

Relazione speciale

Gli interventi dell'UE per il venture capital gestiti a livello centrale devono essere meglio indirizzati



CORTE
DEI CONTI
EUROPEA

Indice

	Paragrafo
Sintesi	I-IX
Introduzione	01-23
Il venture capital: un tipo di private equity	02-07
Ruolo della Commissione nel mercato del venture capital	08-10
Il mercato di venture capital in Europa	11-15
Come funzionano gli interventi dell'UE gestiti a livello centrale	16-21
Il ruolo del Fondo europeo per gli investimenti	22-23
Estensione e approccio dell'audit	24-26
Osservazioni	27-110
Debolezze nelle valutazioni ex ante e ex post	27-46
Gli interventi non sono stati basati su una adeguata valutazione delle esigenze del mercato	29-36
Prove insufficienti dell'impatto degli interventi dell'UE	37-46
La Commissione non disponeva di una strategia d'investimento complessiva	47-80
L'approccio basato sulla domanda non favorisce lo sviluppo di mercati o settori di venture capital meno sviluppati	48-63
Il mercato di venture capital dell'UE non è abbastanza attrattivo per gli investitori privati	64-73
La molteplicità di interventi utilizzati dall'UE per sostenere il mercato di venture capital ha generato complessità	74-80
Il FEI è un investitore primario, ma potrebbe razionalizzare la gestione degli interventi UE	81-110
Il FEI svolge un ruolo importante	82-85
Gli strumenti sostenuti dall'UE si sovrappongono ad altri gestiti dal FEI invece di essere complementari ad essi	86-95
Il FEI ha avuto difficoltà ad uscire dai fondi sostenuti dall'UE	96-101
Le commissioni del FEI non sono del tutto trasparenti né studiate per conseguire gli obiettivi degli interventi	102-110

Conclusioni e raccomandazioni	111-121
Valutazione degli interventi UE	112-113
Sviluppo di una strategia d'investimento complessiva	114-116
Attuazione degli interventi UE	117-121

Allegati

Allegato I - Struttura tipica di un fondo di venture capital

Allegato II - Strumento di capitale dello sportello PMI del FEIS

Allegato III - Composizione delle commissioni di gestione pagate dalla Commissione al FEI per strumento

Acronimi e abbreviazioni

Glossario

Risposte della Commissione

Équipe di audit

Cronologia

Sintesi

I Il venture capital si concentra sul finanziamento di imprese piccole, innovative e in fase di avviamento che sono ritenute avere un alto potenziale di crescita. Spesso è considerato un catalizzatore per la creazione di occupazione e la crescita economica. Per oltre 20 anni, l'Unione europea (UE) ha fornito venture capital alle piccole e medie imprese per aiutarle ad avviare le loro attività. L'UE promuove inoltre un ecosistema sostenibile di venture capital europeo.

II La Corte ha deciso di esaminare i mercati del venture capital a motivo del crescente ruolo svolto dall'UE in questo ambito di intervento, sinora non analizzato dalla Corte. La Corte ha sottoposto ad audit le modalità con le quali la Commissione ha attuato gli interventi in venture capital gestiti a livello centrale. Ha verificato se detti interventi siano stati elaborati sulla base di adeguate valutazioni d'impatto e altri tipi di valutazioni, e se siano stati attuati in modo idoneo. Ha inoltre esaminato se fosse stata definita una strategia d'investimento complessiva.

III L'audit ha riguardato i sei strumenti d'intervento gestiti a livello centrale che sono stati istituiti a partire dal 1998, nonché le proposte per un futuro strumento nell'ambito del prossimo quadro finanziario pluriennale (2021-2027). Gli auditor della Corte hanno esaminato la documentazione pertinente e hanno tenuto colloqui con personale della Commissione e del Fondo europeo per gli investimenti (FEI), con portatori d'interesse dei settori pubblico e privato, nonché con esponenti del mondo accademico. In aggiunta, sono state effettuate indagini tramite questionario presso gestori di fondi di venture capital.

IV La Corte ha rilevato che la Commissione ha aumentato il proprio sostegno al mercato del venture capital senza valutare pienamente le esigenze di mercato per tutti gli strumenti né la capacità di assorbimento. Ha altresì rilevato solo limitati elementi comprovanti l'impatto del sostegno da essa fornito.

V La strategia di investimento della Commissione era incompleta e i mercati di venture capital e i settori di attività meno sviluppati hanno tratto modesti benefici dagli interventi dell'UE gestiti a livello centrale.

VI La Commissione e gli altri investitori (pubblici e privati) partecipano ai fondi di venture capital a parità di condizioni, condividendone utili e perdite (in base al cosiddetto principio del *pari passu*). Il basso tasso di rendimento degli investimenti è una delle ragioni del basso livello d'interesse degli investitori privati nel venture

capital. Anche se la Commissione ammette già la possibilità di derogare al suddetto principio nel caso degli investimenti sociali, non ha ancora analizzato la possibilità di cedere agli investitori privati il rendimento degli investimenti spettante all'UE.

VII Il FEI gestisce i fondi principalmente per conto della Commissione, della Banca europea per gli investimenti e degli organismi nazionali. È divenuto un attore importante sul mercato del venture capital dell'UE. Tuttavia, le procedure seguite dal FEI hanno bisogno di essere razionalizzate, dato che l'approvazione delle domande di finanziamento può richiedere oltre 12 mesi. La politica del FEI per l'assegnazione degli investimenti ha bisogno di essere aggiornata e migliorata. La Corte ha rilevato che il FEI ha avuto difficoltà a chiudere i mandati scaduti.

VIII Infine, la Commissione non raccoglie informazioni sui costi che il FEI effettivamente sostiene per attuare gli strumenti destinatari del sostegno dell'UE. La Corte ha rilevato che le commissioni di avviamento pagate dalla Commissione al FEI per il varo di nuovi strumenti sono aumentate nel tempo e che non vi è stato alcun risparmio da sinergie o know-how che il FEI avrebbe creato nel corso degli ultimi vent'anni. Ha anche constatato che le commissioni non sono state calibrate del tutto in modo da incentivare il perseguimento degli obiettivi generali dei fondi.

IX La Corte rivolge alla Commissione una serie di raccomandazioni, affinché quest'ultima migliori il valore aggiunto degli interventi dell'UE sul mercato del venture capital. La Corte raccomanda alla Commissione di:

- i) eseguire le necessarie analisi per migliorare la valutazione degli interventi dell'UE;
- ii) sviluppare una strategia d'investimento complessiva;
- iii) impegnarsi, insieme al FEI, per razionalizzare la gestione degli interventi dell'UE da parte di quest'ultimo.

Introduzione

01 Il venture capital può fungere da catalizzatore dell'innovazione, della creazione di occupazione e della crescita economica. Di conseguenza, un mercato di venture capital dinamico può recare benefici economici diretti. Anzi, gli esperti e i portatori d'interesse nell'UE, tra cui la Commissione, riconoscono il collegamento tra innovazione, imprenditorialità, venture capital e crescita economica.

Il venture capital: un tipo di *private equity*

02 Il venture capital è un tipo di *private equity* che si concentra sul finanziamento di start-up o piccole imprese emergenti, innovative e in fase di avviamento che sono ritenute avere un alto potenziale di crescita. Dette imprese partono spesso solo da un'idea e da un modello imprenditoriale non testato; in altre parole, vi è un significativo elemento di rischio. Tuttavia, se l'idea e il modello imprenditoriale si rivelano vincenti, queste imprese riescono alla fine a generare alti rendimenti, il che consente ai rendimenti di lungo termine del venture capital e del *private equity* di superare quelli degli investimenti tradizionali.

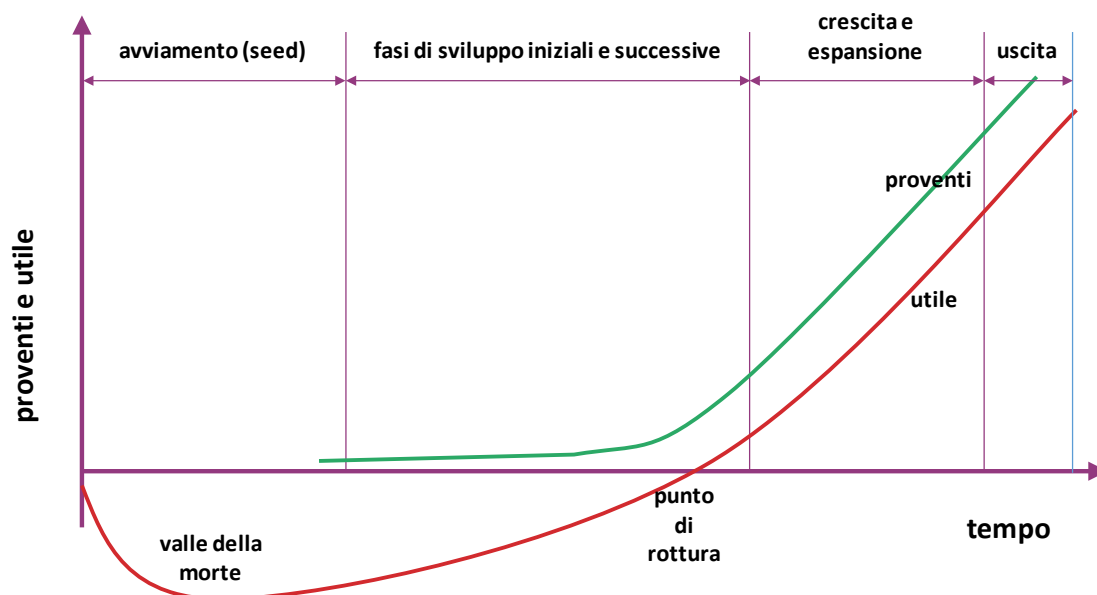
03 Le start-up e le imprese emergenti innovative hanno bisogno di finanziamenti per sviluppare le nuove tecnologie/l'innovazione. Allo stesso tempo, inizialmente hanno bassi introiti. Pertanto, poiché possono avere difficoltà a fornire i livelli di garanzie richiesti, tali imprese potrebbero aver problemi ad ottenere finanziamenti sufficienti presso le banche. I *venture capitalist* colmano questo deficit di finanziamento perché sono disposti ad accettare maggiori rischi rispetto alle banche, contando sulle opportunità di rendimento o per ragioni strategiche.

04 Le nuove imprese attraversano fasi di sviluppo differenti, come illustrato in [figura 1](#).

- Fase di avvio o "seed": il capitale di avviamento sostiene attività preliminari, quali ricerche di mercato/di prodotti o elaborazione del piano aziendale. Detto capitale proviene per lo più dai proprietari dell'impresa, da investitori informali e/o da familiari e amici.
- Fase di sviluppo iniziale e successiva: vi è bisogno di più capitale per sviluppare ed attuare il modello imprenditoriale. È principalmente in questa fase che i *venture capitalist* entrano in gioco. Verso la fine di questa fase, le imprese di successo iniziano lentamente a divenire profittevoli.

- Fase di crescita e di espansione: le imprese di successo aumenteranno entrate e utili. Se i *venture capitalist* hanno investito in tali imprese, inizieranno a cercare di venderle (o “uscirne”) per ottenere un rendimento.

Figura 1 – Fasi delle start-up ed evoluzione di introiti e utili



Fonte: Cortei dei conti europea.

05 Gli investimenti di venture capital sono di solito effettuati tramite un fondo, che mette insieme capitale di più investitori (soci sottoscrittori del fondo o *limited partner*), gestito a sua volta da un gestore del fondo (socio amministratore o *general partner*). I fondi di venture capital sono basati sul principio della diversificazione: hanno un’ampia esposizione per un portafoglio composito (in genere, da 10 a 20 accordi di investimento); ciò contribuisce a gestire meglio i rischi (per le principali caratteristiche di un investimento di venture capital in Europa, cfr. [riquadro 1](#)). L’[allegato 1](#) illustra la struttura tipica di un fondo di venture capital.

06 I fondi di venture capital possono inoltre offrire competenza ed esperienza, regolarmente ricercate dagli imprenditori che vogliono far crescere la propria impresa. Questo servizio prezioso può riguardare, ad esempio, come perfezionare la strategia, commercializzare l’innovazione, sviluppare nuovi prodotti/servizi o posizionare un’impresa sul mercato mondiale. Una strategia perfezionata e una precoce visibilità sul mercato mondiale sono vitali per il successo di imprese high-tech e di altre start-up.

Riquadro 1

Principali caratteristiche di un investimento in venture capital in Europa

- Investimento medio compreso tra i 2 e i 3 milioni di euro
- Investimento finanziario a lungo termine (orizzonte di 10-15 anni)
- Investimento non liquido (difficoltà di uscita, in quanto non vi è alcun mercato di negoziazione)
- Ruolo attivo dei titolari per contribuire alla crescita delle start-up
- Elevato rendimento atteso dall'investimento, dovuto a un elevato rischio e/o interesse strategico
- Commissione dovuta al gestore dell'investimento (20 % dell'investimento)
- Competenze specialistiche e équipe di gestione dedicata

07 Un fondo di venture capital ottiene un rendimento quando cede la propria quota di (o “esce” da) una impresa. L’“uscita” si realizza o lanciando un’offerta pubblica iniziale (IPO) sul mercato azionario, oppure vendendo l’impresa ad un investitore industriale (*trade sale*), ad un altro fondo di venture capital o a società di *private equity*. Quando un’impresa nel portafoglio del fondo non ha alcun valore residuo, il suo valore contabile viene azzerato conformemente ai principi contabili applicabili.

Ruolo della Commissione nel mercato del venture capital

08 La strategia Europa 2020 è l’attuale programma dell’UE per la crescita e l’occupazione. Mette l’accento su una crescita intelligente, sostenibile e inclusiva come mezzo per superare le carenze strutturali dell’economia europea, migliorarne la competitività e la produttività e favorire l’affermarsi di un’economia di mercato sociale¹. Poiché il venture capital funge da catalizzatore dell’innovazione, della creazione di occupazione e della crescita economica, l’UE fornisce fondi per migliorare

¹ Comunicazione della Commissione, “EUROPA 2020 – Una strategia per una crescita intelligente, sostenibile e inclusiva”, COM(2010) 2020 definitivo del 3.3.2010.

l'accesso a tale capitale per le imprese nelle fasi di avviamento e di espansione. L'UE promuove inoltre un ecosistema sostenibile di venture capital europeo in Europa².

09 Gli interventi dell'UE mobilitano fondi privati e pubblici supplementari per prestare sostegno finanziario al fine di massimizzare l'efficacia del bilancio dell'UE. Questi investimenti diretti in fondi di venture capital sono finanziati da diverse sezioni del bilancio dell'UE.

- Gli interventi gestiti a livello centrale sono finanziati a valere su vari settori di bilancio, quali ricerca, imprese e industria. La Commissione è direttamente implicata nella concezione e nello sviluppo di questi strumenti, della loro strategia d'investimento nonché nel determinare l'entità del contributo dell'UE.
- Gli interventi a gestione concorrente³, utilizzati nella politica di coesione, sono finanziati dai fondi strutturali e di investimento europei (fondi SIE). Ciascun intervento deve essere attuato nel quadro di un programma operativo gestito da un'autorità di gestione di uno Stato membro. Spetta all'autorità di gestione concepire lo strumento finanziario e stabilirne la dimensione finanziaria.

10 Molti dei fattori strutturali che possono stimolare o limitare la disponibilità di venture capital nell'insieme dell'Europa rientrano ancora per lo più tra le competenze degli Stati membri. Ad esempio, le disposizioni nazionali in materia tributaria possono ostacolare lo sviluppo del mercato di venture capital⁴, il diritto societario e del lavoro possono impedire l'assunzione di personale e l'ambiente di regolamentazione potrebbe ridurre la propensione al rischio degli investitori e limitare la raccolta di capitali⁵.

² http://www.eif.org/what_we_do/equity/venture/index.htm.

³ La Commissione agisce in cooperazione con gli Stati membri.

⁴ Problemi di doppia tassazione, ostacoli amministrativi di natura tributaria, incertezza riguardo al trattamento fiscale.

⁵ <https://www.investeurope.eu/policy/key-topics/investor-regulation/insurance/>.

