



COMMISSIONE DELLE COMUNITÀ EUROPEE

Bruxelles, 16.10.2002
COM(2002) 563 definitivo

**COMUNICAZIONE DELLA COMMISSIONE
AL CONSIGLIO E AL PARLAMENTO EUROPEO**

**RIGUARDANTE L'ATTUAZIONE DEL PIANO D'AZIONE
SUL CAPITALE DI RISCHIO (PACR)**

1. COMPENDIO

Oggetto della presente comunicazione sono i progressi compiuti nell'attuare il PACR nel 2001 e, per alcuni aspetti, nella prima metà del 2002. Si tratta del quarto documento di questo tipo da quando, nel 1998, è stato adottato il PACR. I successivi Consigli europei hanno fissato al 2003 il termine per il compimento del Piano d'azione sul capitale di rischio.

*Si tratta della
quarta relazione
annuale*

Come mostrano le analisi di mercato, gli ultimi 18 mesi sono stati un periodo di aggiustamento per il settore europeo del capitale di rischio. Il severo ridimensionamento, che è cominciato a metà del 2000 e prosegue ancora, è stato particolarmente grave nei paesi candidati all'adesione, a causa, tra l'altro, della loro sensibilità alle tendenze globali. Tuttavia, nonostante la tendenza negativa, i risultati registrati nel settore europeo nel 2001 si situano al secondo posto tra i più cospicui, in termini al tempo stesso di fondi investiti e di fondi raccolti. Il declino europeo è stato meno accentuato di quello statunitense, anche se l'Europa è ben lungi dal livello USA. In Europa, il problema si combina con la persistente forte frammentazione del mercato dei capitali, alla quale si sta cercando di porre rimedio con il Piano d'azione sui servizi finanziari. Inoltre, le manchevolezze e l'andamento insoddisfacente dei mercati UE che trattano le azioni d'impresa a forte crescita mostrano che, attualmente, resta ancora piuttosto chiuso lo spazio per le IPO, che costituiscono un'importante strategia di uscita per gli investitori in venture capital. Perché il capitale di rischio si sviluppi e raggiunga una sufficiente dimensione paneuropea, occorre migliorare il funzionamento, la normativa e la liquidità di questi mercati, proseguendo nella necessaria razionalizzazione.

*Un periodo di
aggiustamento
per il settore*

L'aggiornamento del quadro normativo è continuato con successo, in un ambiente finanziario dominato dall'immissione in circolazione dell'euro, anch'essa coronata da successo. Progressi di rilievo si sono compiuti per l'introduzione obbligatoria, entro il 2005, delle norme contabili internazionali e per gli imminenti atti legislativi sui fondi pensione integrativi, che potrebbero divenire fonti importanti di finanziamenti in capitale di rischio, come già avviene negli USA. Un elemento negativo è invece il persistere di difficoltà per giungere a un brevetto europeo abbordabile, che presenti un buon rapporto tra costi ed efficacia.

*Prosegue sempre
l'aggiornamento del
quadro normativo*

Anche la politica imprenditoriale sta acquistando maggiore rilievo. Il preannunciato Libro verde su questo tema dovrebbe rialzarne ancor più il profilo ed accentuare il suo nesso cruciale con il capitale di rischio. Vanno incoraggiati i progetti intesi a stabilire maggiore corrispondenza tra offerta e domanda di capitale di rischio, come quello ormai in via di completamento con l'aiuto della Commissione. Per conseguire l'obiettivo concordato al Consiglio europeo di Barcellona, d'incrementare gli investimenti UE nella R&S (sino a circa il 3% del PIL entro il 2010, di cui due terzi provenienti dal settore privato), sono necessari maggiori investimenti da parte del settore privato, il che rafforza il ruolo del capitale di rischio, privato o pubblico, per finanziare promettenti

*Si sta
incoraggiando
l'imprenditorialità
sotto varie
angolazioni*

iniziative e progetti innovatori.

Per quanto riguarda i finanziamenti pubblici, l'adozione da parte della Commissione della comunicazione sugli aiuti di Stato ed il capitale di rischio ha chiarito la questione della compatibilità tra i finanziamenti pubblici di attività in capitale di rischio e gli articoli del trattato relativi agli aiuti di Stato. Il FEI, che è entrato in una fase di rapida espansione, è stato in grado di attirare investitori, nonostante le difficili condizioni del mercato, verso fondi nella fase di avviamento. Infine, è stata incrementata in misura considerevole la quota dei fondi strutturali nel finanziare gli investimenti in venture capital. Tutti questi recenti cambiamenti in sede politica mostrano che le misure di accompagnamento miranti allo sviluppo del capitale di rischio in Europa hanno registrato negli ultimi quattro anni mutamenti profondi e positivi.

Sta registrando successi il finanziamento comunitario del capitale di rischio

Rispetto al 1998, i mercati del capitale di rischio non soltanto hanno accresciuto le loro dimensioni, ma hanno acquistato maturità. Si deve proseguire nelle iniziative attuali intese a migliorare l'ambiente per gli investimenti in capitale di rischio, iniziative che vanno viste in una prospettiva a lungo termine, prescindendo da considerazioni cicliche.

Il PACR va visto in una prospettiva a lungo termine

Il 2003 sarà l'anno di "analisi" definitiva del PACR, un anno in cui si rifletterà se siano necessari altri provvedimenti per potenziare il capitale di rischio dopo il 2003.

2. INTRODUZIONE

Dal giugno 1998, quando al *Vertice di Cardiff* è stato adottato il **Piano d'azione sul capitale di rischio (PACR)**¹, la Commissione ha presentato al Consiglio e al Parlamento europeo² *relazioni annuali* sul grado di progresso raggiunto nell'attuazione del PACR. La presente relazione, che è la **quarta**³, **riguarda gli ultimi 18 mesi** (tutto il 2001 e, in certa misura, la prima metà del 2002). Per la prima volta, inoltre, vi figurano alcune analisi relative ai paesi candidati all'adesione, vi si riportano alcune cifre riguardanti le rilevazioni dall'interno e si formulano suggerimenti per procedere al di là del PACR.

È questa la quarta relazione sui progressi del PACR

L'intento del PACR è sopprimere le barriere normative e amministrative ancora esistenti a entrambi i livelli comunitario e nazionale, le quali ostacolano il **pieno sviluppo dei mercati del capitale di rischio**⁴ **in Europa**. La soppressione di tutte tali barriere sarà molto importante ai fini della costituzione e dello sviluppo di PMI innovatrici a forte crescita e avrà quindi grande rilievo per favorire la crescita economica e la

Le barriere vanno eliminate a entrambi i livelli comunitario e nazionale

¹ Basato sul documento *"Il capitale di rischio: una chiave per la creazione di posti di lavoro nell'Unione europea"*, SEC(1998)522, aprile 1998.

² Il Parlamento europeo ha adottato risoluzioni favorevoli su tali relazioni, l'ultima l'11 aprile 2002 (Relazione A5-0020/2002 dell'onorevole Peter William Skinner).

³ Le precedenti sono state: COM(1999)493 del 20 ottobre 1999, COM(2000)658 del 18 ottobre 2000 e COM(2001)605 del 25 ottobre 2001.

⁴ In quanto tale, il **PACR è un elemento cruciale della riforma strutturale** in Europa. A livello macroeconomico, il previsto incremento di efficienza su tutti i mercati comunitari dei prodotti e dei capitali dovrebbe tradursi in **crescita economica e creazione di posti di lavoro (ad alta qualificazione)**.

creazione di posti di lavoro. Inoltre, la piena attuazione del PACR nei tempi voluti sarà essenziale perché la Comunità, come si è convenuto a Lisbona, divenga entro il 2010 la società, basata sulla conoscenza, dotata della massima competitività e dinamismo al mondo.

Con l'avvicinarsi della scadenza del 2003⁵, si fa più pressante l'esigenza di conoscere meglio la situazione negli Stati membri. A tale scopo, le informazioni ottenute tramite le relazioni sull'andamento nei vari Stati membri nel contesto degli Indirizzi di massima per le politiche economiche per il 2001-2002 sono state integrate con le risposte a un questionario ad hoc inviato agli Stati membri nell'aprile 2002. Tali risposte verranno presentate a parte.

*Il PACR va
completato entro la
fine del 2003*

La presente relazione è stata redatta dal **Gruppo di lavoro sul capitale di rischio**, costituito all'interno della Commissione, del quale fanno parte rappresentanti della BEI e del FEI. Si è tenuto conto anche delle opinioni del settore (EVCA), con il quale vi è un rapporto continuo di cooperazione e di consultazione.

*Stretti contatti con
il settore*

3. L'ANDAMENTO DEL MERCATO⁶

3.1. Il settore del venture capital nel 2001

Dalla seconda metà del 2000, il mercato UE del venture capital ha subito un severo ridimensionamento, nel quale si riflette il continuo sgonfiarsi della bolla di sapone ("bubble") degli investimenti in TMT che, insieme al rallentamento economico globale, ha depresso i mercati azionari e ridotto gli incentivi per gli investitori in venture capital. Gli investimenti in venture capital⁷ sono diminuiti del 35% nel 2001 rispetto al 2000, e in parallelo sono calati del 24% gli investimenti in rilevazioni dall'interno. In totale, nel 2001 sono stati investiti **12,7 miliardi di EUR (0,14% del PIL)** in venture capital e **10,7 miliardi di EUR (0,12% del PIL)** in rilevazioni dall'interno.

*Un severo
ridimensionamento
dopo precedenti
eccessi*

Nel suo complesso, il settore del venture capital ha piccole dimensioni⁸ ed è molto sensibile ai mutamenti nell'ambiente economico. Gli afflussi annuali nei fondi USA di venture capital si sono decuplicati negli anni Ottanta, prima che i rendimenti cominciassero a ridursi e si riscontrasse un costante calo degli impegni. L'andamento si è invertito negli anni Novanta, e alla fine del decennio si sono registrati afflussi record. In termini cumulativi, negli USA gli investimenti in venture capital si sono moltiplicati per 20 tra il 1995 e il 2000.

*Il settore USA
del venture capital
è passato per
almeno due
cicli distinti*

⁵ Questa data per il completamento del PACR è stata fissata al Vertice di Lisbona (marzo 2000) ed è stata confermata nei successivi Vertici di primavera (Stoccolma e Barcellona).

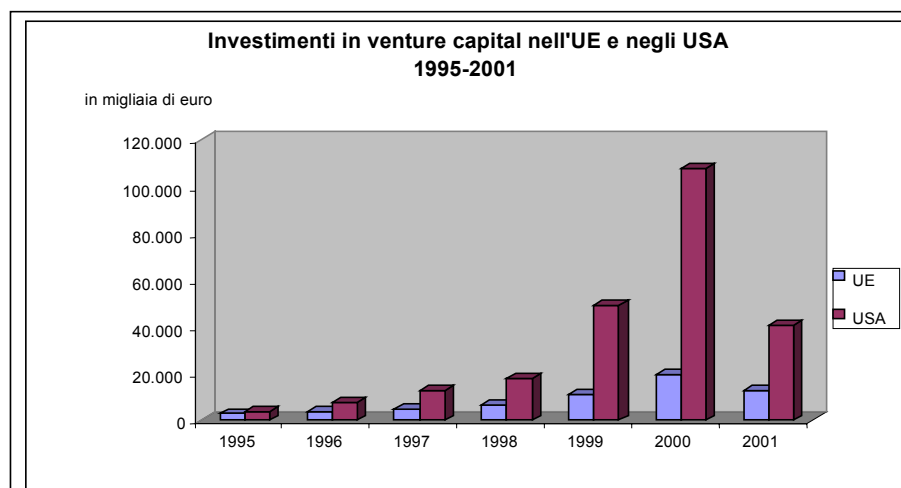
⁶ I dati UE sono attinti dall'inchiesta svolta da PwC per l'EVCA e pubblicata nell'Annuario 2002 dell'EVCA. I dati USA sono attinti dall'inchiesta svolta da PwC e Venture Economics per la NVCA ("MoneyTree Survey"). Queste fonti sono state preferite ad altre possibili poiché forniscono dati coerenti per i vari paesi (anche se i dati UE e USA non sono interamente comparabili) e per vari anni.

⁷ Compresa la fase di seed, start-up, espansione e sostituzione dello sviluppo di un'impresa.

⁸ Gli investimenti in venture capital forniscono solo il 5% dei capitali raccolti sui mercati finanziari.

