

**SCHEMA DI VALUTAZIONE n. 13/2012
dei progetti di atti legislativi trasmessi ai sensi del protocollo
sull'applicazione dei principi di sussidiarietà e proporzionalità**

TITOLO:	Proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio relativo ai fondi europei di venture capital		
NUMERO ATTO	COM (2011) 860 def.		
NUMERO PROCEDURA	2011/0417 (COD)		
AUTORE	Commissione europea		
DATA DELL'ATTO	07/12/2011		
DATA DI TRASMISSIONE	10/01/2012		
SCADENZE OTTO SETTIMANE	07/03/2012 (decorrenti dall'11 gennaio 2012)		
ASSEGNATO IL	16/01/2012		
COMM.NE DI MERITO	6 ^a	Parere motivato entro	23/02/2012
COMM.NI CONSULTATE	3 ^a e 14 ^a	Oss.ni e proposte entro	16/02/2012
OGGETTO	La proposta di regolamento prevede requisiti uniformi per i gestori di organismi di investimento collettivo che desiderano utilizzare la denominazione di "Fondo europeo di <i>venture capital</i> " e le condizioni per la commercializzazione di organismi di investimento collettivo nell'Unione.		
BASE GIURIDICA	La proposta si basa sull'articolo 114 del trattato sul funzionamento dell'Unione europea, che prevede la procedura legislativa ordinaria per l'adozione di " <i>misure relative al ravvicinamento delle disposizioni legislative, regolamentari ed amministrative degli Stati membri che hanno per oggetto l'instaurazione ed il funzionamento del mercato interno</i> ". A tale proposito, il ravvicinamento è operato tenendo conto della necessità di incrementare l'affidabilità e la certezza giuridica delle attività di commercializzazione intraprese dagli operatori utilizzando la denominazione di "Fondo europeo di <i>venture capital</i> ". Nel perseguire tale obiettivo, la proposta introduce: a) principi uniformi riguardanti la composizione del portafoglio del "Fondo europeo di <i>venture capital</i> ", gli strumenti d'investimento che tale fondo può utilizzare e gli obiettivi d'investimento ammissibili per i fondi di investimento collettivi che operano sotto la denominazione di "Fondo		

europeo di *venture capital*"; b) principi uniformi sulle categorie di investitori considerati idonei a investire nei fondi europei di *venture capital*. Tali principi uniformi sono meglio garantiti da uno strumento legislativo direttamente applicabile, quale è il regolamento.

PRINCIPIO DI SUSSIDIARIETÀ

Secondo la Commissione europea, la proposta si prefigge di creare un ambiente fidato, sicuro e giuridicamente stabile per la commercializzazione dei fondi europei di *venture capital*. La determinazione delle caratteristiche essenziali di tale fondo, in termini di composizione del portafoglio, di strumenti d'investimento, di obiettivi d'investimento e di gruppi di investitori idonei, non può essere lasciata alla discrezione degli Stati membri, in quanto questi requisiti fondamentali verrebbero applicati in modo diversificato e non coerente nell'ambito dell'UE.

Per quanto riguarda la registrazione e la vigilanza dei gestori dei fondi europei di *venture capital*, la proposta intende trovare il giusto equilibrio tra la necessità di una vigilanza efficace, l'interesse delle autorità nazionali competenti dei paesi in cui tali fondi sono domiciliati o offerti alle categorie di investitori idonei e il ruolo di coordinamento dell'AESFEM.

PRINCIPIO DI PROPORZIONALITÀ

Secondo la Commissione europea, la proposta trova il giusto equilibrio tra l'interesse pubblico di promuovere lo sviluppo di mercati di *venture capital* più liquidi e l'efficienza in termini di costi delle misure proposte.