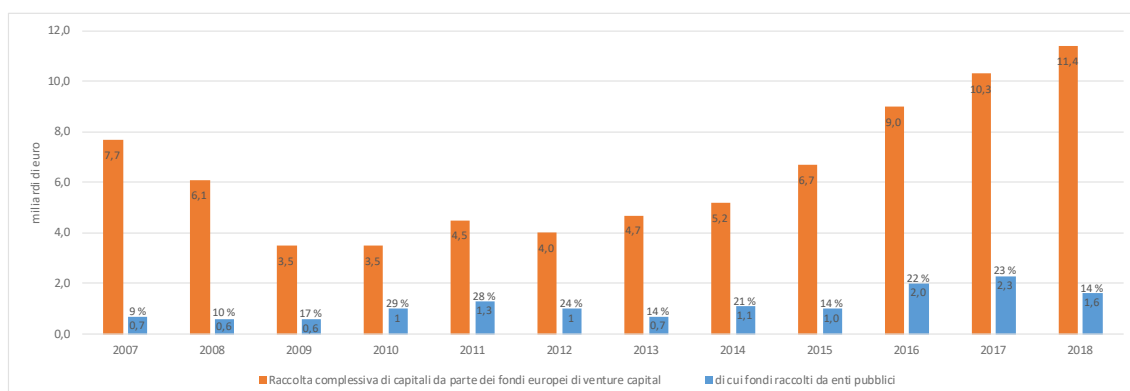
<https://www.investeurope.eu/policy/key-topics/investor-regulation/capital-requirements-for-banks/>.

Il mercato di venture capital in Europa

11 Dal 2012 i finanziamenti raccolti dai fondi europei di venture capital hanno registrato un continuo incremento, raggiungendo il livello record decennale di 11,4 miliardi di euro nel 2018. Il livello attuale è superiore a quello pre-crisi del 2007. Nel 2022 la Commissione dovrebbe raggiungere gli oltre 3,3 miliardi di euro di investimenti in venture capital a partire dal 2014.

12 Come si può vedere dalla [figura 2](#), tra il 2015 e il 2017 il sostegno pubblico⁶ ai fondi europei di venture capital è significativamente aumentato, per poi crollare nel 2018. In termini relativi, nel 2010 e 2011 si sono registrati i più alti tassi di finanziamento da parte di enti del settore pubblico. Nel 2018, tali enti hanno fornito il 14 % del totale dei fondi raccolti, una quota significativamente inferiore a quella dei due anni precedenti, ma pur sempre superiore al livello pre-crisi del 2007.

Figura 2 – Quota di finanziamenti pubblici sul totale dei capitali raccolti da fondi europei di venture capital (in miliardi di euro e in percentuale)



Fonte: dati forniti alla Corte dei conti europea da Invest Europe.

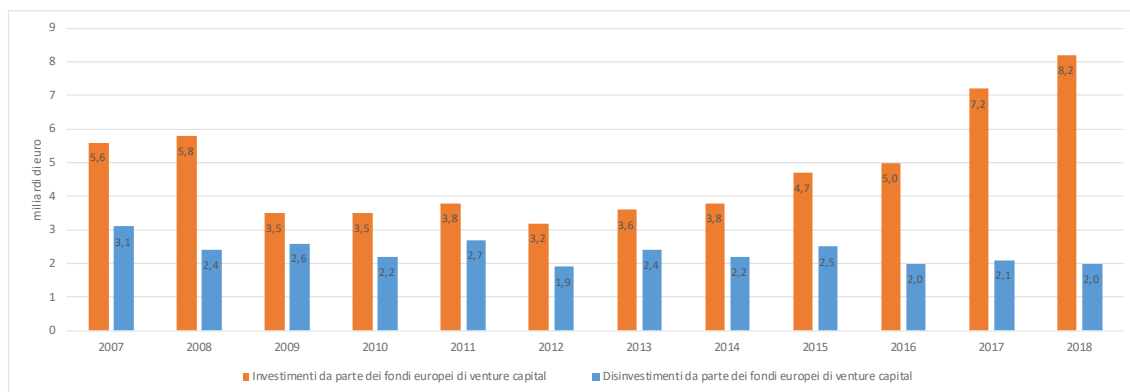
13 La [figura 3](#) mostra una tendenza analoga per gli investimenti nelle imprese. Nell'ultimo decennio, gli investimenti effettuati dai fondi europei di venture capital sono aumentati, raggiungendo il record di 8,2 miliardi nel 2018. Inoltre, il livello attuale degli investimenti è superiore a quello pre-crisi del 2007.

14 Negli anni successivi alla crisi finanziaria, i disinvestimenti (“uscite”) da parte di fondi europei di venture capital sono stati relativamente stabili in termini di valore e numero. Nel 2018, i fondi di venture capital sono usciti da 1 193 start-up, per un valore di 2,0 miliardi di euro, ma non vi è stato alcun ritorno al livello pre-crisi del 2007,

⁶ Compreso quello fornito da FEI e BEI.

quando 1 629 start-up sono state oggetto di disinvestimenti per un valore di 3,1 miliardi di euro. Cfr. [figura 3](#).

Figura 3 – Investimenti e disinvestimenti (“uscite”) da parte dei fondi europei di venture capital (miliardi di euro)



Fonte: dati forniti alla Corte dei conti europea da Invest Europe.

15 Nei 20 anni in cui la Commissione ha sostenuto i fondi di venture capital attraverso interventi UE gestiti a livello centrale, ha impegnato in 140 fondi 1,7 miliardi di euro, di cui 0,9 miliardi erano stati erogati entro il primo semestre del 2018. In media, questi fondi di venture capital hanno investito 3 milioni di euro e hanno creato 48 posti di lavoro per impresa. Dette imprese impiegavano circa 74 000 persone al momento dell’investimento.

Come funzionano gli interventi dell’UE gestiti a livello centrale

16 La Commissione affida l’attuazione degli interventi di venture capital al Fondo europeo per gli investimenti (FEI)/ alla Banca europea per gli investimenti (BEI) in cambio di una remunerazione concordata. La Commissione mantiene la responsabilità generale, salvo nel caso in cui tale responsabilità è condivisa con il Gruppo BEI o con altri organismi. Gli interventi dell’UE hanno sostenuto un gran numero di start-up, alcune delle quali svolgono ora un ruolo importante nei rispettivi settori. Il [riquadro 2](#) fornisce esempi dei rischi e dei benefici degli investimenti attuati dal FEI nell’ambito delle deleghe della Commissione.

Riquadro 2

Esempi di rischi e benefici degli investimenti in venture capital dell'UE

Il FEI ha investito 15 milioni di euro in un fondo di venture capital specializzato in tecnologie dell'informazione e della comunicazione. Finora, il fondo ha riversato 76 milioni di euro al FEI dopo la vendita di imprese. A metà 2018, gli interessi restanti (ossia, le imprese ancora nel portafoglio del fondo) erano valutati a 35 milioni di euro. Questo elevato rendimento è stato principalmente dovuto ad un investimento in una start-up di successo. Alla fine del 2018, detta impresa impiegava approssimativamente 3 600 persone, il 43 % delle quali nell'UE.

Il FEI ha investito 17 milioni di euro in un altro fondo di venture capital sempre specializzato in TIC. Dal 2005 al 2007, questo fondo ha effettuato 11 investimenti in start-up. Successivamente, a causa del basso rendimento, ha dovuto svalutarne o svenderne sette. A metà 2018, il fondo aveva riversato solo 4 milioni di euro e gli interessi restanti del FEI erano valutati in 0,5 milioni di euro. Pertanto, a metà 2018, la perdita di questo investimento ammontava a 12,5 milioni di euro.

17 L'importo investito in interventi UE gestiti a livello centrale specializzati in venture capital è aumentato significativamente nell'ultimo decennio, salendo da 33 milioni di euro all'anno (media 1998-2000) a 458 milioni di euro all'anno (media 2014-2020).

18 Questi strumenti dell'UE sono concepiti tenendo conto della domanda: in altre parole, forniscono finanziamenti quando i fondi di venture capital li richiedono, a condizione che siano soddisfatti i criteri di ammissibilità e che venga superato il processo di due diligence e approvazione. La [tabella 1](#) mostra i sei interventi dell'UE specializzati in venture capital che sono gestiti a livello centrale in questo modo⁷.

⁷ Ai fini della presente relazione, per interventi UE gestiti a livello centrale si intendono gli strumenti finanziari (sportello MET per l'avviamento 1998 e sportello MET per l'avviamento 2001, GIF, FEI e EFG) e le garanzie di bilancio per lo Strumento di capitale dello sportello PMI del FEIS, come indicato nella [tabella 1](#).

Tabella 1 – Interventi dell’UE gestiti a livello centrale focalizzati sul venture capital

Strumenti finanziari/garanzia di bilancio	Programma	Periodo di programmazione	Finanziamenti UE (milioni di euro) al 31.12.2018
Sportello MET per l’avviamento (MET 1998)	Iniziativa a favore della crescita e dell’occupazione (G&E) ⁸	1998-2000	101
Sportello MET per l’avviamento (MET 2001)	Programma pluriennale a favore dell’impresa e dell’imprenditorialità (MAP) ⁹	2001-2006	209
Strumento a favore delle PMI innovative e a forte crescita (GIF)	Programma quadro per la competitività e l’innovazione (CIP) ¹⁰	2007-2013	625
Strumento di capitale proprio per la crescita (EFG)	Programma per la competitività delle imprese e le piccole e le medie imprese (COSME) ¹¹	2014-2020	325 ¹²
Strumento di <i>equity</i> InnovFin per le fasi iniziali (IFE)	Orizzonte 2020 – programma quadro per la ricerca e l’innovazione ¹³	2014-2020	488
Strumento di capitale dello sportello PMI (SMEW) del FEIS	Fondo europeo per gli investimenti strategici (FEIS) ¹⁴	2014-2020	1 270

Fonte: elaborazione della Corte dei conti europea a partire dalla base giuridica.

⁸ Decisione 98/347/CE del Consiglio, del 19 maggio 1998, recante misure di assistenza finanziaria a favore di piccole e medie imprese (PMI) innovatrici e creatrici di posti di lavoro – Iniziativa a favore della crescita e dell’occupazione (GU L 155 del 29.5.1998, pag. 43).

⁹ Decisione 2000/819/CE del Consiglio, del 20 dicembre 2000, relativa a un programma pluriennale a favore dell’impresa e dell’imprenditorialità, in particolare per le piccole e medie imprese (PMI) (2001-2005) (GU L 333 del 29.12.2000, pag. 84).

¹⁰ Decisione n. 1639/2006/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 24 ottobre 2006, che istituisce un programma quadro per la competitività e l’innovazione (2007-2013) (GU L 310 del 9.11.2006, pag. 15).

¹² Questo importo riflette la dotazione di bilancio al 31 dicembre 2018. Tale dotazione potrebbe essere cambiata da allora poiché l’EFG è incluso in una linea di bilancio globale nel quadro del regolamento COSME.

19 Nel 2015, i legislatori dell'UE hanno adottato un regolamento che istituiva il Fondo europeo per gli investimenti strategici (FEIS, cfr. *allegato II*). La Commissione ha affidato la gestione del FEIS alla BEI e quest'ultima ne ha delegato una parte al FEI¹⁵. Il FEIS è stato varato per fornire capacità di assunzione del rischio grazie a una garanzia di 16 miliardi di euro fornita dal bilancio dell'UE e a 5 miliardi di risorse proprie della BEI, onde consentire al Gruppo BEI (la BEI e il FEI) di fornire finanziamenti supplementari. Il FEIS fornirà venture capital per 2 320 milioni di euro diventando quindi il più grande di tutti i sei programmi¹⁶.

20 Nell'aprile 2018, la Commissione ha avviato il programma del fondo di fondi paneuropeo. Insieme al FEI, ha selezionato sei fondi di fondi europei, per due dei quali sono già stati sottoscritti accordi. Un fondo di fondi riunisce capitale fornito da più soci e lo investe in fondi di venture capital, che a loro volta investono in start-up. Questa struttura consente una più ampia diversificazione del rischio, ma aggiunge un livello aggiuntivo di gestione. Fino a 343 milioni di euro sono stati messi a disposizione per interventi gestiti a livello centrale ed ulteriori 67 milioni di euro sono arrivati dalle risorse proprie del FEI. Ci si attende che questi sei fondi di fondi raccolgano ulteriori 1,7 miliardi di euro da altri investitori (pubblici o privati), al fine di mobilitare 6,5 miliardi di euro di investimenti in start-up.

¹² Questo importo riflette la dotazione di bilancio al 31 dicembre 2018. Tale dotazione potrebbe essere cambiata da allora poiché l'EFG è incluso in una linea di bilancio globale nel quadro del regolamento COSME.

¹³ Regolamento (UE) n. 1291/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio, dell'11 dicembre 2013, che istituisce il programma quadro di ricerca e innovazione (2014-2020) Orizzonte 2020 e abroga la decisione n. 1982/2006/CE [regolamento Orizzonte 2020] (GU L 347 del 20.12.2013, pag. 104).

¹⁴ Regolamento (UE) 2015/1017 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 25 giugno 2015, relativo al Fondo europeo per gli investimenti strategici, al polo europeo di consulenza sugli investimenti e al portale dei progetti di investimento europei e che modifica i regolamenti (UE) n. 1291/2013 e (UE) n. 1316/2013 – il Fondo europeo per gli investimenti strategici [regolamento FEIS] (GU L 169 dell'1.7.2015, pag. 1). Adottato nel 2015, questo regolamento non copre l'intero periodo 2014-2020.

¹⁵ Il FEIS ha modificato il ruolo del FEI, obbligando quest'ultimo, per contratto, a finanziare i due sottosportelli dello strumento di capitale dello sportello PMI del FEIS (cfr. *allegato II*).

¹⁶ Riguardo al FEIS la Corte ha pubblicato il parere n. 2/2016 "FEIS: una proposta prematura di proroga e di aumento" e la relazione speciale n. 3/2019 "Fondo europeo per gli investimenti strategici: sono necessari interventi per la piena riuscita del FEIS".

21 Nel giugno 2018, la Commissione ha pubblicato la propria proposta per un futuro intervento, denominato “InvestEU”¹⁷, nel quadro del pacchetto di proposte per il prossimo quadro finanziario pluriennale (2021-2027).

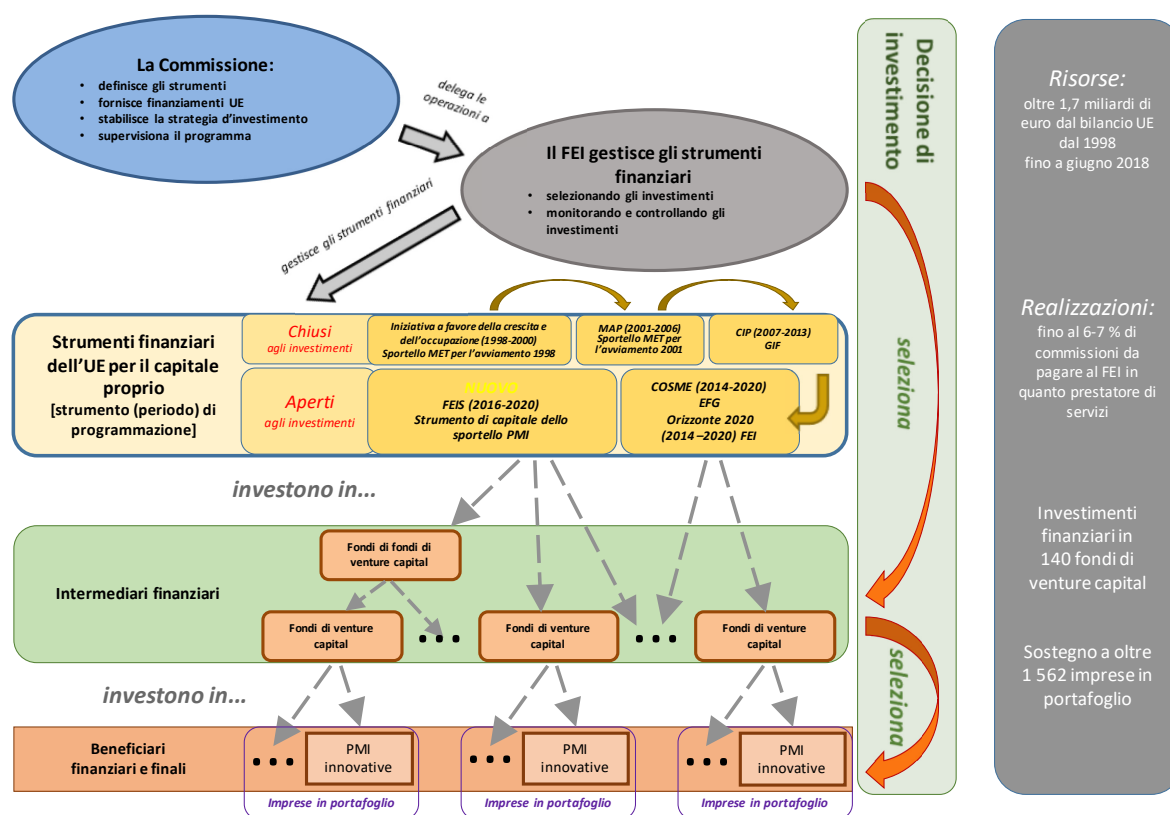
Il ruolo del Fondo europeo per gli investimenti

22 Il FEI sostiene finanziariamente gli intermediari che forniscono finanziamenti alle PMI in tutta Europa. I suoi principali azionisti sono la BEI (58,6 % del capitale), l’UE rappresentata dalla Commissione (29,7 % del capitale) e altri portatori d’interesse, tra cui banche e istituzioni finanziarie pubbliche e private¹⁸. Il FEI attua gli interventi di venture capital principalmente per conto di altri soggetti, come l’UE, la BEI (nell’ambito del mandato sulle risorse di capitale di rischio (RCR)), le autorità nazionali o regionali e gli investitori privati. La **figura 4** fornisce una panoramica del funzionamento degli strumenti di venture capital sostenuti dall’UE e del ruolo del FEI.