Come si è osservato nelle precedenti *comunicazioni sul PACR*, la notevolissima espansione riscontrata negli USA era dovuta in gran parte al formarsi di una "bubble" speculativa nel 1999 e nel 2000. Le esigenze qualitative per procedere agli investimenti sono state abbassate nella corsa all'acquisto di titoli mobiliari nei settori tecnologici. Quando infine la bolla è scoppiata, gli investimenti sono crollati: a fine 2001, risultavano inferiori del 62% rispetto all'anno precedente.

Il formarsi di una "bubble" speculativa



Le recenti fluttuazioni sono state meno accentuate nell'UE che negli USA. Nell'UE gli investimenti in venture capital si erano moltiplicati soltanto per sei nel periodo 1995-2000, ma il ridimensionamento verificatosi dal primo trimestre del 2001 è stato lo stesso molto forte ed è risultato in un netto calo dei tassi d'investimento. È un fatto positivo, tuttavia, che il totale degli investimenti in venture capital nel 2001 nell'UE è stato il secondo più alto mai registrato. Il calo degli investimenti è stato provocato in parte dal ritorno a uno spirito più conservatore nelle valutazioni delle operazioni commerciali.

La tendenza al calo è stata meno grave in Europa che negli USA

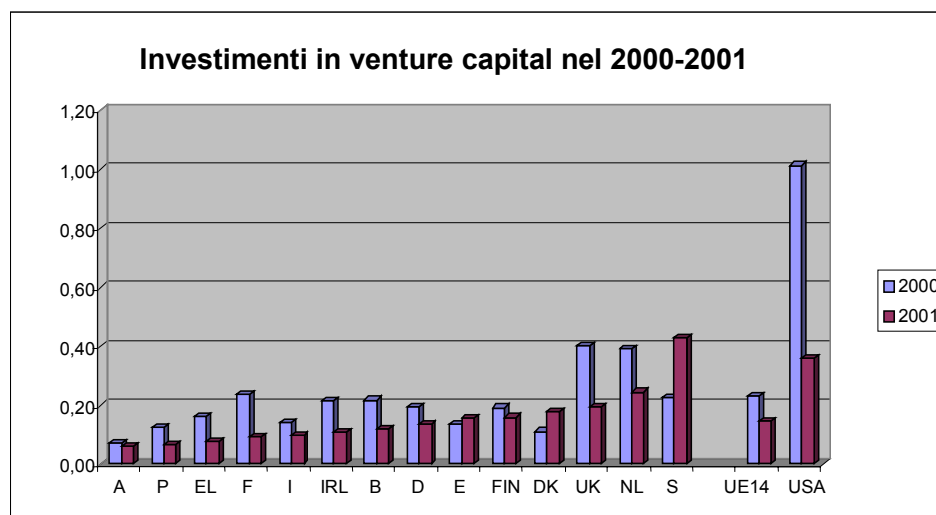
Sebbene il ridimensionamento sia stato meno severo che negli USA, il settore UE del venture capital è tuttora relativamente esiguo. Nonostante il calo del 62% nel 2001, il settore USA del venture capital costituisce pur sempre lo **0,36% del PIL**, rispetto a soltanto lo 0,14% del PIL nell'UE. In termini assoluti, il settore USA è tuttora tre volte più grande (**41 miliardi di EUR** rispetto a 12,7 miliardi di EUR). Il ridimensionamento si è incentrato sulle imprese nella fase iniziale delle loro attività e sul settore tecnologico, due segmenti che erano già relativamente sottosviluppati nell'UE.

In termini assoluti, il settore europeo è un nano rispetto agli USA

Il mercato UE del venture capital resta frammentato, presentando considerevoli differenze, in termini di livelli e di tendenze, tra i diversi paesi. Con il supporto di vari anni di forte crescita, nel 2001 gli investimenti si sono ancora accresciuti in Svezia (+80%), Danimarca (+67%) e Spagna (+26%). Si sono invece ridotti in forte misura in Francia (-60%), Regno Unito (-50%), Grecia (-50%), Belgio, Irlanda e Portogallo (-40% in ciascun paese). In Svezia si riscontra il livello massimo d'investimenti all'interno dell'UE in termini di PIL (0,43% del

L'andamento del settore varia tra i diversi Stati membri

PIL), ma il Regno Unito resta al massimo livello in termini assoluti.



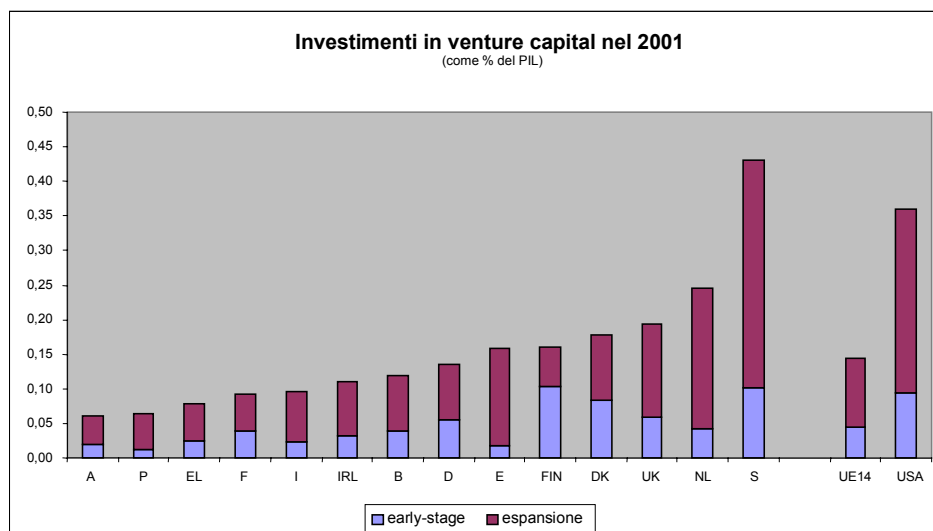
In Svezia, gli investimenti nelle imprese in fase di avviamento ("early-stage") sono rimasti fiacchi negli ultimi due anni, mentre quelli nelle imprese in fase di espansione si sono raddoppiati nel 2001, quando l'attenzione si è spostata verso lo sviluppo di portafogli già esistenti. Una tendenza analoga si è palesata nei Paesi Bassi, dove il calo degli investimenti è stato molto superiore per le early-stage. La Spagna ha continuato a incentrarsi sugli investimenti in imprese in fasi di sviluppo più mature ("later stage"), mentre sono diminuiti ancora, in termini relativi, gli investimenti in imprese nella fase iniziale di attività ("start-up"), che già erano esigui. In Belgio, Irlanda e Italia si è avuto un calo particolarmente accentuato degli investimenti nelle early-stage. Nel Regno Unito, gli investimenti nelle start-up si sono ridotti in percentuale analoga a quelli nelle later stage, ma anche se tradizionalmente gli investimenti del Regno Unito s'incentrano nelle later-stage e nelle rilevazioni dall'interno, per il secondo anno successivo gli investimenti in imprese nella primissima fase di costituzione ("seed") sono quasi raddoppiati nel 2001, mentre si è decuplicato il numero di progetti d'investimento di capitale nelle seed. La Finlandia ha continuato nel 2001 a investire massivamente nelle early-stage, seguita quest'anno in tale tendenza dalla Danimarca. In Germania e in Francia, tutti i segmenti hanno sperimentato in ugual misura una recessione degli investimenti, più grave in Francia che in Germania.

Calo generale per le early-stage

Il ridimensionamento del settore del venture capital è stato particolarmente accentuato nei paesi candidati all'adesione, dove tale settore è nuovo, relativamente sottosviluppato e molto sensibile alle tendenze globali⁹. Inoltre, in questi paesi mancano possibilità di uscita, poiché i loro mercati finanziari raramente offrono l'occasione realistica di effettuare una IPO.

Grave ridimensionamento nei paesi candidati all'adesione

⁹ Per la maggior parte, i finanziamenti provengono dall'estero, soprattutto dall'UE.



Nonostante l'incompletezza dei dati relativi al venture capital nei paesi candidati all'adesione, si possono individuare alcune tendenze evidenti. Nella Repubblica Ceca, nel 2001 gli investimenti in venture capital si sono ridotti del 75%, attestandosi allo 0,04% del PIL, ed i finanziamenti sono calati del 90%. Gli investitori principali sono restati le banche, ma soltanto il 12,5% del totale degli investimenti provenivano dall'interno del paese: per la massima parte (63%), le fonti erano altri paesi UE. Il calo degli investimenti è stato meno accentuato in Polonia (-25%), dove gli investimenti in venture capital si sono attestati allo 0,07% del PIL. I finanziamenti, le cui fonti principali sono le imprese e le banche di altri paesi UE (79%), sono diminuiti del 50%. In Ungheria, gli investimenti in venture capital sono rimasti scarsi (0,05% del PIL), mentre le rilevazioni dall'interno sono state sei volte più numerose che nel 2000. Gli investimenti in imprese non quotate in borsa sono stati finanziati quasi integralmente (99%) da altri paesi UE. In Slovacchia, invece, gli investimenti in venture capital sono aumentati (anche se rispetto a un livello molto basso nel 2000 e senza un incremento di rilievo nel numero di partecipanti). Oltre il 90% dei nuovi finanziamenti proveniva da investitori non dell'UE.

*Configurazioni
diverse nei
diversi paesi*

Anche se il ridimensionamento del settore UE del venture capital può esser visto come un necessario riaggiustamento verso livelli sostenibili di valutazione, suscitano preoccupazioni vari elementi, in particolare l'incidenza sproporzionata sugli investimenti nelle early-stage e nell'alta tecnologia. I fondi in venture capital si sono incentrati sullo sviluppo dei portafogli già esistenti, con il risultato che nel 2001 si è ridotta la quota degli investimenti in imprese molto piccole. Il calo numerico delle imprese finanziate è stato ancora più forte di quello degli investimenti (-23% rispetto a -20%). Gli investimenti in progetti di seed e start-up sono diminuiti del 38%, mentre gli investimenti di sostituzione sono aumentati del 22%. Tale situazione può condurre a una "*credit crunch*" (rarefazione del credito) per il segmento delle early-stage, con conseguenti effetti negativi sulla vitalità delle start-up e delle piccole imprese.

*Hanno risentito del
ridimensionamento
in particolare
gli investimenti
nelle early-stage*

Si sono molto ridotti, del 35%, anche gli investimenti nel segmento tecnologico, che si sono attestati a **5,7 miliardi di EUR**. Il calo è stato particolarmente accentuato in Francia, Portogallo e Spagna. In quest'ultimo paese, la tecnologia ha beneficiato di meno del 15% degli investimenti in venture capital nel 2001. Molto grave è stato il calo degli investimenti correlati a Internet, mentre gli investimenti nell'informatica sono rimasti l'unica massima categoria d'investimenti nel settore tecnologico (nonostante un calo del 36%), incentrati sul finanziamento della seconda fase di attività, per l'espansione delle imprese già esistenti. Rispetto agli USA, il mercato europeo del settore tecnologico resta esiguo (sei volte inferiore agli **investimenti USA, che ammontano a 35,4 miliardi di EUR**). Tuttavia, poiché in Europa si sono effettuate più operazioni che negli USA (4.340 rispetto a 3.280), il divario è dovuto alle differenze nel tipo d'investimenti¹⁰. Nel breve periodo non ci si può attendere una crescita sostenuta. I finanziamenti raccolti nel 2001 e destinati ad investimenti in early-stage e in imprese in espansione del settore dell'alta tecnologia sono diminuiti rispettivamente del 35% (attestandosi a 5,6 miliardi di EUR) e del 40% (attestandosi a 4 miliardi di EUR).

Si sono ridotti di molto anche gli investimenti nel settore tecnologico

Nel breve periodo, nessuna ripresa per la tecnologia

3.2. Prospettive del settore UE del venture capital

Numerosi investimenti effettuati verso la fine del 1999 e nella prima metà del 2000 sono stati sopravvalutati e gravano ora, e probabilmente graveranno per qualche tempo, sull'andamento dei fondi in venture capital. Nel 2001, il 23% dei disimpegni è avvenuto mediante storni patrimoniali¹¹, poiché gli operatori del settore stavano eliminando dai loro portafogli le componenti meno interessanti. I rendimenti si sono ridotti, con un calo massimo per gli investimenti nelle early-stage, per i quali il tasso interno di rendimento annuale era sceso del 9% a fine 2001. Inoltre, la persistente debolezza dei mercati azionari delle imprese a forte crescita ha portato alla quasi scomparsa di IPO¹². L'incapacità per i fondi in venture capital di disimpegnarsi mediante IPO inciderà sul loro andamento e quindi sulla loro possibilità di raccogliere nuovi capitali. Tale situazione limiterà anche la loro capacità d'investire in nuove società, poiché tali fondi sono costretti a tenersi i loro attuali portafogli più a lungo del previsto.

