi di

---

<sup>41</sup> Regolamento (UE) n. 1303/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio recante disposizioni comuni sul Fondo europeo di sviluppo regionale, sul Fondo sociale europeo, sul Fondo di coesione, sul Fondo europeo agricolo per lo sviluppo rurale e sul Fondo europeo per gli affari marittimi e la pesca e disposizioni generali sul Fondo europeo di sviluppo regionale, sul Fondo sociale europeo, sul Fondo di coesione e sul Fondo europeo per gli affari marittimi e la pesca, e che abroga il regolamento (CE) n. 1083/2006 del Consiglio (GU L 347 del 20.12.2013, pag. 320).

<sup>42</sup> Regolamento (UE) 2021/1060 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 24 giugno 2021, recante le disposizioni comuni applicabili al Fondo europeo di sviluppo regionale, al Fondo sociale europeo Plus, al Fondo di coesione, al Fondo per una transizione giusta, al Fondo europeo per gli affari marittimi, la pesca e l'acquacoltura, e le regole finanziarie applicabili a tali fondi e al Fondo Asilo, migrazione e integrazione, al Fondo Sicurezza interna e allo Strumento di sostegno finanziario per la gestione delle frontiere e la politica dei visti (GU L 231 del 30.6.2021, pag. 159).



investimento privati, fondi di investimento pubblici, banche, istituti di microfinanza e società di garanzia;

- 12) "prima vendita commerciale": la prima vendita effettuata da un'impresa su un mercato dei prodotti o dei servizi, eccezion fatta per le vendite limitate volte a sondare il mercato;
- 13) "tranche di prima perdita (first loss)": la tranche di rango più basso (junior) che comporta il rischio più elevato di perdite, comprendente le perdite previste del portafoglio;
- 14) "investimento ulteriore (di follow-on)": investimento supplementare in una società che segue ad una o più serie di investimenti per il finanziamento del rischio;
- 15) "fondo di fondi": un fondo che investe in altri fondi anziché investire direttamente in società o attività finanziarie quali azioni o obbligazioni, o che contribuisce a tali fondi;
- 16) "garanzia": impegno scritto ad assumersi la responsabilità per la totalità o una parte delle operazioni di un terzo consistenti in nuovi prestiti per il finanziamento del rischio, quali strumenti di debito o di leasing, nonché strumenti di quasi-equity;
- 17) "limite della garanzia": esposizione massima di un investitore pubblico espressa in percentuale degli investimenti complessivi effettuati nel portafoglio garantito;
- 18) "tasso di garanzia": percentuale di copertura delle perdite da parte di un investitore pubblico per ogni singola operazione ammissibile a beneficiare della misura di aiuto di Stato per il finanziamento del rischio;
- 19) "investitore privato indipendente": investitore privato indipendente ai sensi dell'articolo 2 del regolamento generale di esenzione per categoria;
- 20) "impresa a media capitalizzazione innovativa": impresa a media capitalizzazione che soddisfa una delle seguenti condizioni: soddisfa i criteri per essere considerata "impresa innovativa" ai sensi dell'articolo 2 del regolamento generale di esenzione per categoria; ha recentemente ricevuto un marchio di eccellenza dal Consiglio europeo per l'innovazione conformemente al programma di lavoro 2018-2020 di Orizzonte 2020<sup>43</sup> o all'articolo 2, paragrafo 23 o articolo 15, paragrafo 2, del regolamento (UE) 2021/695; o ha recentemente beneficiato di un investimento da parte del Fondo del Consiglio europeo per l'innovazione, ad esempio un investimento nel contesto del programma Acceleratore di cui all'articolo 48 del regolamento (UE) 2021/695; e ha partecipato a un'azione CASSINI<sup>44</sup>, (acceleratore d'impresa (*Business*

---

<sup>43</sup> Decisione di esecuzione C(2017) 7124 della Commissione, del 27 ottobre 2017, relativa all'adozione del programma di lavoro 2018-2020 nel quadro del programma specifico recante attuazione del programma quadro di ricerca e innovazione (2014-2020) — Orizzonte 2020 e al finanziamento del programma di lavoro per il 2018.

<sup>44</sup> Gli obiettivi dell'iniziativa CASSINI comprendono: 1) l'aumento del numero di start-up spaziali che sviluppano soluzioni innovative utilizzando le tecnologie spaziali dell'Unione, 2) l'aumento del loro tasso di successo nella creazione di imprese e 3) l'agevolazione dell'accesso delle PMI spaziali al capitale di rischio. Le azioni CASSINI coprono l'intero ciclo imprenditoriale e sono strutturalmente orientate alla selezione delle idee imprenditoriali più innovative e competitive (ad esempio, i contraenti

*Accelerator*) o abbinamento (*Matchmaking*)), ha ricevuto un investimento da parte dello strumento CASSINI di finanziamento per le fasi di avviamento e crescita (*CASSINI Seed and Growth Funding Facility*), ha ricevuto un premio CASSINI, avendo soddisfatto le soglie di valutazione ivi stabilite, o ha ricevuto un sostegno nel quadro di progetti spaziali finanziati da Orizzonte Europa che ha permesso di costituire la start-up;

- 21) "mobilitazione di risorse private": la misura in cui gli investimenti pubblici attraggono investimenti aggiuntivi da fonti private;
- 22) "strumento di prestito": accordo ai sensi del quale il mutuante è tenuto a mettere a disposizione del mutuatario una somma convenuta di denaro per un periodo di tempo concordato e in forza del quale il mutuatario è tenuto a ripagare tale importo entro il periodo concordato. Gli strumenti di debito possono avere la forma di prestiti e di altri strumenti di finanziamento, tra cui il leasing, che offrono al mutuante una componente predominante di rendimento minimo;
- 23) "impresa a media capitalizzazione (mid-cap)": impresa diversa da una PMI il cui numero di dipendenti non supera le 1 500 unità, calcolate conformemente all'allegato I, articoli da 3 a 6 del regolamento generale di esenzione per categoria. Ai fini dell'applicazione della presente definizione, diverse entità sono considerate un'impresa unica se è soddisfatta una delle condizioni di cui all'allegato I, articolo 3, paragrafo 3, del regolamento generale di esenzione per categoria;
- 24) "persona fisica": qualsiasi persona diversa da un'entità giuridica che non sia un'impresa ai sensi dell'articolo 107, paragrafo 1, del trattato;
- 25) "nuovo prestito": nuovo strumento di prestito concepito per finanziare nuovi investimenti o il capitale di esercizio, ad esclusione del rifinanziamento di: i) prestiti esistenti o ii) altre forme di finanziamento;
- 26) "investimento in quasi-equity": un tipo di finanziamento che si colloca tra equity e debito e ha un rischio più elevato del debito di primo rango (senior) e un rischio inferiore rispetto al capitale primario (common equity), il cui rendimento per colui che lo detiene si basa principalmente sui profitti o sulle perdite dell'impresa destinataria e non è garantito in caso di cattivo andamento dell'impresa; gli investimenti in quasi-equity possono essere strutturati come debito, non garantito e subordinato, compreso il debito mezzanino, e in alcuni casi convertibile in equity, o come capitale privilegiato (preferred equity);
- 27) "capitale di sostituzione": l'acquisto di quote esistenti in una società da un investitore o un azionista precedente;
- 28) "investimento per il finanziamento del rischio": investimenti in equity e quasi-equity, prestiti, compresi i leasing, e le garanzie o una combinazione di questi strumenti, a favore di imprese ammissibili al fine di realizzare nuovi investimenti, ad esclusione degli investimenti interamente privati forniti alle condizioni di mercato e che esulano dalla pertinente misura di aiuto di Stato;

---

esterni applicano criteri orientati al mercato per fornire servizi di tutoraggio e accelerazione, mentre gli investitori in capitale di rischio che gestiscono i fondi destinati a finanziare i progetti spaziali selezionano in piena autonomia le iniziative in cui desiderano investire). Cfr. anche la nota 29.

- 29) "piccola e media impresa (PMI)": un'impresa che soddisfa i criteri di cui all'allegato I del regolamento generale di esenzione per categoria;
- 30) "piccola impresa a media capitalizzazione": impresa diversa da una PMI, il cui numero di dipendenti non superi le 499 unità, calcolate conformemente agli articoli da 3 a 6 dell'allegato I del regolamento generale di esenzione per categoria, e il cui fatturato annuo non superi 100 milioni di EUR o il cui bilancio annuo non superi 86 milioni di EUR. Ai fini dell'applicazione della presente definizione, diverse entità sono considerate un'impresa unica se è soddisfatta una delle condizioni di cui all'allegato I, articolo 3, paragrafo 3, del regolamento generale di esenzione per categoria;
- 31) "start-up": ogni piccola impresa non quotata, per un periodo di cinque anni dalla sua iscrizione al registro delle imprese, che soddisfa le seguenti condizioni: a) non ha rilevato l'attività di un'altra impresa; b) non ha ancora distribuito utili; c) non è stata costituita a seguito di fusione<sup>45</sup>. Per le imprese ammissibili non soggette all'obbligo di iscrizione al registro delle imprese, il periodo di ammissibilità di cinque anni è considerato a partire dalla prima tra le seguenti date: il momento in cui l'impresa avvia la sua attività economica o il momento in cui è soggetta per la prima volta a imposta per tale attività.
- 32) "finanziamento totale": importo dell'investimento complessivo effettuato in un'impresa ammissibile mediante uno o più investimenti per il finanziamento del rischio, compresi gli investimenti ulteriori, a titolo di una misura di aiuto di Stato per il finanziamento del rischio, ad esclusione degli investimenti interamente privati forniti alle condizioni di mercato e che esulano dalla misura di aiuto di Stato per il finanziamento del rischio;
- 33) "incentivi inerenti alla partecipazione agli utili (upside-incentive)": rendimento preferenziale o prioritario dei profitti rispetto agli investitori pubblici.

### 3. VALUTAZIONE DELLA COMPATIBILITÀ DEGLI AIUTI PER IL FINANZIAMENTO DEL RISCHIO

36. In base all'articolo 107, paragrafo 3, lettera c), del trattato, gli aiuti di Stato destinati ad agevolare lo sviluppo di talune attività economiche all'interno dell'Unione possono essere considerati compatibili con il mercato interno, sempre che non alterino le condizioni degli scambi in misura contraria al comune interesse.
37. Nella presente sezione, la Commissione spiega in che modo valuterà la compatibilità delle misure di aiuto per il finanziamento del rischio soggette all'obbligo di notifica a norma dell'articolo 108, paragrafo 3, del trattato. Più specificamente, per valutare se una misura di aiuto per il finanziamento del rischio possa essere considerata compatibile con il mercato interno, la Commissione appurerà se essa:
- (a) facilita lo sviluppo di una determinata attività economica (**prima condizione**);  
e
  - (b) non incide negativamente sulle condizioni degli scambi in misura contraria al comune interesse (**seconda condizione**).

---

<sup>45</sup> In deroga alla lettera c), le imprese costituite a seguito di fusione tra imprese ammissibili agli aiuti ai sensi dei presenti orientamenti sono anch'esse considerate imprese ammissibili per un periodo di cinque anni dalla data di iscrizione al registro delle imprese dell'impresa più vecchia partecipante alla fusione.

38. Per determinare se la prima condizione sia soddisfatta, vale a dire per valutare se l'aiuto faciliti lo sviluppo di un'attività economica, la Commissione prenderà in considerazione i seguenti aspetti:
- (a) *determinazione dell'attività economica sostenuta* (cfr. sezione 3.1.1);
  - (b) *effetto di incentivazione*: l'aiuto deve modificare il comportamento delle imprese interessate spingendole ad intraprendere attività supplementari che non svolgerebbero senza l'aiuto o svolgerebbero soltanto in modo più limitato o diverso o in un altro luogo (cfr. sezione 3.1.2).
39. Per determinare se la seconda condizione sia soddisfatta, vale a dire per accertarsi che l'aiuto non alteri le condizioni degli scambi in misura contraria al comune interesse, la Commissione prenderà in considerazione i seguenti aspetti:
- (a) *necessità dell'intervento statale*: la misura di aiuto di Stato deve determinare un miglioramento tangibile che il mercato da solo non è in grado di fornire, ad esempio, ponendo rimedio a un fallimento del mercato o altro ostacolo pertinente alla concessione di capitale di rischio, comprese, ad esempio, le disparità regionali nell'accesso ai finanziamenti (cfr. sezione 3.2.2);
  - (b) *adeguatezza della misura d'aiuto*: la misura di aiuto proposta deve essere uno strumento di intervento adeguato per conseguire il suo obiettivo (cfr. sezione 3.2.3);
  - (c) *proporzionalità dell'aiuto (aiuto limitato al minimo)*: l'importo e l'intensità dell'aiuto devono essere limitati al minimo necessario per stimolare l'investimento o l'attività supplementare da parte delle imprese interessate (cfr. sezione 3.2.4);
  - (d) *evitare effetti negativi indebiti degli aiuti sulla concorrenza e sugli scambi*: gli eventuali effetti negativi devono essere limitati e non prevalere sugli effetti positivi dell'aiuto (cfr. sezione 3.2.5),
  - (e) *trasparenza dell'aiuto*: gli Stati membri, la Commissione, gli operatori economici e il pubblico devono avere facile accesso a tutti gli atti e alle informazioni pertinenti in merito all'aiuto concesso (cfr. sezione 3.2.6).
40. L'equilibrio generale (cfr. sezione 3.2.5.3) di alcune categorie di regimi di aiuti può inoltre essere soggetto ad un obbligo di valutazione ex post, come descritto alla sezione 4. In tali casi la Commissione può limitare la durata di tali regimi, con la possibilità di notificare di nuovo la loro ulteriore proroga.
41. Nel caso in cui una misura di aiuto di Stato, le condizioni cui è subordinata (compreso il metodo di finanziamento, laddove esso sia parte integrante della misura) o le attività finanziate comportino una violazione di una pertinente disposizione del diritto dell'Unione, l'aiuto non può essere ritenuto compatibile con il mercato interno<sup>46</sup>. Tali violazioni comprendono, tra l'altro:
- (a) subordinare la concessione dell'aiuto all'obbligo di utilizzare beni prodotti sul territorio nazionale o servizi effettuati a partire dal territorio nazionale;

---

<sup>46</sup> Cfr. le sentenze della Corte del 19 settembre 2000, *Germania/Commissione*, C-156/98, EU:C:2000:467, punto 78; del 22 dicembre 2008, *Régie Networks/Rhone Alpes Bourgogne*, C-333/07, EU:C:2008:764, punti da 94 a 116; del 15 aprile 2008, *Nuova Agricast*, C-390/06, EU:C:2008:224, punti 50 e 51 e del 22 settembre 2020, *Austria/Commissione*, C-594/18 P, EU:C:2020:742, punto 44.

