



Bruxelles, 1.9.2010  
C(2010)6068

**Oggetto: Aiuto di Stato N 722/2009 - Italia (regione Lazio)  
Regime di aiuto a favore del capitale di rischio (Fondo di capitale di rischio POR I.3 Lazio)**

Signor Ministro,

#### **1. PROCEDIMENTO**

- (1) Con notifica elettronica del 23 dicembre 2009, registrata presso la Commissione lo stesso giorno, le autorità italiane hanno notificato, ai sensi dell'articolo 108, paragrafo 3, del TFUE, la misura di aiuto in oggetto (Fondo di capitale di rischio POR I.3 Lazio).
- (2) Le autorità italiane hanno notificato la misura ai sensi degli orientamenti comunitari sugli aiuti di Stato destinati a promuovere gli investimenti in capitale di rischio nelle piccole e medie imprese<sup>1</sup> (in appresso "gli orientamenti").
- (3) Poiché le informazioni ricevute non erano sufficienti per valutare la compatibilità della misura con il mercato interno, la Commissione ha ritenuto che la notifica fosse incompleta ed ha pertanto richiesto all'Italia complementi di informazione con lettera del 16 febbraio 2010. Le autorità italiane hanno chiesto una proroga del termine fino alla fine di aprile 2010 con lettera del 26 marzo 2010 che la Commissione ha accettato con lettera del 30 marzo 2010. Un'altra richiesta d'informazioni è stata inviata alle autorità italiane in data 15 luglio 2010.
- (4) Il 29 aprile 2010 si è svolta a Bruxelles una riunione con le autorità italiane.

---

<sup>1</sup> GU C 194 del 18.8.2006, pag. 2.

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

- (5) Le autorità italiane hanno presentato le informazioni richieste in data 14 maggio, 11 giugno e 10 agosto 2010.

## **2. DESCRIZIONE DELLA MISURA DI AIUTO**

### **2.1. Obiettivo**

- (6) La Regione Lazio intende costituire un fondo di investimento al 100% pubblico per realizzare investimenti in capitale di rischio a favore di imprese start-up e PMI situate in Lazio mediante finanziamenti privati caratterizzati da effetto leva.
- (7) La misura è volta ad ovviare ad un presunto disfunzionamento del mercato relativo alle fasi iniziali ("*early stage*", ovvero "*seed capital*" e "*start-up capital*") dell'impresa e agli investimenti in capitale di espansione ("*expansion capital*") a favore di PMI operanti in Lazio, in linea con gli obiettivi strategici previsti nel programma operativo FESR 2007-2013 per la Regione Lazio (in appresso "POR FESR 2007-2013").
- (8) Inoltre, come obiettivi secondari, la misura è volta a incentivare attività a sostegno dell'innovazione ed a promuovere lo *spin-off* o lo *spin-out* e le collaborazioni con organismi di ricerca o con *cluster* nella regione, in linea con gli obiettivi strategici previsti nel POR FESR 2007-2013.

### **2.2. Base giuridica**

- (9) La base giuridica della misura è lo Statuto del fondo capitale di rischio POR FESR I.3 Lazio 2007-2013.

### **2.3. Dotazione e durata**

- (10) Il fondo verrà costituito con una dotazione iniziale di 20 milioni di EUR finanziata dal POR FESR 2007-2013, che è composto al 50% dal FESR e al 50% da fondi nazionali. In base al regime, è richiesto il rispetto dei principi dei fondi strutturali. In particolare, poiché il regime è cofinanziato con fondi FESR, vanno rispettate le disposizioni dei seguenti regolamenti: regolamento (CE) n. 1083/2006 del Consiglio<sup>2</sup>, regolamento (CE) n. 1080/2006 del Parlamento europeo e del Consiglio<sup>3</sup> e regolamento (CE) n. 1828/2006 della Commissione<sup>4</sup>.

---

<sup>2</sup> REGOLAMENTO (CE) N. 1083/2006 DEL CONSIGLIO dell'11 luglio 2006 recante disposizioni generali sul Fondo europeo di sviluppo regionale, sul Fondo sociale europeo e sul Fondo di coesione e che abroga il regolamento (CE) n. 1260/1999 - GU L 210 del 31.7.2006, pag. 25.

<sup>3</sup> REGOLAMENTO (CE) N. 1080/2006 DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO del 5 luglio 2006 relativo al Fondo europeo di sviluppo regionale e recante abrogazione del regolamento (CE) n. 1783/1999 - GU L 210 del 31.7.2006, pag. 1.

<sup>4</sup> REGOLAMENTO (CE) N. 1828/2006 DELLA COMMISSIONE dell'8 dicembre 2006 che stabilisce modalità di applicazione del regolamento (CE) n. 1083/2006 del Consiglio recante disposizioni generali sul Fondo europeo di sviluppo regionale, sul Fondo sociale europeo e sul Fondo di coesione e del regolamento (CE) n. 1080/2006 del Parlamento europeo e del Consiglio relativo al Fondo europeo di sviluppo regionale - GU L 371 del 27.12.2006, pag. 1.

- (11) Il fondo inizierà ad operare dopo l'approvazione da parte della Commissione e cesserà l'attività il 31 dicembre 2015.

## **2.4. Partecipanti alla misura**

### *2.4.1. Il fondo*

- (12) La Regione Lazio creerà un fondo a carattere rotativo che verrà costituito come fondo separato nell'ambito di FILAS, impresa fondata nel 1975 dalla Regione Lazio come strumento "in house" per la gestione di strumenti di capitale di rischio e il supporto di attività di innovazione.
- (13) Il fondo opererà fino al 31.12.2015, data di chiusura finale del POR FESR 2007-2013, ovvero termine per le erogazioni del fondo in base alle norme che regolamentano i fondi strutturali dell'UE. La fase di investimento del fondo ("*investment period*") durerà fino al 31.12.2015, seguita da un periodo di disinvestimento ("*divestment period*") fino al 31.12.2020. Come chiarito più in dettaglio in appresso, in base a quanto previsto dalla misura il fondo investirà sempre con coinvestitori privati sulla base di accordi conclusi caso per caso.

### *2.4.2. La gestione del fondo*

- (14) Il fondo verrà gestito da FILAS, che è un intermediario finanziario, ai sensi dell'articolo 106 del Testo unico bancario italiano<sup>5</sup>, specializzato nella gestione di fondi di capitale di rischio.
- (15) Ai fini della creazione del fondo, la Regione Lazio ha pubblicato sia nel Bollettino Ufficiale della Regione Lazio che in alcuni giornali<sup>6</sup> un invito a manifestare interesse invitando le parti interessate (potenziali manager del fondo e/o potenziali imprese destinatarie) ad esprimere le loro opinioni sulle modalità di gestione del fondo. In particolare, la procedura mirava ad identificare la forma del fondo da creare e a raccogliere tutte le informazioni rilevanti sul mercato nel quale opererà il fondo.
- (16) La Regione Lazio ha promosso tale processo consultativo con l'appoggio di FILAS arrivando ad una sua conclusione in data 20 luglio 2009. La Regione ha ricevuto una trentina di manifestazioni di interesse, principalmente da operatori in capitale di rischio, ma anche da società di consulenza e da potenziali imprese destinatarie dell'investimento.
- (17) Sulla base delle informazioni raccolte e dei contatti intercorsi con le parti interessate, la Regione ha concluso sulla necessità della creazione di un fondo interamente pubblico ed ha nominato FILAS come gestore del fondo. FILAS si occuperà delle procedure amministrative per la selezione sia delle imprese beneficiarie degli investimenti che dei coinvestitori. Ad ogni modo, il ruolo di FILAS sarà sussidiario sia rispetto a quello dei coinvestitori, che saranno i

---

<sup>5</sup> Art. 106.1 del TUB: L'esercizio nei confronti del pubblico delle attività di assunzione di partecipazioni, di concessione di finanziamenti sotto qualsiasi forma, di prestazione di servizi di pagamento e di intermediazione in cambi è riservato a intermediari finanziari iscritti in un apposito elenco tenuto dall'UIC.

<sup>6</sup> Il sole 24 Ore, Corriere della Sera, la Repubblica del 13.07.2009

principali responsabili della valutazione della redditività di ciascun investimento, che di quello del Nucleo di Valutazione Regionale.