È probabile il proseguire del ridimensionamento

Negli USA, gli investimenti nel 2000 (secondo trimestre) hanno proseguito il loro calo per il nono trimestre consecutivo. Secondo le previsioni, gli investimenti totali nel 2002 risulteranno molto inferiori al livello del 1999 e forse anche del 1998. Inoltre, poiché i fondi in venture capital sono divenuti molto selettivi nei loro investimenti, hanno restituito ai loro investitori più capitali¹³ di quanti ne avessero raccolti. In Europa,

Negli USA e in Europa gli investimenti continuano a ridursi

¹⁰ Per esempio, il numero di operazioni effettuate nel **settore delle attrezzature mediche** negli USA è stato 33 volte superiore al corrispondente numero registrato in Europa.

¹¹ Rispetto a una media inferiore al 7% nei tre anni precedenti.

¹² Le vendite per contrattazione sono sempre state molto superiori delle IPO, in termini di volume, ma **le IPO hanno importanza cruciale ai fini della valutazione**.

¹³ Per la prima volta nella storia del mercato USA del venture capital.

le cifre preliminari per il 2002 (primo trimestre) mostrano anch'esse un basso livello d'investimenti, incentrati piuttosto sulle fasi successive di attività che sul sostegno a nuovi progetti.

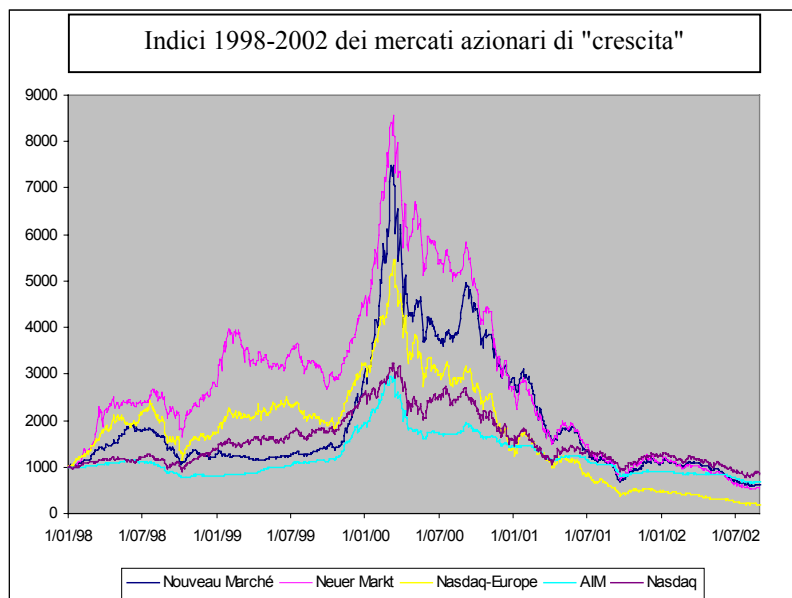
Le prospettive a medio termine per gli investimenti in venture capital nell'UE sembrano relativamente favorevoli, con ampio spazio per continuare a finanziare progetti validi, grazie all'ingente livello dei fondi non investiti. Nel 2001 si sono avuti afflussi di **15 miliardi di EUR** – si tratta, anche in questo caso, del secondo importo massimo mai registrato – per futuri investimenti in venture capital e di **22 miliardi di EUR per le rilevazioni dall'interno**. Un indizio di maturità è la maggiore diversificazione nelle fonti di finanziamento. Nel 2001, per il secondo anno consecutivo, i fondi pensione hanno costituito nell'UE la massima fonte singola (27%) di capitali in società non quotate in borsa, precedendo le banche (24%) e le assicurazioni (13%). Questa cospicua presenza dei fondi pensione, i cui orizzonti d'investimento sono a più lungo raggio, è un presupposto per sviluppare un mercato maturo del venture capital. È in aumento anche la presenza, sul mercato UE del venture capital, di fondazioni, organizzazioni caritative, università ecc.

Le prospettive a medio termine sembrano più favorevoli

Il settore UE del venture capital, avendo acquisito maturità, è ora molto meglio equipaggiato per premunirsi contro fasi economiche discendenti. Valutazioni più ragionevoli delle acquisizioni offrono nuove possibilità di affari, con l'aiuto del progressivo sviluppo di tutto il settore e del graduale emergere nell'UE di uno spirito più imprenditoriale. Tuttavia, potrebbero essere deluse le speranze di una ripresa sollecita.

Il settore UE è ora più maturo e meglio equipaggiato

3.3. I mercati azionari delle imprese a forte crescita



Tali mercati svolgono un ruolo importante nel finanziare lo sviluppo di società in crescita e nell'offrire vie d'uscita per gli investitori. Da quando, nel marzo 2000, è scoppiata la "bubble" del settore TMT, le azioni delle imprese a forte crescita sono crollate e l'attività primaria su questi mercati

è in ristagno.

I fatti dell'11 settembre 2001 hanno inferto un altro colpo a mercati già depressi. Alla fine di quel mese, l'indice del *Neuer Markt* di Francoforte era crollato di oltre il 90% rispetto alle sue punte record del marzo 2000. Nel medesimo periodo, l'indice del *Nouveau Marché* di Euronext ha perduto il 91%, quello del *Nuovo Mercato* italiano il 92%, quello del *Nasdaq Europe* – ex Easdaq – il 93%, e quello del *Nuevo Mercado* spagnolo "soltanto" l'83%, probabilmente grazie al fatto di essersi costituito poco dopo il marzo 2000. Dopo una certa ripresa alla fine del 2001 e all'inizio del 2002, i mercati hanno subito un nuovo ridimensionamento nel periodo aprile-luglio 2002. Nelle preoccupazioni degli investitori si riflettono tre fattori: 1) la prospettiva di guadagni inferiori al previsto nei trimestri successivi, a causa della fiacchezza dell'economia mondiale; 2) l'impressione che su alcuni mercati azionari i quozienti tra prezzi e guadagni restino insostenibilmente elevati; 3) una certa perdita di fiducia nell'affidabilità dei conti post audit (un effetto "domino" dagli USA); 4) la mancanza di liquidità delle azioni di piccole imprese, una preoccupazione particolarmente grave per le azioni del settore TMT.

I mercati azionari UE delle imprese a forte crescita hanno risentito moltissimo dello scoppio della "bubble" TMT

Per quanto riguarda l'attività primaria, i mercati UE d'impresa a "forte crescita" sono rimasti praticamente chiusi nel 2001. In totale, soltanto altre 10 società sono state ammesse alle quotazioni nel *Nouveau Marché* (rispetto a 52 l'anno prima), 11 nel *Neuer Markt* (rispetto a 133 nel 2000) e 5 nel *Nuovo Mercato* (rispetto a 30 nel 2000). Inoltre, nei primi sei mesi del 2002, due altre società si sono aggiunte al listino del *Nouveau Marché* e una a quello del *Neuer Markt*. Varie società hanno deciso poi di uscire dal listino, specialmente dal *Neuer Markt* e dal *Nasdaq Europe*, a causa dei costi necessari o, nel caso di alcune società estere, per incentrarsi sul rispettivo mercato nazionale o, in generale, per la crisi di fiducia nel mercato borsistico. Ha fatto eccezione a questa triste tendenza l'*AIM* (altre 108 società ammesse nel listino nel 2001 rispetto a 250 nel 2000), poiché esso comprende al tempo stesso piccole società tradizionali e società a "forte crescita".

La liquidità è scarsa

A fine 2001, 629 società erano quotate nell'*AIM*, 326 nel *Neuer Markt*, e 164 nel *Nouveau Marché*. Su questi mercati la liquidità è sempre stata scarsa e la volatilità elevata: due gravi difetti che si sono accentuati nel 2001. L'anno scorso, le contrattazioni quotidiane sono state di neanche 4 milioni di EUR nell'*AIM*, di 8 milioni di EUR nel *Nouveau Marché* e di 50 milioni di EUR nel *Neuer Markt*. La liquidità è migliorata verso la fine del 2001, ma è rimasta scarsa. La decisione di chiudere il *Neuer Markt* e di ristrutturare a due livelli la Deutsche Börse, e inoltre la fusione dei mercati di Parigi, Amsterdam, Bruxelles e Lisbona nell'*Euronext*, che comprende un segmento di alta tecnologia, potrebbero rendere questi mercati più attraenti per gli investitori e ripristinare la fiducia. Gli operatori di mercato sono relativamente ottimisti, ma restano vive le incertezze sulla crescita, sulla redditività delle imprese e sulla valutazione delle azioni. Di conseguenza, la ripresa può subire ritardi. Non si è ancora affermata con successo nessuna piattaforma paneuropea atta ad

Le incertezze restano vive

approfondire alcuni mercati e ad ampliare il novero degli investitori.

In contrasto rispetto ai mercati UE, oltre 4.000 società sono quotate nel *Nasdaq*. Anche il *Nasdaq* ha risentito gravemente dello scoppio della "bubble" TMT dopo il marzo 2000, perdendo oltre il 60% del suo valore rispetto ai primi mesi dell'anno. Soltanto altre 144 società sono state ammesse in listino nel 2001 (erano state oltre 800 nel 2000) e 815 ne sono uscite. Nondimeno, con una media di 12 miliardi di EUR di contrattazioni quotidiane, il mercato conserva una forte liquidità.

*Il Nasdaq
conserva invece
una forte liquidità*

4. QUESTIONI NORMATIVE

L'aggiornamento del quadro normativo, richiesto dal PACR, dovrebbe condurre infine a un sistema privo di barriere, efficiente in rapporto ai costi, atto a favorire il pieno sviluppo dei mercati del capitale di rischio. Nel 2001 il processo di aggiornamento è proseguito senza soste, in un ambiente finanziario dominato dall'immissione in circolazione dell'euro, coronata da successo, la quale contribuirà alla stabilità dei mercati.

*Successo
nell'immissione
in circolazione
dell'euro*

Il Vertice di Barcellona ha riconfermato la scadenza del 2003 per il completamento dei mercati integrati dei valori mobiliari e del capitale di rischio (punto 35, secondo sottopunto delle Conclusioni della presidenza). Un'altra importante pietra miliare è stato l'accordo raggiunto dalla Commissione con il Parlamento, il 5 febbraio 2002, che ha aperto la strada per **l'applicazione delle procedure Lamfalussy**¹⁴. Tali procedure, relative in linea di principio alle normative dei mercati dei valori mobiliari, potrebbero estendersi ad altri settori finanziari.

*Accordo
con il Parlamento
sulle procedure
Lamfalussy*

Attuazione dei testi di legge sui servizi finanziari

	Banche	Assicuraz.	Valori mobiliari	Sistemi di pagamento	Diritto societario	Totali	Classifica
B	7/9	24/25	8/8	2/2	15/15	56/59	9
DK	9/9	24/25	8/8	2/2	15/15	58/59	3
D	7/9	24/25	8/8	2/2	15/15	56/59	9
EL	7/9	23/25	8/8	2/2	15/15	55/59	15
E	7/9	24/25	8/8	2/2	15/15	56/59	9
F	7/9	24/25	8/8	2/2	15/15	56/59	9
IRL	9/9	24/25	8/8	2/2	15/15	58/59	3
I	9/9	24/25	8/8	2/2	15/15	58/59	3
L	9/9	24/25	8/8	2/2	15/15	58/59	3
NL	7/9	24/25	8/8	2/2	15/15	56/59	9
A	9/9	25/25	8/8	2/2	15/15	59/59	1
P	9/9	24/25	8/8	2/2	15/15	58/59	3
FIN	7/9	24/25	8/8	2/2	15/15	56/59	9
S	9/9	25/25	8/8	2/2	15/15	59/59	1
UK	9/9	24/25	8/8	2/2	15/15	58/59	3
UE	89,6%	96,3%	100%	100%	100%	98,7%	/

Settembre 2002

¹⁴ In tale contesto, la commissione del PE per gli affari economici e monetari ha istituito il 24 aprile 2002 un **Gruppo consultivo degli esperti di servizi finanziari**. Vedasi ECON online: www.europarl.eu.int/committee/econ_home.htm

Per quanto riguarda il PASF, le presidenze belga e spagnola hanno contribuito a suscitare il necessario slancio in sede politica. Come risultato, *"è stato raggiunto un accordo su diversi punti, ma portare a compimento il piano entro il 2003-2005 rappresenta ancora una notevole sfida"*¹⁵. Con i progressi nell'attuazione del programma, il centro di gravità dell'azione comunitaria, e quindi le priorità, avanzeranno anch'esse parallelamente.