¹⁷ Proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio che istituisce il programma InvestEU, COM(2018) 439 *final* del 6.6.2018.

¹⁸ http://www.eif.org/who_we_are/index.htm

Figura 4 – Struttura operativa degli strumenti di venture capital sostenuti dall'UE



Fonte: Corte dei conti europea, sulla base di dati del FEI.

23 Il FEI è divenuto uno dei maggiori attori sul mercato europeo del venture capital. Nel 2018, il FEI da solo ha firmato accordi con fondi di venture capital impegnandosi ad investire 1,4 miliardi di euro.

Estensione e approccio dell'audit

24 La Corte ha deciso di esaminare i mercati del venture capital a motivo del crescente ruolo svolto dall'UE in questo ambito di intervento, sinora non analizzato dalla Corte. Ha valutato se la Commissione facesse buon uso dei propri strumenti di venture capital, verificando:

- a) se la Commissione avesse svolto valutazioni ex ante, intermedie e ex post di buona qualità;
- b) se la strategia d'investimento usata dall'UE per fornire la propria assistenza fosse complessiva;
- c) se gli strumenti dell'UE siano stati attuati in modo adeguato dal FEI.

25 La Corte si attende che la propria relazione aiuti la Commissione ad attuare la politica in modo più efficiente ed efficace. Ai fini della valutazione dell'adeguatezza dell'impostazione degli interventi, l'audit della Corte è stato incentrato sul periodo 2014-2020. Per quanto riguarda gli altri aspetti, la Corte ha tenuto conto di tutti gli interventi dell'UE gestiti a livello centrale dal 1998. Ove applicabile, ha inoltre considerato il progetto del programma InvestEU per il periodo 2021-2027.

26 Per raccogliere elementi probatori di audit, gli auditor della Corte hanno analizzato documentazione pertinente, tra cui un campione che documentasse il processo con cui il FEI seleziona i fondi di venture capital. Hanno anche tenuto colloqui con personale della Commissione, del FEI, della Banque Publique d'Investissement francese e di Invest Europe¹⁹, nonché con esponenti del mondo accademico e gestori di fondi. Inoltre, hanno reso visita ad associazioni di venture capital e di start-up, a banche di promozione, a ministeri e fondi di venture capital in Danimarca e in Italia. Infine, sono state effettuate due indagini tramite questionario presso gestori di fondi di venture capital.

¹⁹ Invest Europe è una associazione che rappresenta i settori europei del *private equity*, del venture capital e delle infrastrutture, nonché i rispettivi investitori.

Osservazioni

Debolezze nelle valutazioni ex ante e ex post

27 Prima di avviare un nuovo intervento, la Commissione deve svolgere una valutazione ex ante e/o una valutazione d'impatto, che comprenda un'analisi delle esigenze del mercato. Detta valutazione dovrebbe anche analizzare la struttura e i bisogni di finanziamento delle imprese cui è indirizzato lo strumento, nonché le fonti di finanziamento già disponibili nel settore. Utilizzando tali informazioni, la Commissione può stimare il deficit di finanziamento e stabilire l'idonea dimensione del proprio sostegno al mercato del venture capital.

28 Il principale obiettivo di tutti gli interventi dell'UE, dal 1998, è stato quello di migliorare l'accesso delle imprese, ed in particolare delle PMI, ai finanziamenti, sostenendo l'imprenditorialità e l'innovazione. Per ciascun intervento, la Commissione deve condurre valutazioni intermedie e/o ex post per valutare l'efficacia dell'intervento.

Gli interventi non sono stati basati su una adeguata valutazione delle esigenze del mercato

29 La Corte ha verificato se ed in che modo la Commissione avesse determinato e quantificato il deficit di finanziamento per gli interventi dell'attuale periodo di programmazione (2014-2020). Ha anche verificato se ciò sia stato fatto sia a livello aggregato UE sia a livello di Stato membro. Infine, ha verificato se fosse stato determinato un deficit di finanziamento per le diverse fasi del ciclo di vita di un'impresa (cfr. [figura 1](#)).

30 La Corte ha riscontrato che, sebbene la Commissione avesse effettuato valutazioni ex ante e valutazioni d'impatto ed analizzato le esigenze di mercato considerando offerta e domanda, la quantificazione del deficit di finanziamento non è stata esauriente. Ciò è stato principalmente dovuto alla mancanza di dati. La Commissione ha altresì osservato che "la letteratura scientifica non è concorde nell'affermare che i bassi livelli di investimenti in venture capital (in percentuale sul PIL) nella maggior parte degli Stati membri dell'UE siano prevalentemente un problema dal lato dell'offerta o, viceversa, dal lato della domanda; in altre parole, che

vi sia un'offerta insufficiente di venture capital o che non vi siano sufficienti imprese in cui investire”²⁰ [traduzione a cura della Corte].

31 Ad esempio, nel 2011 la Commissione ha svolto una valutazione ex ante e una valutazione d'impatto dello strumento di capitale proprio per la crescita (EFG), che era gestito a livello centrale. La Corte ha riscontrato che lo studio che ne era alla base, svolto per conto della Commissione, non spiegava in che modo si era giunti alle stime del deficit di finanziamento²¹.

32 Per un altro strumento gestito a livello centrale, lo strumento di equity InnovFin (IFE), la Corte ha constatato che la valutazione del 2013 era stata svolta solo dopo la presentazione della proposta legislativa e che una dotazione finanziaria indicativa era già stata discussa tra la Commissione, il Parlamento e il Consiglio.

33 Ha inoltre rilevato che, quando nel 2015 è stato varato il FEIS, la Commissione non ha svolto una completa valutazione ex ante né una valutazione d'impatto del deficit di finanziamento o delle esigenze del mercato. Non ha effettuato tale valutazione neppure nel 2017, quando la garanzia UE è stata aumentata di 10 miliardi di euro (arrivando a 26 miliardi di euro) ed il periodo di investimento è stato esteso dal 31 luglio 2019 al 31 dicembre 2020²².

34 Sempre nel 2015, è stata svolta una valutazione specifica, per conto della Commissione, al fine di esplorare la possibilità di utilizzare una struttura di fondo di fondi²³. Basata sui colloqui con 105 gestori di fondi di venture capital, essa mostrava che le opinioni sullo stato e sui bisogni del mercato di venture capital divergevano. La valutazione non quantificava il deficit di finanziamento né affrontava la problematica dell'assorbimento nel raccomandare la dimensione finanziaria del fondo di fondi da creare.

²⁰ JRC Science for Policy Report, *Improving access to finance: which schemes best support the emergence of high-growth innovative enterprises?*, pag. 12.

²¹ Allegato A, punto A.13, della relazione del 2011 preparata da Economisti Associati s.r.l. in collaborazione con EIM Business&Policy Research, The Evaluation Partnership, Centre for Strategy and Evaluation Services e Centre for European Policy Studies.

²² Parere n. 2/2016 “FEIS: una proposta prematura di proroga e di aumento”, paragrafo 26, e relazione speciale n. 3/2019 “Fondo europeo per gli investimenti strategici: sono necessari interventi per la piena riuscita del FEIS”, paragrafo 17.

²³ Oxford Research Centre for Strategy & Evaluation Services, *Assessing the Potential for EU Investment in Venture Capital and Other Risk Capital Fund of Funds*, ottobre 2015.

35 La Commissione ha già svolto la valutazione ex ante/valutazione d’impatto per i futuri interventi di venture capital del prossimo periodo 2021-2027 nel quadro del programma InvestEU. Tuttavia, ancora una volta, il deficit di finanziamento non è stato quantificato.

36 A giudizio della Corte, aumentare le risorse di bilancio per i fondi di venture capital (cfr. *tabella 1*) senza quantificare in modo adeguato il deficit di finanziamento potrebbe comportare il rischio che questi finanziamenti non riescano a essere assorbiti (cfr. *riquadro 3*).

Riquadro 3

Un incremento dei finanziamenti pubblici senza un’adeguata valutazione della dimensione del mercato potrebbe comportare un rischio di mancato assorbimento

Il considerevole incremento di finanziamenti pubblici immessi nel mercato del venture capital potrebbe comportare un rischio di mancato assorbimento, a causa della mancanza di: i) fondi di venture capital nei quali investire; ii) investitori privati interessati e iii) PMI con potenziale di crescita nelle quali investire.

Da uno studio del 2011²⁴ è emerso che sarebbe stato difficoltoso per l’UE investire più di 300 milioni di euro l’anno nel periodo 2014-2020, a causa di rischi di mancato assorbimento. Tuttavia, le risorse assegnate dall’UE al venture capital sono già prossime a tale ammontare. Per il periodo 2014-2020, l’investimento medio annuale degli interventi dell’UE ammonta in totale intorno ai 285 milioni di euro l’anno (ossia 1 989 milioni di euro nei sette anni). Inoltre, i fondi assegnati allo strumento di capitale dello sportello PMI del FEIS sono stati incrementati di 1 050 milioni di euro (cfr. paragrafo *07* e *allegato II*).

La spinta ad assorbire comporta rischi a catena. Un importo ambizioso potrebbe creare pressione per impegnare risorse velocemente. Poiché i fondi di recente creazione o i mercati vergini necessitano di più tempo per svilupparsi, questa pressione temporale potrebbe portare ad una concentrazione dei finanziamenti nei mercati o negli operatori “abituali”, in quanto viene data priorità ai mercati maturi e ai fondi consolidati. Inoltre, lo studio del 2011 sosteneva che la pressione ad impegnare fondi potrebbe portare a investire in partecipate “non conformi agli standard”, deprimendo così inevitabilmente i rendimenti degli investimenti.

²⁴ Relazione del 2011 preparata da Economisti Associati s.r.l. in collaborazione con EIM Business&Policy Research, The Evaluation Partnership, Centre for Strategy and Evaluation Services e Centre for European Policy Studies.

Prove insufficienti dell'impatto degli interventi dell'UE

37 La Corte ha verificato se le precedenti valutazioni intermedie ed ex post avessero dimostrato l'efficacia del sostegno dell'UE al venture capital. Le valutazioni intermedie ed ex post condotte in modo idoneo forniscono preziose informazioni per l'impostazione dei nuovi strumenti.

38 Da quando ha iniziato a sostenere il venture capital, la Commissione ha presentato sei valutazioni intermedie e due valutazioni finali. In genere, le valutazioni riportavano realizzazioni e risultati, quali il numero di fondi di venture capital sostenuti o il numero di imprese nelle quali i fondi di venture capital sostenuti dall'UE avevano investito. Tuttavia, le valutazioni non analizzavano l'impatto degli interventi dell'UE sul settore del venture capital né i relativi effetti economici (come crescita, innovazione o posti di lavoro mantenuti o creati).

39 Entrambe le valutazioni ex post erano condotte troppo precocemente. Ad esempio, la valutazione finale riguardante lo strumento a favore delle PMI innovative e a forte crescita (GIF) è stata pubblicata nel 2011. Tuttavia, il FEI poteva approvare accordi di sottoscrizione di quote con fondi di venture capital fino al 2013, lasciando poi a questi ultimi circa cinque anni per investire nelle imprese.

40 La valutazione intermedia del GIF e le valutazioni ex post dello sportello MET per l'avviamento 1998 e dello sportello MET per l'avviamento 2001 hanno risentito negativamente della limitata disponibilità di dati.

- I primi strumenti, ossia lo sportello del Meccanismo europeo per le tecnologie (MET) per l'avviamento del 1998 e lo sportello del MET per l'avviamento del 2001, non disponevano di indicatori di performance. La valutazione ex post di questi strumenti ha raccomandato l'utilizzo di indicatori di performance ben definiti.
- Sebbene la base giuridica dello strumento GIF stabilisse indicatori e valori-obiettivo, essi si riferivano principalmente alle realizzazioni. La valutazione intermedia riguardante detto strumento, dunque, ha raccomandato ancora una volta di definire indicatori di risultato e di impatto che consentissero una valutazione finale dell'efficacia. La Commissione ha aggiunto alcuni indicatori, ma la valutazione finale non ha potuto trarne profitto, in quanto è stata effettuata nell'anno successivo alla valutazione intermedia.

41 Le valutazioni si basavano perlopiù su metodologie qualitative, quali colloqui e sondaggi. Anche se le informazioni raccolte erano utili, non erano corroborate mediante metodi quantitativi.

42 Le valutazioni intermedie e finali condotte dalla Commissione non hanno analizzato lo scenario controfattuale. I valutatori non hanno valutato quanti posti di lavoro erano stati creati o mantenuti dalle imprese che avevano beneficiato dei finanziamenti di venture capital, comparandoli al numero teorico di posti di lavoro creabili/mantenibili in assenza di finanziamenti.

43 Nel 2011, un progetto di ricerca finanziato dall'UE²⁵ ha eseguito questa analisi controfattuale, che prendeva in considerazione il venture capital proveniente da tutte le fonti (non solo dall'UE) e le imprese di sette Stati membri e di un paese non-UE. Tale analisi concludeva che “quanto constatato in genere ha sostenuto il giudizio che gli investitori in venture capital hanno avuto un notevole effetto di trattamento positivo sulla crescita, sulla produttività, nonché sulla performance in termini di investimenti e di innovazione delle imprese. Gli investitori in venture capital hanno aiutato le imprese nel proprio portafoglio a superare i rendimenti delle imprese non sostenute da venture capital persino durante la crisi finanziaria nel 2008-2009. Hanno fornito alle imprese in portafoglio le risorse e le competenze necessarie a riaggiustare rapidamente l'offerta di prodotti/di mercato nel corso della crisi mondiale” [traduzione a cura della Corte].

44 Come nota positiva va detto che il FEI ha pubblicato una serie di *Working Paper* sul contributo economico degli investimenti sostenuti dal FEI e sulla performance delle start-up sostenute²⁶, comprendenti una analisi controfattuale. L'unica riserva è che i documenti prendevano in esame tutti gli investimenti di venture capital del FEI, non solo quelli sostenuti dall'UE.

45 Per quanto riguarda gli strumenti del periodo di programmazione 2014-2020, la Commissione ha fissato indicatori di risultato e di impatto per l'EFG, l'IFE e per il FEIS. Per l'EFG e l'IFE sono stati definiti valori-obiettivo per tutti gli indicatori, ad eccezione del fatturato e del numero di impiegati delle imprese beneficiarie (cfr. *tabella 2*). Inoltre, i valori-obiettivo per l'IFE non riguardano solo il venture capital, ma combinano sostegno tramite venture capital e sostegno tramite capitale di debito, rendendo difficile valutare quanto conseguito da ciascuno strumento.

²⁵ VICO project, Final Report Summary – Financing Entrepreneurial Ventures in Europe: Impact on innovation, employment growth, and competitiveness, settembre 2011 (<https://cordis.europa.eu/project/rcn/88431/reporting/it>).

²⁶ Cfr. Helmut Kraemer-Eis, Simone Signore, Dario Prencipe, *The European venture capital landscape: an EIF perspective – Volume I: The impact of EIF on the VC ecosystem*, EIF Working Paper 2016/34, 2016.

Tabella 2 – Indicatori per l'EFG e l'IFE

Strumento	Indicatori	Valore-obiettivo
EFG	Numero di investimenti in venture capital	360-450
	Volume complessivo investito	Da 2,6 a 3,6 miliardi di euro
	Coefficiente moltiplicatore	4-6
	Addizionalità dell'EFG	Aumento della percentuale dei beneficiari finali che ritiene che l'EFG o l'LGF forniscano finanziamenti non ottenibili con altri mezzi rispetto al quadro di riferimento
IFE	Investimenti totali mobilitati tramite investimenti in venture capital	25 miliardi di euro, nel complesso, per finanziamento tramite venture capital e capitale di debito
	Numero di organizzazioni finanziate	5 000 organizzazioni finanziate tramite venture capital e capitale di debito
	Importo di fondi privati attratti	35 miliardi di euro di fondi privati attratti (venture capital e capitale di debito)
	Fatturato e numero di addetti dell'impresa	Da sviluppare

Fonte: Corte dei conti europea, sulla base della legislazione e di documenti della Commissione.