- (18) Infatti, le decisioni finali di investimento saranno formalmente adottate dal Nucleo di Valutazione Regionale il quale, prima di tutto, analizzerà i progetti di investimento proposti sulla base della loro profittabilità e degli aspetti finanziari e secondariamente, verificherà la legittimità di ciascun investimento.
- (19) Il Nucleo di Valutazione Regionale è composto da cinque membri, tre dei quali selezionati attraverso una procedura di evidenza pubblica. Tali membri saranno selezionati sulla base della loro comprovata esperienza nel settore, dovranno dimostrare di essere indipendenti sia dalla Regione Lazio che da FILAS e la loro remunerazione sarà commisurata ai risultati complessivi del fondo. Un altro membro sarà nominato direttamente dall'Autorità di Gestione incaricata della gestione dei fondi strutturali ed il rimanente membro sarà nominato dalla Regione Lazio.
- (20) Sebbene le decisioni finali relative ai progetti di investimento siano adottate dal Nucleo di Valutazione Regionale, a livello collegiale, i singoli membri rivestono funzioni differenti ed hanno diversi livelli di responsabilità nel corso dell'intero processo decisionale, come dettagliato qui di seguito:
- (a) I tre membri indipendenti esprimono, a maggioranza, il proprio giudizio di merito sulla percorribilità economica, finanziaria e tecnica delle richieste trasmesse da FILAS, stabilendo gli importi degli interventi, gli strumenti da utilizzare, le eventuali condizioni alle quali sottoporre ogni investimenti, tenendo conto delle eventuali decisioni prese preventivamente dai coinvestitori. Parimenti, esprimono il proprio parere in merito ai disinvestimenti ed alle eventuali operazioni rilevanti attinenti gli investimenti effettuati, tenendo conto delle eventuali decisioni prese dai coinvestitori in merito.
- (b) I membri nominati dall'Autorità di Gestione e dalla Regione Lazio si esprimono, all'unanimità, esclusivamente sugli aspetti di legittimità degli investimenti connessi alle funzioni di controllo affidategli dall'Art. 60 Reg. CE 1083/2006 e dall'art. 13 del Reg. CE 1828/2006, avendo diritto di veto sulle operazioni giudicate non conformi nell'eventualità in cui le proposte di investimento non siano in linea con gli obiettivi della misura I.3 del POR FESR 2007-2013. In tal caso, FILAS comunicherà tale decisione agli interessati e pubblicherà adeguatamente tale decisione ai terzi.
- (21) FILAS per le sue attività di gestione riceverà commissioni sulle operazioni per un massimo del 2% annuo dell'importo totale del fondo per l'intero *investment period* ed un massimo dell'1% l'anno per l'importo totale effettivamente impegnato durante il *divestment period*.

#### 2.4.3. I coinvestitori

- (22) I coinvestitori privati investiranno direttamente nel capitale delle PMI selezionate, assieme al fondo. I coinvestitori possono essere persone fisiche, *business angels* o persone giuridiche, indipendenti dall'impresa in cui avviene l'investimento.

- (23) FILAS pubblicherà il fondo per trovare coinvestitori interessati ad investire, assieme al fondo, nelle PMI. A questo scopo, FILAS pubblicherà un invito a manifestare interesse sollecitando i coinvestitori interessati a presentare domanda. Tale invito a manifestazione di interesse identificherà i criteri da soddisfare e resterà aperto per l'intera durata del fondo e/o fino a concorrenza delle risorse.
- (24) FILAS sceglierà i coinvestitori, inserendoli in un apposito elenco. FILAS potrà supportare le imprese nella ricerca dei coinvestitori indicando i coinvestitori già iscritti nell'elenco.
- (25) Onde incoraggiare i coinvestitori a partecipare al programma, FILAS fornirà loro incentivi economici sotto forma di rendimenti preferenziali sugli investimenti, alle condizioni descritte al punto 2.5.3. qui di seguito.

#### 2.4.4. Le imprese "target"

- (26) Il fondo investirà in PMI operanti in Lazio fino alla loro fase di espansione. A questo scopo, FILAS annuncerà un invito a presentare progetti che verrà pubblicato nel Bollettino Ufficiale Regione Lazio e che definirà tutti i criteri di ammissibilità come impresa *target*.
- (27) Il numero stimato di imprese *target* è compreso tra 11 e 50 imprese.
- (28) Le imprese in difficoltà finanziaria ai sensi degli orientamenti comunitari sugli aiuti di Stato per il salvataggio e la ristrutturazione di imprese in difficoltà<sup>7</sup> non sono ammissibili ai finanziamenti nel quadro della misura, così come le imprese del settore della costruzione navale<sup>8</sup> e dei settori del carbone<sup>9</sup> e dell'acciaio<sup>10</sup>.
- (29) Il regime si applicherà ad un'ampia gamma di settori dell'economia, ad eccezione della produzione dei prodotti di cui all'allegato I al TFUE, dei settori della pesca, e delle fibre sintetiche. Inoltre, in base al regime in questione, non verranno concessi aiuti ai settori creditizio, finanziario e assicurativo. Sono altresì esclusi i seguenti settori: commercio, settori della costruzione, immobiliare, alberghiero e catering, pubblica amministrazione e difesa, e trasporti.
- (30) Le autorità italiane hanno confermato che gli aiuti concessi a norma del regime non saranno a favore di attività connesse con l'esportazione né subordinati all'impiego preferenziale di prodotti interni.

### 2.5. La struttura di investimento

- (31) Un'impresa può accedere al fondo attraverso un'apposita richiesta che viene raccolta con procedura a sportello, previa pubblicazione di bandi per la presentazione della domanda sul Bollettino Ufficiale della Regione Lazio. Al

---

<sup>7</sup> GU C 244 del 1.10.2004, pag. 2.

<sup>8</sup> Come definita nella disciplina degli aiuti di Stato alla costruzione navale, GU C 317 del 30.12.2003, pagg. 11-14.

<sup>9</sup> Carboni di alta, media e bassa qualità di classe "A" e "B" ai sensi della classificazione stabilita dalla Commissione economica per l'Europa delle Nazioni Unite nel sistema internazionale di codificazione dei carboni.

<sup>10</sup> Come definita nell'allegato I degli orientamenti in materia di aiuti di Stato a finalità regionale 2007-2013, GU C 54 del 4.3.2006, pagg. 13- 45.

momento della presentazione della domanda, sono possibili due diverse situazioni: i) l'impresa propone un progetto di investimento assieme ad un coinvestitore specifico; ii) l'impresa propone un progetto di investimento senza avere un coinvestitore. In questo secondo caso, FILAS aiuterà l'impresa a trovare il o i coinvestitori potenzialmente interessati al progetto.

- (32) In base alle domande pervenute, il management di FILAS sceglierà i progetti di investimento ammissibili verificando la solidità del progetto sulla base del piano aziendale (*business plan*), dell'esistenza di una strategia di uscita realistica e della redditività economica dell'impresa. Tale valutazione si basa su un parere preliminare emesso dal o dai coinvestitori che vengono coinvolti sin dalle prime fasi e che svolgono il ruolo principale nella valutazione della redditività dell'impresa e del suo progetto di investimento. Tale aspetto, secondo le autorità italiane, garantirà che la gestione del fondo sia orientata al profitto.
- (33) Come già specificato, qualora l'impresa presenti domanda di finanziamento senza avere un coinvestitore, FILAS aiuterà tale impresa a trovare un coinvestitore interessato al progetto. FILAS chiederà quindi al coinvestitore di effettuare la valutazione della redditività del progetto e, soltanto se il coinvestitore accetterà di finanziare il progetto, la richiesta iniziale presentata dall'impresa verrà accolta ed esaminata dal management di FILAS e sarà soggetta alla valutazione finale del Nucleo di Valutazione Regionale.
- (34) In tutti i casi, il Nucleo di Valutazione Regionale adotterà le decisioni definitive di investimento sui progetti selezionati da FILAS sulla base delle proposte che sono state oggetto preventivamente e formalmente di una manifestazione vincolante di interesse (ancorché subordinata all'intervento del fondo) o di una decisione favorevole da parte dei coinvestitori. Secondo le autorità italiane, tale aspetto garantirà al fondo il rispetto dell'orientamento al profitto e alla gestione commerciale delle proprie risorse.
- (35) Una volta approvato il progetto di investimento, FILAS investirà nell'impresa assieme al coinvestitore sotto forma di strumenti equity, quasi-equity o relativi al debito. L'investimento totale effettuato da FILAS e dal coinvestitore corrisponderà, al massimo, al 49,9% del capitale dell'impresa.
- (36) Analogamente, il Nucleo di Valutazione Regionale prenderà la decisione sulle proposte di disinvestimento ed eventuali altre operazioni di particolare rilievo attinenti le partecipazioni acquisite trasmesse da FILAS, tenendo conto delle eventuali decisioni prese dai coinvestitori in merito.

#### 2.5.1. *Limitazione alla fase di espansione*

- (37) La misura prevede, in circostanze specifiche illustrate in appresso (si veda sezione 2.5.4), il finanziamento fino alla fase di espansione per le PMI operanti in Lazio, sia in aree assistite che in aree non assistite<sup>11</sup>.

---

<sup>11</sup> La Regione Lazio é una regione parzialmente assistita ai sensi dell'Art. 107.3.c come da decisione della Commissione C(2007)5618 del 28.11.2007 (N 324/2007 – Carta degli aiuti a finalità regionale) come modificata dalla decisione della Commissione C(2010)4497 del 6.07.2010 (N 117/2010)

### 2.5.2. Condizioni di finanziamento

- (38) La misura fornisce gli strumenti equity, quasi-equity o relativi al debito per investimenti in PMI. Il finanziamento equity deve intervenire nell'acquisizione di azioni ordinarie di nuova emissione al valore nominale.

#### (a) Livello massimo delle tranche di investimento

- (39) Le autorità italiane assicurano che le tranche di investimento non supereranno i 1,5 milioni di EUR per PMI destinataria su un periodo di dodici mesi. Questo comprende il finanziamento equity e quasi-equity e il finanziamento del debito, come descritto in appresso.
- (40) Per gli investimenti nella fase di espansione delle imprese medie è consentito soltanto un ciclo di investimento; in tutti gli altri casi sono consentiti fino a due cicli, rispettando tuttavia le soglie summenzionate.
- (41) Almeno il 70% del capitale del fondo verrà investito sotto forma di finanziamento di equity e di quasi-equity.
- (42) Infine, gli investimenti nel capitale di medie imprese situate in aree non assistite e nella fase di espansione sono permessi soltanto una tantum e fino ad un massimo di 1,5 milioni.