Il PASF è in via di completamento

4.1. Provvedimenti inclusi nel PASF¹⁶

Per la maggior parte dei provvedimenti normativi inclusi in entrambi il PASF e il PACR, si sono compiuti passi decisivi:

- **Provvedimento:** *"L'aggiornamento delle direttive sui prospetti, per facilitare alle imprese la raccolta di capitali transfrontalieri" (per esempio, le offerte iniziali al pubblico: IPO)*

La Commissione ha adottato una proposta modificata sui prospetti¹⁷, tenendo conto del parere del Parlamento sulla proposta iniziale. Una volta adottata, la direttiva introdurrà un vero e proprio *"passaporto unico per gli emittenti"*, il che faciliterà le IPO, comprese quelle per l'ammissione sul listino dei mercati azionari specializzati nelle imprese a forte crescita. Nella nuova proposta, la Commissione ha aggiunto maggiore flessibilità per le IPO delle PMI. La presidenza danese e il Parlamento europeo stanno cercando di trovare un terreno comune entro il 2002.

Si stanno accelerando i provvedimenti per aprire la porta delle IPO

- **Provvedimento** *"L'adozione di regole prudenziali per consentire agli investitori istituzionali d'investire in venture capital"*

Sono state adottate due nuove direttive sui fondi armonizzati d'investimento (OICVM)¹⁸. Per quanto riguarda la proposta della Commissione sulle attività dei fondi pensione integrativi e sulla loro vigilanza, le trattative proseguono, ma si sono già compiuti notevoli progressi. Come risultato, tali fondi potranno investire sui mercati del capitale di rischio. Si può prevedere che, in futuro, questi fondi stessi diventeranno fonti importanti di capitale di rischio.

Si sono adottate le direttive sugli OICVM e si sono compiuti molti progressi per i fondi pensione

- **Provvedimento:** *"La valutazione delle attuali disposizioni in materia di contabilità e di audit"*

Il 6 giugno 2002 è stato adottato un regolamento sull'applicazione nell'UE delle norme contabili internazionali (IAS), in base al quale dal 2005 in poi tutte le società quotate sui mercati azionari UE dovranno preparare i loro conti consolidati nel rispetto delle IAS. Gli Stati membri potranno estendere quest'obbligo alle società non quotate. In tale contesto, la Commissione ha adottato il 3 giugno 2002 una proposta intesa a modificare le attuali direttive UE in materia di contabilità, per consentire agli Stati

Le norme IAS saranno obbligatoria dal 2005 in tutta Europa

¹⁵ *"Sesta relazione sui progressi compiuti nell'attuazione del PASF"*, COM(2002)267 del 3 giugno 2002 (Introduzione).

¹⁶ Questi provvedimenti riguardano soprattutto l'*offerta* di capitale di rischio.

¹⁷ COM(2002)460 del 9 agosto 2002, www.europa.eu.int/comm (mercato interno).

¹⁸ *Direttive 2001/107/CE e 2001/108/CE*: GU L 41 del 13.02.2002, pp. 20 e 35.

membri che non applicano le IAS a tutte le società d'imporre gradualmente norme analoghe per la presentazione di rendiconti finanziari di alta qualità. Le norme contabili comuni faciliteranno il raffronto tra i risultati societari e l'ammissione delle società sui mercati azionari delle imprese a forte crescita. Per quanto riguarda l'audit previsto dalla legge, la Commissione ha adottato il 16 maggio 2002 una raccomandazione relativa all'indipendenza degli incaricati di tale audit nell'UE. Più tardi nel corso dell'anno, la Commissione pubblicherà una comunicazione generale sull'audit previsto dalla legge, indicando le priorità per le azioni successive. Tali provvedimenti rafforzeranno l'affidabilità dei conti.

- **Provvedimento:** *"La diffusione delle pratiche migliori nel governo societario"*

È stato completato nel gennaio 2002 lo studio comparativo ordinato dalla Commissione riguardante i codici di governo societario vigenti nell'UE e nei suoi Stati membri. Più tardi nel corso dell'anno, a richiesta del Consiglio ECOFIN (Oviedo, aprile 2002), il Gruppo di alto livello di esperti di diritto societario formulerà una serie di raccomandazioni su alcune questioni cruciali del governo societario, che hanno acquistato pertinenza in seguito ai più recenti scandali finanziari negli USA, in particolare per le azioni del settore TMT. Migliorare la trasparenza, la pubblicazione dei dati societari e il governo societario è essenziale per rianimare i mercati azionari UE, compresi i mercati delle imprese a forte crescita.

Le pratiche migliori nel governo societario sono ormai al primo posto dell'ordine del giorno

4.2. Provvedimenti non previsti nel PASF¹⁹

Per quanto riguarda i provvedimenti legislativi inclusi nel PACR ma non nel PASF, si riscontrano soltanto alcuni progressi.

- **Provvedimento:** *"Riforma dei testi di legge sull'insolvenza e sul fallimento"*²⁰

Per migliorare l'efficacia dei sistemi giuridici e ridurre l'anatema che colpisce la bancarotta in Europa, così da offrire agli imprenditori una seconda possibilità, la Commissione si è avvalsa della collaborazione di esperti nazionali e, dopo uno studio preparatorio²¹, ha definito una serie d'indicatori e di benchmark delle performance, come supporto per gli Stati membri perché configurino la loro strategia in tal campo. Inoltre, la Commissione ha pubblicato una guida²² comprendente orientamenti per elaborare sistemi efficaci in materia d'insolvenza e di tutela dei diritti dei creditori, nonché studi specifici delle questioni giuridiche e dei dispositivi di sostegno.

Si sta affrontando il problema dell'anatema contro la bancarotta

¹⁹ Questi provvedimenti normativi sono volti a potenziare la **domanda** di capitale di rischio.

²⁰ Per una panoramica dell'argomento, vedansi *"The European Restructuring and Insolvency Guide 2002/2003"* (Guida sulla ristrutturazione e sull'insolvenza in Europa), White Paper (Libro bianco), 2002 ; e *"Bankruptcy and Insolvency"* (Fallimento e insolvenza), EVCA, maggio 2002

²¹ *"Bankruptcy and a Fresh Start"* (Il fallimento e il nuovo avvio), www.europa.eu.int/comm (imprese).

²² *"Helping Business Overcome Financial Difficulties"* (Aiutare le imprese e superare le difficoltà finanziarie), www.europa.eu.int/comm (imprese).

- Provvedimento: "Riforma del sistema del brevetto europeo"

Dopo la proposta della Commissione²³, successivi Consigli europei hanno chiesto agli Stati membri di accordarsi su un pacchetto di provvedimenti chiari ed equilibrati. Le trattative proseguono ancora. Un brevetto comunitario che sia abbordabile e semplice, presenti un buon rapporto tra costi ed efficacia e garantisca la certezza giuridica avrà particolare importanza per le PMI innovatrici a forte crescita. A tale scopo saranno necessari soddisfacenti accordi giurisdizionali di natura comunitaria²⁴.

Si attende ancora un brevetto unico abbordabile

4.3. Provvedimenti non compresi nel PACR

Come si è indicato, il PACR prescrive il superamento di varie barriere normative specifiche. Man mano che prosegue l'attuazione del PACR, possono presentarsi altre barriere, a entrambi i livelli comunitario e nazionale, che non erano state previste specificamente nel 1998. Alcuni esempi ne sono le nuove norme di *Basilea* in materia di *adeguatezza dei fondi propri* e il nuovo *regolamento sulle fusioni*. Entrambe tali novità sono seguite attentamente dal settore, il quale teme, per esempio, che le banche possano ridurre i loro investimenti in capitale di rischio o che i fornitori di capitale di rischio siano tenuti a procedere a notifiche "non necessarie". Inoltre, il settore è favorevole ad *applicare ai fondi strutture europee*, per evitare le attuali manchevolezze dovute alle norme fiscali vigenti. Per conseguire l'obiettivo politico perseguito nel PACR, si dovranno affrontare opportunamente le nuove esigenze e sviluppi.

La portata del PACR va interpretata in senso dinamico

5. QUESTIONI FISCALI

L'importanza basilare che le questioni fiscali rivestono per lo sviluppo del capitale di rischio è un fatto già ben stabilito, che è divenuto un elemento comune nella maggior parte delle pubblicazioni in materia fiscale. Fonti del mondo economico sottolineano inoltre che, in termini relativi, l'importanza delle questioni fiscali è in aumento.

Aumenta l'importanza delle questioni fiscali

5.1. L'ambiente fiscale del capitale di rischio

Gli operatori e gli investitori in capitale di rischio si trovano di fronte a gravi costrizioni fiscali di due tipi: barriere strutturali (per esempio il trattamento fiscale dei dividendi e dei redditi di capitale e degli investimenti al minuto in strumenti di private equity, il regime fiscale applicato ai capitali propri rispetto a quello applicato in caso di finanziamento mediante contrazione di prestiti, l'imposizione fiscale sui diritti di opzione)²⁵ ed a specifici ostacoli alle attività transfrontaliere. In un recente *studio*²⁵, la Commissione ha constatato che nell'UE i differenziali tra le aliquote fiscali sono molto elevati e che, praticamente in tutti i paesi e situazioni, al finanziamento mediante contrazione di prestiti si applica un trattamento fiscale più favorevole rispetto a quello previsto per il

Due serie di costrizioni

Una strategia a due punte

²³ *Proposta di regolamento del Consiglio sul brevetto comunitario* (GU C 337 del 28.11.2000).

²⁴ A tale riguardo, la Commissione ha pubblicato un *Documento di lavoro sulla prossima istituzione di un organo giudiziario per il brevetto comunitario*, COM(2002)480 del 30.08.2002.

²⁵ Documento sull'*imposta societaria nel mercato unico*, SEC(2001)1681 del 23.10.2001.

finanziamento mediante capitali propri²⁶. Per gli ostacoli transfrontalieri, lo studio propone una strategia a due punte: a breve termine, emanazione di leggi specifiche relative a ogni singolo ostacolo e, a più lungo termine, sviluppo di una soluzione sistematica e completa di tutti i problemi transfrontalieri, così da fornire alle imprese una base imponibile comune ed uniforme per le loro attività economiche all'interno dell'UE.

Come ha indicato la Commissione in precedenti **comunicazioni**²⁷, vari Stati membri hanno emanato testi di legge intesi a promuovere il capitale di rischio e/o la R&S. Tale tendenza è proseguita nel 2002: tra l'altro, il Regno Unito ha seguito l'esempio della Germania e prevede ora l'esenzione fiscale per i redditi di capitale derivanti dalle cessioni di partecipazioni azionarie. Per quanto riguarda i redditi di capitale dei "business angels", alcuni Stati membri quali Regno Unito e Francia esentano tali redditi oppure prevedono sgravi fiscali mirati per gli investimenti a lungo termine in imprese.

Le leggi fiscali divengono sempre più favorevoli al capitale di rischio

5.2. Problemi specifici ed iniziative della Commissione al riguardo

Non vi è nessuna legge UE che preveda l'esenzione dei redditi di capitale derivanti dal trasferimento di quote di partecipazione, né vi è un qualche altro metodo per eliminare la doppia imposizione oppure per concedere sgravio fiscale in caso di perdite transfrontaliere. Non vi è neanche nessuna armonizzazione riguardante le entità trasparenti, comprese le istituzioni d'investimento quali le società semplici od i fondi.

Scarsa legislazione UE

Vario tempo fa sono state adottate due direttive sull'imposizione fiscale diretta, le quali presentano tuttavia gravi manchevolezze. La **direttiva riguardante le società madri e figlie**²⁸ prevede l'esenzione fiscale per i pagamenti di dividendi tra società associate all'interno dell'UE, ma non si applica alle società semplici né ad altre forme giuridiche spesso adottate dalle PMI. Inoltre, il minimale del 25% previsto per la partecipazione azionaria (diretta) esclude da tale beneficio numerose società holding. Neanche la **direttiva sulle fusioni**²⁹ si applica alle società semplici, né comprende le fusioni tra società holding. Inoltre, non è prevista nessuna norma per evitare la doppia imposizione in caso di operazioni quali lo scambio di quote azionarie oppure il trasferimento di attivi.

Le direttive sull'imposizione fiscale diretta hanno dato risultati limitati

Per quanto riguarda le convenzioni fiscali bilaterali, la Commissione intende procedere nel 2003 a dibattiti tecnici con gli Stati membri, per presentare nel 2004 una **comunicazione** sulla necessità di modificare alcune disposizioni delle convenzioni relative alla doppia imposizione

Vanno modificate le convenzioni fiscali bilaterali

²⁶ Vedasi anche "Tax of Corporate Profits, Dividends and Capital Gains in Europe" (Le imposte sul reddito delle persone giuridiche, sui dividendi e sui redditi di capitale in Europa), EVCA, maggio 2002.