- (b) subordinare la concessione dell'aiuto all'obbligo per gli intermediari finanziari, i loro gestori o i beneficiari finali di avere la propria sede nel territorio dello Stato membro interessato o di trasferirla, in violazione dell'articolo 49 del trattato sulla libertà di stabilimento<sup>47</sup>;
- (c) imporre misure che violano l'articolo 63 del trattato sulla libera circolazione di capitali.

### **3.1. Primo criterio: l'aiuto facilita lo sviluppo di un'attività economica**

#### *3.1.1. Determinazione dell'attività economica sovvenzionata*

42. Nella maggior parte dei casi, le misure di aiuto per il finanziamento del rischio riguardano imprese operanti in un'ampia gamma di settori economici. Tali misure contribuiscono a garantire che talune PMI e imprese a media capitalizzazione abbiano accesso all'importo e alla forma di finanziamento necessari per svolgere o sviluppare ulteriormente le loro attività economiche. La Commissione individuerà pertanto il tipo di imprese (PMI, piccole imprese a media capitalizzazione, imprese a media capitalizzazione innovative) e i settori che possono beneficiare della misura di aiuto per il finanziamento del rischio.

#### *3.1.2. Effetto di incentivazione*

43. Gli aiuti per il finanziamento del rischio sono considerati compatibili con il mercato interno solo se comportano un effetto di incentivazione. La Commissione ritiene che gli aiuti privi di effetto di incentivazione non favoriscano lo sviluppo di un'attività economica.

44. Un effetto di incentivazione si verifica laddove l'aiuto induce il beneficiario a modificare il suo comportamento realizzando attività che non avrebbe realizzato in assenza degli aiuti o che avrebbe realizzato in maniera più restrittiva a causa dell'esistenza di un fallimento del mercato. A livello di imprese ammissibili, l'effetto incentivante si verifica quando l'aiuto permette al beneficiario finale di reperire finanziamenti che altrimenti non sarebbero stati disponibili in termini di forma, importo o scadenze.

45. Le misure di finanziamento del rischio devono incentivare gli investitori di mercato a fornire alle imprese ammissibili potenzialmente redditizie finanziamenti superiori ai livelli dei finanziamenti forniti in assenza di tali incentivi o ad assumere rischi aggiuntivi o entrambe le opzioni. Si ritiene che la misura di finanziamento del rischio abbia un effetto incentivante se mobilita investimenti da fonti del mercato in modo che il finanziamento totale fornito alle imprese ammissibili superi la dotazione di bilancio della misura. Un elemento chiave nel selezionare gli intermediari finanziari e i gestori di fondi dovrebbe quindi essere la loro capacità di mobilitare investimenti privati aggiuntivi.

46. Si ritiene che gli strumenti di debito di tipo "funded" utilizzati per rifinanziare prestiti esistenti non abbiano un effetto di incentivazione e gli elementi di aiuto contenuti in tali strumenti non possono essere considerati compatibili ai sensi dei presenti orientamenti.

---

<sup>47</sup> È fatto salvo l'obbligo a carico degli intermediari finanziari, o dei loro gestori, di disporre della necessaria autorizzazione per effettuare gli investimenti e le attività di gestione nello Stato membro in questione o l'obbligo dei beneficiari finali di essere stabiliti e di svolgere attività economica nel suo territorio.

47. La valutazione dell'effetto di incentivazione è strettamente connessa alla valutazione della necessità di un intervento statale di cui alla sezione 3.2.2. Inoltre, l'idoneità di una misura a mobilitare risorse private dipende in ultima analisi dalla struttura della misura stessa, in particolare da una ripartizione equilibrata di rischi e benefici tra i fornitori pubblici e privati dei finanziamenti, aspetto strettamente connesso alla questione dell'adeguatezza della struttura della misura di aiuto di Stato per il finanziamento del rischio (cfr. sezione 3.2.3). Si può quindi presumere la presenza di un effetto incentivante se la necessità di un intervento statale è stata debitamente individuata e la misura ha una struttura adeguata.

### **3.2. Secondo criterio: prevenire gli effetti negativi sugli scambi contrari al comune interesse**

48. L'articolo 107, paragrafo 3, lettera c), del trattato autorizza la Commissione a considerare compatibili gli aiuti destinati ad agevolare lo sviluppo di talune attività o di talune regioni economiche, sempre che *"non alterino le condizioni degli scambi in misura contraria al comune interesse"*.

49. La valutazione degli effetti negativi sul mercato interno comporta una complessa analisi economica e sociale. Nella presente sezione la Commissione spiegherà in che modo intende esercitare il suo potere discrezionale al riguardo.

50. Per sua stessa natura, qualsiasi misura di aiuto di Stato determina distorsioni della concorrenza e incide sugli scambi tra Stati membri. Tuttavia, per stabilire se gli effetti distorsivi dell'aiuto siano limitati al minimo necessario, la Commissione verificherà se l'aiuto è necessario (cfr. sezione 3.2.2), appropriato (cfr. sezione 3.2.3) e proporzionato (cfr. sezione 3.2.4). Per poter realizzare tale verifica, la Commissione chiede agli Stati membri di presentare elementi di prova sotto forma di una valutazione ex ante, come illustrato alla sezione 3.2.1.

51. La Commissione valuterà quindi gli effetti negativi dell'aiuto per il finanziamento del rischio sulla concorrenza e sulle condizioni degli scambi. Più nello specifico, un aiuto nel settore del finanziamento del rischio può causare l'esclusione (crowding out) degli investitori privati, avere effetti distorsivi a livello degli intermediari finanziari, provocare distorsioni specifiche del mercato del prodotto e avere effetti di delocalizzazione. La Commissione esaminerà gli effetti negativi dell'aiuto sulla concorrenza e sugli scambi e li valuterà rispetto agli effetti positivi (cfr. sezione 3.2.5). Se gli effetti positivi prevalgono su quelli negativi, la Commissione considererà l'aiuto compatibile.

52. Infine, la Commissione garantirà che l'aiuto rispetti i requisiti di trasparenza (cfr. sezione 3.2.6).

#### *3.2.1. Elementi di base della valutazione ex ante che lo Stato membro interessato deve presentare alla Commissione*

53. Un aiuto di Stato può essere giustificato solo se può determinare un miglioramento tangibile che il mercato non è in grado di produrre da solo, ad esempio ponendo rimedio a un fallimento del mercato o eliminando un altro ostacolo pertinente al finanziamento del rischio o all'investimento.

54. Un aiuto di Stato può essere **necessario** per incrementare il finanziamento del rischio in una situazione in cui il mercato, da solo, non riesce a conseguire un risultato efficiente o non riesce a conseguire risultati in tempi rapidi. La Commissione ritiene che per quanto riguarda l'accesso delle start-up, delle PMI o delle imprese a media

capitalizzazione ai finanziamenti, non vi sia un fallimento generale del mercato, ma soltanto un fallimento relativo a determinati gruppi di start-up e di PMI e ad alcuni tipi di imprese a media capitalizzazione, soprattutto in funzione dello specifico contesto economico dello Stato membro interessato e del settore di attività (ad esempio, in alcuni settori i rischi potrebbero essere sovrastimati).

55. La sezione 3 del regolamento generale di esenzione per categoria definisce le condizioni alle quali si presume che le misure di finanziamento del rischio siano destinate a ovviare a un fallimento del mercato mediante strumenti adeguati e proporzionati che abbiano un effetto di incentivazione, limitando al minimo eventuali distorsioni della concorrenza. Le misure che soddisfano tali condizioni non devono essere notificate e sono considerate compatibili con il mercato interno.
56. Le misure di finanziamento del rischio che non soddisfano le condizioni di cui alla sezione 3 del regolamento generale di esenzione per categoria devono essere notificate in modo che la Commissione possa, tra l'altro, valutare l'esistenza di un fallimento del mercato o altro ostacolo pertinente al finanziamento del rischio. Gli Stati membri sono pertanto tenuti a dimostrare l'esistenza di uno specifico fallimento del mercato o altro ostacolo pertinente al di là della presunzione legale su cui si basa il regolamento generale di esenzione per categoria. La misura di finanziamento del rischio proposta deve inoltre soddisfare i criteri di compatibilità stabiliti nei presenti orientamenti. A tal fine, lo Stato membro deve presentare alla Commissione una valutazione ex ante approfondita o, se del caso, una serie di valutazioni.
57. La valutazione ex ante approfondita deve basarsi su elementi di prova oggettivi e aggiornati e sulle migliori pratiche e metodologie disponibili (quali ricerche documentali, interviste, indagini online o metodi quantitativi adeguati). Per quanto possibile, gli elementi di prova dovrebbero confermarsi a vicenda ed essere utilizzati in modo sinergico per corroborare le conclusioni della valutazione ex ante, la quale deve essere stata effettuata meno di tre anni prima della notifica della misura di finanziamento del rischio e, di preferenza, da un esperto indipendente. La valutazione ex ante dovrebbe tenere conto anche degli insegnamenti tratti da strumenti analoghi e dalle precedenti valutazioni ex ante effettuate dallo Stato membro. Quando elaborano la valutazione ex ante, gli Stati membri possono basarsi su tutti gli elementi di prova di cui dispongono, nella misura in cui siano pertinenti, per dimostrare il fallimento del mercato. Questa dovrebbe riguardare il tipo specifico di finanziamento del rischio (ad esempio capitale proprio o debito subordinato) per il quale la misura di aiuto è proposta.
58. La misura di aiuto per il finanziamento del rischio proposta dovrebbe essere **appropriata** all'obiettivo perseguito con l'aiuto. Pertanto, la valutazione ex ante deve analizzare gli interventi esistenti destinati ad affrontare lo stesso fallimento del mercato o altro ostacolo pertinente individuato e, se possibile, gli interventi proposti, tenendo conto dell'efficacia e dell'efficienza degli altri strumenti di intervento. Lo Stato membro deve dimostrare che il fallimento del mercato o altro ostacolo pertinente individuato non può essere affrontato in maniera adeguata mediante altri strumenti d'intervento che non comportano aiuti di Stato o mediante misure che rientrano nel campo di applicazione del regolamento generale di esenzione per categoria.
59. Gli aiuti di Stato devono essere **proporzionati** al fallimento del mercato o altro ostacolo pertinente cui intendono rispondere al fine di conseguire i pertinenti obiettivi di intervento. Gli aiuti volti a incrementare il finanziamento del rischio

dovrebbero pertanto essere limitati al minimo indispensabile per porre rimedio al fallimento del mercato o altro ostacolo pertinente individuato nella valutazione ex ante, senza generare vantaggi indebiti. Per gli investimenti per il finanziamento del rischio che superano il limite fissato per impresa ammissibile di cui all'articolo 21 del regolamento generale di esenzione per categoria, la valutazione ex ante deve dimostrare la proporzionalità della misura di aiuto in modo più dettagliato, come indicato ai punti 64 e 65 dei presenti orientamenti.

60. Se la misura di finanziamento del rischio è finanziata parzialmente dal Fondo europeo di sviluppo regionale, dal Fondo sociale europeo o dal Fondo di coesione, lo Stato membro può riutilizzare (in parte) la valutazione ex ante elaborata conformemente all'articolo 37, paragrafo 2, del regolamento (UE) n. 1303/2013 o all'articolo 58, paragrafo 3, del regolamento (UE) 2021/1060. La Commissione valuterà quindi se gli elementi di prova forniti soddisfano i requisiti stabiliti dai presenti orientamenti. Qualora la misura di finanziamento del rischio sia utilizzata, in tutto o in parte, per sostenere imprese cui è stato recentemente assegnato un marchio di eccellenza dal CEI<sup>48</sup>, per coinvestire con il fondo del CEI o per fornire investimenti ulteriori in relazione al programma Acceleratore<sup>49</sup> o imprese che hanno partecipato a un'azione CASSINI (CASSINI Business Accelerator o Matchmaking), avendo soddisfatto le soglie di valutazione ivi stabilite, hanno ricevuto un investimento da parte della Seed and Growth Funding Facility di CASSINI, hanno ricevuto un premio CASSINI o hanno ricevuto un sostegno, nel quadro di progetti spaziali finanziati da Orizzonte Europa, che ha permesso di costituire la start-up, la Commissione accetterà che tale marchio di qualità e altri elementi di prova provenienti dalla procedura di due diligence effettuata dal CEI o, rispettivamente, dalla procedura di selezione competitiva inerente alle azioni CASSINI siano utilizzati come parte della valutazione ex ante.
61. Nel caso di misure di finanziamento del rischio che non rientrano nell'ambito di applicazione del regolamento generale di esenzione per categoria, la valutazione ex ante deve descrivere la natura del fallimento del mercato o altro ostacolo pertinente e dimostrarne la presenza nella misura in cui è in grado di incidere su uno o più degli elementi seguenti:
- (a) categorie specifiche di imprese destinatarie che non soddisfano tutti i requisiti di ammissibilità previsti dal regolamento generale di esenzione per categoria (cfr. il punto 32, lettere da a) a d));
  - (b) piattaforme alternative di negoziazione che non soddisfano le condizioni di cui al regolamento generale di esenzione per categoria (cfr. il punto 32, lettera e));
  - (c) strumenti finanziari concepiti con parametri diversi da quelli previsti nel regolamento generale di esenzione per categoria (cfr. il punto 33, lettere a), b) e c));
  - (d) incentivi fiscali a favore degli investitori aziendali, compresi gli intermediari finanziari o i loro gestori che agiscono in qualità di coinvestitori (cfr. il punto 33, lettera d)).