#### (b) Finanziamento equity

- (43) La misura prevede il finanziamento equity attraverso l'acquisizione di partecipazioni dirette, il che comporta una partecipazione (di minoranza) nel capitale sociale dell'impresa destinataria. Le operazioni di *buy out* sono escluse.

#### (c) Finanziamento quasi-equity

- (44) La misura prevede inoltre strumenti di investimento in quasi-equity. In base alla misura, è possibile investire in strumenti ibridi, che sono subordinati ad altri strumenti del debito dell'impresa destinataria. Secondo le autorità italiane, tali strumenti hanno per il detentore un rendimento basato principalmente sui profitti o sulle perdite della relativa impresa destinataria e non sono garantiti in caso di inadempimento (*default*).
- (45) Le autorità italiane hanno chiarito che gli strumenti quasi-equity sono ad esempio prestiti convertibili, prestiti partecipativi ed altre forme di debito "*mezzanine*".

#### (d) Strumenti di investimento relativi al debito

- (46) In via accessoria, la misura prevede anche la possibilità di investire attraverso strumenti di debito. Le autorità italiane hanno chiarito che questa opzione sarà possibile soltanto se e quando l'impresa emetterà strumenti di debito, ad esempio titoli. In questo caso, secondo le autorità italiane, FILAS può sottoscrivere il medesimo strumento di debito alle stesse condizioni. Pertanto, poiché verranno utilizzati alle stesse condizioni applicate dai coinvestitori, tali strumenti di debito saranno a prezzo di mercato.
- (47) Gli strumenti di debito non supereranno il 30% di ciascun investimento in un'impresa.

### 2.5.3. Ripartizione asimmetrica dei rischi e dei profitti tra il fondo ed i coinvestitori

- (48) Ai sensi della misura, per gli investimenti in equity o quasi-equity di una PMI, la ripartizione dei rischi e dei proventi è asimmetrica.
- (49) La misura concederà ai coinvestitori un trattamento più favorevole al momento del disinvestimento. Il grado di tale trattamento più favorevole dipende dalla redditività del progetto. Il sistema previsto, come descritto all'Articolo 2.3 dello Statuto, è in effetti concepito in modo da generare vantaggi maggiori per i disinvestimenti molto redditizi ma sarà molto attenuato in caso di disinvestimenti non redditizi.
- (50) Pertanto, in caso di disinvestimento redditizio, il coinvestitore riceverà una remunerazione più elevata rispetto a quella attribuita al fondo poiché i proventi da distribuire sulla base del pro-rata della rispettiva partecipazione sono determinati dopo avere riconosciuto al coinvestitore sia un rendimento minimo (il *floor*) che un pro quota delle maggiori entrate (*yield restriction bonus*)<sup>12</sup>.
- (51) Le autorità italiane hanno presentato calcoli dettagliati che indicano che la struttura degli incentivi è volta a compensare il coinvestitore per il costo delle operazioni, in modo moderato e proporzionalmente al grado di rischio dell'investimento iniziale, mitigando in particolare il rischio di perdite e prendendo in considerazione che il premio di risultato (*carried interest*) normalmente richiesto (*hurdle rate* del settore) si aggira attorno al 20%<sup>13</sup>. Secondo le autorità italiane, la distribuzione asimmetrica dei proventi a favore di operazioni riuscite è lo strumento più adatto per attirare gli investitori privati e per sviluppare un mercato dei capitali di rischio in Lazio, in particolare perché il fondo interverrà soltanto sul segmento di rischio più elevato del mercato ed i costi di transazione sono principalmente sotto la responsabilità del coinvestitore.
- (52) Tuttavia, non verrà concesso alcun incentivo per gli investimenti infruttuosi che portano alla totale perdita del capitale investito come, ad esempio, qualora

---

<sup>12</sup> Il premio a favore dei coinvestitori è calcolato in due fasi: innanzitutto viene calcolato un elemento di mitigazione del rischio (il *floor*), che dipende dall'ammontare e dalla durata dell'investimento; lo stesso prevede inoltre una soglia di privilegio sulle somme disinvestite a favore del coinvestitore privato (-13% nel caso di un investimento ad altissimo rischio, -15% nel caso di un investimento a rischio elevato e -17% nel caso di un investimento a rischio alto), calcolato sulla base della formula "Investimento privato\*(1+ TIR<sup>min</sup>)<sup>durata</sup>". A ciò si deve aggiungere un premio, rappresentato dallo *yield restriction (serendipity) bonus*; quest'ultimo calcolato sulla base della seguente formula:  $y = K * (1 - 2^{-x^{1,05}})$  – dove **K** è una variabile basata sul rischio della misura (80% nel caso di rischio altissimo, 60% nel caso di rischio elevato e 40% nel caso di rischio alto), e **x** è la differenza fra il TIR effettivo dell'operazione ed il TIR<sup>min</sup>. (TIR= tasso interno di rendimento)

<sup>13</sup> Per esempio, in caso di una perdita pari a EURO 25.000 a fronte di un investimento ad altissimo rischio di EURO 100.000 che viene disinvestito in un'unica tranche dopo cinque anni, l'ammontare disinvestito ammonta a EURO 75.000. Assumendo una partecipazione privata del 30%, il coinvestitore ha diritto ad un *floor* pari a EURO 14.953 ai quali si aggiungerà il 30% dei rimanenti EURO 60.047 (o EURO 18.014), più il *serendipity bonus*, che corrisponde, in questo caso a EURO 650 (TIR effettivo = -6%). Il coinvestitore privato riceve in totale EURO 33.617 ed il fondo EURO 41.383 (perdita in conto capitale per EURO 28.617). L'investitore privato registra un profitto pari a EURO 3.617, ma l'effettivo rendimento risulta pari ad un TIR di 2.3% (prima delle imposte).

l'impresa sia oggetto di una procedura di liquidazione volontaria o forzata (fallimento).

#### 2.5.4. *Partecipazione di investitori privati*

- (53) Come specificato al paragrafo (22), i coinvestitori possono essere sia professionisti che privati. La misura prevede una partecipazione minima dell'investitore privato fra il 30% ed il 50% a seconda sia del tipo di investimento (rischio altissimo, rischio elevato, rischio alto) che della dimensione dell'impresa investita e dalla fase di sviluppo e dalla sua localizzazione (se in area assistita o non assistita) e sarà articolata nel modo seguente:
- (a) rischio altissimo: 30% privato - 70% pubblico in caso di investimenti nelle fasi *seed* e *start-up* di piccole imprese o di imprese medie nelle aree assistite, che soddisfano determinati criteri che rappresentano una priorità per la regione (ad esempio la presenza di settori innovativi, la creazione di occupazione, in particolare di quella femminile o di lavoratori svantaggiati);
  - (b) rischio elevato: 40% privato - 60% pubblico in caso di investimenti nelle fasi *seed* e *start-up* di piccole imprese o di medie imprese che non soddisfano i criteri di cui al punto a) e in caso di investimenti nel capitale di espansione di piccole imprese che soddisfano i criteri summenzionati.
  - (c) rischio alto: 50% privato - 50% pubblico nei rimanenti casi di capitale di espansione di imprese medie, che soddisfano tali criteri, e nei rimanenti casi per le piccole imprese ancorché non soddisfanti i criteri.

#### 2.5.5. *Decisioni orientate al profitto*

- (54) Ai sensi della misura, la decisione definitiva di investimento adottata dal nucleo di valutazione si fonderà sui progetti di investimento scelti da FILAS, che sono basati sulla valutazione preliminare di investimento effettuata dai coinvestitori. Le autorità italiane ritengono pertanto che gli investitori privati siano coinvolti in modo significativo.
- (55) L'impresa destinataria verrà scelta in base ad un *business plan* che dimostri la redditività dell'impresa e dei suoi progetti, che verranno valutati dal management del fondo. Inoltre, in base allo Statuto, FILAS deve investire soltanto in operazioni che sono considerate redditizie ex ante dai coinvestitori.
- (56) Inoltre, per ciascun investimento deve essere prevista una strategia di uscita chiara e realistica.

#### 2.5.6. *Gestione commerciale*

- (57) Le autorità italiane confermano che esistono due accordi per garantire la gestione commerciale del fondo. In primo luogo, vi è un accordo tra FILAS e la Regione Lazio, che stabilisce gli obiettivi del fondo, il calendario degli investimenti previsti e le norme che regolamentano il potere decisionale dei coinvestitori; in secondo luogo, per ogni singolo investimento esiste un accordo di cofinanziamento tra i coinvestitori e FILAS che fornisce gli obiettivi del fondo e

la tempistica proposta degli investimenti, compresa la remunerazione basata sul successo delle operazioni in caso di uscita redditizia a favore dei coinvestitori.