46 Una delle raccomandazioni contenute nella valutazione intermedia del FEIS era di chiarire l'impatto dell'iniziativa sul mercato finanziario, in particolare per quanto concerne il fallimento del mercato e l'eventuale effetto di spiazzamento, utilizzando scenari controfattuali. Nella valutazione intermedia si riconoscevano gli sforzi attualmente compiuti dal Gruppo BEI per testare tali approcci per i prodotti del FEIS, in particolare per mettere in piedi le necessarie infrastrutture relative ai dati²⁷.

La Commissione non disponeva di una strategia d'investimento complessiva

47 Per migliorare l'accesso delle imprese ai finanziamenti attraverso un mercato paneuropeo di venture capital occorre una politica coerente e globale e una strategia di investimento che, tra l'altro, miri a sostenere i mercati meno sviluppati, ridurre la dipendenza dal settore pubblico e rendere più semplici gli interventi.

²⁷ Commissione europea, *Independent Evaluation of the EFSI Regulation*, relazione finale, giugno 2018, pag. 140.

L'approccio basato sulla domanda non favorisce lo sviluppo di mercati o settori di venture capital meno sviluppati

48 Per valutare la strategia d'investimento della Commissione, la Corte ha analizzato la situazione attuale dei paesi in cui avevano sede i fondi di venture capital sostenuti dall'UE ed erano domiciliate le imprese beneficiarie, nonché le fasi di sviluppo ed i settori di attività.

I mercati di venture capital meno sviluppati hanno tratto pochi benefici dagli interventi dell'UE gestiti a livello centrale

49 Da quando la Commissione ha dato avvio nel 1998 alle proprie attività di venture capital, l'assegnazione dei propri finanziamenti è stata stabilita in base al merito dei progetti anziché all'ubicazione geografica dei fondi di venture capital o al settore di investimento.

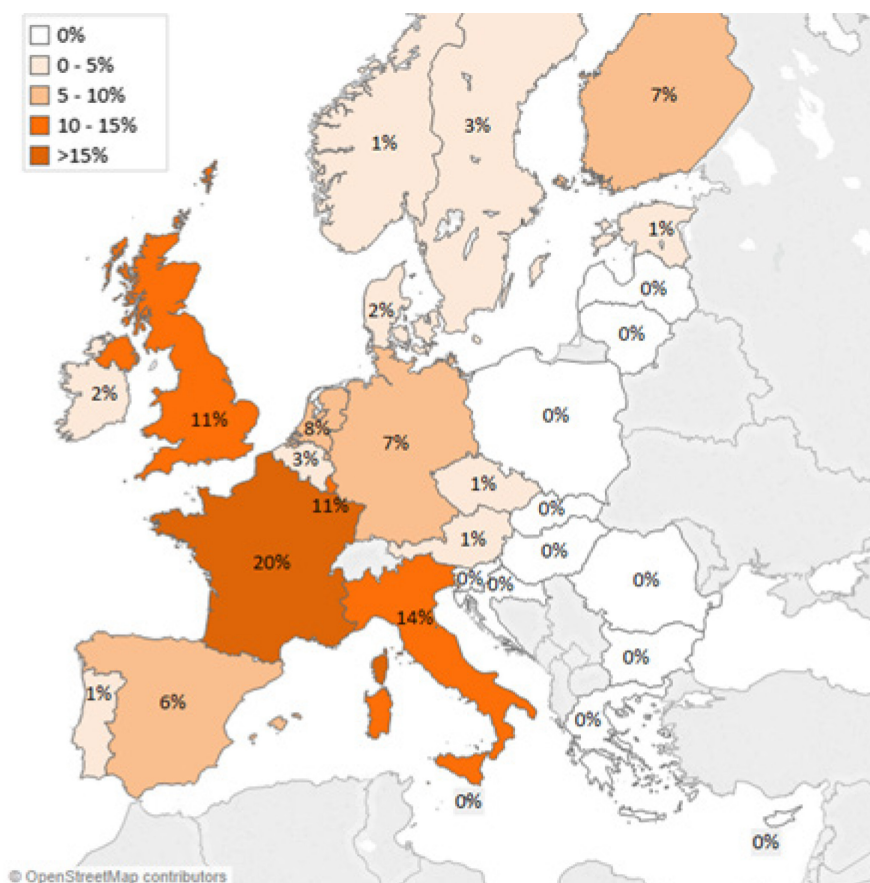
50 In assenza di una strategia in virtù della quale siano canalizzati idonei investimenti verso i mercati meno sviluppati, questi ultimi potrebbero ricevere meno sostegno. Detto rischio trova conferma nelle valutazioni ex ante/d'impatto condotte dalla Commissione sui propri interventi nel periodo 2014-2020 (IFE e EFG), nelle quali si evidenziava un'elevata concentrazione di investimenti di venture capital in determinati Stati membri.

51 La Corte ha riscontrato che, a fine giugno 2018, i due Stati membri in cui si registrava il più alto numero di fondi di venture capital sostenuti dall'UE erano la Francia e l'Italia, con rispettivamente il 20 % ed il 14 % del numero totale di fondi. Questi due paesi erano seguiti dal Lussemburgo, dal Regno Unito, dai Paesi Bassi, dalla Germania e dalla Finlandia. In 12 Stati membri non è stato registrato alcun fondo di venture capital sostenuto dall'UE (cfr. [figura 5](#)).

52 Uno dei fattori che i gestori di fondi prendono in considerazione al momento di decidere dove registrare il fondo di venture capital è il regime di regolamentazione applicabile. Secondo un'indagine²⁸ condotta dal FEI, i gestori di fondi chiedono il sostegno di fondi paneuropei, maggiori investimenti transfrontalieri ed un'armonizzazione dei quadri giuridici e dei sistemi tributari.

²⁸ Cfr. AA.VV., *EIF VC Survey 2018 – Fund managers' market sentiment and views on public intervention*, EIF Working Paper 2018/48, aprile 2018.

Figura 5 – Fondi di venture capital sostenuti dall'UE, per paese di registrazione, al 30 giugno 2018



Fonte: Cortei dei conti europea, sulla base di dati del FEI.

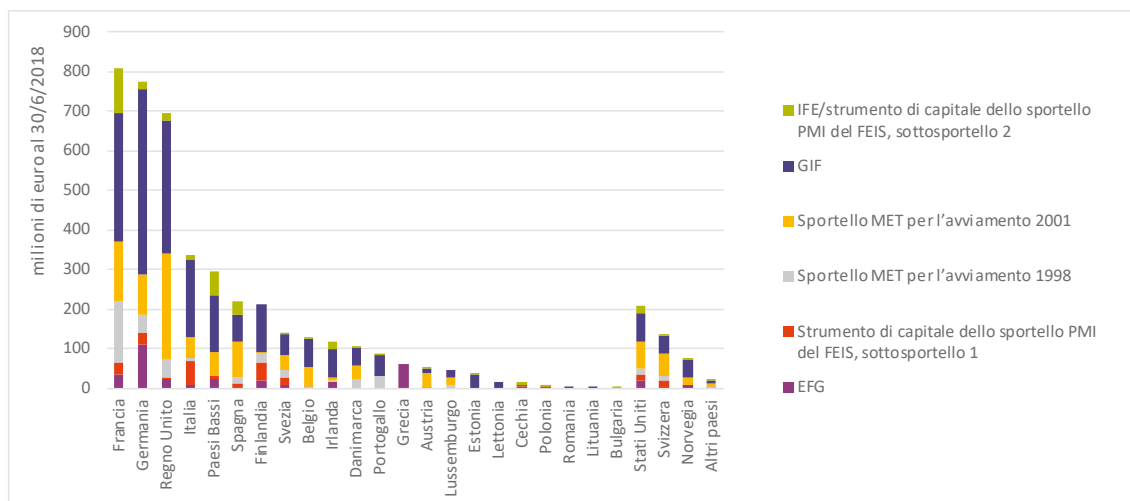
53 I fondi di venture capital possono investire solo in imprese del paese in cui essi sono registrati oppure avere una dimensione multinazionale. Al 30 giugno 2018, il 42 % dei fondi di venture capital sostenuti dall'UE aveva una dimensione multinazionale.

54 Per quanto concerne le somme che i fondi di venture capital sostenuti dall'UE avevano investito in imprese, dalla **figura 6** emerge che gli Stati membri che attraevano venture capital²⁹ erano quelli che più beneficiavano degli interventi dell'UE. Francia, Germania e Regno Unito spiccano, in quanto rappresentano il 50 % di detti investimenti. Dato che questi Stati membri rappresentano le maggiori economie dell'UE, concentrarsi su di essi non contribuisce a promuovere un mercato europeo di venture capital.

²⁹ Indice di attrattività dei paesi per venture capital e *private equity* (<https://blog.iese.edu/vcpeindex/>).

55 A metà del 2018, nessuno dei fondi di venture capital sostenuti dall'UE gestiti a livello centrale aveva investito a Cipro, Malta, in Slovenia o Slovacchia, ed erano stati effettuati soltanto investimenti limitati (per un totale di 29 milioni di euro) in Bulgaria, Cechia, Ungheria, Polonia e Romania.

Figura 6 – Investimenti in imprese da parte di fondi di venture capital al 30 giugno 2018



Fonte: Corte dei conti europea, sulla base di dati del FEI.

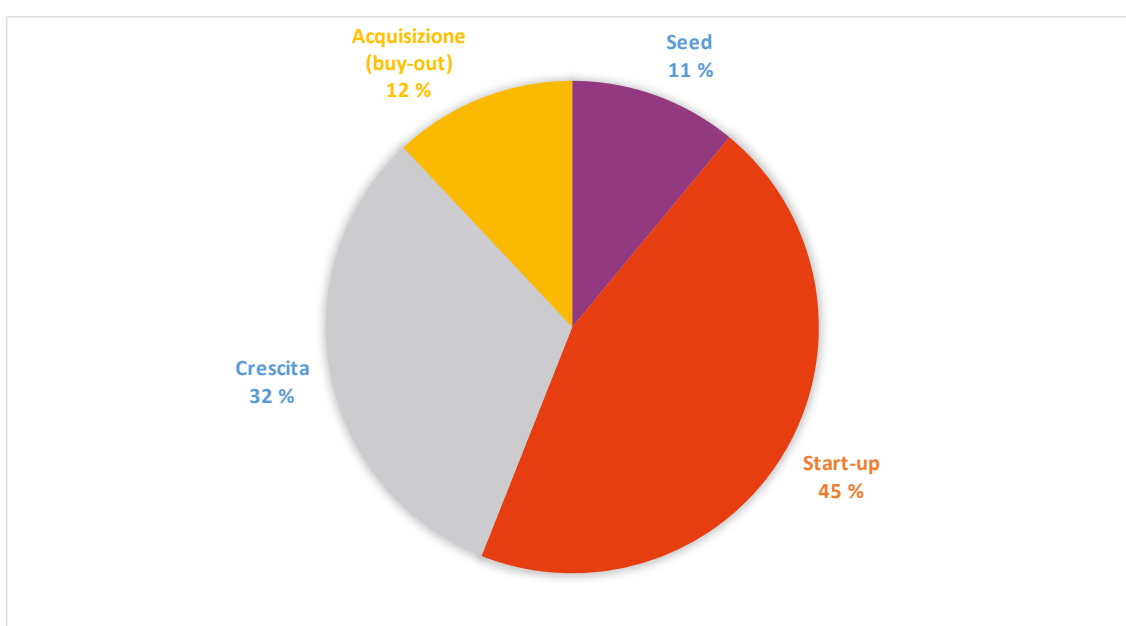
56 Dall'analisi dei dati eseguita dalla Corte emerge che l'assegnazione del sostegno basata sulla domanda favorisce i mercati di venture capital più sviluppati e, quindi, non concorre pienamente alla finalità dichiarata dell'UE di promuovere un mercato paneuropeo del venture capital né ad alcune delle priorità menzionate negli accordi di delega. Ad esempio, per i tre strumenti di capitale più recenti (ossia EFG, IFE e FEIS), la base giuridica fa sempre riferimento alla finalità di sostenere lo sviluppo del venture capital a livello dell'UE. Inoltre, l'articolo 2 del mandato del GIF dispone che un obiettivo dello strumento sia la riduzione del deficit di capitale netto e di capitale di rischio al fine di migliorare il mercato UE del venture capital. Numerose valutazioni degli interventi dell'UE condotte dalla Commissione o per suo conto hanno criticato l'approccio basato sulla domanda, raccomandando di far spazio ad un approccio maggiormente proattivo.

57 Ad esempio, nella valutazione d'impatto del 2018 per il programma InvestEU (periodo 2021-2027) che sostituisce i precedenti programmi si raccomanda di riequilibrare l'approccio basato sulla domanda a livello dei singoli interventi con una verifica più rigorosa del rispetto degli obiettivi strategici. La Commissione non ha specificato in che modo questo riequilibrio verrebbe realizzato nella pratica né come inciderebbe sull'approccio basato sulla domanda.

Non è stato quantificato il fabbisogno di finanziamenti per fase di sviluppo o per settore di attività

58 Per i vent'anni in cui la Commissione ha sostenuto i fondi di venture capital attraverso i diversi interventi gestiti a livello centrale, ha investito in PMI in diverse fasi di sviluppo. La **figura 7** mostra quale percentuale dei 4,6 miliardi di euro investiti dai fondi di venture capital sostenuti dall'UE durante questo periodo è stata utilizzata per ciascuna fase di sviluppo delle imprese.

Figura 7 – Investimenti dei fondi di venture capital sostenuti dall'UE per fase di sviluppo delle PMI



Fonte: Corte dei conti europea, sulla base di dati del FEI.

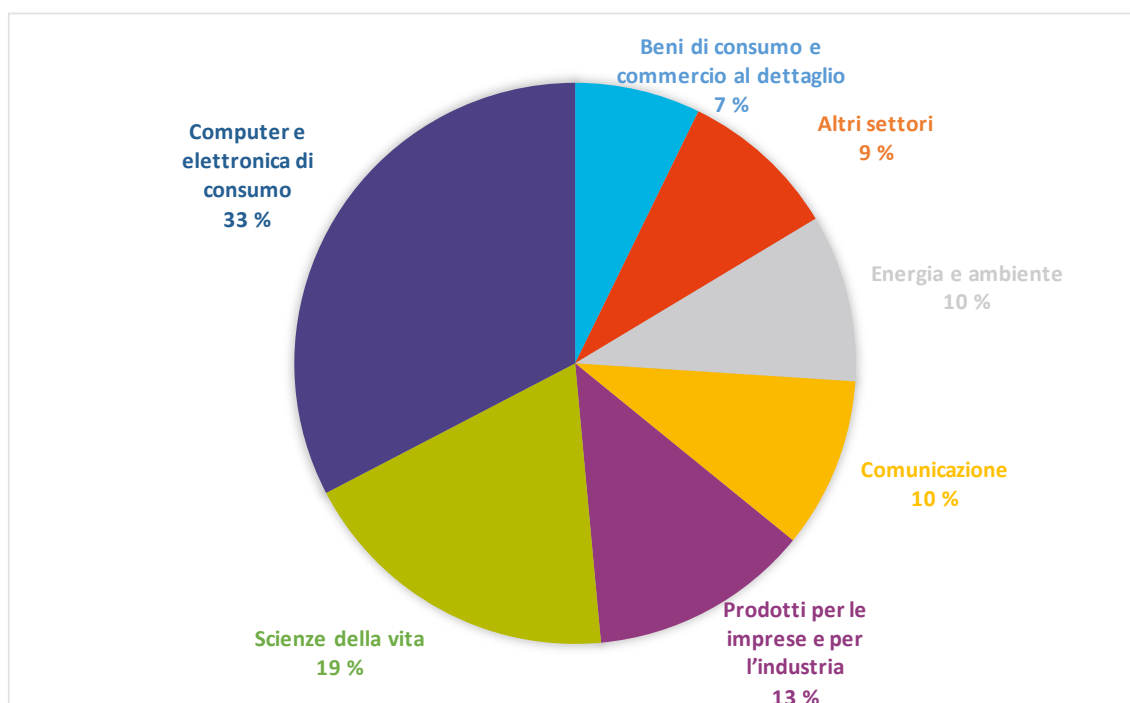
59 Le prime fasi di vita di un'impresa (ossia, seed e start-up) rappresentano il 56 % dell'investimento totale. Generalmente, i fondi di venture capital investono più in imprese nelle fasi iniziali di crescita che in imprese in fasi successive. L'importo medio investito per PMI nelle fasi iniziali è però inferiore. I fondi di venture capital sostenuti dall'UE hanno investito, in media, 1,36 e 2,56 milioni di euro per PMI rispettivamente nelle fasi seed e start-up, mentre l'investimento medio nelle PMI nelle fasi di crescita e acquisizione (buy-out)³⁰ sono ammontati, rispettivamente, a 4,82 e 7,16 milioni per PMI.