---

<sup>48</sup> Conformemente al programma di lavoro di Orizzonte 2020 per il periodo 2018-2020 (cfr. nota 24) o all'articolo 2, paragrafo 23, e all'articolo 15, paragrafo 2, del regolamento (UE) 2021/695 (cfr. nota 26).

<sup>49</sup> Conformemente all'articolo 48 del regolamento (UE) 2021/695 (cfr. nota 26).



62. La valutazione ex ante dovrebbe individuare il tipo di imprese interessate, in particolare in termini di età o fase di sviluppo, settore economico e area geografica di attività, e dimostrare che tali imprese subiscono gli effetti di uno specifico fallimento del mercato o altro ostacolo pertinente.
63. Nel caso di misure di finanziamento del rischio che riguardano strumenti finanziari con una partecipazione di investitori privati indipendenti inferiore alle percentuali previste all'articolo 21 del regolamento generale di esenzione per categoria (cfr. il punto 33, lettera a) dei presenti orientamenti), la valutazione ex ante dovrebbe inoltre prevedere un'analisi sufficientemente dettagliata del livello e della struttura dell'offerta di finanziamenti privati per il tipo di impresa ammissibile nella zona geografica interessata e dimostrare che il fallimento del mercato individuato o altro ostacolo pertinente non possono essere affrontati con misure che soddisfano tutti i requisiti relativi alla partecipazione privata stabiliti nel regolamento generale di esenzione per categoria.
64. Inoltre, nel caso di investimenti per il finanziamento del rischio di importo superiore al limite fissato per impresa ammissibile all'articolo 21 del regolamento generale di esenzione per categoria (cfr. il punto 32, lettera e), dei presenti orientamenti), la valutazione ex ante dovrebbe anche quantificare il deficit di finanziamento (ossia il livello di domanda di finanziamento attualmente non soddisfatta proveniente dalle imprese ammissibili) imputabile al fallimento del mercato individuato o all'altro ostacolo pertinente. La valutazione deve dimostrare che il deficit di finanziamento a livello delle imprese ammissibili supera il limite fissato nel regolamento generale di esenzione per categoria. Tale quantificazione dovrebbe basarsi sulle migliori pratiche e metodologie disponibili che consentano di stimare l'entità della domanda di finanziamento insoddisfatta proveniente dalle imprese destinatarie.
65. Per quanto riguarda la quantificazione del deficit di finanziamento, la valutazione deve analizzare i problemi di carattere sia strutturale sia congiunturale (ossia connessi alla crisi) che determinano livelli subottimali di finanziamento privato. In particolare, la valutazione ex ante deve fornire un'analisi esauriente delle fonti di finanziamento sul versante dell'offerta esaminando le imprese ammissibili alla luce del numero di intermediari finanziari che operano nell'area geografica interessata, indipendentemente dallo Stato membro in cui l'intermediario è registrato, del loro carattere pubblico o privato e dei volumi di investimento destinati al segmento di mercato pertinente. La valutazione sul versante della domanda dovrebbe tenere conto del numero di imprese potenzialmente ammissibili e dei valori medi dei finanziamenti richiesti. Tale analisi dovrebbe basarsi su dati relativi ai cinque anni precedenti la notifica della misura di finanziamento del rischio e, ove possibile, su risultati convalidati comparando diverse di fonti.
66. Per i regimi destinati esclusivamente alle start-up e alle PMI prima della prima vendita commerciale, la Commissione applicherà i requisiti relativi alla valutazione ex ante in modo proporzionato, in particolare in termini di elementi di prove richiesti.
- 3.2.2. *Necessità dell'intervento statale*
67. Gli aiuti di Stato dovrebbero essere destinati alle situazioni in cui essi possono apportare uno sviluppo tangibile che i soli meccanismi del mercato non riescono a conseguire. Al fine di valutare se un aiuto di Stato sia efficace nel raggiungere il risultato desiderato, è innanzitutto necessario individuare il problema da affrontare. Gli Stati membri dovrebbero spiegare in che modo la misura di aiuto può attenuare

efficacemente l'ostacolo rilevato, in particolare qualsiasi fallimento del mercato che impedisce al mercato di fornire da solo un finanziamento del rischio sufficiente.

68. La misura di finanziamento del rischio può essere giustificata solo se è mirata allo specifico fallimento del mercato o altro ostacolo pertinente rilevato nella valutazione ex ante. Secondo la Commissione, tali fallimenti del mercato od ostacoli possono esistere in particolare, ma non esclusivamente, per le PMI che si trovano nelle fasi iniziali e che, nonostante le prospettive di crescita, non sono in grado di dimostrare agli investitori la propria affidabilità creditizia o la solidità dei propri piani aziendali. La portata di tale fallimento del mercato od ostacolo, in termini di imprese interessate e del loro fabbisogno di capitali, può variare in funzione del settore di attività. Le tecnologie di alto livello, innovative verdi o digitali rappresentano i settori che possono essere particolarmente colpiti da tali fallimenti od ostacoli del mercato. A causa delle asimmetrie dell'informazione, il mercato può avere difficoltà a valutare il profilo di rischio/rendimento di tali start-up e PMI e la loro capacità di generare rendimenti adeguati al rischio. Le difficoltà di dette PMI nel condividere informazioni sulla qualità dei loro progetti, il loro livello di rischio percepito e la loro scarsa affidabilità creditizia comportano costi elevati di transazione e costi di agenzia e possono accentuare l'avversione al rischio degli investitori. Le piccole imprese a media capitalizzazione e le imprese a media capitalizzazione innovative possono dover far fronte a difficoltà analoghe e pertanto risentire degli stessi fallimenti del mercato od ostacoli.
69. La misura di finanziamento del rischio deve essere pertanto concepita in modo da porre rimedio allo specifico fallimento del mercato o altro ostacolo pertinente individuato nella valutazione ex ante, in particolare per quanto riguarda le imprese ammissibili che rientrano nella fase di sviluppo, nell'area geografica e, se del caso, nel settore economico interessati.
70. Affinché gli intermediari finanziari associati alla misura si concentrino sui fallimenti del mercato rilevati, devono essere applicate procedure di due diligence per assicurare una strategia di investimento mirata agli obiettivi di intervento individuati e conforme ai requisiti di ammissibilità fissati e alle restrizioni in materia di finanziamento stabilite. In particolare, gli Stati membri devono selezionare intermediari finanziari che possono dimostrare che la strategia di investimento da loro proposta è commercialmente valida e comprende un'adeguata politica di diversificazione del rischio tesa a conseguire la redditività economica e una scala efficiente in termini di volume e di portata territoriale degli investimenti.

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

71. Per quanto riguarda l'accesso ai finanziamenti, l'ambito di applicazione del regolamento generale di esenzione per categoria si limita alle PMI. Tuttavia, talune imprese che non rientrano nella definizione di PMI in termini di effettivi, di soglie finanziarie o di entrambi possono essere soggette a difficoltà analoghe di finanziamento.
- a) Piccole imprese a media capitalizzazione
72. L'inclusione delle piccole imprese a media capitalizzazione, insieme alle PMI, tra le imprese ammissibili ad una misura di finanziamento del rischio può essere giustificata in quanto incentiva gli investitori privati a diversificare il portafoglio di investimenti, equilibrando le possibilità di entrata e di uscita. Tale inclusione può

ridurre il livello di rischio del portafoglio e quindi aumentare il rendimento degli investimenti. Potrebbe trattarsi di un modo particolarmente efficace di attrarre gli investitori istituzionali verso le imprese che si trovano nella fase dell'avviamento, le quali presentano maggiori rischi.

73. Per tali motivi, e a condizione che la valutazione ex ante contenga adeguati elementi di prova di natura economica, il sostegno alle piccole imprese a media capitalizzazione può essere giustificato. Nella sua valutazione la Commissione terrà conto dell'intensità di manodopera e di capitale delle imprese destinatarie, nonché di altri criteri che riflettono le specifiche difficoltà di finanziamento delle piccole imprese a media capitalizzazione (ad esempio garanzie sufficienti per un prestito elevato o il fabbisogno di un apporto significativo di capitali esterni per lo sviluppo e la realizzazione dei progetti).

b) Imprese a media capitalizzazione innovative

74. In determinate circostanze, anche le imprese a media capitalizzazione potrebbero riscontrare difficoltà di finanziamento analoghe a quelle delle PMI. Ciò può avvenire ad esempio per le imprese a media capitalizzazione che svolgono attività di R&S e di innovazione parallelamente agli investimenti iniziali in impianti di produzione, compresa l'applicazione commerciale, e la cui storia creditizia non consente ai potenziali investitori di formulare ipotesi pertinenti per quanto riguarda le future prospettive commerciali dei risultati di tali attività, in quanto i mercati in questione sono in fase di sviluppo o sono caratterizzati da elementi tecnologici all'avanguardia che comportano rischi difficilmente valutabili (ad esempio, i settori dell'industria aerospaziale e della difesa). In questi casi, l'aiuto di Stato a favore del finanziamento del rischio può rivelarsi necessario affinché le imprese a media capitalizzazione innovative possano aumentare la loro capacità produttiva ad un livello sostenibile che consenta loro di attirare da sole finanziamenti privati. Inoltre, l'osservazione di cui alla sezione 3.2.2.1, lettera a), vale anche per le imprese a media capitalizzazione innovative: per l'intermediario finanziario la loro inclusione in un portafoglio di investimenti può essere un modo efficace di proporre un'offerta più diversificata di opportunità di investimento in grado di attrarre una gamma più ampia di potenziali investitori.

c) PMI che ricevono investimenti iniziali per il finanziamento del rischio quando operano in un mercato qualsiasi da un periodo di tempo superiore al periodo di ammissibilità di cui al regolamento generale di esenzione per categoria

75. Talune tipologie di imprese possono ancora essere considerate in fase di espansione/nelle fasi iniziali di crescita se, pur esistendo da molto tempo, non hanno ancora dimostrato a sufficienza il loro potenziale di generare rendimenti o non presentano una storia creditizia sufficientemente solida e non dispongono di garanzie. Questo può avvenire nei settori ad alto rischio, quali i settori biotecnologico, dell'industria aerospaziale, della difesa, culturale e creativo, e potenzialmente più in generale anche nel caso delle PMI innovative, comprese quelle specializzate nelle tecnologie verdi o digitali o quelle che perseguono un obiettivo di innovazione sociale<sup>50</sup>. Inoltre, le imprese che dispongono di equity sufficiente a

---

<sup>50</sup> Cfr. nota 7 per esempi di innovazione sociale. Il carattere innovativo di una PMI deve essere valutato alla luce della definizione di cui all'articolo 2 del regolamento generale di esenzione per categoria.

finanziare le attività iniziali possono necessitare di finanziamenti esterni solamente in una fase successiva, ad esempio per accrescere la propria capacità per passare da attività su piccola scala ad attività su grande scala. A tal fine esse potrebbero aver bisogno di un investimento di importo superiore a quello che potrebbero realizzare con le loro risorse.

76. È pertanto possibile autorizzare misure che prevedono che l'investimento iniziale avvenga dopo il periodo di ammissibilità di cui all'articolo 21 del regolamento generale di esenzione per categoria. In tali circostanze, la Commissione può esigere che la misura definisca chiaramente le categorie di imprese ammissibili, alla luce degli elementi di prova forniti nella valutazione ex ante relativamente all'esistenza di uno specifico fallimento del mercato che interessa tali imprese.

d) start-up e PMI che necessitano di un investimento per il finanziamento del rischio di importo superiore al limite fissato nel regolamento generale di esenzione per categoria

77. L'articolo 21 del regolamento generale di esenzione per categoria fissa un importo massimo totale del finanziamento del rischio per impresa ammissibile, compresi gli investimenti ulteriori. Tuttavia, in taluni settori in cui i costi iniziali per la ricerca o gli investimenti sono relativamente elevati, ad esempio nei settori dell'industria aerospaziale, della difesa, delle scienze della vita o delle tecnologie verdi o dell'energia, questo importo potrebbe non essere sufficiente per realizzare tutte le serie di investimenti necessari e porre la start-up o la PMI su un percorso di crescita sostenibile. Può pertanto essere giustificato, a determinate condizioni, autorizzare investimenti di importo totale più elevato a favore delle imprese ammissibili.

78. Più specificamente, le misure di finanziamento del rischio possono quindi accordare un sostegno superiore all'importo massimo totale previsto dal regolamento generale di esenzione per categoria purché l'importo del finanziamento previsto rispecchi l'entità e la natura del deficit di finanziamento individuato e quantificato nella valutazione ex ante in relazione ai settori e/o territori destinatari. In tali casi, la Commissione terrà conto dell'elevata intensità di capitale dei settori destinatari e/o dei maggiori costi di investimento in determinate aree geografiche.

e) Piattaforme alternative di negoziazione che non soddisfano le condizioni del regolamento generale di esenzione per categoria

79. La Commissione riconosce che le piattaforme alternative di negoziazione rappresentano una parte importante del mercato dei finanziamenti alle PMI, perché attirano nuovo capitale nelle PMI e facilitano l'uscita dei precedenti investitori<sup>51</sup>. Il regolamento generale di esenzione per categoria riconosce la loro importanza

---

<sup>51</sup> La Commissione riconosce la crescente importanza delle piattaforme di crowdfunding (finanziamento collettivo) per attrarre finanziamenti a favore delle imprese in fase di avviamento. Pertanto, se è constatato un fallimento del mercato e nel caso in cui il gestore di una piattaforma di crowdfunding sia un'entità giuridica distinta, la Commissione può applicare, per analogia, le norme applicabili alle piattaforme alternative di negoziazione; ciò vale anche per gli incentivi fiscali ad investire attraverso le piattaforme di crowdfunding. Il 10 novembre 2020 è entrato in vigore il regolamento (UE) 2020/1503 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 7 ottobre 2020, relativo ai fornitori europei di servizi di crowdfunding per le imprese, e che modifica il regolamento (UE) 2017/1129 e la direttiva (UE) 2019/1937 (GU L 347 del 20.10.2020, pag. 1). Si prevede che il regolamento aumenterà la disponibilità del crowdfunding come forma innovativa di finanziamento.

agevolandone l'attività sia attraverso incentivi fiscali a favore delle persone fisiche che investono in imprese quotate su tali piattaforme, sia autorizzando aiuti all'avviamento a favore dei gestori delle piattaforme, a condizione che i gestori delle piattaforme rispondano alla definizione di PMI ed entro determinati massimali.