- (58) Le autorità italiane hanno spiegato che il management di FILAS si occuperà della gestione complessiva del fondo nel rispetto delle condizioni stabilite dal POR FESR 2007-2013 e, più in generale, nel rispetto delle norme contenute nell'Articolo 43 del Regolamento 1828/2006.
- (59) Le autorità italiane segnalano inoltre che, poiché FILAS è un intermediario finanziario ai sensi dell'articolo 106 del Testo unico bancario, opererà secondo le esistenti regole di condotta applicabili a qualsiasi intermediario finanziario.
- (60) FILAS ha un ruolo sussidiario rispetto alle scelte commerciali dei coinvestitori, i quali assumono un ruolo di investitori principali in ogni investimento, come si evince ugualmente dal fatto che la loro remunerazione è commisurata al successo dell'investimento. Infatti, FILAS procederà con gli investimenti solo se l'investitore privato prende l'iniziativa ed accetta di investire con il fondo. Sotto questo aspetto si può ritenere pertanto che l'investitore privato è rappresentato nelle decisioni di investimento effettuate dal fondo.
- (61) Inoltre, l'azione dei tre membri indipendenti del Nucleo di Valutazione Regionale è orientata al profitto poiché agli stessi spetta la sola responsabilità degli aspetti finanziari delle decisioni di investimento. Tale aspetto rappresenta una garanzia aggiuntiva relativamente alla gestione commerciale del fondo.
- (62) Infine, in ogni invito a presentare progetti, FILAS dovrà provare che i propri manager e/o i coinvestitori non hanno alcun legame con i soci, gli amministratori o dirigenti delle PMI destinatarie.

## **2.6. Scenari di uscita**

- (63) Poiché il fondo mira ad ottenere per gli investitori un tasso di rendimento adeguato al rischio, per ogni singolo investimento potenziale verrà valutata una strategia di uscita adeguata. A questo scopo, i metodi possibili o più probabili per l'uscita del fondo da ciascuno degli investimenti saranno formalizzati nei contratti di investimento conclusi con i coinvestitori e con le imprese destinatarie e/o i loro soci.
- (64) Tali modalità verranno definite negli accordi parasociali e/o contratti di investimento e potranno prevedere una o più delle seguenti fattispecie:
  - (a) cessione della quota detenuta dal fondo ad altri investitori istituzionali;
  - (b) vendita attraverso un'offerta pubblica, compresa la quotazione della società in mercati regolamentati (IPO – *Initial Public Offering*);
  - (c) *trade sale*, ovvero cessione delle quote a terzi soggetti industriali o privati interessati allo sviluppo dell'iniziativa;
  - (d) cessione delle quote ai soci della società partecipata, quale strumento residuale per permettere al fondo l'uscita entro il limite temporale di investimento in assenza di migliori opportunità di mercato;
  - (e) *write-off*, parziale o totale, della partecipazione in caso di non recuperabilità dell'investimento.

## **2.7. Costi di esplorazione**

- (65) La misura coprirà fino al 50% dei costi ammissibili sostenuti dai coinvestitori per i cosiddetti costi di esplorazione prima della fase di *due diligence* con un tetto massimo di 10 000 EUR per ogni impresa.
- (66) I beneficiari dei costi di esplorazione sono i coinvestitori, in circostanze specifiche. Questo può avvenire, ad esempio, quando un coinvestitore potenziale è stato selezionato da FILAS per valutare il progetto di un'impresa specifica. Se il coinvestitore deciderà di investire in tale impresa, non gli verrà riconosciuto alcun costo di esplorazione. Al contrario, qualora il coinvestitore non decida di investire nel progetto dell'impresa, gli verranno pagati i costi di esplorazione. FILAS può inoltre concedere a ciascun coinvestitore al massimo due contributi per i costi di esplorazione.
- (67) Le autorità italiane hanno sottolineato che il sostegno per i costi di esplorazione verrà concesso in "de minimis", nel rispetto delle disposizioni del relativo regolamento<sup>14</sup>. Pertanto, tale parte della misura non rientra nel campo di applicazione della presente decisione.

## **2.8. Cumulo con altri aiuti**

- (68) Le autorità italiane hanno chiarito che, qualora il capitale fornito ad un'impresa destinataria ai sensi del regime venga utilizzato per finanziare un investimento iniziale o altri costi ammissibili ad aiuti in base ad altre norme sugli aiuti di Stato, i relativi massimali saranno ridotti del 50% in generale o del 20% per imprese destinatarie situate nelle zone assistite nei primi tre anni del primo investimento in capitale di rischio fino a concorrenza dell'importo complessivo ricevuto.
- (69) Tale riduzione non si applica tuttavia alle intensità di aiuto previste nella disciplina per gli aiuti di Stato alla ricerca e sviluppo<sup>15</sup> o in eventuali regolamenti di esenzione per categoria in materia.

## **2.9. Relazioni annuali ed altri impegni**

- (70) Le autorità italiane si sono impegnate a presentare relazioni annuali sull'attuazione della misura.
- (71) Alla misura non verrà data applicazione prima della pubblicazione su Internet del testo integrale. Le autorità italiane hanno comunicato il seguente indirizzo Internet per la pubblicazione della misura: <http://www.filas.it>.
- (72) L'Italia conserverà registrazioni dettagliate sulla concessione di aiuti nell'ambito della misura. Tali registrazioni conterranno tutte le informazioni necessarie per stabilire che siano state rispettate le condizioni previste dagli orientamenti, in particolare per quanto riguarda l'entità delle tranche di investimento, le dimensioni e la fase dello sviluppo dell'impresa destinataria, il settore di attività,

---

<sup>14</sup> Regolamento (CE) n. 1998/2006 della Commissione, del 15 dicembre 2006, relativo all'applicazione degli articoli 87 e 88 del trattato agli aiuti d'importanza minore ("de minimis") - GU L 379 del 28.12.2006.

<sup>15</sup> GU C 323 del 30.12.2006, pag. 1.

nonché informazioni sulla gestione del fondo e sugli altri criteri citati negli orientamenti. Tali informazioni verranno tenute aggiornate per dieci anni dalla data in cui l'aiuto è stato concesso.

### **3. VALUTAZIONE**

- (73) La Commissione ha valutato la misura in esame alla luce dell'articolo 107, paragrafo 1, del TFUE e in particolare sulla base degli orientamenti sul capitale di rischio che specificano le disposizioni generali del TFUE in materia di misure a favore del capitale di rischio destinate alle PMI.

#### **3.1. Presenza di aiuti di Stato ai sensi dell'articolo 107, paragrafo 1, del TFUE**

- (74) L'Art. 107, paragrafo 1, del TFUE stabilisce che ogni aiuto concesso da uno Stato Membro o attraverso risorse statali, in qualunque forma, che distorce o minaccia di distorcere la concorrenza favorendo certe imprese o la produzione di certi beni e incidano sugli scambi fra gli Stati Membri è incompatibile con il Mercato Interno.

- (75) La Commissione considera che nel caso in oggetto, Aiuti di Stato possano essere presenti a quattro diversi livelli.

##### *3.1.1. Aiuti di Stato a livello dei coinvestitori*

- (76) E' prassi costante della Commissione (si veda in particolare la sezione 3.2 degli orientamenti), ritenere che gli investitori privati godano di un vantaggio quando una misura consente agli stessi di effettuare investimenti in equity o quasi-equity in un'impresa o gruppo di imprese a condizioni più favorevoli di quelle di cui godrebbero gli investitori pubblici.

- (77) Come specificato al punto 2.5.3, i coinvestitori riceveranno rendimenti preferenziali sugli investimenti rispetto al fondo.

- (78) La Commissione ritiene pertanto che la misura consenta agli investitori privati di investire a condizioni più favorevoli di quelle di cui godrebbero gli investitori pubblici. La misura contiene pertanto aiuti di Stato ai sensi dell'articolo 107, paragrafo 1, del TFUE, a favore dei coinvestitori.

##### *3.1.2. Aiuti di Stato a livello del fondo*

- (79) E' prassi costante della Commissione (si veda in particolare la sezione 3.2 degli orientamenti), considerare un fondo di investimento come uno strumento che funge da intermediario per il trasferimento degli aiuti, piuttosto che come il beneficiario diretto degli aiuti.

- (80) Le autorità italiane hanno assicurato che il fondo pubblico gestito da FILAS è un fondo separato e che non ha personalità giuridica. Lo stesso è stato creato esclusivamente per attuare la misura in esame; a parte tale funzione, il fondo non svolgerà alcun'altra attività.

- (81) Pertanto, poiché il fondo servirà esclusivamente per gli scopi della misura in questione, è escluso che diversifichi le proprie attività. Di conseguenza, la

Commissione non ritiene che il fondo si configuri come un beneficiario distinto dell'aiuto.

### *3.1.3. Aiuti di Stato a livello del management del fondo*

- (82) E' prassi costante della Commissione (si veda in particolare la sezione 3.2 degli orientamenti), presupporre l'esistenza di aiuti a favore dei gestori del fondo se la loro remunerazione non corrisponde appieno alla remunerazione corrente di mercato in situazioni comparabili. D'altro canto, si riterrà che non vi siano aiuti se i gestori sono scelti attraverso una procedura di gara pubblica aperta e trasparente.
- (83) In base alla misura di specie, la gestione complessiva del fondo è affidata a FILAS e al Nucleo di Valutazione Regionale. Nello specifico, la gestione generale del fondo è assegnata a FILAS e le decisioni finali d'investimento saranno adottate dal Nucleo di Valutazione Regionale, come dettagliatamente spiegato nel punto 2.4.2.
- (84) La Commissione nota che FILAS non è stata scelta sulla base di una procedura pubblica aperta e trasparente, ma, come spiegato al paragrafo (17), è stata nominata direttamente dalla Regione Lazio. Tuttavia, la Commissione considera che i costi di gestione pari al 2% dell'ammontare totale del fondo siano in linea con le remunerazioni di mercato in situazioni comparabili. Inoltre, la Commissione ha generalmente accettato una remunerazione del 2% come appropriato ai sensi dell'Articolo 43 del Regolamento 1828/2006.
- (85) Relativamente al Nucleo di Valutazione Regionale, la Commissione nota la sua struttura a due livelli. Da un lato, tre dei suoi membri sono selezionati sulla base di una procedura pubblica aperta e la loro remunerazione è commisurata ai risultati del fondo sulla base delle normali prassi di mercato; dall'altro lato, gli altri due membri sono dipendenti della pubblica amministrazione che non ricevono alcun compenso aggiuntivo.
- (86) La Commissione può pertanto concludere che non c'è aiuto di Stato ai sensi dell'articolo 107, paragrafo 1, del TFUE al livello del management del fondo.