²⁷ COM(2000) 658 del 18.10.2000 e COM(2001) 605 del 25.10.2001.

²⁸ **Direttiva del Consiglio concernente il regime fiscale comune applicabile alle società madri e figlie di Stati membri diversi**, 90/435/CEE del 23.07.1990.

²⁹ **Direttiva del Consiglio relativa al regime fiscale comune da applicare alle fusioni, alle scissioni, ai conferimenti d'attivo ed agli scambi d'azioni concernenti società di Stati Membri diversi**, 90/434/CEE del 23.07.1990.

fiscale in base al **modello OCSE**³⁰, così da renderle compatibili con i **principi del trattato**³¹.

Un'altra questione importante per il settore del capitale di rischio (cfr. punto 6.4) è il trattamento fiscale dei diritti di opzione. Per esempio, i lavoratori che esercitano il loro diritto di libertà di circolazione possono essere soggetti a imposizione fiscale eccessiva, poiché gli Stati membri seguono criteri fiscali differenti – imposta all'atto della concessione oppure dell'esercizio o dell'acquisizione – e non applicano con coerenza le convenzioni sulla doppia imposizione fiscale.

Ai diritti di opzione si applicano trattamenti fiscali diversi

5.3 Incentivi fiscali

Per promuovere le attività con capitale di rischio, la R&S e l'innovazione, si è ricorso, e si dovrebbe continuare a ricorrere, a regimi fiscali speciali, purché rispondenti alle norme del Codice di condotta riguardante l'imposizione fiscale sulle imprese, le regole UE sugli aiuti di Stato e altri impegni degli Stati membri nel settore fiscale UE.

Regimi fiscali speciali compatibili con le norme vigenti

Per quanto riguarda la *R&S e l'innovazione*, i governi hanno ideato vari incentivi fiscali a favore del settore imprenditoriale³². La funzione degli incentivi economici in tale settore forma oggetto di sempre maggiore attenzione, considerati gli sviluppi teorici e pratici e la molteplicità di variabili che entrano in gioco. I governi hanno un forte potere d'influsso su un gran numero di tali variabili (per esempio, la base di conoscenza dell'economia, le condizioni quadro per la R&S e l'innovazione, l'efficacia delle reti ed i dispositivi di trasferimento della conoscenza). Come norma generale, il ricorso a incentivi economici dovrebbe incentrarsi su riconosciute lacune dei mercati e sul tentativo di ridurre al minimo la dissuasione dalle iniziative private di ricerca e possibili distorsioni di concorrenza. Per ottimizzare gli incentivi economici è quindi necessaria un'amplessissima strategia, che si avvalga della nota interazione tra i vari strumenti di politica economica che determinano la qualità del sistema dell'innovazione.

Entrano in gioco molteplici variabili

6. L'IMPRENDITORIALITÀ

Secondo un'opinione ampiamente diffusa, in Europa il dinamismo imprenditoriale è insufficiente, ma è grande il potenziale di miglioramento. Per richiamare l'attenzione a tale riguardo, la Commissione intende

Grande potenziale

³⁰ "Model Tax Convention on Income e on Capital" (Modello di convenzione fiscale sul reddito e sul capitale), OCSE, novembre 2000.

³¹ In una prospettiva a più lungo termine, tale comunicazione può costituire un primo passo verso l'eventuale elaborazione di un modello di convenzione fiscale UE.

³² Per un'analisi particolareggiata, vedasi "Corporation tax and innovation : Issues at stake and review of European Union experiences in the nineties" (Imposta societaria e innovazione: i problemi in gioco ed esame delle esperienze dell'Unione europea negli anni Novanta), EUR 17035 (Commissione, Innovation Papers n. 19, 2002).

pubblicare all'inizio del 2003 un **Libro verde** sull'imprenditorialità³³, da presentare al Vertice di primavera del 2003, nel quale si sottolineerà l'importanza degli imprenditori nell'economia basata sulla conoscenza e si analizzerà la correlazione tra imprenditorialità e risultati economici.

di miglioramento

D'altro canto, il rapporto 2002³⁴ sull'attuazione della **Carta europea per le piccole imprese**³⁵ conclude che nell'applicare la Carta si sono compiuti progressi effettivi, particolarmente in settori quali le procedure di start-up e il miglioramento dei testi di legge. Il 23 aprile 2002, tutti i paesi candidati hanno firmato in Slovenia la "*dichiarazione Maribor*", in appoggio delle raccomandazioni della Carta.

Si sta attuando la Carta

6.1. I finanziamenti informali in capitale di rischio

Il numero di reti di business angels è in rapido aumento (cfr. Allegato 4), ma per il momento soltanto il Regno Unito può essere considerato un mercato maturo. La Commissione si è adoperata per sviluppare i finanziamenti dei business angels in Europa mediante un'azione pilota (1998-2000) e un progetto di riferimento ("benchmarking") (2001-2002). Il *programma pilota Reti di business angels* faceva parte del terzo MAP³⁶. La sua valutazione mostra che il costituirsi di tali reti presenta considerevoli vantaggi al tempo stesso per le imprese e per lo sviluppo locale³⁷. Il *progetto benchmarking* s'incentra sulle politiche pubbliche atte a favorire lo sviluppo di un mercato maturo degli investimenti dei business angels.

Continuano a svilupparsi i finanziamenti dei business angels

È difficile ottenere cifre precise, ma anche le operazioni di **corporate venturing** sono state colpite duramente dalla fase discendente dei mercati. Molte società hanno abbandonato del tutto le loro attività in capitale di rischio. Secondo le inchieste effettuate, gli obiettivi strategici sono diventati più importanti di quelli finanziari, il che dovrebbe frenare il calo degli investimenti in corporate venturing. A favore di questo tipo di attività, alcuni Stati membri hanno introdotto incentivi, per esempio, nel Regno Unito, il sistema di corporate venturing in base al quale, se una società acquista azioni di un'altra, a determinate condizioni può detrarre dalle imposte a suo carico il 20% dell'importo investito.

Crescente importanza degli obiettivi strategici

6.2. Far corrispondere l'offerta con la domanda di capitale di rischio

È necessario provvedere rapido accesso alle informazioni sugli imprenditori e sugli investitori: se si realizza la rispondenza tra questi due lati, si può ottenere un considerevole valore aggiunto. Le reti di business

Si devono facilitare gli incontri tra

³³ Il Consiglio europeo di Barcellona (15-16 marzo 2002) ha preso nota delle intenzioni della Commissione, aggiungendo: "*Da quest'anno il Consiglio si riunirà prima di ogni Consiglio europeo di primavera per valutare i progressi compiuti al riguardo*" (punto 15 delle Conclusioni della presidenza).

³⁴ COM(2002) 68 del 6.02.2002 (questo secondo rapporto annuale è stato presentato al Vertice di Barcellona).

³⁵ La **Carta europea per le piccole imprese**, adottata dal Consiglio Affari generali il 13 giugno 2000 e accolta con favore dal Consiglio europeo di Feira del 19-20 giugno 2000, ha sollecitato gli Stati membri e la Commissione ad intraprendere azioni per sostenere e incoraggiare le piccole imprese in dieci settori d'importanza cruciale.

³⁶ Terzo programma pluriennale per le PMI (1997-2000), decisione 97/15/CE del 9.12.1996 (GU L 6 del 10.1.1997, pp. 25-31).

³⁷ Una relazione valutativa sarà pronta entro la fine del 2002.

angels sono in posizione cruciale per facilitare tale rispondenza. Tuttavia, per raggiungere una massa critica, saranno necessarie lunghe campagne di sensibilizzazione e si dovranno sfruttare appieno i moderni strumenti TIC³⁸. Quest'esigenza si presenterà al livello non soltanto regionale o nazionale, ma anche transfrontaliero, specialmente in alcune zone ad alta tecnologia, dove è limitato il numero d'impresa e d'investitori noti.

investitori e imprenditori

Per colmare le lacune nella corrispondenza tra domanda e offerta di capitale di rischio e per assicurare servizi correlati, dal marzo 2002 la Commissione accorda il suo sostegno³⁹ a un servizio di orientamento e di ricerca degli investitori, il **Gate2Growth.com**, che si rivolge a imprenditori innovatori, nell'intento d'integrare le iniziative regionali e nazionali. Provvede a tale servizio un gruppo di analisti d'investimenti, aventi esperienza nel venture capital e/o nell'imprenditoria. Nel primo trimestre di vita di tale servizio, vi si sono registrati 900 imprenditori e s'è stabilito il profilo di 3.000 investitori in Europa. Si prevede che questa base di dati paneuropea intesa a stabilire la rispondenza tra domanda e offerta raggiungerà la sua piena massa critica entro la fine del 2002.

È in costruzione un'ampia base di dati

6.3. Imprenditorialità e formazione

Si riconosce sempre più che l'imprenditorialità è una competenza di base da impartire mediante la formazione permanente. Nella maggior parte degli Stati UE vi sono già iniziative al riguardo. Nell'ambito del quarto programma MAP⁴⁰, la Commissione conduce attualmente un progetto "Best Procedure" sull'istruzione e la formazione all'imprenditorialità, con l'obiettivo d'individuare e comparare in tutta l'Europa le iniziative intese a promuovere l'insegnamento dell'imprenditorialità nei sistemi scolastici, dalla elementari all'università. Qualche mese fa la Commissione ha pubblicato⁴¹ i risultati di un progetto di formazione all'imprenditorialità, compreso l'esito di una conferenza su tale argomento, svoltasi a Madrid nel 2001.

Si devono insegnare i comportamenti e le competenze imprenditoriali

Nel 2002 l'EVCA⁴² ha creato un "Entrepreneurship Education Toolkit" (pacchetto strumentale per la didattica dell'imprenditorialità), che è stato messo a disposizione di 500 università e istituti superiori europei come ausilio per corsi semestrali sulle nozioni di base relative al finanziamento in capitale di rischio e sulle possibilità da esso offerte.

È stato distribuito un pacchetto strumentale per la didattica della imprenditorialità

6.4. La partecipazione finanziaria dei dipendenti

Per approfondire l'analisi delle possibilità offerte dai diversi tipi di

³⁸ Nel medesimo spirito, il Parlamento europeo ha sollecitato la creazione di un sito web "a sportello unico" sul capitale di rischio (punto 17 della risoluzione del PE dell'11.04.2000, op. cit.).

³⁹ Nell'ambito dell'iniziativa Gate2Growth e in base ai risultati del progetto pilota LIFT Helpdesk (1999-2001) per l'accesso ai finanziamenti (www.gate2crescita.com).

⁴⁰ Programma pluriennale (2001-2005) per l'impresa e l'imprenditorialità" (decisione 2000/819/CE del Consiglio del 20.12.2000, GU L 333 del 29.12.2000, p. 84).

⁴¹ "The Development and Implementation of European Entrepreneurship Training Curriculums" (Sviluppo e attuazione di programmi di formazione all'imprenditorialità in Europa), EUR 17047 (Commissione, Innovation Papers n. 24, 2002).

⁴² Con il supporto dell'iniziativa della Commissione Gate2Growth (www.cordis.lu/finance/home.html).

partecipazione finanziaria dei dipendenti, la Commissione ha pubblicato una comunicazione⁴³ sull'argomento e si è costituito un gruppo di lavoro⁴⁴, composto di 'esperti indipendenti. Inoltre, verso la fine del 2001 la Commissione ha varato uno studio⁴⁵ sui diritti di opzione dei dipendenti, per esaminare le disposizioni vigenti in tal campo negli Stati membri e negli USA e per valutare i vantaggi e gli svantaggi di questa forma di remunerazione, con speciale attenzione per le PMI. Per coadiuvare la Commissione, si è costituito un gruppo di esperti⁴⁶.

Si stanno analizzando i diritti di opzione e altre forme di remunerazione

7. SPAZIO EUROPEO DELLA RICERCA E DELL'INNOVAZIONE

Il Consiglio europeo di Barcellona ha deciso⁴⁷ di aumentare le spese totali dell'UE per la R&S, nell'intento di portarle a quasi il **3% del PIL entro il 2010** (rispetto all'1,9% nel 2000). Due terzi del totale dovrà provenire dal settore privato. L'UE spende per la R&S molto meno dei suoi maggiori partner commerciali e il suo divario rispetto agli USA si accresce sempre più⁴⁸. In una recente **comunicazione**⁴⁹, la Commissione segnala tutta una serie di settori e problemi politici da affrontare per conseguire tale obiettivo. Inoltre, la Commissione osserva che l'efficienza e l'integrazione dei mercati finanziari saranno essenziali per accrescere e agevolare l'accesso delle PMI a fonti esterne di finanziamento e che sarà necessario, in particolare per stimolare e moltiplicare gli investimenti privati, un utilizzo più efficace dei vari strumenti di finanziamento pubblico (aiuti diretti, incentivi fiscali, sistemi di garanzia e capitale di rischio).