80. Tuttavia, i gestori delle piattaforme alternative di negoziazione possono non essere necessariamente piccole imprese al momento della loro creazione. Del pari, l'importo massimo dell'aiuto ammesso come aiuto all'avviamento a norma del regolamento generale di esenzione per categoria può non essere sufficiente per sostenere la creazione della piattaforma. Inoltre, per attrarre risorse sufficienti per la creazione e l'avvio di nuove piattaforme può essere necessario offrire incentivi fiscali agli investitori aziendali. Infine, la piattaforma può quotare non solo PMI ma anche imprese che superano i massimali di cui alla definizione di PMI.
81. Di conseguenza, può essere giustificato, a determinate condizioni, consentire incentivi fiscali a favore degli investitori aziendali, sostenere gestori di piattaforme che non sono piccole imprese, autorizzare investimenti per l'istituzione di piattaforme alternative di negoziazione il cui importo supera i limiti previsti dal regolamento generale di esenzione per categoria per l'aiuto all'avviamento, o consentire aiuti alle piattaforme alternative di negoziazione nelle quali la maggioranza degli strumenti finanziari ammessi alla negoziazione siano emessi da PMI. In tali casi, la valutazione ex ante deve dimostrare l'esistenza di uno specifico fallimento del mercato o altro ostacolo pertinente che interessa tali piattaforme nel mercato geografico rilevante.

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

- a) Strumenti finanziari con una partecipazione di investitori privati indipendenti inferiore alle percentuali previste dal regolamento generale di esenzione per categoria
82. I fallimenti del mercato o altri ostacoli pertinenti che interessano le imprese in particolari regioni o Stati membri possono essere più pronunciati a causa del sottosviluppo relativo del mercato dei finanziamenti alle PMI in tali zone, rispetto ad altre regioni dello stesso Stato membro, ad altri Stati membri o globalmente. Ciò avviene in particolare negli Stati membri dove non c'è una presenza consolidata di investitori formali in venture capital, di fondi di private equity o di business angels. Nel caso di misure volte a superare tali ostacoli strutturali, la Commissione può accettare la partecipazione di investitori privati indipendenti al di sotto delle percentuali previste dall'articolo 21 del regolamento generale di esenzione per categoria, fatta salva la condizione di cui al paragrafo 25 dei presenti orientamenti.
83. Inoltre, la Commissione può anche accettare misure di finanziamento del rischio che prevedono una partecipazione degli investitori privati indipendenti inferiore alle percentuali stabilite dall'articolo 21 del regolamento generale di esenzione per categoria in caso di un fallimento del mercato o altro ostacolo pertinente più pronunciato, come dimostrato dallo Stato membro, in particolare se tali misure sono destinate specificamente alle PMI prima della loro prima vendita commerciale o nella fase di prova del concetto (proof-of-concept), purché una parte significativa dei rischi dell'investimento sia effettivamente sostenuta dagli investitori privati partecipanti.

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

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

85. Tuttavia, in determinate circostanze, adottando una posizione di finanziamento più rischiosa, il finanziamento pubblico può permettere agli investitori o mutuanti privati di concedere finanziamenti aggiuntivi. Per valutare le misure i cui parametri finanziari superano i massimali di cui al regolamento generale di esenzione per categoria, la Commissione prenderà in considerazione una serie di fattori illustrati nella sezione 3.2.3.2 dei presenti orientamenti.

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

86. A norma dell'articolo 21 del regolamento generale di esenzione per categoria, la selezione degli intermediari finanziari, nonché degli investitori o dei gestori di fondi, deve basarsi su una procedura aperta, trasparente e non discriminatoria, che indichi chiaramente gli obiettivi di intervento perseguiti dalla misura e il tipo di parametri finanziari concepiti per conseguirli. Ciò significa che gli intermediari finanziari o i relativi gestori devono essere selezionati mediante una procedura conforme alla direttiva 2014/24/UE. Se la direttiva non è applicabile, la procedura di selezione deve essere tale da assicurare la scelta più ampia possibile tra intermediari finanziari o gestori di fondi qualificati. In particolare, la procedura deve consentire allo Stato membro in questione di confrontare i termini e le condizioni negoziate tra gli intermediari finanziari o i gestori di fondi e i potenziali investitori privati in modo da assicurare che la misura di finanziamento del rischio attragga gli investitori privati con il minimo di aiuti di Stato o il minimo di divergenza da condizioni di parità di trattamento, alla luce di una strategia di investimento realistica.

87. Secondo l'articolo 21 del regolamento generale di esenzione per categoria, i criteri di selezione applicabili per la sezione dei gestori devono includere il requisito secondo il quale per strumenti diversi dalle garanzie "*verrà data preferenza alla ripartizione degli utili rispetto alla protezione dai rischi*" onde limitare la tendenza dei gestori ad assumere a rischi eccessivi nella selezione delle imprese oggetto di investimento. L'obiettivo è garantire che, a prescindere dalla forma dello strumento finanziario previsto dalla misura, qualsiasi trattamento preferenziale accordato agli investitori o ai mutuanti privati sia valutato rispetto all'interesse pubblico che consiste nel garantire il carattere rotativo del capitale pubblico impegnato e la sostenibilità finanziaria della misura sul lungo termine.

88. In determinati casi, tuttavia, può risultare necessario privilegiare la protezione dai rischi, in particolare se la misura è destinata alle start-up o a determinati settori nei quali il tasso di insolvenza delle PMI è elevato. Può essere il caso delle misure destinate a settori che presentano importanti ostacoli tecnologici o a settori in cui le imprese dipendono fortemente da singoli progetti che richiedono ingenti investimenti iniziali e comportano un'elevata esposizione al rischio, quali l'ecosistema

dell'industria aerospaziale e della difesa e i settori culturale e creativo. La preferenza per i meccanismi di protezione dai rischi può essere giustificata anche per le misure attuate attraverso un fondo di fondi e che si prefiggono di attirare investitori privati a questo livello o per le misure destinate alle PMI prima della loro prima vendita commerciale o nella fase di prova del concetto (proof-of-concept).

d) Incentivi fiscali a favore degli investitori aziendali, compresi gli intermediari finanziari o i loro gestori che agiscono in qualità di coinvestitori

89. Sebbene il regolamento generale di esenzione per categoria riguardi gli incentivi fiscali a favore di investitori privati indipendenti che sono persone fisiche ai sensi dell'articolo 2 del medesimo regolamento che finanziano, direttamente o indirettamente, i rischi delle start-up e delle PMI ammissibili, gli Stati membri possono ritenere opportuno attuare misure che prevedono incentivi analoghi a favore di investitori privati indipendenti che sono investitori aziendali. La differenza risiede nel fatto che questi ultimi sono imprese ai sensi dell'articolo 107 del trattato. Le misure devono pertanto essere soggette a restrizioni specifiche (cfr. sezioni 3.2.3.3 e 3.2.4.2) al fine di garantire che l'aiuto fornito al livello degli investitori aziendali rimanga proporzionato e abbia un reale effetto incentivante.
90. Gli intermediari finanziari e i loro gestori possono beneficiare di incentivi fiscali solo nella misura in cui agiscono in qualità di coinvestitori o comutanti. I servizi da essi resi per l'attuazione della misura non possono beneficiare di incentivi fiscali.

### 3.2.3. *Adeguatezza della misura di aiuto*

91. La misura di aiuto proposta deve essere uno strumento di intervento adeguato per conseguire l'obiettivo previsto dell'aiuto, il che significa che non deve esistere uno strumento di intervento o di aiuto in grado di conseguire lo stesso esito in modo migliore e meno distorsivo.

#### 3.2.3.1. *Adeguatezza rispetto ad altri strumenti di intervento e ad altri strumenti di aiuto*

92. Per ovviare al fallimento del mercato o altro ostacolo pertinente individuato e contribuire al conseguimento degli obiettivi di intervento che persegue, la misura di finanziamento del rischio proposta deve essere uno strumento adeguato. La scelta della specifica forma di misura di finanziamento del rischio deve essere debitamente giustificata sulla base degli elementi di prova fornite dallo Stato membro nella valutazione ex ante.
93. Nella prima fase, la Commissione valuta se e in quale proporzione la misura di finanziamento del rischio può essere considerata uno strumento adeguato rispetto ad altri strumenti di intervento intesi a stimolare il finanziamento del rischio per le imprese ammissibili. Gli aiuti di Stato non sono l'unico strumento di intervento di cui dispongono gli Stati membri per agevolare il finanziamento del rischio delle imprese ammissibili. Gli Stati membri possono utilizzare altri strumenti di intervento complementari dal lato sia della domanda che dell'offerta, quali misure regolamentari per agevolare il funzionamento dei mercati finanziari, misure volte a migliorare il contesto in cui operano le imprese, servizi di consulenza in materia di preparazione agli investimenti, o investimenti pubblici che soddisfano il criterio dell'operatore in un'economia di mercato.

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

#### 3.2.3.2. Condizioni per determinare l'adeguatezza degli strumenti finanziari

96. Per determinare l'adeguatezza degli strumenti finanziari i cui parametri esulano dal campo di applicazione del regolamento generale di esenzione per categoria la Commissione terrà conto delle condizioni di cui ai punti da 97 a 121 dei presenti orientamenti.
97. In primo luogo, la misura deve mobilitare finanziamenti supplementari dei partecipanti al mercato. Coefficienti minimi di investimento privato indipendente inferiori a quelli stabiliti dall'articolo 21 del regolamento generale di esenzione per categoria possono essere giustificati solo se la valutazione ex ante ha evidenziato un fallimento del mercato o altro ostacolo pertinente più pronunciato (cfr. sezione 3.2.1). A tale riguardo, la valutazione ex ante dovrebbe fornire anche una valutazione sufficientemente dettagliata del livello e della struttura dell'offerta di finanziamenti privati per il tipo di impresa ammissibile nell'area geografica interessata (cfr. paragrafo 63). Inoltre, occorre dimostrare che la misura mobilita risorse private supplementari che altrimenti non sarebbero state concesse o che sarebbero state concesse sotto forme e per importi differenti o sulla base di condizioni diverse.
98. Per quanto riguarda le misure di finanziamento del rischio specificamente rivolte alle start-up e alle PMI che non operano in alcun mercato<sup>52</sup>, la Commissione può accettare che il livello di partecipazione privata indipendente sia inferiore alle percentuali prescritte. In alternativa, per tali obiettivi di investimento, la Commissione può accettare che la partecipazione privata sia di natura non indipendente, ovvero che provenga, ad esempio, dal proprietario dell'impresa beneficiaria. In casi debitamente giustificati, la Commissione può accettare anche

---

<sup>52</sup> Sono comprese tutte le start-up e le PMI che non hanno ancora effettuato la prima vendita commerciale (secondo la definizione di cui al punto 12, paragrafo 35, dei presenti orientamenti).



livelli di partecipazione privata inferiori a quelli stabiliti dal regolamento generale di esenzione per categoria anche in relazione a imprese ammissibili che operano su un mercato da un periodo di tempo non superiore al periodo di ammissibilità previsto dall'articolo 21 del regolamento generale di esenzione per categoria, alla luce degli elementi di prova economici forniti nella valutazione ex ante in merito al fallimento del mercato o altro ostacolo pertinente.

99. Una misura di finanziamento del rischio destinata a imprese ammissibili che, al momento del primo investimento per il finanziamento del rischio, operano in un mercato qualsiasi da un periodo di tempo superiore al periodo di ammissibilità di cui all'articolo 21 del regolamento generale di esenzione per categoria deve prevedere restrizioni adeguate in termini di tempo o altri criteri oggettivi di natura qualitativa relativi alla fase di sviluppo delle imprese destinatarie. Per tali obiettivi di investimento la Commissione richiederà di norma una percentuale minima di partecipazione privata del 60 %.
100. In secondo luogo, assieme al livello proposto di partecipazione privata, la Commissione terrà conto dell'equilibrio tra rischi e benefici tra investitori privati e pubblici. A tale riguardo la Commissione considererà positivamente le misure che prevedono che le perdite siano ripartite tra gli investitori secondo criteri di parità di trattamento e che gli investitori privati ricevano unicamente incentivi inerenti alla partecipazione agli utili. La Commissione terrà debitamente conto del fatto che una ripartizione delle perdite non a condizioni di parità di trattamento può tuttavia risultare necessaria in presenza di fallimenti del mercato più gravi. In linea di principio, più la condivisione dei rischi e dei benefici è vicina alle effettive pratiche commerciali, maggiore è la probabilità che la Commissione accetti un livello inferiore di partecipazione privata.
101. In terzo luogo, la Commissione considererà il livello della struttura di finanziamento al quale la misura intende mobilitare investimenti privati. Al livello del fondo di fondi, la capacità di attrarre finanziamenti privati può dipendere da un più ampio ricorso a meccanismi di protezione dai rischi. Al contrario, un ricorso eccessivo a tali meccanismi può falsare la selezione delle imprese ammissibili e condurre a risultati inefficienti nei casi in cui gli investitori privati intervengono a livello dell'investimento nelle imprese e per singola operazione.
102. Nel valutare l'adeguatezza della struttura specifica della misura, la Commissione può prendere in considerazione l'importanza del rischio residuo a carico degli investitori privati selezionati rispetto alle perdite previste e imprevedute assunte dall'investitore pubblico, nonché la ripartizione dei rendimenti attesi fra l'investitore pubblico e gli investitori privati. In tal modo potrebbe essere accettato un diverso profilo di rischio/rendimento, se ciò consente di massimizzare l'importo dell'investimento privato, senza compromettere l'autentica natura orientata al profitto delle decisioni di investimento.
103. In quarto luogo, la natura esatta degli incentivi deve essere determinata mediante una procedura aperta, trasparente e non discriminatoria di selezione degli intermediari finanziari, nonché dei gestori di fondi o degli investitori. Analogamente, i gestori di fondi di fondi, nell'ambito del loro mandato di investimento, devono essere tenuti a impegnarsi giuridicamente a fissare, mediante una procedura concorrenziale di selezione degli intermediari finanziari, dei gestori di fondi o degli investitori ammissibili, le condizioni preferenziali che possono applicarsi al livello dei sub-fondi.