### *3.1.4. Aiuti di Stato a livello delle imprese destinatarie*

- (87) E' prassi costante della Commissione (si veda in particolare la sezione 3.2 degli orientamenti), considerare che, in caso di aiuti di Stato a livello degli investitori, di norma gli stessi vengano almeno in parte trasferiti alle imprese destinatarie e siano quindi presenti anche al livello di queste ultime. Questo avviene anche quando le decisioni di investimento sono prese dai gestori del fondo secondo una logica puramente commerciale.
- (88) Inoltre, la Regione Lazio fornisce risorse statali attraverso il fondo ad un numero limitato di imprese destinatarie che non avrebbero altrimenti trovato la stessa quantità di finanziamenti. Tali imprese sono in concorrenza con altre imprese appartenenti allo stesso settore che non possono beneficiare dell'aiuto. Pertanto, la misura potenzialmente può distorcere la concorrenza. Poiché non si può escludere che le imprese beneficiarie siano attive in scambi intra-UE, non possono ugualmente essere escluse ripercussioni sugli scambi. In questo senso sono soddisfatti i principali presupposti dell'articolo 107, paragrafo 1, del TFUE per presumere la presenza di aiuti di Stato.

- (89) Poiché tutti e quattro i criteri cumulativi dell'Articolo 107, paragrafo 1, del TFEU sono rispettati, la Commissione conclude che la misura costituisce aiuto di Stato al livello dell'impresa beneficiaria.

### **3.2. Legalità dell'aiuto**

- (90) Notificando la misura prima della sua applicazione, le autorità italiane hanno rispettato gli obblighi loro imposti dall'articolo 108, paragrafo 3, del TFUE.

### **3.3. Norme UE applicabili**

- (91) Come specificato al punto 2.4.4, sono soddisfatte tutte le condizioni di esclusione dei settori sensibili previste alla sezione 2.1 degli orientamenti. La Commissione nota inoltre che la misura non è destinata ad alcun settore specifico. Di conseguenza la Commissione ha basato la propria valutazione sugli orientamenti sul capitale di rischio.
- (92) La sezione 4.1 degli orientamenti prevede che la Commissione procederà ad una valutazione più particolareggiata della misura di capitale di rischio se non sono soddisfatte tutte le condizioni di compatibilità di cui alla sezione 4. La sezione 4.3 degli orientamenti stabilisce condizioni di compatibilità specifiche. Se tutte queste condizioni sono soddisfatte, si riterrà che i presupposti relativi all'effetto di incentivazione, alla necessità e alla proporzionalità della misura a favore del capitale di rischio siano rispettati e che il bilancio complessivo dei potenziali effetti positivi e negativi sia positivo.

### **3.4. Valutazione sulla base della sezione 4 degli orientamenti**

#### *3.4.1. Livello massimo delle tranches di investimento*

- (93) Ai sensi della sezione 4.3.1 degli orientamenti, le tranches di investimento, finanziate in tutto o in parte attraverso l'aiuto di Stato, non devono superare 1,5 milioni di EUR per PMI destinataria su un periodo di dodici mesi.
- (94) Come indicato al punto 2.5.2, il fondo opererà rispettando tali limiti. I requisiti di cui alla sezione 4.3.1 degli orientamenti risultano pertanto soddisfatti.

#### *3.4.2. Restrizione al finanziamento delle fasi seed, start-up e di espansione*

- (95) Ai sensi della sezione 4.3.2 degli orientamenti, gli investimenti fino alla fase di espansione sono possibili soltanto per le medie imprese situate in aree assistite.
- (96) Come sottolineato al punto 2.5.1, la misura consente investimenti fino alla fase di espansione per le PMI situate sia in aree assistite che in aree non assistite.
- (97) Le disposizioni di cui alla sezione 4.3.2 degli orientamenti non sono pertanto rispettate.

#### *3.4.3. Prevalenza di strumenti di investimento equity e quasi-equity*

- (98) La sezione 4.3.3 degli orientamenti prevede che almeno il 70% della dotazione della misura venga utilizzato in forma di strumenti di investimento equity e quasi-equity.

- (99) Come specificato sopra al punto 2.5.2, il fondo acquisirà una partecipazione nel capitale dell'impresa destinataria attraverso partecipazioni dirette o strumenti quasi-equity per almeno il 70% del proprio budget. Gli investimenti sotto forma di strumenti del debito sono possibili ma non devono superare il 30% del fondo.
- (100) Le condizioni di cui alla sezione 4.3.3 degli orientamenti sono pertanto soddisfatte.

#### *3.4.4. Partecipazione di investitori privati*

- (101) La sezione 4.3.4 degli orientamenti prevede che il finanziamento degli investimenti deve provenire da investitori privati per almeno il 30% in caso di misure destinate ad imprese site in aree assistite o per almeno il 50% per le altre aree.
- (102) In base alla misura, le condizioni di cui sopra non sono rispettate in caso di investimenti a rischio elevato quali descritti al punto (53)(b) perché in tali casi la partecipazione privata minima richiesta è del 40% in caso di investimenti nelle fasi *seed* e *start-up* di piccole imprese che non soddisfano i criteri prioritari e in caso di investimenti nel capitale di espansione di piccole imprese che soddisfano i criteri prioritari, indipendentemente dal fatto che l'impresa sia situata o meno in un'area assistita.
- (103) La Commissione conclude pertanto che la condizione relativa ad una partecipazione privata minima del 50% nelle aree non assistite, quale prevista alla sezione 4.3.4 degli orientamenti, non è rispettata.

#### *3.4.5. Il carattere orientato al profitto delle decisioni di investimento*

- (104) La sezione 4.3.5 degli orientamenti prevede criteri cumulativi per valutare il carattere orientato al profitto di una misura.
- (105) In primo luogo, conformemente alla sezione 4.3.5, lettera a), degli orientamenti, deve essere presente una partecipazione significativa di investitori privati, come illustrato alla sezione 4.3.4, che forniscono investimenti effettuati sulla base di criteri commerciali (vale a dire, solo a fini di profitto), direttamente o indirettamente, nel capitale proprio delle imprese beneficiarie.
- (106) Come chiarito sopra al punto 2.5.5, la decisione di investimento viene presa dai coinvestitori e la decisione finale di FILAS si basa su tale decisione; la Commissione ritiene pertanto che la misura preveda un coinvolgimento significativo degli investitori privati.
- (107) In secondo luogo, e conformemente alla sezione 4.3.5, lettera b), degli orientamenti, deve esistere, per ciascun investimento, un piano aziendale (*business plan*) con informazioni dettagliate, che permetta di stabilire preventivamente la redditività dell'investimento.
- (108) Come sottolineato al paragrafo (55), ogni impresa destinataria deve presentare un piano aziendale dettagliato che dimostri la redditività dell'impresa e dei suoi progetti, che verranno valutati innanzitutto dai coinvestitori. Successivamente FILAS prenderà in considerazione la valutazione effettuata dai coinvestitori al momento di presentare i progetti di investimento al Nucleo di Valutazione

Regionale. Infine, la redditività ed il rendimento dei progetti di investimento è valutata dai tre membri indipendenti del Nucleo di Valutazione Regionale prima che il Nucleo stesso, collegialmente, adotti la decisione finale di investimento.

- (109) Pertanto, la condizione di cui alla sezione 4.3.5, lettera b), è soddisfatta.
- (110) Infine, come indicato alla sezione 4.3.5, lettera c), degli orientamenti, per ogni investimento deve esistere una strategia di uscita chiara e realistica.
- (111) Tale disposizione è rispettata in quanto le eventuali strategie di uscita illustrate al punto 2.6 verranno valutate singolarmente per ogni investimento. Pertanto, le disposizioni di cui alla sezione 4.3.5, lettera c), risultano soddisfatte.
- (112) La Commissione nota che il fondo soddisfa tutte le condizioni previste alla sezione 4.3.5 degli orientamenti.