ANNOTAZIONI:

1. Il 7 dicembre 2011 la Commissione europea ha presentato una proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio relativo ai fondi europei di *venture capital* (COM (2011) 860 def.). La proposta è soggetta al controllo del rispetto del principio di sussidiarietà in base alle previsioni del protocollo n. 2 allegato ai trattati. Il termine delle otto settimane scade il 7 marzo 2012, decorrendo dall'11 gennaio 2012 (data di traduzione della proposta in tutte le lingue ufficiali dell'Unione).

La Commissione europea inquadra la proposta nel contesto di una risposta più strutturata che l'Unione europea deve fornire nella disciplina del *venture capital* rispetto ai concorrenti globali nel settore dell'alta tecnologia e dell'innovazione, in particolare gli Stati Uniti. La frammentazione e dispersività della disciplina determina invero una riluttanza degli investitori a investire in fondi di *venture capital*. La Commissione ricorda che alcuni Stati membri dispongono di regimi regolamentari dedicati ai fondi di *venture capital*, con norme sulla composizione del portafoglio, sulle tecniche di investimento e sugli obiettivi d'investimento ammissibili. La maggior parte degli Stati membri, tuttavia, non dispone di tali regimi, ma preferisce applicare norme generali sul diritto societario e sugli obblighi sui prospetti alle attività di tutti i gestori di fondi che intendono offrire "collocamenti privati" di *venture capital* nelle proprie giurisdizioni.

Come conseguenza della frammentazione normativa, risulta difficile e oneroso per i potenziali investitori in "*venture capital*" convogliare alcuni dei propri investimenti verso esso. Attualmente, i potenziali investitori tendono a preferire investimenti in "*private equity*" piuttosto che in *venture capital*. Nel periodo di riferimento 2003-2010, i fondi

dedicati al *venture capital* ammontavano a 64 miliardi di euro a fronte di un totale di 437 miliardi di euro investiti nel più ampio settore del "*private equity*".

Finché persiste questa distorsione in favore del "*private equity*", un settore che investe in società mature e organizza acquisizioni di società ricorrendo all'indebitamento, i fondi disponibili non vengono convogliati verso il finanziamento di imprese in fase di *start-up* che sono nello stadio decisivo del proprio sviluppo societario. Di conseguenza, in questa fase, il *venture capital* riveste un ruolo secondario nel finanziamento delle piccole e medie imprese, che quindi dipendono essenzialmente dai finanziamenti bancari, con le rilevanti difficoltà apprezzate a causa della perdurante crisi dei mercati finanziari.

La mancanza di un settore efficiente del *venture capital* fa sì che gli innovatori e le iniziative imprenditoriali innovative non riescano ad esprimere appieno le proprie potenzialità commerciali. Questo, a sua volta, incide negativamente sulla competitività globale dell'Europa.

Si ricorda che un mercato europeo fiorente del *venture capital*: è uno degli obiettivi della Strategia Europa 2020 globale; è stato richiamato dal Consiglio europeo del febbraio 2011, che ha chiesto la rimozione dei restanti ostacoli normativi relativi al *venture capital* transfrontaliero; nell'Atto per il mercato unico, la Commissione Europea si è impegnata ad assicurare che, entro il 2012, i fondi di *venture capital* istituiti negli Stati membri potranno raccogliere capitali e investire liberamente in tutta l'UE; la comunicazione della Commissione "Una tabella di marcia per la stabilità e la crescita", adottata il 12 ottobre 2011, ha inoltre individuato nella facilitazione dell'accesso al *venture capital* uno strumento importante per incentivare la **crescita nell'UE** e, pertanto, ha richiesto l'adozione con iter accelerato delle proposte rilevanti da parte del Parlamento europeo e del Consiglio.