Entro il 2010 si dovrà destinare alla ricerca il 3% del PIL

Gruppi di esperti stanno aiutando la Commissione a individuare il modo migliore di utilizzare gli aiuti pubblici per promuovere gli investimenti privati nella R&S, in particolare migliorando l'accesso al capitale di rischio e agli strumenti di credito. In seguito a un dibattito con tutte le parti interessate dalla suddetta comunicazione, la Commissione esaminerà la possibilità di proporre in una **seconda comunicazione**, nella primavera del 2003, un insieme mirato di azioni prioritarie, fondate su un ampio e aperto coordinamento.

È in preparazione una seconda comunicazione

Il **VI programma quadro (2002-2006)**, approvato di recente⁵⁰, dotato di un bilancio complessivo di 17,5 miliardi di EUR (+17% rispetto al V programma) è stato elaborato nell'intento specifico di sostenere la creazione dello *Spazio europeo della ricerca e dell'innovazione*. Tale

⁴³ *Comunicazione della Commissione: Quadro per la promozione della partecipazione finanziaria dei lavoratori dipendenti*, COM(2002)364 del 5 luglio 2002.

⁴⁴ Il "Gruppo ad alto livello sugli ostacoli transnazionali alla partecipazione finanziaria dei dipendenti in società aventi dimensioni transfrontaliere" ha tenuto la prima riunione il 18 settembre 2002.

⁴⁵ "Employee Stock Options in the UE and the USA" (I diritti di opzione dei dipendenti nell'UE e negli USA), settembre 2002, www.europa.eu.int/comm (imprese).

⁴⁶ Gli esperti sono stati nominati dagli Stati membri e dai paesi candidati. Il Gruppo ha tenuto la prima riunione il 22 maggio 2002.

⁴⁷ Punto 47, primo sottopunto, delle Conclusioni del Consiglio europeo di Barcellona (15 e 16 marzo 2002).

⁴⁸ Secondo i dati OCSE e le stime della Commissione, il divario era di circa 120 miliardi di EUR euro nel 2000, causato per più dell'80% al livello inferiore di spese da parte delle imprese.

⁴⁹ *Comunicazione della Commissione: Più ricerca per l'Europa. Obiettivo: 3% del PIL*, COM(2002) 499 of 11.09.2002).

⁵⁰ Decisione del Parlamento europeo e del Consiglio del 27 giugno 2002, www.europa.eu.int/comm/research).

programma introduce nuovi strumenti intesi a favorire l'integrazione delle capacità di ricerca, a promuovere il coordinamento tra i programmi nazionali, ad accrescere la mobilità dei ricercatori ed a potenziare l'incidenza delle attività di ricerca. Saranno rafforzate le attività orizzontali previste nel V programma per facilitare il trasferimento transnazionale delle tecnologie e per stabilire un'interfaccia tra ricercatori, imprese e investitori. Si promuoveranno i fori d'investimenti, sull'esempio del successo del "Forum Biotecnologia & Finanza".

Si stanno introducendo nuovi strumenti

8. FINANZIAMENTI PUBBLICI

8.1. Aiuti di Stato e capitale di rischio

L'adozione della comunicazione su tale argomento⁵¹ si è rivelata uno sviluppo importante, e dopo la relazione dello scorso anno⁵² ha portato ad altre applicazioni, tra cui la *Linea de apoyo a la capitalización de empresa de base tecnológica* (Spagna), la *Sächsische Beteiligungsgesellschaft* (Germania) e altri due programmi nel Regno Unito, intesi a colmare le lacune nel mettere a disposizione capitale di rischio in piccoli importi rispettivamente alle PMI nelle zone carbonifere d'Inghilterra e ad altre collettività in situazioni particolarmente difficili. Un problema specifico consiste nel valutare simili provvedimenti quando tutti i fondi investiti sono fondi pubblici: in tali casi, può essere più arduo stabilire che le decisioni d'investire sono motivate dalla ricerca di profitti, il che è uno dei criteri prescritti nella comunicazione.

La comunicazione ad hoc è in fase di applicazione

8.2. L'iniziativa "i2i" e il Fondo europeo per gli investimenti (FEI)

Come si è spiegato nella comunicazione dello scorso anno⁵³, l'**Iniziativa 2000 per l'innovazione** (i2i) è stata varata dalla BEI nel maggio 2000, in risposta al Vertice UE di Lisbona e come contributo della BEI all'emergere di una società più innovatrice e basata sulla conoscenza. Il Gruppo BEI (compreso il FEI, il suo "braccio" di capitale di rischio) sta destinando una parte considerevole delle proprie risorse a promuovere gli investimenti nella ricerca e nell'innovazione. Al settembre 2002, i prestiti a favore di progetti nel campo della ricerca approvati nell'ambito dell'i2i ammontavano in totale a 4,6 miliardi di EUR, di cui 3,2 miliardi di EUR già firmati.

L'i2i è operativa dal maggio 2000

La massima parte delle risorse in venture capital gestite dal FEI proviene dalla BEI (comprese le risorse i2i destinate a investimenti in capitale di rischio, quali l'i2i audiovisiva) e finanzia imprese in early-stage. Per il settore audiovisivo, vari fondi in venture capital hanno ricevuto dall'i2i, al giugno 2002, un totale di 83,5 milioni di EUR, di cui 48,5 milioni di EUR per investimenti nel settore dei contenuti e 25 milioni di EUR a favore di PMI del settore audiovisivo ad alta tecnologia. Il FEI gestisce anche la

Il FEI è il braccio di capitale di rischio della BEI e gestisce anche alcuni progetti del

⁵¹ Comunicazione su "*Aiuti di Stato e capitale di rischio*", del 23 maggio 2001 (GU C 235 del 21.08.2001, p. 3).

⁵² COM(2001)605 del 25.10.2001 riguardante l'attuazione del PACR, punto 6.1, nota 39.

⁵³ Punto 6.3 della COM(2001)605, op. cit.

linea di credito "Start-up"⁵⁴ e l'azione "Seed-Capital" del programma MAP. La linea di credito è riservata ai fondi in venture capital, in particolare quelli in fase di costituzione (seed), quelli di minori dimensioni, i fondi regionali, i fondi specializzati in un settore o in una tecnologia e le società incubatrici. L'azione rafforza le capacità d'investimento dei fondi in capitale seed nei quali il FEI investe, mediante piccole sovvenzioni per l'assunzione di gestori supplementari d'investimenti.

programma MAP

Dall'epoca della sua riforma, nel giugno 2000, il FEI è entrato in un fase di rapida espansione. Il suo portafoglio è di oltre **2,2 miliardi di EUR**⁵⁵, investito in oltre **160 fondi**. Tra essi: 1) fondi incentrati su *settori o tecnologie specifiche* (per esempio biotecnologie, attività agricole, industrie dei contenuti, nanotecnologie, "tecnologie trainanti" ecc.); 2) *fondi regionali*, nell'intento di favorire lo sviluppo equilibrato tra le regioni europee (nel 2001, le prime operazioni sono state firmate in Grecia e in Portogallo, impegni cospicui, pari al 9% delle attività del FEI, sono stati firmati in Spagna e 5 operazioni sono state concluse nei paesi candidati); 3) fondi che finanziano lo *sfruttamento dei risultati della R&S*; 4) (nel 2001 hanno beneficiato di tale sostegno 11 *fondi paneuropei nel settore dell'alta tecnologia*).

Il FEI s'incentra sui fondi tecnologici in early-stage

8.3. Cooperazione tra la Commissione e la BEI nella R&S

Tale cooperazione⁵⁶ mira a ottimizzare la complementarità e la sinergia tra il Programma quadro della Comunità e l'iniziativa i2i, potenziandone così l'incidenza globale, nonché l'effetto moltiplicatore, sugli investimenti privati. Tre gruppi di lavoro congiunti⁵⁷ stanno cercando di sensibilizzare il mondo della ricerca sulle nuove possibilità finanziarie. Il nuovo dispositivo consentirà inoltre di tener conto in modo migliore della specificità della R&S, e delle esigenze di finanziamento di diversi tipi d'impresa, nella progettazione e attuazione degli strumenti della BEI (per esempio, la linea di credito per il finanziamento di progetti europei di ricerca strategica), compresa la partecipazione degli istituti di credito e dei sistemi di garanzia nazionali.

Ci si avvarrà delle sinergie e complementarità

8.4. La politica regionale

Nelle *Linee direttrici per i programmi del periodo 2000-2006*⁵⁸, relative all'attuazione dei fondi strutturali, la Commissione ha chiesto di limitare i sussidi diretti alle PMI e di sostituirli con tipi di finanziamento più moderni e attivi, come quelli offerti dal venture capital e dai fondi di garanzia. La programmazione dei fondi regionali mostra che si stanno seguendo tali orientamenti. Per esempio, mentre il cofinanziamento degli investimenti delle PMI da parte dei fondi strutturali è rimasto al medesimo livello che nel periodo 1994-1999, ossia a circa 17 miliardi di EUR, i documenti di programmazione prevedono per gli investimenti in capitale di rischio un

Si stanno seguendo i nuovi orientamenti

⁵⁴ L'accordo tra la Commissione e il FEI è stato firmato il 18 dicembre 2001.

⁵⁵ Su questo totale, il FEI ha investito 800 milioni di EUR in 57 fondi soltanto nel 2001.

⁵⁶ Il Memorandum congiunto tra la Commissione e la BEI è stato firmato il 7 giugno 2001.

⁵⁷ 1) progetti di R&S; 2) infrastrutture di ricerca; 3) capitale di rischio per le start-up e società incubatrici.

⁵⁸ Pubblicate nel 1999: cfr. www.europa.eu.int/comm (politica regionale).

importo quasi doppio: da 600 milioni di EUR a circa 1,2 miliardi di EUR.

D'altro canto, la Commissione sta per completare la sua *Nuova guida per i finanziamenti con capitale di rischio nella politica regionale*, che sarà disponibile in tutte le lingue comunitarie entro il 2002 e dovrebbe rivelarsi un utile strumento per gli operatori nazionali e regionali ed anche per i beneficiari finali dei fondi regionali.

Sarà presto disponibile la nuova Guida

9. CONCLUSIONI

Scopo primario del PACR era gettare le fondamenta a lungo termine dei mercati del capitale di rischio in Europa. Di conseguenza, considerazioni cicliche nel breve periodo non dovrebbero dissuadere gli operatori interessati dal rafforzare e consolidare il finanziamento mediante capitale di rischio. Negli ultimi tempi i mercati finanziari, compresi i mercati del capitale di rischio, stanno subendo tutta una **sequela di severe prove**, che hanno portato al deteriorarsi del clima finanziario. Gli effetti destabilizzanti degli attentati dell'11 settembre e gli scandali ENRON, Tyco e di altre società hanno scosso la fiducia nei mercati finanziari. Per ripresentare agli investitori uno scenario attraente, saranno necessari miglioramenti sotto vari aspetti, compresa la presentazione di dati contabili veramente significativi, valori attualizzati netti basati su stime realistiche dei futuri flussi di cassa, governo societario efficace e vigilanza adeguata.

Si deve assumere una visuale a lungo termine

Sarà necessaria tutta una serie di miglioramenti normativi

I finanziamenti in capitale di rischio organizzati secondo i dettami professionali includono, sin dall'inizio di un'operazione, una strategia di uscita. Servirsi della porta di uscita costituita dalle IPO, che sono il collegamento cruciale tra i mercati privati e pubblici, fa spesso parte di tali strategie. Gli investitori dovrebbero dunque contare su tale possibilità, a prezzi fluttuanti e attraenti, negli anni successivi agli investimenti. Tuttavia, l'incertezza e la volatilità conseguenti alla "bubble" Internet impediscono ai mercati di svolgere adeguatamente la loro funzione fondamentale, che consiste nel finanziare imprese e progetti promettenti. Come risultato, lo spazio per le IPO resta ampiamente chiuso. Tale situazione richiede l'intervento di tutte le parti interessate, compresi i mercati azionari delle imprese a forte crescita. Potrebbe essere necessaria una certa razionalizzazione paneuropea, come è avvenuto nei settori delle blue chip.