#### 3.4.6. *Gestione commerciale*

- (113) La sezione 4.3.6 degli Orientamenti fissa tre condizioni, il cui rispetto consente di stabilire se la gestione del fondo viene effettuata su base commerciale. In particolare, si richiede al management del fondo di comportarsi come un qualsiasi manager del settore privato, che cerca di ottimizzare i rendimenti dei propri investitori.
- (114) A tale scopo, in primo luogo, conformemente alla sezione 4.3.6, lettera a), degli orientamenti, deve esistere, a livello di fondo, un accordo tra il gestore del fondo e gli aderenti al fondo, il quale preveda che la remunerazione del gestore sia legata ai risultati. Tale accordo deve inoltre stabilire gli obiettivi del fondo ed il calendario previsto per gli investimenti.
- (115) Innanzitutto, la Commissione nota che la remunerazione del management di FILAS non è legato alla performance degli investimenti.
- (116) Inoltre, pur riconoscendo che le decisioni di investimento sono formalmente adottate dal Nucleo di Valutazione Regionale e che tre dei suoi cinque membri sono professionisti indipendenti che si occuperanno della gestione degli investimenti seguendo una logica commerciale e la cui remunerazione è legata alla performance degli investimenti, non vi è alcun accordo generale a livello del fondo in ottemperanza con la sezione 4.3.6.a degli orientamenti.
- (117) Perciò la Commissione conclude che le condizioni di cui alla sezione 4.3.6.a degli orientamenti non sono soddisfatti.
- (118) In secondo luogo, sulla base delle condizioni previste alla sezione 4.3.6, lettera b) degli orientamenti gli investitori privati devono essere rappresentati nel processo decisionale del fondo.
- (119) Come spiegato al punto 2.5.5, FILAS investirà in un progetto solo se il coinvestitore privato ha preso l'iniziativa e concorda ad investire assieme al fondo. Inoltre, la decisione finale d'investimento è presa dal Nucleo di Valutazione Regionale sulla base di una proposta avanzata da FILAS. Ad ogni buon conto, gli investitori privati non sono coinvolti né a livello di FILAS né a quello del Nucleo di Valutazione Regionale.

- (120) Pertanto, il fatto che gli investitori privati non sono direttamente coinvolti nel processo decisionale fa sorgere la domanda se, il fatto che l'investimento può essere intrapreso solo se l'investitore privato ha già preliminarmente dato il suo accordo per effettuare l'investimento, è sufficiente per concludere che gli investitori privati sono rappresentati nel processo decisionale del fondo. La Commissione ha analizzato tale aspetto in alcune decisioni adottate sulla base degli orientamenti concludendo che in una siffatta situazione, gli investitori privati sono de facto coinvolti nel processo decisionale poiché l'aiuto è sempre concesso solo dopo che l'investimento da parte del privato sia stato effettuato. Ne risulta che l'investitore privato ha un diritto di veto sulle decisioni di investimento. La Commissione ha concluso che questo elemento assicura un coinvolgimento sufficiente dei privati e di conseguenza assicura la gestione commerciale della misura<sup>16</sup>.
- (121) Perciò la Commissione conclude, in linea con le precedenti decisioni, che i coinvestitori privati sono rappresentati nel processo decisionale.
- (122) In terzo luogo, la sezione 4.3.6, lettera c), degli orientamenti prevede che alla gestione del fondo vengano applicate le migliori prassi e la vigilanza regolamentare.
- (123) Le autorità italiane segnalano che, poiché FILAS è un intermediario finanziario ai sensi dell'articolo 106 del Testo unico bancario, opererà secondo le esistenti regole di condotta applicabili a qualsiasi intermediario finanziario.
- (124) In ogni invito a presentare progetti, FILAS dovrà inoltre provare che i propri manager e dirigenti non hanno alcun stretto collegamento con i soci, gli amministratori o i dirigenti delle PMI destinatarie.
- (125) In considerazione del fatto che la remunerazione del gestore del fondo non è legata alla performance degli investimenti, la Commissione nota che il fondo non soddisfa tutte le condizioni previste alla sezione 4.3.6 degli orientamenti.

#### *3.4.7. Carattere settoriale*

- (126) Il fondo non è incentrato su alcun settore specifico.

#### *3.4.8. Risultati dell'analisi di cui alla sezione 4.3 degli orientamenti*

- (127) La Commissione conclude che il fondo non rispetta i criteri previsti alle sezioni 4.3.2, 4.3.4 e 4.3.6, lettera a) degli orientamenti in quanto la misura consente potenzialmente l'erogazione di finanziamenti a imprese medie fino alla fase di espansione e/o la partecipazione di investitori privati al di sotto al 50% in aree non assistite, e non essendo soddisfatti i criteri per la gestione commerciale del fondo.
- (128) La Commissione deve pertanto effettuare una valutazione dettagliata della misura in conformità alla sezione 5 degli orientamenti. La valutazione comparata richiesta

---

<sup>16</sup> Aiuto di Stato N 756/2007 – Spagna – Misura di capitale di rischio INVERTEC 2009-2011, paragrafo 90; Aiuto di Stato N 201/2008 – Slovenia – Regime di capitale di rischio nazionale, paragrafo 76; Aiuto di Stato N 395/07 Fondo Start-up Vera, paragrafo 77; Aiuto di Stato N 226/2008 - Modification of the Western investment fund, paragrafo 70.

si basa su elementi positivi e negativi. Secondo la sezione 5 degli orientamenti, il livello richiesto degli elementi di prova e della valutazione della Commissione dipenderà dalle caratteristiche di ogni singolo caso e sarà proporzionato alla gravità del disfunzionamento del mercato in questione e al rischio di esclusione degli investimenti privati.

### **3.5. Valutazione dettagliata della misura in conformità alla sezione 5.2 degli orientamenti**

#### *3.5.1. Esistenza e prova di un disfunzionamento del mercato*

- (129) In base alla sezione 5.2.1 degli orientamenti, sono richieste prove aggiuntive dell'esistenza di un disfunzionamento del mercato per le misure le cui condizioni superano quanto previsto alla sezione 4 degli orientamenti.
- (130) Innanzitutto, le autorità italiane hanno individuato un disfunzionamento del mercato in termini di difficoltà per le imprese di reperire capitali esterni, in particolare per quanto riguarda il finanziamento di espansione e di sostituzione. In tali segmenti, gli operatori non hanno interesse ad investire in mancanza di incentivi, anche a causa dell'elevata incidenza dei costi di transazione.
- (131) In base ad uno studio<sup>17</sup> della Banca d'Italia che analizza le dimensioni delle imprese oggetto di intervento, in Italia risulta ancora scarsamente presidiato il segmento degli operatori che si dedicano alle imprese caratterizzate da soglie "critiche" di fatturato, la cui esistenza è a rischio in mancanza di un partner finanziario. Si tratta di imprese con fatturato tra i 2 e i 10 milioni di euro, che non risultano appetibili né per un operatore di *venture capital*, né per un operatore di *private equity* perché generalmente un operatore di *private equity* investe in imprese con un fatturato più elevato (fra i 10 ed i 100 milioni di euro) avendo come obiettivo il consolidamento di medie imprese già esistenti. Perciò, le forze di mercato da sole non investono nei segmenti di mercato caratterizzati, principalmente, da piccole imprese innovatrici che necessitano capitali per la loro crescita.
- (132) Le autorità italiane hanno inoltre presentato dati<sup>18</sup> che dimostrano l'esistenza di un fallimento del mercato in Lazio fino alla fase di espansione delle PMI, indipendentemente dal fatto che le imprese siano situate o meno in aree assistite e che la portata di tale fallimento è comparabile ai livelli che caratterizzano altre regioni italiane, qualificabili come aree interamente assistite ai sensi dell'articolo 107, paragrafo 3, lettera a), del TFUE.
- (133) Infatti, sulla base dei dati presentati, nel segmento dell'*early stage* il livello medio dell'investimento in Lazio, per il periodo 2005-2007 corrisponde allo 0.0014 in percentuale del PIL, lo stesso dato per le aree assistite ai sensi dell'articolo 107, paragrafo 3, lettera a) del TFUE risulta 0.013. Ai fini comparativi, dovrebbe essere notato che a livello nazionale tale dato è pari allo 0.0024. Un'altra differenza considerevole può inoltre essere notata con riferimento dei dati sugli investimenti

---

<sup>17</sup> Il private equity in Italia – Questioni di Economia e Finanza (*Occasional papers*) n. 41, febbraio 2009 – Banca d'Italia, pag. 11.

<sup>18</sup> AIFI; ISTAT.

nella fase di espansione: nel Lazio, tali investimenti ammontano ad uno 0.034 in percentuale del PIL, per il periodo 2005-2007, mentre la stessa cifra riferita a livello nazionale è dello 0.060 e nelle regioni assistite ai sensi dell'articolo 107, paragrafo 3, lettera a) del TFUE è dello 0.018.

- (134) In base a quanto sopra esposto, la Commissione conclude che le autorità italiane hanno presentato prove dell'esistenza di un fallimento del mercato relativamente al mercato del capitale di rischio nella Regione Lazio che circostanziano la necessità della misura proposta.

### 3.5.2. *Adeguatezza dello strumento*

- (135) Secondo la sezione 5.2.2 degli orientamenti, un elemento importante della valutazione comparata consiste nel determinare se e in quale misura un aiuto di Stato può essere considerato uno strumento adeguato per incoraggiare l'investimento privato in capitale di rischio.
- (136) Le autorità italiane hanno giustificato la creazione di un fondo al 100% pubblico sostenendo che lo stesso permette la più ampia partecipazione degli investitori privati direttamente al capitale delle imprese destinatarie tentando, in tal modo, di attirare gli operatori ora principalmente attivi nelle regioni settentrionali d'Italia.
- (137) Inoltre, le autorità italiane hanno optato per la creazione di un fondo interamente pubblico dopo avere effettuato un'indagine conoscitiva del mercato che mirava, inizialmente, alla costituzione di un fondo pubblico-privato. In particolare, le autorità italiane hanno raccolto le informazioni necessarie a tale scopo nel corso dei colloqui con gli operatori in capitale di rischio che hanno risposto all'appello di manifestazione di interesse precedente alla costituzione del fondo. In tale occasione, è risultato chiaro che gli operatori in capitale di rischio preferivano investire a livello dei singoli progetti anziché essere direttamente coinvolti a livello del fondo, principalmente per esercitare un maggior controllo sui loro investimenti e per mantenere un ruolo centrale da un punto di vista manageriale.
- (138) Come già sottolineato, la misura attuerà inoltre una delle azioni previste nel POR FESR 2007-2013 della Regione Lazio ed è volta a promuovere il mercato del capitale di rischio nella regione, incentivando in particolare le imprese innovative. La misura costituisce dunque parte di un pacchetto più ampio concepito dalla Regione Lazio allo scopo di rafforzare il ruolo delle PMI nell'economia regionale e nazionale, concentrandosi in particolare sulle imprese che intraprendono azioni innovative. L'esperienza di FILAS in questo campo contribuirà inoltre a colmare le esigenze di finanziamenti esterni per le PMI operanti in settori caratterizzati da ricerca ad alto grado di rischio.
- (139) La Commissione si è già espressa favorevolmente sulla necessità della misura nella fase di valutazione nel POR FESR 2007-2013 della Regione Lazio ed adottando la relativa decisione<sup>19</sup>. Inoltre le autorità italiane hanno dimostrato che la misura è indirizzata ad uno specifico fallimento del mercato rappresentato dalla necessità di capitale delle PMI innovanti.