Secondo la Commissione europea, il regolamento proposto mira a raggiungere i predetti obiettivi. In particolare, introduce requisiti uniformi per i gestori di organismi di investimento collettivo che operano sotto la denominazione di "Fondo europeo di *venture capital*". Introduce dei requisiti inerenti al portafoglio d'investimento, alle tecniche d'investimento e alle imprese ammissibili per un fondo europeo di *venture capital* qualificato. Introduce, inoltre, regole uniformi sulle categorie di investitori su cui può concentrarsi un fondo di *venture capital* qualificato e sull'organizzazione interna dei gestori che commercializzano tali fondi. In qualità di gestori di organismi di investimento collettivo che operano sotto la denominazione di "Fondo europeo di *venture capital*", essi saranno soggetti a norme sostanziali identiche in tutta l'UE, beneficeranno di requisiti uniformi per la registrazione e di un passaporto europeo che contribuirà a creare parità di condizioni per tutti gli operatori di mercato nel settore del *venture capital*.

2. Nella motivazione della proposta, la Commissione dà conto della consultazione delle parti interessate e della valutazione di impatto (contenuta nel SEC (2011) 1515 def. e nel SEC (2011) 1516 def.). La linea di azione prescelta consiste nella creazione di un passaporto per il *venture capital* come strumento giuridico indipendente. L'analisi delle varie opzioni possibili è stata condotta avendo riguardo agli obiettivi generali, ossia quelli di rendere le piccole e medie imprese europee più competitive nel mercato globale, ma anche a fronte degli obiettivi più specifici e più operativi: i) istituire una nozione europea di "fondo di *venture capital*"; ii) creare un sistema europeo di promozione della raccolta transfrontaliera dei fondi di *venture capital*; iii) creare un approccio regolamentare comune che disciplini tali fondi, inclusa una rete di cooperazione normativa per la vigilanza su detti fondi di investimento. Gli impatti sono stati valutati analizzando i costi e i benefici per i gestori di fondi di *venture capital*, per le piccole e medie imprese, per la società, per l'economia in generale, per l'ambiente e per il contesto globale. L'analisi si è conclusa in

favore della **creazione di un passaporto per il *venture capital* come strumento indipendente**. Si prevede che l'impatto dell'opzione prescelta vada a beneficio dei gestori dei fondi di *venture capital*, in quanto ne migliorerà le condizioni operative nell'UE, con conseguenti riduzioni dei costi di conformità e amministrativi, nonché con nuove opportunità per la raccolta di capitali. Ciò darà luogo a maggiori opportunità d'affari e a un aumento dei capitali convogliati verso le piccole e medie imprese giovani e innovative che, a loro volta, incrementeranno la competitività e la crescita dell'economia europea.

3. In riferimento al **merito della proposta**, l'articolo 1 delinea l'oggetto del regolamento sancendo requisiti uniformi per i gestori di organismi di investimento collettivo che desiderano utilizzare la denominazione di "Fondo europeo di *venture capital*" e le condizioni per la commercializzazione di organismi di investimento collettivo nell'Unione. Stabilisce altresì norme uniformi per la commercializzazione dei fondi di *venture capital* qualificati a investitori idonei in tutta l'Unione, per la composizione del portafoglio dei fondi di *venture capital* qualificati, per gli strumenti e le tecniche d'investimento che i fondi di *venture capital* qualificati possono utilizzare, nonché norme su organizzazione, condotta e trasparenza dei gestori di fondi di *venture capital* che commercializzano tali fondi.

L'articolo 2 specifica che il regolamento si applica ai gestori di organismi di investimento collettivo come definiti nell'articolo 3, lettera b), purché tali gestori siano stabiliti nell'Unione, siano registrati presso l'autorità competente dello Stato membro d'origine ai sensi della direttiva 2011/61/UE (direttiva sui gestori di fondi alternativi) e gestiscano portafogli di fondi di *venture capital* qualificati, le cui attività in gestione **non superino complessivamente la soglia di 500 milioni di euro**.