³⁰ Classificazione delle fasi di investimento adottata dal FEI al momento di acquisire partecipazioni di maggioranza o di controllo in una impresa, generalmente in una fase di sviluppo avanzato, come quella di crescita o di espansione.

60 Il 68 % dei gestori di fondi di venture capital che hanno risposto al questionario della Corte ha indicato che la partecipazione pubblica nel venture capital era quanto mai necessaria per investimenti nelle fasi seed e start-up.

61 Per quanto riguarda la distribuzione settoriale, le imprese operanti nei settori “Computer e elettronica di consumo” e “Scienze della vita” rappresentano oltre il 50 % degli investimenti totali eseguiti dai fondi di venture capital sostenuti dall’UE (cfr. *figura 8*).

Figura 8 – Investimenti dei fondi di venture capital sostenuti dall’UE per settore



Fonte: Corte dei conti europea, sulla base di dati del FEI.

62 Anche se l’UE ha investito in diverse fasi di sviluppo e in diversi settori di attività, la ripartizione dei fondi non è stata basata su una analisi approfondita dell’offerta e della domanda sul mercato europeo del venture capital. Le valutazioni ex ante della Commissione non riportavano dati sul deficit di finanziamento per le diverse fasi di sviluppo o i diversi settori di attività (cfr. paragrafo 36).

63 La Corte rileva che, nella valutazione d’impatto per InvestUE (periodo 2021-2027), la Commissione aveva suggerito di orientare gli strumenti di capitale in funzione del settore e del ciclo di vita di un’impresa (sulla base di un’analisi del deficit

di finanziamento)³¹. Tale valutazione non menziona attività di orientamento (*targeting*) o di analisi per singolo Stato membro.

Il mercato di venture capital dell'UE non è abbastanza attrattivo per gli investitori privati

64 Gli interventi sostenuti dall'UE dovrebbero essere concentrati sui casi di fallimento del mercato o, più specificamente, su quelle situazioni in cui, in applicazione del principio di sussidiarietà e del conseguimento di un valore aggiunto, gli Stati membri non sono in grado di agire da soli³². L'obiettivo ultimo dell'intervento pubblico è di attrarre investitori privati, al fine di consentire lo sviluppo di un mercato di venture capital sostenibile. La Corte ha esaminato se la Commissione sia riuscita ad incoraggiare altri investitori pubblici e privati a fornire capitali, integrando quelli dell'UE. La valutazione ex ante del 2013 dello strumento di equity InnovFin per le fasi iniziali (IFE) sottolineava che una delle principali ragioni dello scarso interesse mostrato dagli investitori privati per il venture capital era lo scarso rendimento. A parte il periodo della bolla speculativa sulle dot.com dal 1997 al 2000, il rendimento medio annuo dei fondi di venture capital europei è stato inferiore al 10 % e, nell'ultimo decennio, è stato negativo: neanche la performance dei fondi meglio gestiti è stata all'altezza dei rendimenti attesi dagli investitori istituzionali³³.

65 Per far sì che il coinvolgimento dell'UE sia compatibile con la normativa in materia di aiuti di Stato, la Commissione ha stabilito valori-obiettivo minimi per quanto riguarda la partecipazione di investitori privati nei fondi di venture capital sostenuti dall'UE. Questi valori-obiettivo erano fissati al 50 % per gli strumenti iniziali (come gli sportelli MET per l'avviamento 1998 e 2001), ma sono poi stati ridotti al 30 % per gli interventi del periodo 2014-2020. Ciò è ancora più importante se si considera che la Commissione ritiene gli investimenti effettuati a proprio rischio dal FEI/dalla BEI e dalle banche di promozione come investimenti indipendenti e privati. A parte ciò, la Commissione non ha stabilito alcun valore-obiettivo per la partecipazione del settore privato.

³¹ Documento di lavoro dei servizi della Commissione, *Impact Assessment*, SWD(2018) 314 final del 6.6.2018.

³² Articolo 209 del regolamento (UE, Euratom) 2018/1046 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 18 luglio 2018, che stabilisce le regole finanziarie applicabili al bilancio generale dell'Unione (GU L 193 del 30.7.2018, pag. 1).

³³ Valutazione ex ante della Commissione: *"Financial instrument facilities supporting access to risk finance for research and innovation in Horizon 2020"*, 2013.

66 La Commissione non ha stabilito, come obiettivo dei propri interventi, il conseguimento di un rendimento elevato, né ha chiesto al FEI di realizzare un profitto con i fondi UE. Tuttavia, in base alla normativa e agli accordi di delega, il FEI è tenuto ad applicare il principio *pari passu*, in base al quale gli investitori pubblici e privati partecipano ai fondi di venture capital alle stesse condizioni, condividendo gli stessi profitti e le stesse perdite. L'attrazione di capitali privati, essenziale per un mercato di venture capital sostenibile, è possibile solo se gli investimenti producono rendimenti elevati.

67 In base ai rendiconti finanziari 2017, dalla sua creazione lo sportello MET per l'avviamento 1998 ha investito 101 milioni di euro e registrato una perdita netta complessiva di 12 milioni di euro. Una situazione analoga si è prodotta per i portafogli realizzati (cioè il cui valore è già stato azzerato o che sono stati già ceduti) dello sportello MET per l'avviamento 2001 e per il GIF. Lo sportello MET per l'avviamento 2001 ha registrato una perdita netta realizzata di 82 milioni di euro, sui 207 milioni di euro investiti, e il GIF una perdita di 88 milioni di euro, sui 470 milioni di euro investiti³⁴. Questi ultimi due strumenti continuano a detenere nel proprio portafoglio una quota significativa degli investimenti rimasti (sportello MET per l'avviamento 2001: 31 %; GIF: 64 %). È troppo presto per fornire dati significativi sugli interventi UE più recenti (cfr. [tabella 3](#)).

68 Alcune valutazioni finali ed intermedie della Commissione sui programmi gestiti a livello centrale hanno giudicato il principio *pari passu* un fallimento o un ostacolo alla promozione degli investimenti privati. Un'altra valutazione (valutazione ex ante 2011 dell'EFG) non aveva raggiunto alcuna conclusione riguardo all'opportunità di derogare dall'applicazione del principio *pari passu*, rinviando la decisione fino all'avvenuto svolgimento di una valutazione dettagliata del mercato. Al momento dell'audit, la Commissione non aveva eseguito tale valutazione. La Commissione ammette gli investimenti in deroga al principio *pari passu* solo nel caso di investimenti sociali nel quadro dello Strumento di capitale dello sportello PMI del FEIS.

69 Una delle argomentazioni addotte dalla Commissione per giustificare l'applicazione del principio *pari passu* è che, se non fosse applicato, gli investimenti potrebbero essere considerati aiuti di Stato. Gli aiuti di Stato incompatibili concessi dagli Stati membri falsano la concorrenza e possono essere recuperati dalla

³⁴ In base ai rendiconti finanziari 2017 degli strumenti, il valore delle imprese che erano ancora nel portafoglio dei fondi sostenuti dallo sportello MET per l'avviamento 2001 e dal GIF (profitti non realizzati) ammontava rispettivamente a 97 e 79 milioni di euro.

Commissione. Tuttavia, gli orientamenti della Commissione³⁵ e la normativa UE³⁶ stabiliscono chiaramente le circostanze in cui la ripartizione asimmetrica dei profitti non contravviene alle norme sugli aiuti di Stato.

70 Ad esempio, un investitore pubblico può aumentare il rendimento per gli investitori privati cedendo parte del proprio rendimento (nell'ambito di una struttura di rendimento asimmetrica). L'investitore pubblico non investirebbe quindi alle stesse condizioni degli altri investitori, in violazione del principio di uguaglianza *pari passu*.

71 In base alla valutazione del 2015 sul fondo di fondi, la maggior parte dei gestori di fondi di *private equity* e di venture capital intervistati riteneva che, se l'UE voleva veramente incoraggiare il settore privato a partecipare al venture capital europeo, doveva consentire a tale settore di ottenere rendimenti più elevati per investimenti nelle fasi a più alto rischio. I rendimenti asimmetrici erano considerati potenzialmente utili per superare le barriere che impedivano di attrarre investitori privati a livello del fondo di fondi.

72 Prima della costituzione del programma europeo del fondo di fondi, la Commissione ha istituito un gruppo di lavoro incaricato della sua analisi. Il gruppo ha suggerito di prevedere rendimenti asimmetrici nell'invito a manifestare interesse, anche se i fondi di venture capital con condizioni *pari passu* sarebbero stati favoriti. Proponeva di compensare così il rischio di investire in paesi con mercati di venture capital meno sviluppati. Contrariamente a quanto raccomandato dal gruppo di lavoro, l'invito non prevedeva rendimenti asimmetrici.

73 Un altro modo in cui gli investitori pubblici possono promuovere un mercato di venture capital autosufficiente, è di consentire un ritiro graduale, ossia un'uscita anticipata, dai fondi di venture capital. Tuttavia, né gli accordi di sottoscrizione di quote firmati tra il FEI e i fondi di venture capital, né i due accordi di fondo di fondi firmati finora dal FEI includevano disposizioni sull'uscita anticipata. La Corte rileva che la valutazione 2015 del fondo di fondi suggeriva di prevedere meccanismi di uscita anticipata.

³⁵ Commissione europea, Orientamenti sugli aiuti di Stato destinati a promuovere gli investimenti per il finanziamento del rischio, punti 108-109 (GU C 19 del 22.1.2014, pag. 4).

³⁶ Articolo 21, paragrafo 13, del regolamento (UE) n. 651/2014 della Commissione, del 17 giugno 2014, che dichiara alcune categorie di aiuti compatibili con il mercato interno in applicazione degli articoli 107 e 108 del trattato (GU L 187 del 26.6.2014, pag. 1).

La molteplicità di interventi utilizzati dall'UE per sostenere il mercato di venture capital ha generato complessità

74 Mentre in periodi precedenti la Commissione aveva fornito sostegno al mercato di venture capital attraverso un solo strumento, nel periodo 2014-2020 ha utilizzato a tal fine tre interventi: EFG, IFE e strumento di capitale dello sportello PMI del FEIS. La Corte ha esaminato se la Commissione abbia garantito la coerenza tra questi tre interventi.

75 L'EFG mira a migliorare l'accesso al capitale azionario per le PMI nelle fasi di espansione e crescita, mentre l'IFE è concentrato sugli investimenti nelle fasi iniziali. I rispettivi regolamenti consentono in entrambi i casi investimenti incrociati in fasi diverse. I due strumenti sono stati concepiti come due componenti di un unico strumento finanziario di equity dell'UE.

76 Con il lancio dello strumento di capitale dello sportello PMI del FEIS a metà del 2016 (cfr. *allegato II*), la complessità è aumentata perché si combinava uno strumento di garanzia di bilancio con uno strumento finanziario, e in più vi era il coinvolgimento di Commissione, BEI e FEI.

77 Per evitare che questo nuovo prodotto si sovrapponga all'EFG già esistente, nel 2016 la Commissione ha deciso di riorientare l'EFG per focalizzarlo maggiormente sugli investimenti in venture capital nei paesi partecipanti non-UE³⁷, non coperti dallo strumento di capitale dello sportello PMI del FEIS.

78 Il fatto di disporre di tre strumenti con obiettivi simili, gestiti da tre diversi servizi all'interno della Commissione, ha comportato un maggiore carico di lavoro in termini di governance, comunicazione e monitoraggio. In base alle diverse disposizioni giuridiche, il FEI è tenuto a preparare relazioni operative diverse per ciascuno di questi strumenti, almeno due volte all'anno.

79 Attualmente, le relazioni operative del FEI sullo strumento di capitale dello sportello PMI del FEIS non forniscono sufficienti chiarimenti riguardo ai diversi sotto-sportelli, ed è difficile ottenere un quadro d'insieme della struttura degli interventi combinati.

³⁷ Il programma COSME è aperto a partecipanti di paesi terzi, che devono concordare con la Commissione le modalità attuative.

80 La Corte prende atto che la Commissione ha ammesso le inefficienze e le sovrapposizioni ed ha proposto una struttura notevolmente semplificata per il futuro programma InvestEU (2021-2027). La proposta prevede di avere un solo strumento invece di tre (EFG, IFE e strumento di capitale dello sportello PMI del FEIS), che fornisca un'unica garanzia di bilancio.

Il FEI è un investitore primario, ma potrebbe razionalizzare la gestione degli interventi UE

81 La Commissione ha realizzato i propri interventi di venture capital gestiti a livello centrale attraverso il FEI sin dal loro avvio alla fine degli anni novanta. Pertanto, la Commissione deve far sì che il FEI attui adeguatamente tali interventi.

Il FEI svolge un ruolo importante

82 I capitali raccolti dal settore del venture capital nell'UE presso investitori pubblici è raddoppiata tra il 2015 e 2016 e, nel 2018, era ancora superiore ai livelli pre-crisi del 2007 (cfr. [figura 2](#)). Il FEI, che gestisce un sempre crescente numero di mandati (cfr. [paragrafo 22](#)), è diventato uno dei principali protagonisti sul mercato europeo del venture capital. Nel 2018, il FEI da solo ha firmato accordi con fondi di venture capital impegnandosi ad investire 1,4 miliardi di euro, di cui 214 milioni di euro attraverso strumenti sostenuti dall'UE. La Corte ha verificato se il FEI abbia gestito in modo efficiente gli strumenti.

83 Da un'indagine condotta dal FEI nel 2018³⁸ è risultato che la sua partecipazione era considerata importante, in quanto esso svolgeva il ruolo di "investitore primario" e contribuiva ad attrarre investitori privati rafforzando la credibilità del fondo. La partecipazione del FEI agli investimenti è in genere giudicata positivamente dai gestori di fondi interessati.

84 La maggior parte dei gestori di fondi di venture capital che ha risposto al questionario della Corte ha apprezzato il processo con cui il FEI esercita il dovere di diligenza ("processo di due diligence"); la qualità di tale processo fa sì che sia spesso considerato come un "timbro di approvazione". Tuttavia, hanno anche indicato nelle risposte che il FEI è formalista e orientato alla conformità e che la procedura di

³⁸ Cfr. AA.VV., "EIF venture capital Survey 2018 – Fund managers" perception of EIF's Value Added", EIF Working Paper 2018/51, settembre 2018.

approvazione delle domande di finanziamento richiede troppo tempo. Nel rispondere al questionario, il 45 % dei gestori dei fondi ha dichiarato che il FEI ha impiegato più di un anno per approvare una domanda e il 41 % che ha impiegato tra 6 mesi e un anno. Nella maggior parte dei casi (66 %), i gestori hanno risposto di essere stati in contatto con tre – cinque interlocutori al FEI durante il processo di domanda, alcuni dei quali non sempre a conoscenza delle specificità nazionali.

85 La valutazione del 2015 sul fondo di fondi sottolineava il ruolo contro-ciclico svolto dal FEI nell'assicurare un continuo accesso al capitale per start-up e SME innovative durante i periodi di rallentamento dell'economia. Tuttavia, alcune parti in causa, in particolare i fondi di venture capital, le associazioni di venture capital e alcuni operatori nazionali di fondi di fondi, avevano sollevato dubbi sulla sostenibilità a più lungo termine del ruolo fondamentale svolto dal FEI come investitore primario sul mercato europeo del venture capital e come gestore del fondo di fondi.

Gli strumenti sostenuti dall'UE si sovrappongono ad altri gestiti dal FEI invece di essere complementari ad essi

86 Il FEI ha elaborato una politica per assegnare i finanziamenti riconducibili a diversi mandati (politica di assegnazione degli investimenti). La Corte ha esaminato se il FEI abbia attuato tale politica adeguatamente, considerando la natura dei diversi mandati ad esso conferiti.

87 Il FEI deve decidere in quale fondo di venture capital investire e nell'ambito di quale mandato. Le basi giuridiche e gli accordi di delega relativi agli strumenti finanziati dall'UE e gestiti a livello centrale permettono o meno i coinvestimenti con risorse riconducibili ad altri mandati.