---

<sup>19</sup> Decisione della Commissione 5769 del 21/11/2007

(140) La Commissione conclude quindi che la misura proposta è uno strumento adeguato per affrontare il fallimento del mercato sopra descritto.

### 3.5.3. *Proporzionalità*

(141) La misura costituisce aiuto di Stato sia a livello degli investitori privati che delle imprese nelle quali viene effettuato l'investimento.

(142) Ai sensi della sezione 5.2.4 degli orientamenti, la Commissione valuterà la proporzionalità della misura, accertando, in particolare, che gli investitori non ricevano una sovracompensazione.

(143) Innanzitutto, la Commissione nota che la misura non rispetta quegli elementi che, in base alla sezione 5.2.4 degli Orientamenti, escluderebbero la proporzionalità della misura:

(a) La misura non prevede che il rischio di una perdita totale di capitale sia sostenuta interamente dal settore pubblico,

(b) La misura non comporta un eccesso di compensazione degli investitori privati come spiegato nei paragrafi successivi.

(144) In secondo luogo, la Commissione nota che l'articolo 2, comma 1, dello Statuto di FILAS prevede che ove una potenziale impresa target non sia riuscita ad identificare un coinvestitore per suo conto, gli inviti ai coinvestitori vengano fatti attraverso procedure pubbliche, trasparenti e non discriminatorie. La selezione dei coinvestitori si baserà sui requisiti stabiliti nell'invito a manifestare interesse e la procedura rimarrà aperta a nuovi operatori per tutta la durata del regime. Questo rappresenta un primo elemento per assicurare l'assenza di sovra-compensazione a livello dei coinvestitori.

(145) Infine, la Commissione ha analizzato l'impatto della distribuzione asimmetrica dei profitti (si vedano i paragrafi 48) e seguenti). La Commissione nota che il sistema proposto è stato costruito come un ibrido di due modelli tradizionali applicati ai fondi di capitale di rischio: una garanzia pubblica a copertura delle potenziali perdite sottostanti ed un carried interest riconosciuto ai coinvestitori rispetto ad un *hurdle rate* pari al 20% in termini di TIR. Su questa base, il sistema proposto può essere convertito in diversi valori di TIR, tenendo in considerazione l'elemento di rischio degli investimenti ed usando, come parametro standard per definire la durata dell'investimento, una durata pari a 5 anni.

(146) Il sistema proposto è decisamente meno favorevole di una garanzia pubblica nel caso di perdite totali e, generalmente, rimane meno favorevole per i coinvestitori nell'eventualità di perdite fino al 50% di investimenti caratterizzati da un rischio alto. Pertanto, i benefici a favore dei coinvestitori concessi sulla base della misura, se paragonati con un regime di garanzie, iniziano ad essere evidenti in caso di investimenti risultanti in perdite attenuate. Infatti, in tal caso, il coinvestitore riceverà un trattamento più favorevole poiché le sue perdite saranno attenuate o persino coperte dal fatto che egli riceverà comunque il floor. Comunque, il sistema proposto è meno favorevole di un modello *yield restriction* tradizionale (con una limitazione dell'intervento pubblico ad un livello predefinito, ad esempio un tasso di interesse di riferimento) nei casi di successo moderato degli investimenti; lo stesso diventa decisamente più favorevole per il coinvestitore nel piuttosto

improbabile caso di un TIR più alto del 300%, corrispondente ad un aumento del valore dell'investimento di 1.000 volte in cinque anni.

(147) Sulla base di quanto sopra, la Commissione ritiene pertanto che i coinvestitori non siano sovra compensati e considera la misura proporzionata.

#### 3.5.4. *Effetto di incentivazione e necessità degli aiuti*

(148) Ai sensi della sezione 5.2.3 degli orientamenti, l'effetto di incentivazione delle misure di aiuto a favore del capitale di rischio svolge un ruolo determinante nella valutazione della compatibilità della misura. La Commissione ritiene che lo stesso sia presente per quanto riguarda le misure che soddisfano tutte le condizioni di cui alla sezione 4 degli orientamenti, ma che per le misure soggette ad una valutazione dettagliata la presenza dell'effetto incentivo diventa meno ovvio. Perciò la Commissione prenderà in considerazione anche criteri addizionali quali definiti ai punti da 5.2.3.1 a 5.2.3.4 degli orientamenti. La Commissione perciò effettua l'analisi dell'effetto di incentivazione della misura e della necessità dell'aiuto analizzando tali criteri addizionali.

#### *Gestione commerciale (sezione 5.2.3.1)*

(149) La sezione 5.2.3.1 degli orientamenti stabilisce che, oltre alle condizioni di cui alla sezione 4.3.6 degli orientamenti, la Commissione considererà un elemento positivo il fatto che la misura o il fondo di capitale di rischio siano gestiti da professionisti del settore privato o da professionisti indipendenti scelti mediante una procedura trasparente, non discriminatoria (preferibilmente un bando di gara aperto) con esperienza e competenze comprovate negli investimenti sul mercato dei capitali, di preferenza nello stesso settore o settori destinatari del fondo, nonché conoscenze dei pertinenti aspetti giuridici contabili.

(150) La Commissione ha concluso che due delle tre condizioni stabilite dalla sezione 4.3.6 degli orientamenti sono soddisfatte, precisamente la presenza degli investitori privati nel processo decisionale del fondo e l'applicazione delle migliori prassi e la vigilanza regolamentare.

(151) Relativamente al terzo criterio, la Commissione osserva che la remunerazione del management del fondo non è legata alla performance degli investimenti, almeno a livello di FILAS. Ciò si deve alla natura *in-house* di FILAS.

(152) Comunque, la Commissione osserva che, con riferimento alla gestione commerciale, e seppur la remunerazione del management di FILAS non sia legata alla performance degli investimenti, la remunerazione dei tre membri indipendenti del Nucleo di Valutazione Regionale è legata alla performance dei progetti di investimento. Inoltre, gli aspetti seguenti devono essere presi in considerazione.

(153) Innanzitutto, in seno alla misura, ci sono due accordi per assicurare la gestione commerciale del fondo: uno fra FILAS e la Regione Lazio, nel quale sono stabiliti gli obiettivi del fondo, il calendario degli investimenti e le norme che regolano il potere decisionale dei coinvestitori; l'altro fra i coinvestitori e FILAS, nel quale per ogni singolo investimento, vengono stabiliti gli obiettivi ed i tempi dell'investimento, che prevede, fra l'altro, un compenso basato sull'esito positivo in caso di uscita redditizia a favore dei coinvestitori.

- (154) In secondo luogo, poiché il fondo è una delle misure previste dal POR 2007-2013 della Regione Lazio, lo stesso deve rispettare i principi di gestione dei Fondi Strutturali UE. In particolare, il fondo deve rispettare le previsioni di cui all'articolo 43 del Regolamento della Commissione (CE) N° 1828/2006, contenente le norme generali applicabili a tutti gli strumenti di ingegneria finanziaria.
- (155) Perciò, la Commissione ritiene che, seppur la sezione 4.3.6.a degli orientamenti non sia rispettata, la struttura generale del management così come è concepita in seno alla misura, dà una sufficiente garanzia che il fondo sia gestito su base commerciale.

*Presenza di un comitato di investimenti (sezione 5.2.3.2 degli orientamenti)*

- (156) Come descritto ai paragrafi (19) e (20) la struttura del Nucleo di Valutazione Regionale è basata su un doppio livello. Infatti, tre dei suoi membri sono professionisti indipendenti sia da FILAS che dalla Regione e gli stessi saranno responsabili della valutazione dei progetti di investimento. Inoltre, il loro ruolo in seno al processo decisionale è più stringente rispetto alle condizioni di cui alla sezione 5.2.3.2 degli orientamenti. Infatti, il loro ruolo non è limitato a valutare la viabilità dei progetti di investimento proposti poiché tali membri rappresentano un sotto sistema del corpo decisionale e sono dotati di un ruolo determinante nella decisione finale sui progetti di investimento.
- (157) Inoltre, questi membri indipendenti sono professionisti con comprovata esperienza nei settori in cui opererà il fondo e sono scelti sulla base di una gara aperta e la loro remunerazione è legata alla performance del fondo.
- (158) Tenendo presente che i membri indipendenti del Nucleo di Valutazione Regionale sono i soli responsabili degli aspetti finanziari delle decisioni di investimento del fondo, la Commissione conclude che le condizioni di cui alla sezione 5.2.3.2 degli orientamenti sono rispettate.