104. Per dimostrare la necessità delle condizioni finanziarie specifiche alla base della struttura della misura, gli Stati membri possono essere tenuti a presentare elementi di prova attestanti che durante la procedura di selezione degli investitori privati tutti i partecipanti hanno chiesto condizioni che non sarebbero state coperte dal regolamento generale di esenzione per categoria, o che la gara non era andata a buon fine.
105. In quinto luogo, l'intermediario finanziario o il gestore di fondi possono coinvestire assieme allo Stato membro, purché i termini e le condizioni del coinvestimento siano tali da escludere ogni possibile conflitto di interesse. L'intermediario finanziario deve assumersi almeno il 10 % della tranche di prima perdita. Tale coinvestimento potrebbe contribuire ad assicurare che le decisioni di investimento siano conformi agli obiettivi di intervento pertinenti. La capacità del gestore di investire a partire da risorse proprie può essere uno dei criteri di selezione.
106. In sesto luogo, le misure di finanziamento del rischio che ricorrono a strumenti di debito devono prevedere un meccanismo che assicuri che l'intermediario finanziario trasferisca il vantaggio che riceve dallo Stato alle imprese beneficiarie finali, ad esempio in forma di riduzione dei tassi di interesse, di alleggerimento dei requisiti in materia di garanzie reali o di una combinazione dei due. L'intermediario finanziario può anche trasferire il vantaggio investendo in imprese che sebbene potenzialmente redditizie, sulla base dei criteri di rating interni dell'intermediario finanziario, sarebbero in una classe di rischio in cui l'intermediario non investirebbe in assenza della misura di finanziamento del rischio. Il meccanismo di trasferimento deve prevedere modalità adeguate di monitoraggio, nonché un meccanismo di recupero<sup>53</sup> o un meccanismo contrattuale equivalente.
107. Infine, per garantire che gli intermediari finanziari coinvolti nella misura di finanziamento del rischio conseguano gli obiettivi pertinenti, la strategia di investimento dell'intermediario finanziario deve essere allineata agli obiettivi della misura. Gli intermediari finanziari devono dimostrare nel quadro della procedura di selezione in che modo la strategia di investimento proposta può contribuire al conseguimento degli obiettivi. Inoltre, lo Stato membro deve garantire che la strategia di investimento degli intermediari sia costantemente in linea con gli obiettivi concordati, ad esempio mediante meccanismi di controllo e di segnalazione adeguati e la partecipazione di rappresentanti degli investitori pubblici negli organi rappresentativi dell'intermediario finanziario, quali il consiglio di sorveglianza o il comitato consultivo. Una struttura di governance appropriata deve garantire che modifiche sostanziali della strategia di investimento siano possibili solo previa autorizzazione dello Stato membro. Per evitare dubbi, lo Stato membro non può partecipare direttamente alle singole decisioni di investimento e cessione.
108. Nel quadro della misura di finanziamento del rischio gli Stati membri possono utilizzare tutta una gamma di strumenti finanziari: strumenti di investimento in equity e quasi-equity, strumenti di prestito o garanzie non a condizioni di parità di trattamento. I punti da 109 a 121 illustrano gli elementi di cui la Commissione terrà conto nella valutazione di tali strumenti finanziari specifici.

---

<sup>53</sup> Per meccanismo di recupero o meccanismo contrattuale equivalente si intende un meccanismo in base al quale un intermediario deve restituire un vantaggio ottenuto dallo Stato che ha omesso di trasferire al beneficiario finale come richiesto.

(a) Investimenti in equity

109. Gli strumenti di investimento in equity possono assumere la forma di investimenti in equity o in quasi-equity di un'impresa, mediante i quali l'investitore acquista una parte della proprietà dell'impresa.<sup>54</sup>
110. Gli strumenti di equity possono presentare varie caratteristiche asimmetriche, prevedendo un trattamento differenziato degli investitori, poiché alcuni possono partecipare ai rischi o ai benefici in misura più ampia di altri. Per attenuare i rischi per gli investitori privati, la misura può offrire una "protezione" in caso di incremento degli utili (l'investitore pubblico cede una parte del rendimento) o una protezione contro parte delle perdite (limitando le perdite per l'investitore privato) o una combinazione di entrambe.
111. La Commissione ritiene che gli incentivi inerenti alla partecipazione agli utili creano una migliore convergenza degli interessi tra investitori pubblici e privati. Al contrario, la protezione dai rischi, che espone l'investitore pubblico al rischio di scarso rendimento, può portare al disallineamento degli interessi e al fenomeno della selezione avversa da parte degli intermediari finanziari o degli investitori.
112. La Commissione ritiene che gli strumenti di equity con limitazione del rendimento<sup>55</sup>, l'opzione call<sup>56</sup> e la ripartizione asimmetrica delle entrate<sup>57</sup> sotto forma di liquidità offrano incentivi adeguati, soprattutto nelle situazioni caratterizzate da un fallimento del mercato meno grave.
113. Gli strumenti di equity con ripartizione delle perdite non paritaria che supera i limiti stabiliti dal regolamento generale di esenzione per categoria possono essere giustificati solamente per misure destinate ad ovviare a gravi fallimenti del mercato, ad esempio nei settori ad alto contenuto tecnologico, o ad altri ostacoli pertinenti individuati nella valutazione ex ante, quali misure destinate principalmente alle start-up e alle PMI che non hanno ancora effettuato la prima vendita commerciale o che sono nella fase di prova del concetto (proof-of-concept). Per evitare un'eccessiva protezione dai rischi, occorre limitare la tranche di prima perdita sostenuta dall'investitore pubblico.

(b) Strumenti di debito di tipo "funded": prestiti

114. Una misura di finanziamento del rischio può prevedere la concessione di prestiti al livello degli intermediari finanziari o dei beneficiari finali.
115. Gli strumenti di debito di tipo "funded" possono assumere forme diverse, tra cui prestiti subordinati e prestiti con condivisione del rischio di portafoglio. I prestiti

---

<sup>54</sup> Per evitare dubbi e in linea con l'articolo 21 del regolamento generale di esenzione per categoria, per quanto riguarda gli investimenti in equity e quasi-equity, non più del 30 % dell'aggregato dei conferimenti di capitale e del capitale impegnato non richiamato dell'intermediario finanziario può essere utilizzato a fini di gestione della liquidità.

<sup>55</sup> Limitazione del rendimento dell'investitore pubblico a un determinato tasso di rendimento prestabilito (hurdle rate): se il tasso di rendimento prestabilito è superato, i proventi eccedenti sono distribuiti solamente agli investitori privati.

<sup>56</sup> Opzione call sulle azioni pubbliche: agli investitori privati è riconosciuto il diritto di esercitare un'opzione call per acquistare la quota dell'investimento pubblico a un prezzo di esercizio prefissato.

<sup>57</sup> Ripartizione asimmetrica delle entrate sotto forma di liquidità: la liquidità è fornita sia dagli investitori pubblici che da quelli privati in base a condizioni di parità di trattamento ma gli utili, se generati, sono ripartiti in modo asimmetrico. Nella distribuzione degli utili gli investitori privati ricevono più di quanto spetterebbe loro in proporzione alla loro partecipazione, fino all'hurdle rate prestabilito.

subordinati possono essere concessi agli intermediari finanziari per rafforzare la loro struttura patrimoniale, con l'obiettivo di fornire finanziamenti supplementari alle imprese ammissibili. I prestiti con condivisione del rischio di portafoglio sono intesi a fornire prestiti agli intermediari finanziari che si impegnano a cofinanziare un portafoglio di nuovi prestiti o leasing a favore di imprese ammissibili fino a un determinato tasso di cofinanziamento in combinazione con una condivisione del rischio di credito del portafoglio in base a ciascun prestito (o ciascun leasing). In entrambi i casi, l'intermediario finanziario agisce in qualità di coinvestitore nelle imprese ammissibili, ma beneficia di un trattamento preferenziale rispetto all'investitore o mutuante pubblico, poiché lo strumento riduce la sua esposizione al rischio di credito derivante dal relativo portafoglio prestiti.

116. In generale, quando le caratteristiche di attenuazione del rischio dello strumento fanno sì che l'investitore o mutuante pubblico assuma, in rapporto al prestito sottostante, una posizione di prima perdita superiore al limite stabilito dal regolamento generale di esenzione per categoria, le misure possono essere giustificate solo se sono destinate specificamente alle start-up e alle PMI prima della loro prima vendita commerciale o nella fase di prova del concetto (*proof-of-concept*) o in caso di grave fallimento del mercato o altro ostacolo pertinente che deve essere chiaramente individuato nella valutazione ex ante. La Commissione valuterà positivamente le misure che prevedono un limite esplicito per le prime perdite sostenute dall'investitore pubblico, in particolare quando il limite non supera il 35 %.
117. Gli strumenti di prestito con condivisione del rischio di portafoglio devono garantire un tasso di coinvestimento sostanziale da parte dell'intermediario finanziario selezionato. Questa condizione è ritenuta soddisfatta se detto tasso non è inferiore al 30 % del valore del relativo portafoglio prestiti.
- (c) Strumenti di debito di tipo "unfunded": garanzie
118. Una misura di finanziamento del rischio può prevedere la concessione di garanzie o controgaranzie agli intermediari finanziari o garanzie ai beneficiari finali, o una combinazione dei due. Le operazioni ammissibili coperte dalla garanzia devono essere nuove operazioni di prestito ammissibili per il finanziamento del rischio, tra cui gli strumenti di leasing, nonché strumenti di investimento in quasi-equity, ma non strumenti di equity.
119. Le garanzie devono essere concesse sulla base del portafoglio. Gli intermediari finanziari possono selezionare le operazioni che desiderano inserire nel portafoglio coperto dalla garanzia, purché le operazioni incluse soddisfino i criteri di ammissibilità definiti dalla misura di finanziamento del rischio. Le garanzie devono essere offerte ad un tasso che garantisca un livello adeguato di condivisione dei rischi e dei rendimenti con gli intermediari finanziari. In particolare, in casi debitamente giustificati, in base ai risultati della valutazione ex ante, il tasso di garanzia può essere più elevato del tasso massimo di cui all'articolo 21 del regolamento generale di esenzione per categoria, ma non può superare il 90 %, ad esempio in caso di garanzie su prestiti o investimenti in quasi-equity a favore di start-up e PMI che non hanno ancora effettuato la prima vendita commerciale o nella fase di prova del concetto (*proof-of-concept*).
120. In caso di garanzie limitate, il tasso limite dovrebbe, in linea di principio, coprire esclusivamente le perdite previste. Se deve coprire anche le perdite impreviste, il suo costo deve essere fissato ad un livello che tenga conto della copertura del rischio supplementare. Di norma, il tasso limite non deve essere superiore al 35 %. Le

garanzie illimitate (garanzie con tasso di garanzia, ma senza tasso limite) possono essere concesse in casi debitamente giustificati e il loro costo deve essere fissato tenendo conto della copertura supplementare del rischio fornita dalla garanzia.

121. La durata della garanzia deve essere limitata nel tempo, di norma ad un massimo di dieci anni, fatta salva la scadenza dei singoli strumenti di debito coperti dalla garanzia, che può essere più lunga. La garanzia deve essere ridotta se l'intermediario finanziario non include un importo minimo di investimenti nel portafoglio durante un periodo specifico. Agli importi non utilizzati si devono applicare commissioni d'impegno. Per incentivare gli intermediari a realizzare i volumi di investimenti concordati possono essere utilizzati metodi quali l'uso di commissioni d'impegno, eventi attivatori o tappe intermedie.

#### 3.2.3.3. Condizioni per determinare l'adeguatezza degli incentivi fiscali

122. Come evidenziato alla sezione 3.2.2.2, lettera d), la sezione 3 del regolamento generale di esenzione per categoria è circoscritta agli incentivi fiscali a favore di investitori che sono persone fisiche. Devono pertanto essere notificate alla Commissione le misure che utilizzano incentivi fiscali per incoraggiare gli investitori aziendali a finanziarie le imprese ammissibili, sia direttamente che indirettamente, mediante acquisizione di quote in un fondo istituito ad hoc o altri tipi di veicoli di investimento che investono in queste imprese.
123. Di norma, gli Stati membri devono basare le loro misure di aiuto fiscali sulle conclusioni in merito all'esistenza di un fallimento del mercato o altro ostacolo pertinente formulate nella valutazione ex ante e calibrare di conseguenza i loro strumenti mirando a una categoria ben definita di imprese ammissibili.
124. Gli incentivi fiscali a favore degli investitori aziendali possono assumere la forma di sgravi fiscali sull'imposta sul reddito e/o di sgravi fiscali sulle plusvalenze e sui dividendi, inclusi i crediti d'imposta e i differimenti d'imposta. Nella sua prassi la Commissione ha generalmente ritenuto adeguati gli sgravi fiscali che contenevano limiti specifici alla percentuale dell'importo investito di cui l'investitore può beneficiare ai fini dello sgravio fiscale e all'importo di agevolazione fiscale che può essere dedotto dal debito tributario di un investitore. Inoltre, gli oneri fiscali sulle plusvalenze relative alla cessione di quote possono essere dilazionati se sono reinvestiti in investimenti ammissibili entro un determinato periodo, mentre le perdite derivanti dalla cessione di tali quote possono essere dedotte dagli utili generati da altre quote soggette al medesimo regime fiscale.
125. In generale, la Commissione ritiene che gli incentivi fiscali a favore degli investitori aziendali siano adeguati se lo Stato membro può dimostrare che la selezione delle imprese ammissibili si fonda su un insieme ben strutturato di requisiti di investimento, debitamente pubblicizzato, che definisca le caratteristiche delle imprese ammissibili interessate da un fallimento del mercato o altro ostacolo pertinente.
126. Fatta salva la possibilità di prorogare la misura, i regimi fiscali devono essere limitati ad una durata massima di dieci anni. Se propone di prorogare una misura per una durata complessiva superiore a dieci anni (compresi eventuali regimi precedenti), lo Stato membro deve effettuare una nuova valutazione ex ante insieme a una valutazione dell'efficacia del regime durante l'intero periodo di attuazione.