L'articolo 3 reca le definizioni essenziali che delincono l'ambito di applicazione del regolamento proposto. Sono definiti i concetti fondamentali, quali il fondo di *venture capital* qualificato, gli strumenti e obiettivi d'investimento ammissibili. Sostanzialmente, queste definizioni intendono tracciare una linea di demarcazione netta tra i fondi di *venture capital* qualificati e gli altri fondi che possono perseguire strategie d'investimento meno specialistiche, come per esempio il "*private equity*". In linea con l'obiettivo di circoscrivere con precisione i fondi qualificati in relazione ai quali il gestore di un fondo di *venture capital* beneficia dei diritti derivanti dal regolamento, l'articolo 3, lettera a) sancisce che un fondo di *venture capital* qualificato è un fondo che destina **almeno il 70 per cento dell'aggregato dei propri conferimenti di capitale e del capitale impegnato non richiamato a investimenti in piccole e medie imprese** che emettono strumenti rappresentativi di *equity* o *quasi-equity* direttamente a beneficio dell'investitore in *venture capital* ("obiettivi d'investimento"). **È importante chiarire che il fondo di *venture capital* deve acquisire detti strumenti direttamente dalla piccola o media impresa emittente. L'acquisizione diretta è una misura di tutela essenziale, in quanto si prefigge di distinguere i fondi di *venture capital* qualificati dalla più ampia categoria dei fondi di "*private equity*" (che negoziano titoli emessi sui mercati secondari).**

L'articolo 4 contiene il principio secondo il quale solo i fondi che rispettano i criteri uniformi stabiliti dal regolamento sono autorizzati a utilizzare la denominazione di "Fondo europeo di *venture capital*" per commercializzare fondi di *venture capital* qualificati in tutta l'Unione.

L'articolo 5 contiene una disposizione dettagliata sulla composizione del portafoglio che caratterizza un fondo europeo di *venture capital*. Le negoziazioni secondarie sono consentite entro la soglia massima del 30 per cento dell'aggregato dei conferimenti di capitale e degli investimenti di capitale non richiamato.

L'articolo 6 individua gli investitori idonei a investire nei fondi di *venture capital* qualificati. I fondi qualificati possono essere commercializzati solo a investitori riconosciuti come investitori professionali ai sensi della direttiva 2004/39/CE (c.d. direttiva MIFID). La commercializzazione ad altri investitori è consentita solo nel caso in cui questi ultimi si impegnino a versare nel fondo un importo minimo di 100.000 euro.

Gli articoli 7 e 8 recano norme per disciplinare il comportamento del gestore di un fondo di *venture capital* qualificato e per la gestione dei conflitti di interesse da parte dei gestori di esso. Queste norme stabiliscono anche che il gestore deve disporre di strutture organizzative e amministrative atte a garantire la corretta gestione dei conflitti di interesse, così come l'articolo 9 dispone che il gestore debba detenere risorse umane e tecniche adeguate, nonché fondi propri in misura sufficiente.

Per l'articolo 10, le regole per la valutazione delle attività sono indicate nei documenti statuari del fondo, mentre l'articolo 11 contiene delle norme sulle relazioni annuali che i gestori di fondi di *venture capital* dovrebbero predisporre in merito ai fondi gestiti.

L'articolo 12 contiene i requisiti informativi fondamentali cui il gestore di un fondo di *venture capital* deve adempiere. Soprattutto, tali requisiti contengono obblighi informativi pre-contrattuali relativi alla strategia di investimento e agli obiettivi del fondo qualificato, agli strumenti di investimento utilizzati, alle informazioni sui costi e sugli oneri associati, nonché al profilo di rischio/rendimento dell'investimento proposto da un fondo qualificato. Essi includono, inoltre, informazioni sulle modalità di calcolo della retribuzione del gestore.