*Dimensioni del fondo (sezione 5.2.3.3 degli orientamenti)*

- (159) La misura avrà inoltre una dotazione di 20 milioni di EUR, ai quali vanno aggiunte per ogni investimento le risorse dei coinvestitori. Tale importo è considerato sufficiente per assorbire i costi di transazione e/o per finanziare le fasi di finanziamento successive e più redditizie delle imprese destinatarie. Inoltre, considerando che sulla base della notificazione il numero delle potenziali imprese beneficiarie è compreso fra 11 e 50, la dimensione del fondo appare adeguato per permettere gli investimenti nelle imprese nel rispetto delle soglie massime delle tranche d'investimento.

*Presenza di business angels (sezione 5.2.3.4 degli orientamenti)*

- (160) Infine, FILAS tenterà esplicitamente di avere la partecipazione di *business angels* alle operazioni di investimento. I *business angels* sono considerati alla stregua di qualsiasi altro coinvestitore; il loro interesse sarà di norma principalmente orientato alle operazioni di *seed capital* o *start-up* di piccole imprese altamente innovative fornendo pertanto a queste ultime un maggior sostegno previsto per queste operazioni. Di norma, i *business angels* interessati fanno parte dell'*Associazione italiana investitori informali in capitale di rischio - Italian Business Angels*

*Network Association*, un'organizzazione priva di scopi di lucro che si prefigge di fornire un quadro di riferimento stabile per i coinvestitori.

- (161) Tenuto conto degli elementi positivi sopra esposti, la Commissione conclude che la misura presenta un effetto di incentivazione, che sembra inoltre essere necessario per raggiungere gli obiettivi fissati dalle autorità regionali nel POR FESR 2007-2013.

#### 3.5.5. Effetti negativi dell'aiuto

- (162) In base alla sezione 5.3 degli orientamenti, va effettuata una valutazione comparata dei potenziali effetti negativi delle misure a favore del capitale di rischio in termini di distorsione della concorrenza e di rischio di esclusione (*crowding-out*) degli investimenti privati rispetto ai loro effetti positivi. Gli effetti potenzialmente negativi dovranno essere analizzati a ciascuno dei tre livelli ai quali l'aiuto può essere presente.
- (163) Il fondo intende soltanto ovviare ad un esistente disfunzionamento del mercato nell'ambito degli investimenti relativi alle fasi *start up*, *seed* e di espansione. In particolare, il fondo investirà in parallelo con un coinvestitore interessato in modo da ottenere un effetto leva.
- (164) Non si prevedono inoltre effetti negativi per le attività dei *business angels* in quanto la struttura aperta del fondo consente di coinvolgere un numero maggiore di coinvestitori rispetto ad un tradizionale fondo pubblico-privato. Infatti, è improbabile che un *business angel* intervenga a livello del fondo; al contrario, poiché in seno alla misura i coinvestitori intervengono a livello dei singoli investimenti, i *business angels* saranno più incentivati ad investire.
- (165) La sezione 5.3.2 degli orientamenti fa riferimento ad altre distorsioni della concorrenza, quali il fatto di mantenere in vita imprese inefficienti e di aumentarne artificialmente la valutazione. La base legale del fondo prevede che lo stesso investirà soltanto in imprese *target* che dimostreranno, sulla base di un *business plan*, di avere buone prospettive di futura redditività. E' pertanto improbabile che la misura mantenga in vita imprese o settori inefficienti. Le tranche di investimento sono inoltre limitate a 1,5 milioni di EUR su un periodo di 12 mesi.

##### 3.5.5.1. Crowding-out e altre distorsioni della concorrenza

- (166) Sulla base della sezione 5.3.2 degli orientamenti, la Commissione deve esaminare, per quel che riguarda le altre distorsioni della concorrenza, se la misura possa mantenere in vita imprese o settori inefficienti.
- (167) La Commissione prende nota che la misura è parte del POR FESR 2007-2013 della Regione Lazio. Inoltre, come presentato al paragrafo (28) le imprese in difficoltà sono escluse dal campo d'applicazione del regime.
- (168) Le autorità italiane ritengono che la misura non possa generare effetti di *crowding out* per via della sua natura aperta e degli incentivi territoriali con riguardo agli operatori di mercato. Paragonata ad una misura che prevede la partecipazione dei coinvestitori a livello del fondo, la misura proposta intende piuttosto rinforzare direttamente le transazioni che hanno luogo sul mercato del capitale di rischio regionale.

(169) La Commissione ritiene pertanto che la misura abbia effetti di esclusione limitati o nulli.

#### *3.5.6. Valutazione comparata degli effetti positivi e negativi degli aiuti*

(170) In base alla sezione 5.3 degli orientamenti, la Commissione effettuerà una valutazione comparata degli effetti delle misure a favore del capitale di rischio e stabilirà se le distorsioni che ne derivano incidono sulle condizioni degli scambi in misura contraria al comune interesse. L'analisi di ogni singolo caso si baserà su una valutazione complessiva dei prevedibili effetti positivi e negativi dell'aiuto di Stato. A tale scopo la Commissione non utilizzerà i criteri specificati negli orientamenti in modo meccanico, ma effettuerà una valutazione globale in funzione della loro importanza relativa.

(171) In base agli elementi positivi e negativi summenzionati, la Commissione conclude che la misura in questione determina una maggiore messa a disposizione di capitale di rischio in Lazio senza incidere sulle condizioni degli scambi in misura contraria al comune interesse.

### **3.6. Cumulo**

(172) La misura è conforme a quanto previsto alla sezione 6 degli orientamenti in merito al cumulo. Qualora il capitale fornito alle imprese destinatarie nell'ambito della misura in questione venga utilizzato per finanziare un investimento iniziale o altri costi ammissibili ad aiuto in applicazione di regolamenti di esenzione per categoria, orientamenti, discipline o altri testi relativi agli aiuti di Stato, le soglie o gli importi massimi ammissibili pertinenti dell'aiuto verranno ridotti del 50% in generale e del 20% per le imprese destinatarie situate in zone assistite nei primi tre anni del primo investimento in capitale di rischio e fino a concorrenza dell'importo complessivo ricevuto. Tale riduzione non si applica alle intensità di aiuto previste nella disciplina comunitaria per gli aiuti di Stato alla ricerca e sviluppo o in eventuali discipline successive o regolamenti di esenzione in materia.

### **3.7. Relazioni e monitoraggio**

(173) La sezione 7 degli orientamenti prevede, conformemente al regolamento (CE) n. 659/1999 del Consiglio e al regolamento (CE) n. 794/2004 della Commissione, del 21 aprile 2004, recante disposizioni di esecuzione del regolamento (CE) n. 659/1999 del Consiglio recante modalità di applicazione dell'articolo 93 del trattato CE, che gli Stati membri presentino relazioni annuali alla Commissione. Le autorità italiane hanno confermato che presenteranno relazioni annuali in merito al regime notificato contenenti gli elementi richiesti alla sezione 7.1 degli orientamenti.

(174) In linea con la sezione 7.1 degli orientamenti, le autorità italiane pubblicheranno il testo integrale del regime di aiuto definitivo nella pagina Internet di FILAS. Il regime non deve essere applicato prima che tali informazioni vengano pubblicate su Internet.

## 1.1. Conclusioni

- (175) La Commissione conclude che la misura notificata soddisfa le condizioni di cui agli orientamenti comunitari sugli aiuti di Stato destinati a promuovere gli investimenti in capitale di rischio nelle piccole e medie imprese.
- (176) La Commissione considera pertanto la misura compatibile con il mercato comune ai sensi dell'articolo 107, paragrafo 3, lettera c), del TFUE.

## 2. DECISIONE

- (177) Sulla base della valutazione di cui sopra, la Commissione conclude che la misura di aiuto in oggetto, quale descritta sopra, è compatibile con il mercato comune ai sensi dell'articolo 107, paragrafo 3, lettera c), del TFUE. Essa ha deciso di non sollevare obiezioni.
- (178) La Commissione ricorda alle autorità italiane che, conformemente all'articolo 108, paragrafo 3, del TFUE, tutti i piani di rifinanziamento o di modifica del regime di aiuti devono essere notificati alla Commissione.
- (179) Ove la presente lettera dovesse contenere informazioni riservate da non divulgare, si prega di informarne la Commissione entro quindici giorni lavorativi dalla data di ricezione. Qualora non riceva una domanda motivata in tal senso entro il termine indicato, la Commissione presumerà l'esistenza del consenso alla divulgazione a terzi e alla pubblicazione del testo integrale della lettera nella lingua facente fede, sul sito Internet: [tp://ec.europa.eu/community\\_law/state\\_aids/state\\_aids\\_texts\\_it.htm](http://ec.europa.eu/community_law/state_aids/state_aids_texts_it.htm).

La domanda dovrà essere inviata a mezzo lettera raccomandata o fax al seguente indirizzo:

Commissione europea  
Direzione generale Concorrenza  
Direzione Aiuti di Stato  
Protocollo Aiuti di Stato  
**B - 1049 Bruxelles**  
Fax: +32 2 296 12 42

La prego di accettare, signor Ministro, l'espressione della mia profonda stima.

Per la Commissione

Joaquín ALMUNIA  
Membro della Commissione