88 Nell'ambito dello sportello MET per l'avviamento 1998, i coinvestimenti con strumenti del FEI o gestiti dal FEI erano espressamente vietati³⁹. Questo perché lo sportello MET per l'avviamento 1998 era concepito per essere complementare ai mandati gestiti dal FEI, rivolgendosi "alle PMI che né la BEI, né il FEI possono finanziare, a causa dei più rigorosi criteri di rischio previsti dal proprio statuto"⁴⁰.

³⁹ Anche se le norme lo vietavano, gli auditor della Corte hanno individuato un coinvestimento che utilizza le risorse proprie del FEI.

⁴⁰ Commissione europea, Proposta di decisione del Consiglio recante misure di assistenza finanziaria a favore di piccole e medie imprese (PMI) innovatrici e creatrici di posti di lavoro (COM(1998) 26 def. del 21.1.1998).

89 Il concetto di “più rigorosi criteri di rischio” è stato ripetuto per lo sportello MET per l’avviamento 2001 e per il GIF, anche se il coinvestimento era consentito. Alla fine del 2017, il 30 % dei fondi di venture capital sostenuti da tali strumenti era destinatario di coinvestimenti provenienti da altri mandati FEI (per lo più il mandato sulle risorse di capitale di rischio (RCR) della BEI⁴¹). I fondi selezionati non miravano quindi ad un segmento di rischio diverso rispetto agli altri mandati del FEI.

90 La base giuridica dell’EFG, dell’IFE e del FEIS non fa più riferimento al concetto di “più rigorosi criteri di rischio”. Tutti e tre specificano che gli strumenti dovrebbero integrare gli strumenti finanziari finanziati da programmi nazionali o regionali. Mentre la base giuridica del FEIS incoraggia specificamente anche la complementarità con operazioni ed attività esistenti della BEI, la base giuridica degli altri due strumenti non prevede disposizioni al riguardo.

91 Il regolamento del FEIS raccomanda di fornire orientamenti quanto all’impiego combinato di strumenti dell’UE e di finanziamenti BEI nell’ambito della garanzia dell’Unione, così da assicurare la complementarità. La Commissione ha emanato orientamenti sulle complementarità tra FEIS e fondi SIE. Non esistono orientamenti per quanto riguarda i coinvestimenti con altri mandati gestiti dal FEI, come il mandato RCR della BEI.

92 A causa della moltiplicazione dei mandati attribuiti al FEI, la valutazione intermedia della Commissione sull’intervento GIF raccomandava che il FEI elaborasse una politica di assegnazione degli investimenti⁴². Il FEI dispone di tale politica dal 2009. Dopo alcuni aggiornamenti, tale politica è rimasta invariata dalla fine del 2011 al 2018, anno in cui è stata radicalmente modificata.

93 La politica di assegnazione degli investimenti del 2011 non menzionava alcuna sovrapposizione degna di nota tra i diversi mandati. Tuttavia, per l’intervento GIF, vi sono stati coinvestimenti, cioè il FEI ha investito fondi provenienti da diversi mandati

⁴¹ La BEI ha dato mandato al FEI di investire 9,5 miliardi di euro in capacità di assunzione del rischio, per sostenere l’innovazione tecnologica ed industriale. Con il mandato RCR, la BEI intende sostenere i fondi operanti nel mercato delle imprese nelle fasi iniziali di sviluppo e di dimensioni al massimo medie che sono specificamente focalizzati sull’Europa.

⁴² Commissione europea, DG Imprese e industria (GHK e Technopolis), *“Interim evaluation of the Entrepreneurship and Innovation Programme”*, 2009, p. IV.

nello stesso fondo di venture capital⁴³. La politica di assegnazione del 2018 non traeva conclusioni su eventuali sovrapposizioni potenziali. Tuttavia, considerando le preferenze dei mandati (per settori specifici o per una data performance, ad esempio) e il rispettivo ambito geografico, vi è una sovrapposizione tra gli interventi UE gestiti a livello centrale e gli altri mandati.

94 Mentre la politica iniziale (valida fino al 2018) lasciava la decisione di assegnazione degli investimenti interamente al giudizio professionale del FEI, la nuova politica include criteri per una valutazione quantitativa⁴⁴ e qualitativa in base ai quali stabilire quale mandato sia più idoneo a ciascuno specifico fondo di venture capital. Il FEI non ha fornito agli auditor della Corte documentazione relativa ad eventuali orientamenti forniti al personale su come applicare tali criteri.

95 Il FEI ha verificato questa sua nuova politica, applicandola agli investimenti effettuati nel 2017 e 2018. Il risultato di questo esercizio di verifica retroattiva (*back-testing*) ha mostrato che, basandosi solo sulla valutazione quantitativa, per alcuni investimenti eseguiti utilizzando gli interventi UE gestiti a livello centrale, il FEI avrebbe potuto usare altri mandati pubblici, perché questi ultimi avevano ricevuto punteggi uguali o superiori a quelli degli interventi sostenuti dall'UE. Il FEI non ha fornito alla Corte documentazione dettagliata relativa alle modalità di calcolo usate per i singoli punteggi.

Il FEI ha avuto difficoltà ad uscire dai fondi sostenuti dall'UE

96 Un fondo di venture capital realizza un rendimento quando cede la propria quota di (o “esce” da) una impresa. L'“uscita” si realizza o lanciando una IPO sul mercato azionario, oppure vendendo l'impresa ad un investitore industriale (*trade sale*), ad un altro fondo di venture capital o a società di *private equity*. Quando un'impresa nel portafoglio del fondo non ha alcun valore residuo, il suo valore contabile viene azzerato conformemente ai principi contabili applicabili. La Corte ha esaminato la

⁴³ Per il 41 % dei fondi di venture capital sostenuti dal GIF il FEI ha utilizzato finanziamenti di altri mandati.

⁴⁴ Viene compilata una graduatoria sulla base, ad esempio, della strategia del fondo di venture capital, del settore o delle fasi di vita dell'impresa in cui si vuole investire o dell'ambito geografico. Vi sono anche criteri di esclusione, come il criterio “gestori alla prima esperienza”, dal momento che alcuni mandati non-UE non ammettono i gestori alla prima esperienza.

strategia di uscita adottata dai fondi per massimizzare il rendimento degli investimenti. Ha analizzato inoltre la strategia per chiudere i mandati oggetto di esame.

97 Nel 2018, le tre principali modalità per uscire dal mercato europeo di venture capital erano, in base al valore: i) *trade sale*, 35 %; ii) IPO, 22 %; iii) azzeramento del valore, 12 %⁴⁵. I gestori di fondi europei di venture capital ritengono che l'uscita dagli investimenti e il mercato IPO siano le sfide più difficili che si trovano ad affrontare⁴⁶.

98 Un documento del 2017 del partenariato Start-up Europe concludeva che solo il 2 % delle imprese in fase di espansione viene offerta sul mercato e circa il 15 % dell'importo totale raccolto in Europa lo è stato attraverso IPO. Tale situazione comporta un problema, in quanto le IPO, oltre a fornire semplicemente capitale per la fase di crescita, offrono opportunità per l'uscita per i fondi di venture capital. Senza le uscite, il motore del venture capital rischia di ingolfarsi⁴⁷.

99 La *tabella 3* riporta il numero di uscite e gli investimenti restanti per tutti gli interventi sostenuti dall'UE a livello centrale al 30 giugno 2018.

100 La durata di un fondo è stabilita nell'accordo di sottoscrizione di quote del fondo. Il FEI ha avuto difficoltà a chiudere due dei mandati della Commissione (sportello MET per l'avviamento 1998 e sportello MET per l'avviamento 2001) poiché i fondi di venture capital non erano riusciti a vendere tutte le imprese in portafoglio nel corso della loro vita. Nel valutare i fondi in cui investire nell'ambito dello sportello MET per l'avviamento 1998 e sportello MET per l'avviamento 2001, il FEI ha prestato poca attenzione alla capacità dei fondi di gestire la fase di disinvestimento. Il problema dell'uscita è stato affrontato tardi e i primi due strumenti (sportello MET per l'avviamento 1998 e sportello MET per l'avviamento 2001), che erano già scaduti, avevano dovuto essere prorogati per lasciare al FEI il tempo di trovare modi per disinvestire.

⁴⁵ Invest Europe, *2018 European Private Equity Activity Report*. Altre vie d'uscita includono il rimborso delle azioni privilegiate, la vendita ad un'altra società di equity, vendita ad una istituzione finanziaria, riacquisto da parte del titolare/della dirigenza e altre soluzioni.

⁴⁶ Cfr. Helmut Kraemer-Eis, Antonia Botsari, Salome Gvetadze e Frank Lang, *EIF VC Survey 2018 – Fund managers' market sentiment and views on public intervention*, EIF Working Paper 2018/48, aprile 2018.

⁴⁷ Partenariato Start-up Europe, *SEP Monitor: Scale-up report*, giugno 2017.

Tabella 3 - Uscite per i fondi sostenuti dall'UE a livello centrale

Al 30.6.2018	Numero di investimenti eseguiti (A)	Azzeramenti del valore (B)	Vendite complete (C)	Numero totale di uscite (D)=(B)+(C)	Numero di investimenti restanti (E)=(A)-(D)	(E) / (A) in % (arrotondato)	Data finale del mandato (mese/anno)
MET per l'avviamento 1998	315	135	168	303	12	4 %	lug. 2014
MET per l'avviamento 2001	317	103	116	219	98	31 %	dic. 2018
GIF	623	89	138	227	396	64 %	nov. 2026
EFG	69	1	1	2	67	97 %	dic. 2034
IFE/strumento di capitale dello sportello PMI del FEIS, sottosportello 2	195	1	2	3	192	98 %	dic. 2042
Strumento di capitale dello sportello PMI del FEIS, sottosportello 1	43	0	0	0	43	100 %	dic. 2042
Somma	1 562	329	425	754	808	52 %	

Fonte: Corte dei conti europea, sulla base di dati del FEI.

101 Di conseguenza, a metà 2018, lo sportello MET per l'avviamento 1998, il cui mandato scadeva nel luglio 2014, deteneva ancora partecipazioni in fondi con investimenti in essere in 12 imprese, che rappresentavano il 4 % delle imprese in cui si era investito. Analogamente, a metà del 2018, lo sportello MET per l'avviamento 2001 deteneva ancora partecipazioni in fondi con investimenti in essere in 98 imprese, che rappresentavano il 31 % degli investimenti.

Le commissioni del FEI non sono del tutto trasparenti né studiate per conseguire gli obiettivi degli interventi

102 La Commissione versa commissioni di gestione al FEI affinché attui gli interventi di venture capital per suo conto⁴⁸. La Commissione rimborsa inoltre al FEI alcuni costi ritenuti ammissibili relativi l'attuazione dei fondi UE (altri costi di gestione). La Corte ha esaminato se le commissioni di gestione pagate dalla Commissione fossero giustificate e perseguissero gli obiettivi strategici.

103 Gli accordi di delega fissano dei massimali per tali commissioni, che vanno dal 5,7 % all'8,5 % dell'intervento UE (cfr. [tabella 4](#) per i dettagli sulle commissioni massime per intervento).

⁴⁸ La Commissione paga anche commissioni alla BEI per le garanzie di venture capital relative al FEIS.

Tabella 4 – Commissioni massime di gestione per intervento

	MET per l'avviamento 1998 MET per l'avviamento 2001	GIF	EFG	IFE	FEIS
Commissioni amministrative (A)	Non definite	Non definite	2,8 %	2,8 %	2,8 %
Commissioni di incentivazione collegate alla strategia (B)	Non definite	Non definite	3,2 %	3,2 %	2,9 %
Massimale totale per commissioni di gestione (C) = (A)+(B)	8,5 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %	5,7 %
Commissioni di gestione della tesoreria e altri costi di gestione	–	–	1,0 %	1,5 %	–

Fonte: Corte dei conti europea, sulla base degli accordi di delega.

104 Oltre alle commissioni di gestione pagate dalla Commissione al FEI, i gestori dei fondi di venture capital sostenuti dall'UE applicano anch'essi delle commissioni di gestione. Queste corrispondono in genere al 2 % degli importi impegnati all'anno. Inoltre, l'avvio del programma del fondo di fondi paneuropeo di venture capital ha aggiunto un ulteriore livello amministrativo (cfr. paragrafo 20). Anche il gestore di ciascun fondo di fondi applica commissioni di gestione, che possono variare tra l'8 % e il 12 % del contributo UE impegnato per la durata di vita del fondo (spesso 12 anni circa).

È poco trasparente come si giustificano le commissioni di avviamento

105 Gli accordi di delega tra la Commissione e il FEI richiedono il pagamento, come parte delle commissioni amministrative, di una commissione di avviamento all'inizio del periodo di attuazione (*allegato III*). Queste commissioni dovrebbero coprire: i) la preparazione dell'invito a manifestare interesse (che include condizioni e modalità dettagliate, nonché obblighi di informativa); ii) la predisposizione dei processi interni del FEI e dei sistemi informatici, compreso il sito Internet; iii) la creazione della documentazione giuridica armonizzata.

106 Dato che il FEI ha gestito per 20 anni gli strumenti sostenuti dall'UE, ci si potrebbe attendere che abbia sviluppato sinergie e accumulato competenze tali da consentirle di realizzare economie, in particolare nella fase di avvio di nuovi strumenti. Invece non è così e le commissioni di avviamento pagate dalla Commissione al FEI sono aumentate nel tempo. Per lo strumento GIF, la Commissione ha versato 0,3 milioni

di euro di commissioni di avviamento (0,8 % delle commissioni massime totali). Considerando gli strumenti più recenti, la commissione di avviamento è salita a 2,5 milioni di euro nel caso dello strumento EFG (13 % delle commissioni massime totali), a 4,0 milioni di euro per l'IFE (14 % delle commissioni massime totali) e a 5,0 milioni di euro per lo strumento di capitale dello sportello PMI del FEIS (7 % delle commissioni massime totali).

107 La Commissione non raccoglie informazioni sui costi effettivamente sostenuti dal FEI per avviare gli strumenti. La Corte si era già espressa sul processo di negoziazione delle commissioni tra la Commissione e il FEI nella relazione speciale n. 20/2017 sugli strumenti di garanzia dei prestiti⁴⁹. A giudizio della Corte, le conclusioni di quella relazione valevano anche per gli strumenti di venture capital, in particolare la constatazione che la Commissione non dispone di informazioni dettagliate sui costi effettivi dei regimi precedenti.

Le commissioni di incentivazione collegate alla strategia non sono pienamente efficaci

108 Le commissioni di incentivazione esistenti non stimolano lo sviluppo di un mercato europeo di venture capital. Ad esempio, il FEI riceve una commissione di incentivazione per ogni contratto firmato con un gestore di fondo, il cui importo varia in funzione del numero di contratti firmati. Non vi è però un nesso tra commissione di incentivazione pagata e eventuali valori-obiettivo stabiliti in termini di numero di fondi in cui il FEI dovrebbe investire. Inoltre, la Corte ha riscontrato che questa commissione non aumenta progressivamente in base al numero dei contratti firmati. Negli strumenti GIF e EFG, il FEI riceve una commissione forfettaria e, nel caso dello strumento IFE, le commissioni più elevate sono pagate per i primi quattro contratti firmati.

109 Le commissioni di incentivazione non sono calibrate appieno ai fini del conseguimento dei valori-obiettivo fissati per gli interventi. Ad esempio, nel caso dell'EFG, la Commissione ha stabilito, come valore-obiettivo minimo, di fornire sostegno ad almeno 360 imprese ammissibili. Tuttavia, versa al FEI una parte delle commissioni di incentivazione anche se questo valore-obiettivo non viene raggiunto (cfr. [tabella 2](#)).

⁴⁹ Relazione speciale n. 20/2017 “Gli strumenti, finanziati dall’UE, di garanzia dei prestiti: sono stati ottenuti risultati positivi, ma sono necessari una migliore selezione dei beneficiari ed un miglior coordinamento con i dispositivi nazionali”.

110 Le commissioni di incentivazione collegate alla strategia non incoraggiano pienamente gli investimenti nei mercati di venture capital o nei settori di attività meno sviluppati dell'UE. Gli sportelli MET per l'avviamento 1998 e 2001 non forniscono incentivi che motivino il FEI ad investire in nuovi mercati. Altri strumenti prevedono almeno un incentivo, anche se gli importi sono modesti rispetto ad altri tipi di incentivi, ma non viene attribuita la priorità ai mercati di venture capital meno sviluppati.