Si deve riaprire la porta delle IPO

Negli USA⁵⁹ gli investimenti in capitale di rischio sono ammontati nel 2001 a **"soltanto" il triplo di quelli dell'UE**. Si è così interrotta la tendenza degli anni precedenti (nel 2000 tali investimenti erano stati il quadruplo), il che non significa peraltro che si compiranno automaticamente altri progressi tali da colmare il divario con gli USA. Di conseguenza, l'UE deve continuare ad avvalersi di tutti i mezzi a sua disposizione per agevolare e promuovere l'espandersi del mercato europeo del capitale di rischio. Per attuare appieno il potenziale occupazionale dell'UE, particolare attenzione va rivolta alla R&S. I nuovi e ambiziosi

Il divario rispetto agli USA

⁵⁹ Uno studio sull'incidenza economica, pubblicato negli USA nell'ottobre 2001 dalla NVCA (l'Associazione nazionale USA del venture capital) mostra che il venture capital investito negli USA negli ultimi tre decenni ha creato **7,6 milioni di posti di lavoro e oltre \$ 1,3 trilioni di reddito** (cfr. www.ncva.org).

obiettivi per l'espansione della R&S in Europa richiederanno nuovi e immaginativi sistemi di finanziamento, nei quali il capitale di rischio dovrebbe avere il ruolo primario. Il messaggio più incoraggiante della presente relazione è forse la constatazione che in pressoché ogni settore politico vi sono state dal 1998 importanti e positive politiche di accompagnamento a sostegno dello sviluppo del capitale di rischio non soltanto nell'UE, ma anche presso la BEI e il FEI, nella ricerca, nel mondo imprenditoriale, nella politica regionale e nel quadro normativo, con l'attuazione del Piano d'azione per i servizi finanziari. Tutto ciò è di buon auspicio per il futuro.

*è tuttora
molto ampio*

OOOOO

ELENCO DEGLI ALLEGATI

Allegato 1: Dati storici relativi al capitale di rischio nell'UE

Allegato 2: Dati storici relativi agli investimenti in venture capital negli USA

Allegato 3: Le reti di business angels in Europa

Allegato 4: L'attuazione del PACR (per ogni provvedimento)

Allegato 5: Sigle ricorrenti nel PACR

Allegato 6: Glossario di termini ricorrenti nel PACR

DATI STORICI RELATIVI AL CAPITALE DI RISCHIO nell'UE

Valore in milioni di euro	1998	1999	2000	2001
Investimenti nelle early stage (seed + start-up)	1 566	2 991	6 405	3 988
Investimenti in capitale di sviluppo (espansione + sostituzione)	5 172	8 242	13 226	8 758
Totale del VENTURE CAPITAL	6 738	11 233	19 632	12 746
Totale del VENTURE CAPITAL come % del PIL	0,09	0,14	0,23	0,14
Rilevazioni dall'interno	7 333	13 154	13 917	10 743
Totale del PRIVATE EQUITY	14 071	24 387	33 549	23 489
Totale del PRIVATE EQUITY, come % del PIL	0,19	0,30	0,40	0,27
Fondi raccolti per investimenti in PRIVATE EQUITY	19 663	24 613	45 633	36 915

DATI STORICI RELATIVI AGLI INVESTIMENTI IN VENTURE CAPITAL negli USA

Valore in milioni di euro	1998	1999	2000	2001
Investimenti nelle early stage (seed + start-up)	5 365	12 925	29 340	10 643
Investimenti in capitale di sviluppo (espansione + sostituzione/late stage)	11 742	36 282	78 562	30 158
Totale del VENTURE CAPITAL	17 107	49 207	107 903	40 800
Totale del VENTURE CAPITAL? come % del PIL	0,22	0,57	1,02	0,36

RETI DI BUSINESS ANGELS IN EUROPA

	Anno 1999	Anno 2002
Belgio	2	7
Danimarca	0	6
Germania	1	40
Grecia	0	0
Spagna	1	2
Francia	3	31
Irlanda	1	1
Italia	0	13
Lussemburgo	1	1
Paesi Bassi	1	2
Austria	1	1
Portogallo	0	1
Finlandia	1	1
Svezia	1	1
Regno Unito	49	50
UE	63 reti	158 reti

Fonti: EBAN, Stati membri.

PACR (PIANO D'AZIONE SUL CAPITALE DI RISCHIO) APPROVATO AL VERTICE DI CARDIFF (GIUGNO 1998)

SITUAZIONE SECONDO IL TIPO DI BARRIERE ALL'OTTOBRE 2002

Il PACR indica sei (6) categorie di barriere da abbattere nell'UE:

- 🔊 **FRAMMENTAZIONE DEL MERCATO**
- 🔊 **BARRIERE ISTITUZIONALI E NORMATIVE**
- 🔊 **IMPOSIZIONE FISCALE**
- 🔊 **SCARSO NUMERO DI PICCOLE IMPRESE AD ALTA TECNOLOGIA**
- 🔊 **RISORSE UMANE**
- 🔊 **BARRIERE CULTURALI**

BARRIERA: FRAMMENTAZIONE DEL MERCATO

Provvedimento	Obiettivo	Responsabilità/Partecipazione	Situazione
Sviluppo delle reti di business angels ai livelli regionale, nazionale e comunitario		<i>Settore privato Stati membri Commissione</i>	<i>L'azione iniziata nel 1998 e conclusa nel 2000. La Commissione ha concesso il proprio sostegno a 22 reti. La valutazione dei risultati si è iniziata nell'agosto 2001</i>
Monitoraggio dei mercati ed elaborazione di dati e statistiche a tutti i livelli del venture capital nell'UE		<i>EVCA Commissione Operatori di mercato</i>	<i>In corso di attuazione</i>
Tavola rotonda sulle ripercussioni della frammentazione del mercato europeo del capitale di rischio	Incitare tutti gli operatori di mercato a generare sinergie per ridurre gli effetti della frammentazione	<i>Commissione Stati membri Operatori di mercato (organismi di regolamentazione, nuovi mercati dei capitali, fondi di venture capital, banche ecc.)</i>	<i>La tavola rotonda si è tenuta a Bruxelles il 24 ottobre 1998.</i>
Esame approfondito del costo per le imprese europee di ottenere finanziamenti mediante crediti e il ricorso al mercato dei capitali	Ottenere un quadro più chiaro delle difficoltà in cui versano le imprese e del loro fabbisogno finanziario	<i>Commissione Operatori di mercato (banche, fondi di venture capital, mercati dei capitali ecc.)</i>	<i>Per un'analisi sul piano fiscale, vedasi lo studio della Commissione di cui al punto 5.1</i>

BARRIERE ISTITUZIONALI E NORMATIVE

Provvedimento	Obiettivo	Responsabilità/Partecipazione	Situazione
Recepimento e attuazione di tutte le direttive sui servizi finanziari; controllo tramite il quadro di valutazione del mercato unico		<i>Stati membri Commissione</i>	<i>Vedasi la tabella (quadro di valutazione) al capitolo 4</i>
Semplificazione delle formalità amministrative per la costituzione di società (compresi i requisiti relativi al capitale minimo)		<i>Stati membri Commissione (diffusione delle pratiche migliori)</i>	<i>Dati quantitativi e un quadro dell'evoluzione sono stati presentati nell'esercizio di benchmarking</i>
I fondi di venture capital: esame della necessità di una normativa comunitaria riguardante specifici fondi chiusi	Prevedere, sulla scorta della direttiva 85/611 sugli OICVM, un passaporto europeo per i fondi chiusi (compresi i fondi di venture capital), che consenta loro di raccogliere finanziamenti e di offrire i propri servizi in tutti gli Stati membri, senza restrizioni	<i>Commissione Consiglio PE Il settore: - EFIFC - EVCA - piccole imprese</i>	<i>Il comitato di contatto OICVM e i rappresentanti del settore si sono riuniti il 18 novembre 1998 a Bruxelles. Si è convenuto che non era necessaria una direttiva ad hoc</i>
Esame dell'attuazione ed eventuale modifica della direttiva sui prospetti per facilitare alle imprese la raccolta di capitale transfrontaliero (per esempio, le IPO)	Un prospetto o documento di offerta approvato in uno Stato membro dovrebbe essere utilizzabile in tutti gli Stati membri	<i>Commissione Consiglio PE Mercati dei capitali (autorità competenti e piccole imprese)</i>	<i>Proposta modificata della Commissione adottata il 9 agosto 2002</i>

BARRIERE ISTITUZIONALI E NORMATIVE (*seguito*)

Provvedimento	Obiettivo	Responsabilità/Partecipazione	Situazione
Adozione di regole prudenziali, cosicché gli investitori istituzionali possano investire in venture capital	Porre in grado gli investitori istituzionali d'investire in venture capital, nel rispetto delle regole prudenziali	<i>Stati membri Commissione (seguito del Libro verde sulle pensioni integrative)</i>	• <i>Due direttive OICVM adottate nel 2002</i> • <i>Considerevoli progressi nelle trattative sui fondi pensione</i>
Valutare le attuali disposizioni in materia di contabilità e di audit	Consentire alle società di redigere conti consolidati per facilitare l'accesso al capitale di rischio (per le IPO e le società quotate)	<i>Stati membri Commissione Organismi di normazione contabile</i>	<i>Obbligo prescritto nel 2002 di applicare le norme contabili internazionali</i>
Ridurre il capitale minimo richiesto per la costituzione d'impresa	Facilitare il costituirsi d'impresa	<i>Stati membri</i>	<i>Dati quantitativi e un quadro dell'evoluzione sono stati presentati grazie all'esercizio di benchmarking</i>
Riforma dei testi di legge sull'insolvenza e sul fallimento	Nel tutelare gli interessi dei creditori e dei consumatori, provvedere anche una seconda possibilità per gli imprenditori dichiarati falliti	<i>Stati membri Commissione (diffusione delle pratiche migliori)</i>	<i>Si è definita una serie d'indicatori e di benchmark delle performance, come supporto per gli Stati membri</i>

BARRIERA: IMPOSIZIONE FISCALE

Tema	Problemi da esaminare	Responsabilità/Partecipazione	Situazione
Imposizione fiscale sui fondi di venture capital	Doppia imposizione	<i>Stati membri</i>	<i>Vari Stati membri hanno già adottato alcuni provvedimenti (vedasi lo studio della Commissione menzionato al capitolo 5)</i>
Imposta sui redditi di capitale	Incidenza sul venture capital	<i>Stati membri</i>	
Disposizioni fiscali per le nuove imprese	Contesto fiscale per le start-up	<i>Stati membri</i>	
Imposizione sul capitale investito in attività a basso rischio (per es. depositi bancari, obbligazioni, rispetto al venture capital)	Situazione negli Stati membri	<i>Stati membri</i>	
Diritti di opzione	Incidenza sulle assunzioni e sui risultati delle imprese	<i>Stati membri</i>	<i>La Commissione ha varato uno studio al riguardo alla fine del 2001</i>

BARRIERA: SCARSO NUMERO DI PICCOLE IMPRESE AD ALTA TECNOLOGIA

Provvedimento	Obiettivo	Responsabilità/Partecipazione	Situazione
Sviluppo del costituirsi di reti e di associazioni tra università, centri di ricerca, finanziatori, legali, specialisti in risorse umane ecc. e loro collegamento a livello europeo		<i>Settore privato</i> <i>Stati membri</i> <i>Commissione (progetti pilota, diffusione delle pratiche migliori, sesto programma quadro di R&S)</i>	• <i>L'iniziativa Gate2Growth promuove il formarsi di reti comprendenti professionisti, imprenditori e finanziatori innovatori</i> • <i>Il "Forum Biotecnologia & Finanza" prosegue con successo le sue attività</i>
Sviluppo di moduli di commercio elettronico su misura per le piccole imprese, per facilitarne l'accesso al commercio elettronico e al mercato interno		<i>Settore privato</i> <i>Stati membri</i> <i>Commissione (progetti pilota)</i>	<i>Il 13 marzo 2001 la Commissione ha adottato la comunicazione "GoDigital"</i>
Formazione di un club paneuropeo delle imprese high-tech innovatrici	Facilitare la diffusione in ambito europeo di esempi di successo e buone pratiche; facilitare i contatti con gli investitori	<i>Operatori di mercato (piccole imprese, fondi di venture capital ecc.)</i> <i>Commissione</i>	<i>La Federazione europea delle imprese "High Tech" è stata costituita nel 1999</i>
Riforma del sistema europeo dei brevetti	Sulla scorta del Libro verde, semplificare le procedure e istituire un autentico brevetto comunitario	<i>Commissione</i> <i>Stati membri</i> <i>PE</i>	<i>Proposta della Commissione adottata nel 2000</i>