127. Nella sua analisi, la Commissione terrà conto delle caratteristiche specifiche del rispettivo sistema fiscale nazionale e degli incentivi fiscali già vigenti nello Stato membro, nonché dell'interazione tra tali incentivi.

128. Le agevolazioni fiscali devono essere accessibili a tutti gli investitori che soddisfino i criteri fissati, senza discriminazioni in base al luogo di stabilimento. Gli Stati membri dovrebbero quindi assicurare che il campo di applicazione e i parametri tecnici della misura siano pubblicizzati adeguatamente, compresi i necessari massimali e limiti relativi al vantaggio massimo che ciascun singolo investitore può trarre dalla misura, nonché l'importo massimo dell'investimento per singola impresa ammissibile.

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

129. Per quanto riguarda le misure di aiuto a favore delle piattaforme alternative di negoziazione oltre i limiti fissati dal regolamento generale di esenzione per categoria, il gestore della piattaforma deve presentare un piano aziendale che dimostri che la piattaforma destinataria dell'aiuto può divenire autosufficiente in meno di dieci anni. La notifica deve inoltre presentare scenari controfattuali plausibili che paragonino le possibilità delle imprese interessate di accedere ai finanziamenti necessari se la piattaforma non esistesse.

130. La Commissione valuterà favorevolmente le piattaforme alternative di negoziazione istituite da vari Stati membri e che operano tra diversi Stati membri, perché possono essere estremamente efficienti e interessanti per gli investitori privati, in particolare gli investitori istituzionali.

131. Per le piattaforme esistenti, la strategia aziendale proposta dalla piattaforma deve dimostrare che a causa di una persistente insufficienza di imprese quotate e della conseguente carenza di liquidità, la piattaforma in questione necessita di un sostegno nel breve termine, nonostante la sua redditività a lungo termine. La Commissione valuterà positivamente l'aiuto per l'istituzione di una piattaforma alternativa di negoziazione negli Stati membri in cui una tale piattaforma non esiste. Qualora la piattaforma alternativa di negoziazione oggetto del sostegno è una sub-piattaforma o una controllata di una borsa valori esistente, la Commissione presterà particolare attenzione alla valutazione della mancanza di finanziamenti cui tale sub-piattaforma potrebbe andare incontro.

#### 3.2.4. *Proporzionalità dell'aiuto*

132. Gli aiuti di Stato devono essere proporzionati al fallimento del mercato o altro ostacolo pertinente cui intendono porre rimedio per conseguire gli obiettivi di intervento previsti. Gli aiuti devono essere strutturati in modo efficiente sotto il profilo dei costi, conformemente ai principi di una sana gestione finanziaria. Pertanto, affinché una misura di aiuto per il finanziamento del rischio sia considerata proporzionata, l'aiuto deve essere limitato al minimo indispensabile per attirare i finanziamenti del mercato in modo da porre rimedio al fallimento del mercato o altro ostacolo pertinente senza generare vantaggi indebiti.

133. Di norma, a livello dei beneficiari finali, un aiuto per il finanziamento del rischio è considerato proporzionato se l'investimento per il finanziamento del rischio per beneficiario ammissibile non supera il limite fissato all'articolo 21 del regolamento generale di esenzione per categoria e soddisfa le condizioni di cui alla presente sezione. Per le misure di finanziamento del rischio in cui l'investimento per il finanziamento del rischio per beneficiario ammissibile supera il limite fissato nel

regolamento generale di esenzione per categoria, tale investimento di finanziamento del rischio più elevato deve inoltre essere commisurato all'entità del deficit di finanziamento quantificato nella valutazione ex ante (cfr. punto 64).

134. Per quanto concerne gli investitori, l'aiuto deve essere limitato al minimo indispensabile per attirare capitali privati in grado di assicurare un livello minimo di mobilitazione di risorse private e porre rimedio al fallimento del mercato o altro ostacolo pertinente.

#### 3.2.4.1. Condizioni in materia di strumenti finanziari

135. Gli intermediari finanziari devono selezionare i beneficiari finali ammissibili sulla base di una strategia di investimento commercialmente valida (cfr. punto 70) e di un piano aziendale sostenibile che giustifichi l'importo del finanziamento del rischio da fornire. Tali elementi costituiscono un'ulteriore misura di salvaguardia che garantisce che l'aiuto sia necessario e proporzionato.
136. La misura deve garantire l'equilibrio tra le condizioni preferenziali offerte dallo strumento finanziario al fine di massimizzare la mobilitazione di risorse private, ponendo allo stesso tempo rimedio al fallimento del mercato individuato o altro ostacolo pertinente, e la necessità che lo strumento sia in grado di generare sufficienti livelli di rendimento finanziario che gli consentano di rimanere operativamente redditizio.
137. La natura e l'entità esatta degli incentivi devono essere determinate mediante una procedura aperta, trasparente e non discriminatoria di selezione, nell'ambito della quale gli intermediari finanziari, nonché i gestori di fondi o gli investitori, sono chiamati a presentare offerte concorrenti.

#### *Congruo tasso di rendimento finanziario*

138. Se mediante detta procedura sono stabiliti rendimenti asimmetrici proporzionati al rischio o una ripartizione asimmetrica delle perdite, la Commissione ritiene che lo strumento finanziario sia proporzionato e rifletta un congruo tasso di rendimento finanziario. Quando i gestori di fondi sono selezionati mediante una procedura aperta, trasparente e non discriminatoria che impone ai partecipanti di presentare la propria base di investitori nel quadro della procedura di selezione, si ritiene che gli investitori privati siano debitamente selezionati.
139. In caso di coinvestimento di un fondo pubblico assieme a investitori privati partecipanti sulla base di ogni singola operazione, questi ultimi devono essere selezionati mediante una procedura concorrenziale separata per ciascuna operazione, che costituisce il modo migliore per fissare il congruo tasso di rendimento finanziario.
140. Se gli investitori privati non sono selezionati mediante una procedura di selezione adeguata (ad esempio perché la procedura di selezione si è rivelata inefficace o perché non è andata a buon fine), per evitare che gli investitori siano sovraremunerati, il congruo tasso di rendimento finanziario deve essere stabilito da un esperto indipendente in base all'analisi dei parametri di riferimento del mercato e dei rischi del mercato utilizzando una metodologia standard, generalmente riconosciuta, come ad esempio la metodologia di valutazione dei flussi di cassa attualizzati. Su tale base, l'esperto indipendente calcola un livello minimo del congruo tasso di rendimento finanziario e vi somma un margine atto a riflettere i rischi.

141. Nel caso delle situazioni di cui al punto 140, devono vigere norme adeguate per designare l'esperto indipendente. Come minimo, l'esperto deve essere in possesso di una licenza che gli consenta di prestare la consulenza, essere registrato nelle rilevanti associazioni professionali, rispettare le regole professionali e deontologiche definite da tali associazioni, essere indipendente e render conto dell'esattezza del suo parere. In linea di principio, gli esperti indipendenti devono essere selezionati sulla base di una procedura di selezione aperta, trasparente e non discriminatoria. Per la determinazione del congruo tasso di rendimento finanziario nel contesto delle misure di aiuto per il finanziamento del rischio, i servizi dello stesso esperto indipendente non possono, per un periodo di tre anni, essere utilizzati due volte dalla stessa autorità che concede l'aiuto.
142. Alla luce di quanto precede, la struttura della misura può contenere vari investimenti pubblici e privati con condivisione asimmetrica degli utili o scadenzati asimmetricamente, purché i rendimenti proporzionati al rischio previsti per gli investitori privati siano limitati al congruo tasso di rendimento finanziario.

*Selezione e remunerazione degli intermediari finanziari o dei loro gestori*

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



ragionevoli in linea con la prassi di mercato. Tale commissione non deve comprendere i costi d'investimento.

149. Dato che gli intermediari finanziari o i loro gestori, a seconda dei casi, devono essere selezionati mediante una procedura aperta, trasparente e non discriminatoria, alla struttura generale delle commissioni può essere assegnato un punteggio nel contesto della procedura di selezione e la remunerazione massima può essere stabilita a seguito di tale selezione.
150. Nei casi di nomina diretta di un'entità delegata, la Commissione ritiene che la commissione annua di gestione dovrebbe sempre rispecchiare quella prevista per prassi di mercato paragonabili e che non dovrebbe, in linea di principio, superare il 3 % del capitale che sarà assegnato all'entità, escludendo gli incentivi basati sui risultati.

#### 3.2.4.2. Condizioni in materia di incentivi fiscali

151. L'investimento totale per ciascuna impresa beneficiaria non deve superare l'importo massimo fissato dall'articolo 21 del regolamento generale di esenzione per categoria in materia di finanziamento del rischio, a meno che un importo più elevato possa essere giustificato sulla base del fallimento del mercato individuato nella valutazione ex ante e uno strumento fiscale risulti lo strumento più appropriato (cfr. sezione 3.2.3.3.).
152. Indipendentemente dal tipo di sgravi fiscali, le azioni ammissibili devono essere azioni ordinarie full risk di nuova emissione di un'impresa ammissibile quale definita nella valutazione ex ante e devono essere mantenute per almeno tre anni. Dell'agevolazione fiscale possono fruire soltanto gli investitori che siano indipendenti dall'impresa oggetto degli investimenti.
153. Gli investitori che finanziano imprese ammissibili possono beneficiare di sgravi fiscali sull'imposta sul reddito fino ad una percentuale ragionevole dell'importo investito, purché non sia superato l'importo massimo dell'imposta sul reddito dovuto dall'investitore quale accertato anteriormente alla misura fiscale. La Commissione ritiene ragionevole limitare lo sgravio fiscale al 30 % dell'importo investito. Le perdite derivanti dalla cessione di quote possono essere defalcate ai fini del calcolo dell'imposta sul reddito.
154. Nel caso di sgravi fiscali sui dividendi, i dividendi percepiti per le azioni ammissibili possono essere interamente esenti dall'imposta sul reddito.
155. Analogamente, nel caso di sgravi fiscali sull'imposta sulle plusvalenze, i proventi della vendita di azioni ammissibili possono essere interamente esenti dall'imposta sulle plusvalenze. Inoltre, l'imposta sulle plusvalenze relative alla cessione di azioni ammissibili può essere differita se reinvestita in nuove azioni ammissibili entro un anno.

#### 3.2.4.3. Condizioni relative alle piattaforme alternative di negoziazione

156. Al fine di consentire un'analisi adeguata della proporzionalità dell'aiuto a favore del gestore di una piattaforma alternativa di negoziazione, è consentita la concessione di aiuti di Stato che coprano fino al 50 % dei costi di investimento sostenuti per la creazione della piattaforma.

157. Per gli incentivi fiscali a favore di investitori aziendali, la Commissione valuterà la proporzionalità della misura alla luce delle condizioni relative agli incentivi fiscali di cui alla sezione 3.2.4.2.

#### 3.2.4.4. Cumulo

158. Gli aiuti per il finanziamento del rischio possono essere cumulati con qualsiasi altra misura di aiuto di Stato dai costi ammissibili individuabili.
159. Gli aiuti per il finanziamento del rischio sono cumulabili con altre misure di aiuto di Stato senza costi ammissibili individuabili, o con aiuti "de minimis" fino al massimale più elevato applicabile di finanziamento totale fissato per le circostanze specifiche di ogni caso da un regolamento di esenzione per categoria o da una decisione adottata dalla Commissione.
160. I finanziamenti dell'Unione gestiti a livello centralizzato da istituzioni, agenzie, imprese comuni o altri organismi dell'Unione che non sono direttamente o indirettamente controllati dagli Stati membri non costituiscono aiuto di Stato. Qualora tale finanziamento dell'Unione sia combinato con altri aiuti di Stato, l'importo totale dei fondi pubblici concessi in relazione allo stesso investimento non deve tuttavia superare il tasso o i tassi più favorevoli stabiliti nella pertinente normativa dell'Unione.

#### 3.2.5. *Prevenzione degli indebiti effetti negativi degli aiuti per il finanziamento del rischio su concorrenza e scambi*

161. Affinché l'aiuto sia considerato compatibile, i suoi effetti negativi in termini di distorsione della concorrenza e incidenza sugli scambi tra Stati membri devono essere limitati e non devono essere controbilanciati da effetti positivi dell'aiuto di un livello tale da risultare contrario all'interesse comune.