Conclusioni e raccomandazioni

111 L'UE interviene nel mercato del venture capital da più di vent'anni. Durante questo periodo, la Commissione ha fortemente aumentato il sostegno fornito a tale mercato. Sono stati mobilitati ingenti finanziamenti UE per rafforzare il mercato del venture capital dell'UE, ma permangono delle sfide da affrontare.

Valutazione degli interventi UE

112 La Corte ha constatato che le decisioni che stabiliscono l'entità dell'intervento dell'UE sono scarsamente motivate, perché non è stata eseguita una valutazione ex ante o una valutazione di impatto oppure perché le valutazioni sono state preparate quando la decisione sulla dotazione degli interventi era già stata presa. L'analisi del deficit di finanziamento non ha considerato diversi aspetti, in quanto mancavano analisi a livello di Stato membro, di settore di attività o di fase di sviluppo delle imprese finanziate da venture capital (cfr. paragrafi [29-36](#)).

113 Nel concepire gli interventi futuri, la Commissione è tenuta ad eseguire valutazioni intermedie ed ex post tempestive e calzanti, tenendo conto degli insegnamenti tratti dai passati interventi. Le valutazioni ex post effettuate sono state generalmente eseguite troppo presto, spesso prima della fine dei programmi. Inoltre, tali valutazioni non contenevano analisi basate su dati quantitativi e non prendevano in esame scenari controfattuali. Di conseguenza, anche se il sostegno al venture capital esiste da 20 anni, fino ad ora la Commissione ha fornito solo pochi elementi che comprovino l'impatto prodotto (cfr. paragrafi [37-46](#)).

Raccomandazione 1 – Effettuare le necessarie analisi per migliorare la valutazione degli interventi dell'UE

La Commissione dovrebbe migliorare le informazioni sulla cui base adotta le proprie decisioni. In particolare dovrebbe:

- a) effettuare una analisi approfondita dei fallimenti del mercato o degli investimenti sub-ottimali a livello dell'UE, degli Stati membri e a livello settoriale, nonché nelle diverse fasi di sviluppo, in modo da assegnare risorse finanziarie adeguate agli interventi di venture capital.

Termine: prima della firma dei nuovi accordi di delega con i partner attuatori (fine 2022).

Per migliorare le proprie valutazioni, la Commissione dovrebbe:

- b) provvedere a raccogliere dati pertinenti che consentano ai valutatori di focalizzarsi sull'efficacia del sostegno, utilizzando, ove opportuno, analisi controfattuali;
- c) eseguire valutazioni retrospettive quando è trascorso un determinato arco temporale dalla fine del periodo di investimento per lo sportello MET per l'avviamento 1998 e 2001 e per il GIF, per poter trarre conclusioni eloquenti sull'impatto degli interventi.

Termine: prima possibile, comunque al massimo entro la fine del 2021.

Sviluppo di una strategia d'investimento complessiva

114 La Commissione non ha definito una strategia d'investimento complessiva per favorire lo sviluppo di un mercato paneuropeo del venture capital. Gli interventi dell'UE non hanno attribuito la priorità ai mercati di venture capital e ai settori di attività meno sviluppati. Il mercato UE dipende ancora largamente dalla partecipazione del settore pubblico e l'utilizzo di strumenti diversi comporta inutili complessità.

115 Gli interventi della Commissione sul mercato europeo del venture capital sono stati improntati a un approccio basato sulla domanda, in base al quale il sostegno è fornito ai progetti in funzione del rispettivo merito e non sulla scorta dell'ubicazione geografica o del settore. La Corte ha riscontrato però che questo approccio favorisce decisamente i mercati di venture capitale più sviluppati, portando ad una concentrazione degli investimenti che non concorre appieno alla creazione di un mercato paneuropeo del venture capital (cfr. paragrafi [49-63](#)).

116 La Commissione non ha stabilito, come obiettivo dei propri interventi, il conseguimento di un rendimento elevato. In genere, l'attrazione di capitali privati, essenziale per un mercato di venture capital sostenibile, è possibile solo se gli investimenti producono rendimenti elevati. Lo sportello MET per l'avviamento 1998 ha investito, dalla sua creazione, 101 milioni di euro e registrato una perdita netta complessiva di 12 milioni di euro. Una situazione analoga si è prodotta per i portafogli realizzati dello sportello MET per l'avviamento 2001 e per il GIF. Finora la Commissione ha fornito sostegno sulla base del principio *pari passu*, senza cedere parte del proprio rendimento a favore degli investitori privati e senza farsi carico di maggiori perdite (cfr. paragrafi [64-73](#)).

Raccomandazione 2 – Sviluppare una strategia d’investimento complessiva

Per sviluppare un mercato paneuropeo del venture capital, la Commissione dovrebbe:

- a) intraprendere ulteriori azioni concrete per sostenere gli investimenti in mercati di venture capital e settori di attività meno sviluppati;

Termine: in tempo utile per la preparazione del nuovo periodo di programmazione (fine 2020).

Per ridurre la dipendenza del mercato UE del venture capital dalla partecipazione del settore pubblico, la Commissione dovrebbe:

- b) definire valori-obiettivo adeguati a livello di strumento al fine di attrarre investitori privati, tenendo conto degli obiettivi specifici della politica e dello sviluppo dei diversi mercati di venture capital e dei differenti settori di attività;
- c) esplorare l’opzione di introdurre clausole di uscita graduale;
- d) valutare l’uso di una ripartizione asimmetrica dei profitti o dei rischi in caso di gravi fallimenti del mercato, in cui la Commissione cedrebbe parte del proprio rendimento a vantaggio di altri investitori o si farebbe carico delle prime perdite in caso di rendimenti negativi.

Termine: prima dei negoziati per i nuovi accordi di delega (fine 2022).

Attuazione degli interventi UE

117 Il FEI è divenuto uno dei protagonisti del mercato europeo del venture capital e gestisce un crescente numero di mandati. Il processo di due diligence è approfondito; la sua qualità fa sì che sia spesso considerato come un “timbro di approvazione”. Ciò premesso, il processo è giudicato spesso troppo lungo e formalistico, tanto che il 45 % dei gestori di fondi ha dichiarato che il FEI ha impiegato oltre un anno per approvare una domanda. Inoltre, durante questo periodo, i gestori hanno dovuto trattare con molti interlocutori che presentavano un grado variabile di conoscenza del loro caso.

118 Gli interventi UE gestiti a livello centrale si sovrappongono a una serie di diversi altri interventi pubblici, gestiti anch’essi dal FEI. La Commissione ha ricevuto scarse informazioni sulle modalità con cui il FEI ha deciso in quale fondo di venture capital investire e nell’ambito di quale mandato (cfr. paragrafi [86-95](#)).

119 Il FEI ha avuto difficoltà a chiudere due dei mandati della Commissione giunti a scadenza (sportello MET per l'avviamento 1998 e sportello MET per l'avviamento 2001) poiché i fondi di venture capital non erano riusciti a vendere tutte le imprese in portafoglio nel corso della loro vita. Dal momento che tale questione è stata affrontata soltanto in un momento successivo, questi due strumenti, i cui termini erano già scaduti, avevano dovuto essere prorogati per lasciare al FEI tempo per trovare modi per disinvestire (cfr. paragrafi [96-101](#)).

120 La Corte ha rilevato che la Commissione ha versato al FEI commissioni di avviamento significative al varo di ogni nuovo strumento. A giudizio della Corte, non vi è stato alcun risparmio derivante da sinergie o know-how che il FEI avrebbe creato nel corso degli oltre vent'anni in cui ha gestito gli strumenti sostenuti dall'UE. La Commissione non era inoltre a conoscenza dei costi effettivi sostenuti dal FEI (cfr. paragrafi [105-107](#)).

121 Le commissioni di incentivazione collegate alla strategia non erano del tutto calibrate ai fini del conseguimento dei valori-obiettivo stabiliti per gli interventi, né erano concepite per incoraggiare appieno gli investimenti in un mercato di venture capital meno sviluppato o in settori di attività meno sviluppati (cfr. paragrafi [108-110](#)).

Raccomandazione 3 – Razionalizzare la gestione degli interventi dell'UE operata dal FEI

Per accrescere l'efficienza, la Commissione dovrebbe collaborare con il FEI al fine di:

- a) razionalizzare il processo di approvazione dei progetti abbreviando i tempi al momento necessari;
- b) far sì che adotti una strategia di assegnazione degli investimenti che garantisca la complementarità tra gli interventi dell'UE e gli altri mandati gestiti dal FEI;
- c) provvedere affinché individui opzioni di uscita sufficienti al momento dell'approvazione degli investimenti in un fondo.

Termine: in tempo utile per i negoziati per il nuovo periodo di programmazione (fine 2022).

Le commissioni di gestione pagate dalla Commissione al FEI dovrebbero:

- d) corrispondere al rimborso dei costi effettivi sostenuti al momento dell'avvio di nuovi interventi;

- e) essere fissate in modo da incentivare il perseguimento degli obiettivi generali degli interventi, in particolare lo sviluppo di un mercato europeo di venture capital, aumentando gradualmente al raggiungimento di obiettivi minimi di performance.

Termine: in tempo utile per i negoziati per il nuovo periodo di programmazione (fine 2022).

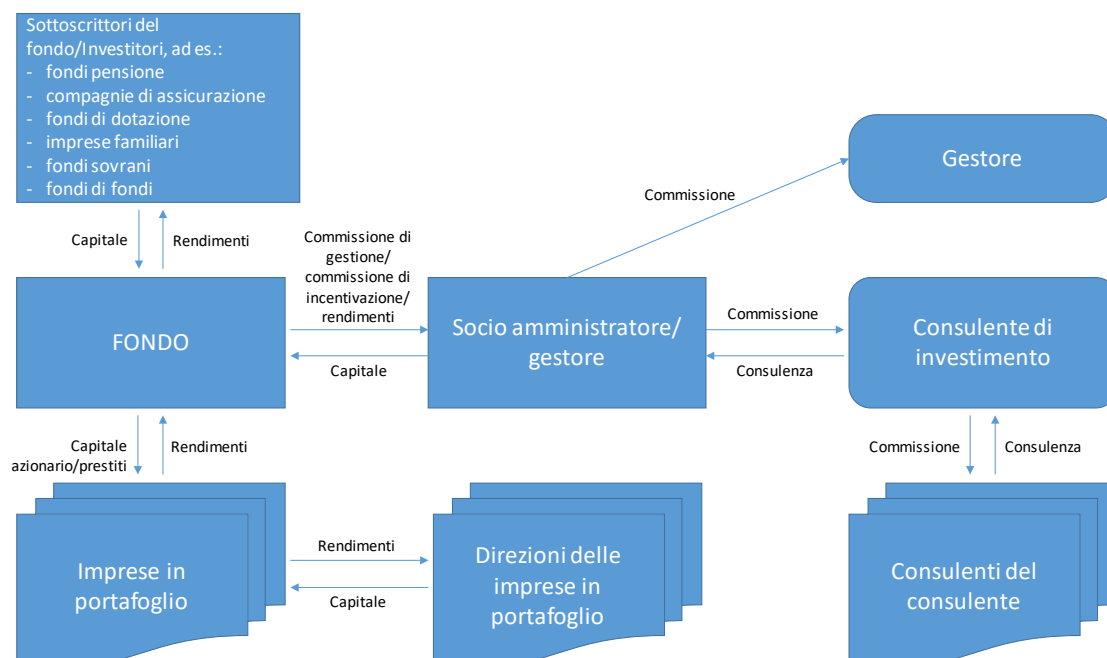
La presente relazione è stata adottata dalla Sezione IV, presieduta da Alex Brenninkmeijer, Membro della Corte dei conti europea, a Lussemburgo, nella riunione del 17 settembre 2019.

Per la Corte dei conti

Klaus-Heiner LEHNE
Presidente

Allegati

Allegato I - Struttura tipica di un fondo di venture capital

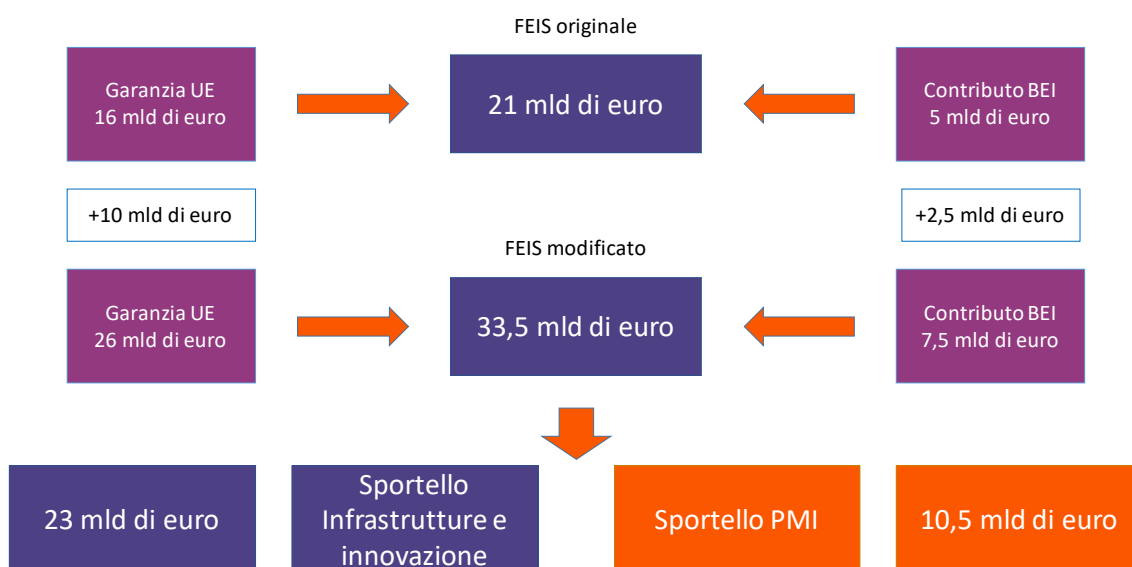


Fonte: adattamento da 2018 Professional Standards Handbook – Invest Europe.

Allegato II - Strumento di capitale dello sportello PMI del FEIS

01 Nel giugno 2015, il Parlamento ha approvato il regolamento FEIS, con una garanzia UE di 16 miliardi di euro. Considerando il contributo fornito dal Gruppo BEI di 5 miliardi di euro, si raggiunge un totale di 21 miliardi di euro. Nel dicembre 2017, il Parlamento ha approvato un'estensione della garanzia UE di 10 miliardi di euro, portandola a 26 miliardi di euro. Anche il Gruppo BEI ha aumentato il proprio contributo di 2,5 miliardi di euro, arrivando a 7,5 miliardi di euro. In totale, sono stati contabilizzati 33,5 miliardi di euro. La *figura 9* illustra questa evoluzione.

Figura 9 - Evoluzione della garanzia UE per il FEIS



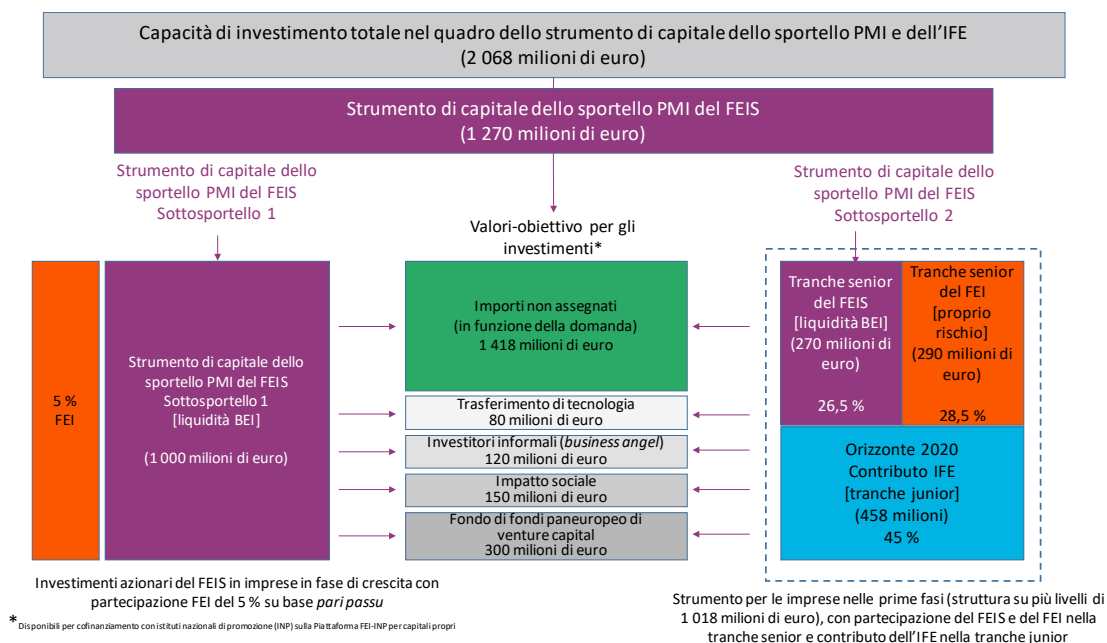
Fonte: relazione 2017 BEI/FEI.