BARRIERA: RISORSE UMANE

Provvedimento	Obiettivo	Responsabilità/Partecipazione	Situazione
Promozione dell'imprenditorialità e dell'innovazione nei sistemi d'istruzione e di formazione		<i>Stati membri Commissione (diffusione delle pratiche migliori)</i>	<i>Con il supporto della Commissione, l'EVCA ha elaborato un pacchetto strumentale per la didattica dell'imprenditorialità, da utilizzare nelle università e istituti d'istruzione superiore</i>
Determinazione delle esigenze di formazione dei gestori di fondi di venture capital, dei "market makers", degli analisti d'impresa high-tech	Individuare quali programmi di formazione istituire per rimediare all'eventuale carenza di personale qualificato in questi settori	<i>Commissione Operatori di mercato</i>	• <i>L'EVCA ha organizzato programmi di formazione, che offrono corsi regolari ai partecipanti al mercato</i> • <i>L'azione "Seed capital", che sarà gestita dal FEI, riguarderà i gestori d'investimenti ai livelli inferiori di responsabilità</i>
Valutazione dei benefici della remunerazione mediante azioni e dei programmi di proprietà dei dipendenti	Iniziare studio del futuro a livello europeo	<i>Stati membri Commissione Parti sociali</i>	<i>Una comunicazione della Commissione relativa alla partecipazione finanziaria dei dipendenti è stata adottata il 5 luglio 2002</i>

BARRIERE CULTURALI

Provvedimento	Obiettivo	Responsabilità/Partecipazione	Situazione
Dimostrazione dei vantaggi del venture capital e della promozione dell'imprenditorialità		<i>Settore privato Stati membri Commissione</i>	<i>È in corso il progetto "Best Procedure", con l'obiettivo d'individuare e comparare le iniziative in tutta Europa</i>
Diffusione delle pratiche migliori nel governo societario	Facilitare la diffusione delle pratiche di governo societario necessarie per gli investitori	<i>Settore privato Organi internazionali Commissione Stati membri</i>	<i>Lo studio comparativo sul governo societario, ordinato dalla Commissione, è stato completato nel 2002</i>

SIGLE RICORRENTI NEL PACR

AIM:	Alternative Investment Market: mercato alternativo degli investimenti, a Londra (www.londonstockexchange.com/aim)
BEI:	Banca europea per gli investimenti (www.BEI.org)
BEST:	Task Force per la semplificazione del contesto delle imprese, costituita dalla Commissione nel settembre 1997
BSPCE:	<i>"Bons de Souscription des Parts et Créateurs d'Entreprises"</i> , in Francia: buoni di sottoscrizione dei partecipanti e dei creatori d'impresa
CAERM:	Comitato delle autorità europee di regolamentazione dei valori mobiliari
CEF	Comitato economico e finanziario (UE)
CEVM:	Comitato europeo dei valori mobiliari. Sostituisce il Comitato delle autorità superiori di vigilanza dei mercati mobiliari
CGCE:	Corte di giustizia delle Comunità europee (www.curia.eu.int)
CR:	capitale di rischio (vedasi la definizione nel Glossario)
CVC:	Corporate Venture Capital: operazioni di venture capital tra società
DSI:	direttiva relativa ai servizi d'investimento (93/22/CEE)
EASDAQ:	European Association of Securities Dealer Automated Quotation (sistema di quotazione automatica dell'Associazione europea degli operatori in titoli). Denominazione modificata in "NASDAQ-Europe" (www.nasdaqeurope.com)
EURO.NM:	Nouveau Marché (Parigi) + Neuer Markt (Francoforte) + Nouveau Marché (Bruxelles) + Nieuwe Markt (Amsterdam) + Nuovo Mercato (Milano)

EVCA:	European Private Equity and Venture Capital Association (Associazione europea del venture capital) (www.evca.com)
FEI:	Fondo europeo per gli investimenti (www.FEI.org)
FIBV:	Federation Internationale des Bourses de Valeurs/International Federation of Stock Exchanges: Federazione internazionale delle borse valori (www.fibv.com)
IAS:	International Accounting Standards: norme contabili internazionali
IMPE:	Indirizzi di massima per le politiche economiche
MAP	Programma pluriennale per l'impresa e l'imprenditorialità, attuato dalla Commissione
NASDAQ:	The American National Association of Securities Dealers Automated Quotation system (sistema di quotazione automatica dell'Associazione nazionale degli operatori in titoli) (www.nasdaq.com)
OICVM:	organismi d'investimento collettivo in valori mobiliari (fondi d'investimento)
PASF:	Piano d'azione per i servizi finanziari
PMI:	piccole e medie imprese
R&S	ricerca e sviluppo
RST:	ricerca e sviluppo tecnologico
TI:	tecnologia dell'informazione
TIC:	tecnologie dell'informazione e della comunicazione
US GAAP:	American Generally Accepted Accounting Principles (principi contabili generalmente ammessi negli Stati Uniti)

GLOSSARIO DI TERMINI RICORRENTI NEL PACR

<i>Acquisizione dall'interno (MBO)</i>	Finanziamento fornito per consentire la rilevazione da parte dei dirigenti di un'impresa e degli investitori di una linea di prodotti o delle attività dell'impresa da cui dipendono.
<i>Borsa valori (mercato borsistico, mercato dei titoli)</i>	Mercato di compravendita di valori mobiliari. La sua funzione essenziale consiste nel porre in grado le imprese, i pubblici poteri e gli enti locali di raccogliere capitali vendendo titoli agli investitori.
<i>Business angels</i>	Privati che investono direttamente in imprese nuove e in espansione non quotate in borsa (finanziamenti "seed"). In molti casi, essi concedono finanziamenti anche per la fase successiva del ciclo di vita delle nuove imprese (fase "start-up"). Di solito, i business angels apportano finanziamenti in cambio di una quota di partecipazione azionaria dell'impresa, ma possono anche fornire altri finanziamenti a lungo termine. I loro capitali possono integrare l'intervento del settore del venture capital*, mediante finanziamenti d'importo più modesto (in genere inferiore a 150.000 euro), in una fase precedente a quella in cui sono in grado d'investire la maggior parte delle società di venture capital.
<i>Capitale di avviamento (Early stage capital)</i>	Finanziamento accordato alle imprese prima che inizino la fabbricazione commerciale e le vendite e prima che realizzino profitti: comprende il "seed capital", finanziamento inteso a favorire la ricerca, la valutazione e lo sviluppo di un'idea di base, e lo "start-up capital", finanziamento fornito alle imprese per lo sviluppo e la commercializzazione iniziale dei loro prodotti.
<i>Capitale di sostituzione</i>	Acquisto di azioni emesse da una società da parte di un'altra organizzazione d'investimenti in venture capital o da parte di uno o più altri azionisti.
<i>Capitale di sviluppo</i>	Finanziamento inteso a favorire la crescita e l'espansione di un'impresa.
<i>Capitale netto (patrimonio netto)</i>	Valore delle azioni ordinarie di una società.

<i>Capitalizzazione di mercato</i>	Il prezzo di un'azione moltiplicato per il numero totale delle azioni emesse da una società. La valutazione borsistica totale di una società per azioni. Per estensione, la valutazione totale delle società quotate in una borsa valori.
<i>Comitato delle autorità di vigilanza dei mercati dei valori mobiliari</i>	Gruppo consultivo informale costituito nel 1985 dalla Commissione e dalle autorità nazionali dell'UE preposte alla vigilanza sui mercati dei valori mobiliari per trattare problemi di cooperazione e questioni transfrontaliere. Sarà sostituito dal Comitato dei valori mobiliari (CVM*).
<i>Corporate venturing</i>	Corporate Venture Capital: operazioni di venture capital tra società*, nelle quali una società più grande assume una partecipazione diretta di minoranza in una società più piccola non quotata in borsa, per motivi strategici, finanziari o di responsabilità societaria. Tali operazioni vengono attuate soprattutto da grandi imprese, per sostenere lo sviluppo tecnologico esterno.
<i>Direttiva sui servizi d'investimento (DSI)</i>	Direttiva 93/22/CEE*. Prevede “un passaporto” europeo per le società d'investimento (intermediari, operatori di borsa ecc.) e dà il diritto alle borse elettroniche d'installare i loro terminali in altri Stati membri.
<i>Direttive sulla contabilità</i>	Direttive 78/660/CEE e 83/349/CEE.
<i>Diritto di opzione</i>	Possibilità accordata agli impiegati e/o ai dirigenti di acquistare a prezzo stabilito azioni della società da cui dipendono.
<i>Fondi di venture capital</i>	Fondi chiusi costituiti per fornire venture capital.
<i>Governo societario</i>	Il modo in cui sono gestite le organizzazioni, in particolare le società a responsabilità limitata, e la natura delle responsabilità dei dirigenti nei confronti dei proprietari. Si tratta di una questione di crescente rilievo dall'inizio degli anni '90, poiché i finanziatori esterni di un'impresa vogliono assicurarsi che i dirigenti non agiscano contro i loro interessi.
<i>Investitori istituzionali</i>	Questa denominazione indica soprattutto le società di assicurazioni, i fondi pensione e i fondi d'investimento che raccolgono il risparmio e forniscono fondi ai mercati, ma anche altri tipi di istituzioni (per esempio i fondi di dotazione, le fondazioni ecc.).

<i>IPO (Initial Public Offering)</i>	Emissione pubblica iniziale (pubblica sottoscrizione, offerta di azioni al pubblico): procedura di lancio di una nuova società mediante offerta delle sue azioni al pubblico.
<i>Mercati dei capitali di rischio</i>	I mercati che forniscono finanziamento azionario ad un'impresa nelle sue prime fasi di crescita (progettazione, avviamento* e sviluppo*: vedasi la voce "Capitale di avviamento"). Nel contesto della presente comunicazione, si tratta di tre tipi di finanziamento: - investimento informale da parte dei business angels* e di società (Corporate Venturing*); - venture capital*; - borse specializzate nelle PMI e nelle imprese a forte crescita.
<i>Mercati regolamentati</i>	Mercati organizzati dove s'incontrano acquirenti e venditori per contrattare secondo regole e procedure convenute. Sono mercati che soddisfano le condizioni di cui all'articolo 1, paragrafo 13 della DSI*.
<i>Mercato finanziario</i>	Il mercato nel quale i settori industriale e commerciale, i pubblici poteri e gli enti locali attingono capitali a lungo termine. Le borse valori fanno parte del mercato finanziario.
<i>Mercato primario</i>	Il mercato delle nuove emissioni di valori mobiliari.
<i>Mercato secondario</i>	Il mercato di compravendita dei valori mobiliari dopo la loro vendita in pubblica sottoscrizione. La prosperità e la liquidità del mercato secondario sono le condizioni per la solidità del mercato primario.
<i>Private equity</i>	In contrapposizione a “public equity”, è l'investimento in azioni di società non quotate in borsa. Esso comprende il venture capital* e gli investimenti per le acquisizioni dall'interno*.
<i>Prospetti (direttiva)</i>	Documenti redatti a norma delle direttive 89/298/CEE (offerte pubbliche) e/o 80/390/CEE (prospetto). Queste direttive saranno sostituite da una nuova, in corso di discussione (proposta adottata dalla Commissione il 30 maggio 2001).

<i>Prospetto</i>	Offerta scritta ufficiale di vendita di titoli, nella quale viene presentato il programma delle attività di un'impresa o vengono riportati i fatti riguardanti un'impresa già operante, di cui l'investitore deve essere informato per decidere con cognizione di causa.
<i>Regola dell'uomo prudente</i>	Obbligo imposto agli amministratori dei fondi pensione di investire come se agissero in conto proprio, in particolare differenziando ragionevolmente il portafoglio, senza limiti nella ripartizione di questo tranne per l'autoinvestimento nei fondi pensione che finanziano piani a prestazioni definite. Hanno una normativa di questo tipo l'Irlanda, i Paesi Bassi, il Regno Unito, l'Australia, il Canada e gli Stati Uniti.
<i>Valori mobiliari</i>	Attivi finanziari comprendenti azioni, obbligazioni, titoli di Stato a reddito fisso, investimenti a capitale variabile e crediti su prestiti o depositi.
<i>Venture capital</i>	Investimento in imprese non quotate in borsa effettuato da società specializzate le quali gestiscono capitali propri o di terzi. Questo tipo d'investimento finanzia le imprese nelle fasi di avviamento*, sviluppo*, sostituzione*, ma non le acquisizioni dall'interno*.

* Termine definito nel glossario o nell'elenco delle sigle.