L'articolo 13 stabilisce che i gestori di fondi di *venture capital* che, per la commercializzazione dei propri fondi intendono utilizzare la denominazione di "Fondo europeo di *venture capital*", informano di tale intenzione le autorità competenti del proprio Stato membro d'origine, fornendo tutte le informazioni necessarie, incluse quelle relative ai mezzi con cui adempiere alle disposizioni del regolamento e ai fondi che intendono commercializzare. Tali informazioni devono essere aggiornate in caso di mutamento (articolo 14). L'autorità competente registrerà il gestore di fondi di *venture capital* quando si riterrà soddisfatta in merito alla completezza delle informazioni richieste e all'adeguatezza dei mezzi previsti per adempiere alle disposizioni del regolamento. La registrazione sarà valida in tutta l'Unione e consentirà al gestore di fondi di *venture capital* di commercializzarli con la denominazione di "Fondo europeo di *venture capital*". In base all'articolo 15, l'autorità di vigilanza del paese di origine dovrà procedere alla notifica agli altri Stati membri e all'AESFEM, che avrà il compito di gestire una base di dati centrale contenente tutti i fondi di *venture capital* qualificati registrati nell'Unione (articolo 16). L'autorità di vigilanza del Paese di origine ha l'obbligo di vigilare sul rispetto delle disposizioni del regolamento (articolo 17), esercitando i poteri indicati dall'articolo 18, come ad esempio, la possibilità di accedere a qualsiasi documento, la possibilità di eseguire ispezioni in loco, l'emissione di un'ordinanza con cui si ingiunga al gestore del fondo di adempiere alle disposizioni del regolamento.

Gli articoli 19 e 20 si riferiscono alle misure sanzionatorie, l'articolo 21 alla collaborazione tra le autorità di vigilanza, cui ai sensi dell'articolo 22 è richiesto il segreto professionale.

Gli articoli da 23 a 25 recano le disposizioni transitorie e finali, ivi comprese quelle per l'esercizio dei poteri delegati.

4. In riferimento alla **normativa interna**, va ricordato che l'art. 31 del decreto legge 6 luglio 2011, n. 98, recante disposizioni urgenti per la stabilizzazione finanziaria, convertito con modificazioni dalla legge 15 luglio 2011, n. 111, ha previsto *interventi per favorire l'afflusso di capitale di rischio verso le nuove imprese*. Tale articolo è stato novellato in diverse parti dall'art. 90 del decreto legge 24 gennaio 2012, n. 1, recante disposizioni urgenti per la concorrenza, lo sviluppo delle infrastrutture e la competitività.

L'articolo mira a **favorire l'accesso al venture capital** e sostenere i processi di crescita di nuove imprese, utilizzando lo strumento dei fondi comuni di investimento, secondo le linee indicate dalla Commissione europea nella comunicazione "Europa 2020" (comma 1).

A seguito della novella, il comma 2 definisce "Fondi per il Venture Capital" (FVC) i fondi comuni di investimento che investono almeno il 75% dei capitali raccolti in società non quotate nella fase di sperimentazione (*seed financing*), di costituzione (*start-up financing*), di avvio dell'attività (*early-stage financing*) o di sviluppo del prodotto (*expansion financing*).

Per converso, le società destinatarie dei FVC devono avere, tra l'altro, le seguenti caratteristiche: a) non essere quotate; b) avere sede operativa in Italia; c) le relative quote od azioni devono essere direttamente detenute, in via prevalente, da persone fisiche; d) essere soggette all'imposta sul reddito delle società o analoga imposta prevista dalla legislazione locale senza la possibilità di esserne esentate totalmente o parzialmente; e) essere società esercenti attività di impresa da non più di 36 mesi; f) avere un fatturato, così come risultante dall'ultimo bilancio approvato prima dell'investimento del FVC, non superiore ai 50 milioni di euro (comma 3).

Con decreto del Ministro dell'economia e delle finanze di natura non regolamentare sono stabilite le modalità attuative e di rendicontazione annuale dei gestori dei FVC al fine di rispettare le condizioni di cui ai commi 2 e 3 e le sanzioni nel caso del mancato rispetto delle suddette condizioni. Le quote di investimento oggetto delle misure di cui al presente articolo devono essere inferiori a 2,5 milioni di euro per piccola e media impresa destinataria su un periodo di dodici mesi (comma 5).

I commi 4 e 6 recano infine disposizioni di natura fiscale.

13 febbraio 2012

A cura di Davide A. Capuano

Per informazioni: Ufficio dei rapporti con le istituzioni dell'Unione europea (roci01a@senato.it)