##### 3.2.5.1. Effetti positivi di cui tenere conto

162. Come spiegato nella sezione 1, le start-up e le PMI continuano a svolgere un ruolo cruciale nelle economie degli Stati membri, sia in termini di creazione di posti di lavoro che di stimolo del dinamismo economico e della crescita. Le PMI danno lavoro a circa 100 milioni di persone e generano più della metà del PIL dell'Unione, risultando essenziali per la competitività, la prosperità, la sovranità economica e tecnologica dell'Unione e per la sua resilienza agli shock esterni. Tuttavia, per poter svolgere il proprio ruolo ed esercitare questi effetti positivi, le PMI hanno bisogno di finanziamenti. Pertanto, affinché le imprese più attive possano accedere ai finanziamenti necessari in ogni fase del loro sviluppo, è essenziale che vi sia un mercato efficiente del finanziamento del rischio per le PMI. In caso di fallimento del mercato o altro ostacolo pertinente al funzionamento efficiente di tali finanziamenti, può risultare necessario ricorrere ad aiuti per il finanziamento del rischio per migliorare la fornitura di finanziamento del rischio alle PMI economicamente sostenibili (e, in determinate circostanze, alle piccole imprese a media capitalizzazione e alle imprese a media capitalizzazione innovative), dalle fasi iniziali di sviluppo fino alla crescita, in modo da sviluppare, nel lungo periodo, un mercato competitivo del finanziamento del rischio. In tale contesto, il principale effetto positivo che gli aiuti per il finanziamento del rischio mirano a produrre è quello di migliorare l'accesso ai finanziamenti per le imprese interessate.
163. Inoltre, nel valutare gli effetti positivi degli aiuti per il finanziamento del rischio, che vanno confrontati ai loro effetti negativi sulla concorrenza e sugli scambi, la

Commissione può tener conto, eventualmente, del fatto che, oltre che a contribuire alla fornitura di finanziamenti del rischio, gli aiuti producono anche altri effetti positivi. Ciò può verificarsi qualora si accerti che l'investimento per il finanziamento del rischio, oltre a consentire alle imprese di crescere o sviluppare nuove attività e a generare crescita economica, contribuisce in modo sostanziale, in particolare, alla transizione digitale o alla transizione verso attività ecosostenibili, comprese le attività a basse emissioni di carbonio, a impatto climatico zero o resilienti ai cambiamenti climatici, alle catene di valore resilienti o allo sviluppo delle zone assistite. Nella valutazione degli effetti positivi da prendere in considerazione, la Commissione presterà, eventualmente, particolare attenzione all'articolo 3 del regolamento (UE) 2020/852, che stabilisce i criteri per individuare le attività economiche ecosostenibili, compreso il principio che prevede di non arrecare danni significativi, o ad altre metodologie comparabili<sup>58</sup>.

164. Per consentire alla Commissione di valutare debitamente gli effetti positivi previsti dell'aiuto in termini di sviluppo delle attività interessate, lo Stato membro dovrebbe definire un obiettivo chiaro e specifico (o una serie di obiettivi chiari e specifici) in grado di rimediare al fallimento del mercato o altro ostacolo pertinente individuato dalla valutazione ex ante. La portata e la durata della misura dovrebbero essere adeguate a tali obiettivi. Inoltre, lo Stato membro deve anche, sulla base delle conclusioni della valutazione ex ante, definire alcuni pertinenti indicatori di risultato che consentano alla Commissione di misurare gli effetti previsti dell'aiuto rispetto agli obiettivi perseguiti. Gli indicatori di risultato possono comprendere:
- (a) gli investimenti del settore privato necessari o previsti;
  - (b) il numero previsto dei destinatari finali che beneficeranno degli investimenti, compreso il numero di start-up e di nuove PMI;
  - (c) il numero stimato di nuove imprese che saranno create durante l'attuazione della misura di finanziamento del rischio e grazie agli investimenti per il finanziamento del rischio;
  - (d) il numero di posti di lavoro che saranno creati nelle imprese beneficiarie finali, tra la data del primo investimento per il finanziamento del rischio nel quadro della misura di finanziamento del rischio e l'uscita;
  - (e) se opportuno, la proporzione degli investimenti da effettuare conformemente al test dell'operatore in un'economia di mercato;
  - (f) le tappe intermedie e le scadenze entro cui determinati importi o percentuali di bilancio prestabiliti devono essere investiti;
  - (g) il rendimento atteso che genereranno gli investimenti;
  - (h) se opportuno, le domande di brevetto che i destinatari finali depositeranno nel corso dell'attuazione della misura di finanziamento del rischio;
  - (i) se opportuno, il rafforzamento della resilienza delle catene di approvvigionamento critiche (ad esempio nei settori della sanità,

---

<sup>58</sup>

Per le misure identiche a quelle dei piani di ripresa e resilienza approvati dal Consiglio, questa condizione è considerata soddisfatta, in quanto la loro conformità al principio "non arrecare un danno significativo" è già stata verificata.

dell'elettronica, dell'industria aerospaziale, delle applicazioni a duplice uso e della difesa) e la promozione dello sviluppo tecnologico.

165. Gli indicatori di cui al punto 164 sono pertinenti per dimostrare gli effetti positivi che si prevede che l'aiuto per il finanziamento del rischio produrrà, in linea con gli obiettivi fissati. In particolare, gli indicatori permettono di valutare l'efficacia della misura e la validità delle strategie di investimento formulate dall'intermediario finanziario nel contesto della procedura di selezione.
166. Se una misura di finanziamento del rischio viene utilizzata, integralmente o parzialmente, per sostenere le imprese il cui carattere innovativo è stato riconosciuto o premiato sulla base dei criteri stabiliti per le attività CASSINI o alle quali il CEI ha recentemente assegnato un marchio di eccellenza che ne attesta la qualità, o per coinvestire con il Fondo del CEI o per fornire ulteriori investimenti nell'ambito del programma Acceleratore<sup>59</sup>, la Commissione può ammettere che lo Stato membro ricorra agli stessi indicatori principali di risultato utilizzati, rispettivamente in ambito CASSINI o CEI.

#### 3.2.5.2. Effetti negativi di cui tenere conto

167. La misura di aiuto di Stato deve essere concepita in modo da limitare le distorsioni della concorrenza e degli scambi nel mercato interno. Nel caso di misure di finanziamento del rischio, i potenziali effetti negativi devono essere valutati a ciascuno dei livelli in cui l'aiuto può essere presente: a livello degli investitori, degli intermediari finanziari e dei loro gestori, e dei beneficiari finali.
168. Per consentire alla Commissione di valutare i probabili effetti negativi della misura sulla concorrenza e sugli scambi, lo Stato membro può trasmetterle gli studi o altri pertinenti elementi di prova in suo possesso, ad esempio le valutazioni ex post effettuate per regimi analoghi in termini di imprese ammissibili, strutture di finanziamento, parametri e area geografica.
169. A livello del mercato dei finanziamenti del rischio, gli aiuti di Stato possono causare un effetto di esclusione (crowding out) degli investimenti privati. Ciò potrebbe ridurre gli incentivi per gli investitori privati a finanziare le imprese ammissibili e incoraggiarli ad attendere che lo Stato conceda aiuti per tali investimenti. Questo rischio aumenta proporzionalmente all'importo del finanziamento totale fornito ai beneficiari finali, alle dimensioni delle imprese beneficiarie e al loro grado di sviluppo, dato che in queste condizioni i finanziamenti privati sono messi a disposizione solo gradualmente. Inoltre, gli aiuti di Stato non devono sostituirsi al normale rischio commerciale legato agli investimenti che gli investitori avrebbero realizzato anche in assenza di aiuti di Stato. Tuttavia, se il fallimento del mercato, o altro ostacolo pertinente, sono stati correttamente definiti, è meno probabile che la misura di finanziamento del rischio determini effetti di esclusione.
170. A livello di intermediari finanziari, gli aiuti possono avere effetti di distorsione in termini di aumento o mantenimento del potere di mercato di un intermediario, ad esempio nel mercato di una determinata regione. Anche nel caso in cui non rafforzino direttamente il potere di mercato dell'intermediario finanziario, gli aiuti possono farlo indirettamente, scoraggiando l'espansione dei concorrenti esistenti o inducendoli a uscire dal mercato oppure scoraggiando l'ingresso di nuovi concorrenti.

---

<sup>59</sup> Conformemente all'articolo 48 del regolamento (UE) 2021/695 (cfr. nota 26).

171. Le misure di finanziamento del rischio devono essere rivolte a imprese orientate alla crescita che non sono in grado di attrarre un livello sufficiente di finanziamenti da risorse private ma che possono diventare redditizie grazie agli aiuti di Stato per il finanziamento del rischio. Tuttavia, se una misura prevede la creazione di un fondo pubblico ma la strategia di investimento di tale fondo non dimostra sufficientemente la potenziale redditività delle imprese ammissibili è poco probabile che la misura soddisfi i criteri della valutazione comparata (cfr. sezione 3.2.5.3), perché in tal caso l'investimento per il finanziamento del rischio può essere assimilato a una sovvenzione.
172. Le condizioni in materia di gestione commerciale e procedure decisionali orientate al profitto di cui all'articolo 21 del regolamento generale di esenzione per categoria sono essenziali per garantire che la selezione delle imprese beneficiarie finali si basi su una logica commerciale. Pertanto, la Commissione terrà conto di tali condizioni nel valutare le misure di finanziamento del rischio ai sensi dei presenti orientamenti, anche quando le misure comportano intermediari finanziari pubblici.
173. I fondi di investimento di piccola scala, dall'ambito territoriale limitato e non dotati di adeguati meccanismi di governance saranno analizzati al fine di prevenire il rischio di tenere in vita strutture di mercato inefficienti. I regimi di aiuti per il finanziamento del rischio a carattere regionale non sempre possono avere scala e portata sufficienti a causa del possibile numero ridotto di imprese ammissibili in cui investire, il che potrebbe ridurre l'efficienza, portando così alla concessione di aiuti a imprese meno redditizie. In tali casi, gli investimenti potrebbero creare distorsioni della concorrenza e offrire vantaggi indebiti a talune imprese.
174. A livello dei beneficiari finali, la misura potrebbe avere effetti di distorsione sui mercati del prodotto in cui tali imprese sono concorrenti. Ad esempio, la misura potrebbe falsare la concorrenza se è destinata a imprese operanti in settori poco efficienti. Un'espansione significativa della capacità indotta da aiuti di Stato in un mercato poco efficiente potrebbe, in particolare, determinare un'indebita distorsione della concorrenza, in quanto la creazione o il persistere di un eccesso di capacità potrebbe comportare una diminuzione dei margini di profitto e una riduzione degli investimenti da parte dei concorrenti o persino la loro uscita dal mercato. Non solo: ciò potrebbe impedire anche l'entrata nel mercato di determinate imprese. Da quanto sopra descritto derivano quindi strutture di mercato inefficienti che, nel lungo periodo, possono danneggiare anche i consumatori. Nel caso di un mercato in crescita nei settori destinatari, vi sono di norma meno motivi per temere che l'aiuto incida negativamente sugli incentivi dinamici o che ostacoli indebitamente l'uscita dal mercato o l'ingresso sul mercato. La Commissione ritiene che il rischio di tali distorsioni sia sostanziale quando la misura di finanziamento del rischio è settoriale o privilegia determinati settori rispetto ad altri. In tali casi, la Commissione analizzerà il livello delle capacità produttive nel dato settore alla luce della domanda potenziale. Per consentire alla Commissione di effettuare una tale valutazione gli Stati membri devono indicare, nelle loro notifiche, se la misura di finanziamento del rischio è specifica per il settore o se privilegia determinati settori rispetto ad altri.
175. La Commissione valuterà inoltre gli effetti negativi di eventuali delocalizzazioni, in quanto potrebbero incidere sulla concorrenza e sugli scambi tra Stati membri. Al riguardo, la Commissione esaminerà se i fondi regionali possono causare un aumento delle delocalizzazioni nel mercato interno. Il rischio di tali distorsioni è più accentuato quando le attività di un intermediario finanziario sono concentrate in una regione non assistita confinante con una regione assistita o con una regione che

beneficia di un'intensità di aiuto maggiore. Anche una misura di finanziamento del rischio a carattere regionale che si concentri solo su determinati settori potrebbe avere effetti negativi di delocalizzazione.

176. Infine, nell'ambito della valutazione degli effetti negativi sulla concorrenza e sugli scambi, la Commissione può tener conto, se lo ritiene pertinente, delle esternalità negative dell'attività sovvenzionata, se tali esternalità, creando o aggravando le inefficienze del mercato, incidono negativamente sulla concorrenza e sugli scambi tra Stati membri in misura contraria all'interesse comune<sup>60</sup>.

#### 3.2.5.3. Raffronto tra gli effetti positivi e negativi dell'aiuto

177. Nell'ultima fase dell'analisi, la Commissione metterà a confronto gli effetti negativi individuati della misura di aiuto in termini di distorsione della concorrenza e di incidenza sugli scambi tra Stati membri e gli effetti positivi dell'aiuto e stabilirà che la misura di aiuto è compatibile con il mercato interno soltanto se gli effetti positivi superano quelli negativi.
178. L'equilibrio generale di alcune categorie di regimi di aiuti può inoltre essere soggetto ad un obbligo di valutazione ex post, come descritto nella sezione 4. In tali casi, la Commissione può limitare la durata di questi regimi, con la possibilità di rinotificare la loro proroga successivamente.

#### 3.2.6. Trasparenza

179. Come ulteriore misura di salvaguardia contro le distorsioni indebite della concorrenza, gli Stati membri, la Commissione, gli operatori economici e il pubblico devono avere facile accesso a tutti gli atti e alle informazioni pertinenti in merito alla concessione dell'aiuto.
180. Gli Stati membri garantiscono la pubblicazione nella piattaforma Transparency Award Module<sup>61</sup> della Commissione o in un sito web esaustivo a livello regionale o nazionale relativo agli aiuti di Stato delle seguenti informazioni:
- (a) il testo integrale della decisione di concessione dell'aiuto individuale o del regime di aiuti approvato e le relative disposizioni di applicazione, oppure un link che vi dia accesso;
  - (b) le informazioni contenute nell'allegato dei presenti orientamenti per ciascun aiuto individuale di importo superiore a 100 000 EUR.
181. Gli Stati membri devono organizzare i loro siti web esaustivi sugli aiuti di Stato di cui al punto 180 in modo tale da consentire un accesso agevole alle informazioni. Le informazioni devono essere pubblicate in formato foglio di calcolo aperto che consenta di ricercare, estrarre e scaricare i dati in modo efficace e di pubblicarli agevolmente su Internet, ad esempio in formato CSV o XML. Il pubblico deve poter accedere al sito senza restrizioni e senza obbligo di registrazione.
182. Per i regimi sotto forma di incentivi fiscali, le condizioni di cui al punto 180, lettera b) sono considerate soddisfatte se gli Stati membri pubblicano le informazioni

---

<sup>60</sup> Ciò potrebbe verificarsi anche nei casi in cui gli aiuti alterano il funzionamento degli strumenti economici messi in atto per internalizzare tali esternalità negative (ad esempio, incidendo sui segnali di prezzo forniti dal sistema di scambio di quote di emissioni dell'Unione o da uno strumento analogo).

<sup>61</sup> "State Aid Transparency Public Search", disponibile al seguente indirizzo: <https://webgate.ec.europa.eu/competition/transparency/public?lang=en>.

richieste per gli importi degli aiuti individuali in base ai seguenti intervalli (in milioni di EUR):

- 0,1-0,5;
- 0,5-1;
- 1-2;
- 2-5;
- 5-10;
- 10-30;
- 30-60;
- 60-100;
- 100-250;
- 250 e oltre.

183. Le informazioni menzionate al punto 180, lettera b), devono essere pubblicate entro sei mesi dalla data di concessione dell'aiuto o, per gli aiuti concessi sotto forma di incentivi fiscali, entro un anno dalla data prevista per la presentazione della dichiarazione fiscale<sup>62</sup>. Per gli aiuti inizialmente considerati illegali ma successivamente ritenuti compatibili, gli Stati membri sono tenuti a pubblicare le informazioni entro sei mesi dalla data di adozione della decisione della Commissione che dichiara gli aiuti compatibili. Per consentire l'applicazione delle norme in materia di aiuti di Stato previste dal trattato, le informazioni devono rimanere disponibili per un periodo di almeno dieci anni dalla data in cui l'aiuto viene concesso.
184. La Commissione pubblicherà sul suo sito web il link al sito Internet sugli aiuti di Stato di cui al punto 180.

#### **4. VALUTAZIONE**

185. A ulteriore garanzia della limitazione delle distorsioni della concorrenza e degli scambi, la Commissione può esigere che alcuni regimi di aiuto siano soggetti a una valutazione ex post. Sarà richiesta una valutazione per i regimi in cui il rischio di distorsioni della concorrenza e degli scambi è particolarmente elevato, ovvero che sono in grado di provocare significative restrizioni o distorsioni della concorrenza se non si procede a un riesame della loro attuazione in tempo utile.
186. Può essere richiesta una valutazione ex post per i seguenti regimi di aiuti:
- (a) regimi con ingenti dotazioni di aiuti;
  - (b) regimi con carattere regionale;
  - (c) regimi con carattere settoriale ristretto;
  - (d) regimi modificati, qualora le modifiche incidano sui criteri di ammissibilità, sull'importo degli investimenti o sui parametri finanziari;

---

<sup>62</sup> Nel caso in cui non esista alcun requisito formale di dichiarazione annuale, a fini di registrazione, il 31 dicembre dell'anno per il quale è stato concesso l'aiuto corrisponderà alla data della concessione.

- (e) regimi con caratteristiche innovative;
  - (f) i regimi per i quali la Commissione ritiene necessaria la valutazione a causa dei loro potenziali effetti negativi sulla concorrenza e sugli scambi.
187. In ogni caso, sarà richiesta una valutazione per i regimi con una dotazione di aiuti di Stato o con spese ammissibili contabilizzate superiori a 150 milioni di EUR in un dato anno o a 750 milioni di EUR nel corso della loro durata complessiva, vale a dire la durata combinata del regime e di eventuali regimi precedenti caratterizzati da obiettivi simili e relativi a zone geografiche simili, a decorrere dal 1° gennaio 2022. Considerati gli obiettivi della valutazione e per evitare di imporre agli Stati membri un onere sproporzionato, le valutazioni ex post sono richieste soltanto per i regimi di aiuti la cui durata totale supera i tre anni a decorrere dal 1° gennaio 2022.
188. L'obbligo della valutazione ex post non si applica ai regimi di aiuto che subentrano a regimi caratterizzati da obiettivi simili e relativi a zone geografiche simili che siano stati oggetto di valutazione e rispetto ai quali sia stata redatta una relazione di valutazione finale in conformità con il piano di valutazione approvato dalla Commissione e non siano state adottate conclusioni negative. Se la relazione di valutazione finale di un regime non risulta conforme al piano di valutazione approvato, il regime in questione deve essere sospeso con effetto immediato.
189. L'obiettivo della valutazione dovrebbe essere quello di verificare la realizzazione delle ipotesi e delle condizioni da cui dipende la compatibilità del regime, in particolare la necessità e l'efficacia della misura di aiuto alla luce dei suoi obiettivi. La valutazione dovrebbe inoltre verificare l'incidenza della misura di finanziamento del rischio sulla concorrenza e sugli scambi.
190. Per i regimi di aiuto rispetto ai quali deve essere realizzata una valutazione (cfr. i punti 186 e 187) e la cui durata totale supera i tre anni a decorrere dal 1° gennaio 2022, gli Stati membri devono notificare un progetto di piano di valutazione, che formerà parte integrante della valutazione del regime da parte della Commissione, secondo le seguenti modalità:
- (a) insieme al regime di aiuti, se la dotazione di bilancio degli aiuti di Stato è superiore a 150 milioni di EUR in un dato anno o, considerando tutta la durata del regime, a 750 milioni di EUR;
  - (b) entro i 30 giorni lavorativi successivi a una modifica significativa che aumenta la dotazione del regime portandola ad un livello superiore a 150 milioni di EUR in un dato anno o, considerando tutta la durata del regime, a 750 milioni di EUR;
  - (c) entro i 30 giorni lavorativi successivi all'iscrizione a bilancio di spese superiori a 150 milioni di EUR in un dato anno;
  - (d) in seguito ad una richiesta della Commissione, e in ogni caso prima dell'approvazione del regime, se il regime rientra in una delle categorie elencate al paragrafo 186, indipendentemente dalla dotazione di aiuti di Stato del regime.



191. Il progetto di piano di valutazione deve essere conforme ai principi metodologici comuni forniti dalla Commissione<sup>63</sup>. Gli Stati membri devono pubblicare il piano di valutazione approvato dalla Commissione.
192. La valutazione ex post deve essere effettuata da un esperto indipendente dalle autorità che concedono l'aiuto, sulla base del piano di valutazione. Ogni valutazione deve comprendere almeno una relazione di valutazione intermedia e una relazione di valutazione finale, che devono essere entrambe pubblicate dagli Stati membri.
193. La valutazione finale deve essere presentata alla Commissione in tempo utile per consentirle di valutare l'eventuale prolungamento del regime di aiuto e al più tardi nove mesi prima della scadenza del regime. Tale periodo può essere ridotto per i regimi rispetto ai quali l'obbligo di valutazione scatta negli ultimi due anni di attuazione. L'ambito di applicazione e le modalità di ciascuna valutazione saranno definiti in dettaglio nella decisione di approvazione del regime di aiuto. La notifica di eventuali successive misure di aiuto che presentino un obiettivo analogo devono contenere la descrizione di come si sia tenuto conto dei risultati della valutazione.

## **5. DISPOSIZIONI FINALI**

### **5.1. Applicabilità**

194. La Commissione applica i principi di cui ai presenti orientamenti per valutare la compatibilità di tutti gli aiuti per il finanziamento del rischio soggetti ad obbligo di notifica che verranno concessi o che si prevede di concedere a decorrere dal 1° gennaio 2022.
195. Gli aiuti per il finanziamento del rischio concessi illegalmente prima del 1° gennaio 2022 saranno valutati conformemente alle norme in vigore alla data in cui l'aiuto è stato concesso.
196. Per tutelare le legittime aspettative degli investitori privati, in caso di regimi per il finanziamento del rischio che prevedono finanziamenti pubblici a favore del finanziamento del rischio, la data dell'impegno dei finanziamenti pubblici a favore degli intermediari finanziari, ossia la data della firma dell'accordo di finanziamento, determina l'applicabilità delle norme alla misura di finanziamento del rischio.

### **5.2. Misure appropriate**

197. La Commissione ritiene che l'attuazione dei presenti orientamenti comporterà alcune modifiche dei principi di valutazione degli aiuti per il finanziamento del rischio nell'Unione. Per questi motivi, la Commissione propone agli Stati membri le seguenti opportune misure conformemente all'articolo 108, paragrafo 1, del trattato:
- (a) gli Stati membri dovrebbero modificare, se necessario, i loro regimi di aiuti per il finanziamento del rischio esistenti, al fine di armonizzarli con i presenti orientamenti, entro sei mesi dalla data della pubblicazione di questi ultimi;
  - (b) gli Stati membri sono invitati ad esprimere il loro assenso, esplicito e incondizionato, alle misure proposte, entro due mesi dalla data di pubblicazione dei presenti orientamenti. In assenza di una risposta, la

---

<sup>63</sup> Documento di lavoro dei servizi della Commissione, "Metodologia comune per la valutazione degli aiuti di Stato", SWD(2014) 179 final del 28.5.2014.

Commissione riterrà che lo Stato membro in questione non condivida le misure proposte.

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

### **5.3. Relazioni e monitoraggio**

199. In conformità del regolamento (UE) n. 2015/1589 del Consiglio<sup>64</sup> e del regolamento (CE) n. 794/2004 della Commissione<sup>65</sup>, gli Stati membri sono tenuti a presentare relazioni annuali alla Commissione.
200. Gli Stati membri devono conservare una documentazione dettagliata di tutte le misure di aiuto. Questa documentazione deve contenere tutte le informazioni necessarie per accertare il rispetto delle condizioni in materia di ammissibilità e di importi massimi degli investimenti. La documentazione deve essere conservata per dieci anni dalla data di concessione dell'aiuto e deve essere messa a disposizione della Commissione su richiesta. Nel caso di misure d'aiuto che prevedono incentivi fiscali nell'ambito dei quali sono concessi automaticamente aiuti fiscali, come quelli basati sulle dichiarazioni fiscali dei beneficiari, e se non esiste alcuna verifica ex ante del rispetto delle condizioni di compatibilità per ciascun beneficiario, gli Stati membri devono verificare periodicamente, almeno ex post e a campione, il rispetto di tutte le condizioni di compatibilità e trarre le opportune conclusioni. Gli Stati membri devono conservare registri dettagliati delle verifiche per almeno dieci anni dalla data del controllo.

### **5.4. Revisione**

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

---

<sup>64</sup> Regolamento (UE) 2015/1589 del Consiglio, del 13 luglio 2015, recante modalità di applicazione dell'articolo 108 del trattato sul funzionamento dell'Unione europea (GU L 248 del 24.9.2015, pag. 9).

<sup>65</sup> Regolamento (CE) n. 794/2004 della Commissione, del 21 aprile 2004, recante disposizioni di esecuzione del regolamento (UE) 2015/1589 del Consiglio recante modalità di applicazione dell'articolo 108 del trattato sul funzionamento dell'Unione europea (GU L 140 del 30.4.2004, pag. 1).

## Allegato — Informazioni sulla trasparenza

Le informazioni sugli aiuti individuali di cui al punto 180, lettera b), sono le seguenti:

- Nome del singolo beneficiario dell'aiuto <sup>(66)</sup>:
  - Nome
  - Identificativo del beneficiario dell'aiuto
- Categoria dell'impresa beneficiaria dell'aiuto al momento della domanda:
  - PMI
  - Grande impresa
- Regione in cui è ubicato il beneficiario dell'aiuto, a livello NUTS II o inferiore
- Principale settore o attività per la quale il beneficiario ha ricevuto l'aiuto in questione (gruppo NACE - codice numerico a tre cifre) <sup>(67)</sup>
- Elemento di aiuto, espresso come importo intero in valuta nazionale
- Se diverso dall'elemento di aiuto, l'importo nominale dell'aiuto, espresso come importo intero in valuta nazionale <sup>(68)</sup>
- Strumento di aiuto <sup>(69)</sup>:
  - Sovvenzione/contributo in conto interessi/cancellazione del debito
  - Prestito/anticipi rimborsabili/sovvenzione rimborsabile
  - Garanzia
  - Agevolazione o esenzione fiscali
  - Finanziamento del rischio
  - Altro (si prega di specificare)
- Data di concessione e data di pubblicazione
- Obiettivo dell'aiuto
- Nome delle autorità che concedono gli aiuti
- Eventualmente, nome dell'entità delegata e nomi degli intermediari finanziari selezionati
- Numero di riferimento della misura di aiuto <sup>(70)</sup>

---

66 Ad eccezione dei segreti aziendali e delle altre informazioni riservate in casi debitamente giustificati e previo accordo della Commissione [comunicazione della Commissione C(2003) 4582, del 1° dicembre 2003, relativa al segreto d'ufficio nelle decisioni in materia di aiuti di Stato (GU C 297 del 9.12.2003, pag. 6)].

67 Regolamento (CE) n. 1893/2006 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 20 dicembre 2006, che definisce la classificazione statistica delle attività economiche NACE Revisione 2 e modifica il regolamento (CEE) n. 3037/90 del Consiglio nonché alcuni regolamenti (CE) relativi a settori statistici specifici (GU L 393 del 30.12.2006, pag. 1).

68 Equivalente sovvenzione lordo o, eventualmente, l'importo dell'investimento. Per gli aiuti al funzionamento, si può indicare l'importo di aiuto annuale per beneficiario. Per i regimi fiscali, tale importo può essere comunicato utilizzando gli intervalli di cui al punto 182. L'importo da pubblicare è lo sgravio fiscale massimo consentito e non l'importo dedotto ogni anno (ad esempio, nel caso di un credito d'imposta, deve essere pubblicato il credito d'imposta massimo consentito e non l'importo effettivo, che può dipendere dai redditi imponibili e variare ogni anno).

69 Se l'aiuto viene concesso tramite strumenti d'aiuto diversi, l'importo dell'aiuto va fornito per strumento.

70 Fornito dalla Commissione nel quadro della procedura di notifica di cui alla sezione 2.2.