02 Il totale di 33,5 miliardi di euro è stato ripartito tra due “sportelli”: i) lo sportello relativo a infrastrutture e innovazione e ii) lo sportello PMI. A seguito dell'estensione della garanzia UE del FEIS, lo sportello PMI è stato aumentato di 5,5 miliardi di euro, raggiungendo i 10,5 miliardi di euro, di cui il bilancio UE coprirà 6,5 miliardi di euro.

03 Lo strumento di capitale dello sportello PMI del FEIS è parte dello sportello PMI e comprende due sottosportelli. Nell'ambito del sottosportello 1, il FEI finanzia investimenti azionari in i) fondi di venture capital specializzati nelle imprese in fase di espansione e crescita, ii) fondi di venture capital che investono in imprese in fasi diverse e iii) attività a impatto sociale. La garanzia massima dell'UE copre 1 miliardo di euro e la liquidità è fornita dalla BEI. Inoltre il FEI deve finanziare 50 milioni di euro a proprio rischio.

04 Il sottosportello 2 è una tranche senior dell'IFE. Insieme alla tranche senior della BEI, è andata ad integrare il già esistente strumento IFE (Orizzonte 2020). La **figura 10** schematizza la struttura dello strumento di capitale dello sportello PMI del FEIS prima dell'estensione della garanzia UE del FEIS.

Figura 10 - Struttura dello strumento di capitale dello sportello PMI del FEIS prima dell'estensione della garanzia UE del FEIS



Fonte: comitato direttivo del FEIS, SB/16/16.

05 Un investimento di 100 euro nel quadro del sottosportello 1 sarebbe finanziato per 95,2 euro dalla BEI, con la garanzia dell'UE, e per 4,8 euro dalla partecipazione con risorse proprie del FEI. Il rischio sarebbe ripartito *pari passu* secondo un rapporto 4,8/95,2.

06 Nel caso del sottosportello 2, ciascun investimento è finanziato in base alle percentuali delle tranche. Considerando un investimento di 100 euro, 45 euro sarebbero finanziati dalla tranche junior dell'IFE, 26,5 euro dalla tranche senior della BEI, garantita dal bilancio UE attraverso lo strumento di capitale dello sportello PMI del FEIS, e 28,5 euro dalla tranche senior del FEI. L'IFE coprirebbe una perdita fino a 45 euro; al di sopra di tale soglia, la perdita sarebbe sostenuta *pari-passu* dal bilancio UE e dalla tranche senior del FEI secondo un rapporto 26,5/28,5.

07 A seguito dell'estensione della garanzia UE del FEIS, il comitato direttivo del FEIS ha deciso di aumentare la garanzia UE per lo strumento di capitale dello sportello PMI del FEIS di 1 050 milioni, portandola a 2 320 milioni di euro nell'ottobre 2018. Di

questo aumento, 950 milioni di euro erano destinati al sottosportello 1 e 100 milioni di euro al sottosportello 2.

08 In base all'accordo per la condivisione del rischio mostrato nella *figura 10*, il FEI dovrà coinvestire ulteriori 47 milioni di euro (4,8 %) nel sottosportello 1. L'ulteriore aumento della garanzia dell'UE per il sottosportello 2 del FEIS di 100 milioni di euro comporta anche un aumento del contributo UE a titolo dell'IFE di 170 milioni di euro e della tranche senior del FEI di 108 milioni.

09 La capacità di investimento totale di 2 068 milioni di euro, come mostrata nella *figura 10*, aumenterà allora di 1 375 milioni di euro, raggiungendo i 3 443 milioni di euro. Questo ammontare include 2 948 milioni di euro dei programmi gestiti a livello centrale e 495 milioni di euro delle tranche a rischio proprio del FEI.

10 L'aumento realizzato ha richiesto una ulteriore modifica dell'accordo di delega del FEIS, che è stato firmato soltanto a metà dicembre 2018.

Allegato III - Composizione delle commissioni di gestione pagate dalla Commissione al FEI per strumento

		Sportelli MET per l'avviamento 1998 e 2001	GIF	EFG	IFE	FEIS
Commissione amministrativa	Commissione di avviamento	√	√	√	√	√
	Commissione per la firma	√	√	√		√
	Commissione per monitoraggio annuale		√	√		√
	Commissione di base		√		√	
	Commissione per termine operazione					√
Commissioni di incentivazione collegate alla strategia	Numero di fondi	√	√	√	√	
	Numero di nuovi paesi in cui i destinatari finali hanno ricevuto il finanziamento			√	√	√
	Coefficiente moltiplicatore raggiunto			√	√	
	Numero di destinatari finali ammissibili		√	√		
	Importi investiti in destinatari finali ammissibili		√	√	√	√
	Numero di operazioni di investitore informale o di trasferimento di tecnologia				√	√
	Impegni con/verso operazioni di investitore informale o di trasferimento di tecnologia				√	
Commissioni di gestione di tesoreria			√	√	√	

Fonte: Corte dei conti europea, sulla base degli accordi di delega.

Acronimi e abbreviazioni

BEI: Banca europea per gli investimenti

CIP: Programma quadro per la competitività e l'innovazione

COSME: programma per la competitività delle imprese e le PMI

EFG: strumento di capitale proprio per la crescita

FEI: Fondo europeo per gli investimenti

FEIS: Fondo europeo per gli investimenti strategici

G&E: Iniziativa a favore della crescita e dell'occupazione

GIF: strumento a favore delle PMI innovative e a forte crescita

IFE: strumento di equity InnovFin per le fasi iniziali

InvestEU: progetto di programma per il periodo di pianificazione pluriennale 2021-2027

IPO: offerta pubblica iniziale

MAP: programma pluriennale a favore dell'impresa e dell'imprenditorialità

PIL: prodotto interno lordo

PMI: piccole e medie imprese

Sportello MET per l'avviamento 1998: sportello del Meccanismo europeo per le tecnologie (MET) per l'avviamento del periodo di pianificazione pluriennale iniziato nel 1998

Sportello MET per l'avviamento 2001: sportello del Meccanismo europeo per le tecnologie (MET) per l'avviamento del periodo di pianificazione pluriennale iniziato nel 2001

Strumento di capitale dello sportello PMI (SMEW) del FEIS: strumento di capitale dello sportello per piccole e medie imprese del Fondo europeo per gli investimenti strategici (cfr. [allegato II](#))

VC: venture capital

Glossario

Aiuto di Stato: sostegno pubblico diretto o indiretto a un'impresa od organizzazione, che la pone in condizione di vantaggio rispetto ai suoi concorrenti. Per evitare che provochino distorsioni nel mercato unico, gli aiuti di Stato nell'UE sono disciplinati da norme, sul cui rispetto vigila la Commissione.

Fondo di fondi: un fondo comune di investimento che investe in altri fondi invece di effettuare investimenti diretti.

Fondo di venture capital: fondo di investimento che gestisce capitali di investitori professionali che intendono investire in PMI con notevoli potenzialità di crescita.

Garanzia di bilancio: impegno giuridico a coprire gli investimenti eseguiti da partner finanziari con fondi del bilancio UE in circostanze stabilite per far fronte ad una obbligazione di pagamento nell'ambito di un programma UE finanziato.

Intervento gestito a livello centrale: investimento finanziato o sostenuto dal bilancio UE e gestito dalla Commissione.

Investitore primario: un investitore affidabile che acquista una consistente partecipazione in un fondo di venture capital. Svolge un ruolo importante nel garantire che una data quota verrà venduta e nello stimolare la domanda grazie alla credibilità fornita all'investimento.

Offerta pubblica iniziale: processo di avviare per la prima volta la vendita o la distribuzione delle azioni di una società al pubblico.

Pari passu: principio secondo cui tutti gli investitori investono alle stesse condizioni e godono degli stessi diritti.

Private equity: investimento in una società privata non quotata in cambio di un interesse a medio e lungo termine, successivamente ceduto. Tale conferimento di capitale finanzia l'avvio o lo sviluppo dell'impresa.

Strumento finanziario: sostegno finanziario, a valere sul bilancio dell'UE, sotto forma di investimenti azionari o quasi-azionari, prestiti o garanzie, o altri strumenti di condivisione del rischio.

Valutazione d'impatto: raccolta ed analisi di informazioni al fine di stabilire i probabili vantaggi e vantaggi di una azione programmata e sostenere il processo decisionale.

Valutazione ex ante: valutazione condotta prima dell'attuazione dell'intervento, considerando, ad esempio, le esigenze da soddisfare, l'entità rispetto al deficit di finanziamento, il valore aggiunto UE e le potenziali sinergie con altri strumenti finanziari.

Venture capital: fondi investiti in cambio di una partecipazione in start-up o imprese emergenti innovative, che presentano un significativo elemento di rischio e richiedono assistenza di esperti per la crescita dell'attività.

RISPOSTE DELLA COMMISSIONE ALLA RELAZIONE SPECIALE DELLA CORTE DEI CONTI EUROPEA

"INTERVENTI DELL'UE PER IL VENTURE CAPITAL GESTITI A LIVELLO CENTRALE: INGENTI FINANZIAMENTI DA INDIRIZZARE MEGLIO"

SINTESI

I. L'obiettivo principale dei sei strumenti sottoposti ad audit è quello di migliorare l'accesso delle piccole imprese al finanziamento azionario nel periodo che va dal 1998 al 2036. La strategia d'investimento di questi strumenti, che è stata varata in diverse generazioni successive, è progredita naturalmente nel corso del tempo in risposta all'evoluzione della situazione del mercato e delle priorità strategiche.

Pur non essendo principalmente mirata a verificare l'impatto sulle imprese finanziate, la relazione formula una serie di osservazioni sulla questione se tali strumenti contribuiscano o meno al progresso del mercato di venture capital nell'UE, e in particolare dei mercati meno sviluppati, aspetto che rappresenta solo un obiettivo secondario di alcuni degli strumenti sottoposti ad audit.

Esistono anche altri interventi della Commissione, nel settore normativo e della coesione, che possono avere un impatto sullo sviluppo del mercato nei singoli Stati membri, compresi quelli con mercati meno sviluppati. Tali interventi non rientravano nel perimetro di indagine dell'audit.

IV. La Commissione si è basata su valutazioni ex ante e sugli studi di mercato a disposizione. Per reagire a potenziali cambiamenti della capacità di assorbimento, gli strumenti erano stati dotati di meccanismi strutturali incorporati.

Ogni anno la Commissione elabora e presenta all'autorità di bilancio relazioni accessibili al pubblico, quali la relazione di cui all'articolo 41, paragrafo 4, del regolamento finanziario. Le relazioni della Commissione contengono, tra l'altro, anche informazioni dettagliate relativamente all'impatto sugli investimenti mobilitati e sull'occupazione.

V. Per nessuno dei programmi in questione era stato proposto come obiettivo dal legislatore che i "fondi venissero investiti in mercati di venture capital o in settori di attività meno sviluppati". La Commissione valuta i programmi e le relative strategie di investimento rispetto agli obiettivi dichiarati e non in base ad altri criteri.

La Commissione ha posto in essere un approccio piuttosto completo per sostenere l'accesso delle piccole e medie imprese (PMI) ai finanziamenti attraverso il mercato di venture capital. Essa utilizza una serie di misure che possono contribuire, direttamente o indirettamente, a sostenere i finanziamenti mediante venture capital: interventi normativi, interventi in regime di gestione concorrente e programmi gestiti a livello centrale. Gli strumenti sottoposti a audit non costituiscono che un sottoinsieme di queste misure.

Diversi Stati membri con mercati di venture capital meno sviluppati hanno beneficiato in misura significativa di tali strumenti.

VI. La Commissione ha analizzato la possibilità di dare agli investitori privati parte del rendimento degli investimenti spettante all'UE. Tale possibilità è stata esaminata in fase di definizione di una serie di strumenti.

Di fatto, investimenti di tipo non *pari passu* sono già espressamente consentiti per gli investimenti sociali nell'ambito dello strumento di capitale del Fondo europeo per gli

investimenti strategici (FEIS). Inoltre, la Commissione sta esaminando più approfonditamente le modalità degli investimenti non *pari passu* nell'ambito dello sportello PMI del FEIS.

VII. La Commissione osserva che il fatto che il Fondo europeo per gli investimenti (FEI) investa in un fondo è spesso considerato alla stregua di un timbro di approvazione. Molte categorie di investitori utilizzano come parametro la partecipazione del FEI per effettuare i propri investimenti nello stesso fondo. Pertanto, il FEI è nel suo agire un elemento catalizzatore e un *market maker*. Una simile reputazione può essere mantenuta solo attraverso un processo di valutazione e di due diligence di alta qualità, un processo che inevitabilmente richiede tempo.

La politica di assegnazione degli investimenti del FEI è stata rivista nel corso del 2018. È stata presentata alla Commissione e il FEI si è impegnato a discuterne gli eventuali aggiornamenti con la stessa Commissione. Il sistema si basa su criteri oggettivi e predefiniti e combina l'analisi di fattori quantitativi e qualitativi. La procedura è coordinata da un servizio indipendente e tutte le decisioni di assegnazione sono adeguatamente registrate nei sistemi del FEI.

Le difficoltà in termini di chiusura dei vecchi fondi costituiscono attualmente un problema per tutto il mercato.

Per la chiusura dei mandati è stata concordata una strategia globale in linea con la base giuridica.

VIII. Come sottolineato anche, in riferimento a un'analogia osservazione, nelle risposte della Commissione alla relazione speciale n. 20/2017 della Corte dei conti europea (sugli strumenti, finanziati dall'UE, di garanzia dei prestiti), in particolare al paragrafo 40, la Commissione ritiene che sia utile disporre dei dati sui costi del partner esecutivo prima di avviare il processo di negoziazione delle commissioni. A tal fine la Commissione acquisisce, ove possibile, le stime dei costi e analizza regolarmente i rendiconti finanziari del FEI per comprendere l'entità dei proventi ad esso derivanti dalle commissioni e il loro contributo alla redditività globale del Fondo e, più in generale, continua ad adoperarsi per ottenere ulteriori dati dettagliati e pertinenti sui costi di gestione degli strumenti finanziari. Questi dati, tuttavia, possono non provenire da strumenti direttamente comparabili. Comunque, anche in assenza di tali dati, la Commissione dovrebbe poter concludere le negoziazioni sulla base delle informazioni a disposizione.

Le commissioni di avviamento servono a compensare il partner esecutivo per i negoziati approfonditi che conducono alla creazione degli strumenti, per la necessaria elaborazione di nuovi accordi giuridici standardizzati per gli strumenti nuovi o riveduti, il lancio degli inviti a manifestare interesse e per l'adeguamento dei sistemi di rendicontazione e revisione contabile. La Commissione desidera ricordare che il quadro giuridico che disciplina l'attuazione degli strumenti finanziari si è notevolmente sviluppato nel tempo (ad esempio, le disposizioni del regolamento finanziario che regolano gli strumenti finanziari sono diventate molto sofisticate e particolareggiate, e ciò richiede di conseguenza maggiori sforzi e competenze da parte del partner esecutivo).

Pertanto, il versamento delle commissioni di avviamento è giustificato e l'entità di tali commissioni è adeguata.

Inoltre, le commissioni di incentivazione degli strumenti corrispondono agli obiettivi dichiarati di questi ultimi.

IX. Per i motivi indicati nelle risposte alle raccomandazioni, la Commissione non può accogliere in toto i suggerimenti della Corte.

INTRODUZIONE

10. La legislazione dell'UE include già norme armonizzate sui fondi privati recanti il marchio europeo che partecipano a progetti finanziati con capitali di rischio, in particolare i fondi europei per il venture capital (regolamento (UE) n. 345/2013 relativo ai fondi europei per il venture capital), i fondi europei per le infrastrutture (regolamento (UE) 2015/760 relativo ai fondi di investimento europei a lungo termine) e i fondi europei che investono nell'economia sociale (regolamento (UE) n. 346/2013 relativo ai fondi europei per l'imprenditoria sociale). I regolamenti consentono una facile identificazione dei fondi europei di capitale di rischio con caratteristiche comuni definite e quindi permettono ai gestori di fondi di investimento alternativi, agli investitori e alle società destinatarie degli investimenti di identificarli più facilmente come possibili veicoli di investimento, obiettivi di investimento o investitori istituzionali, a seconda del caso. Tasks undertaken by the European Securities and Markets Authority also foster convergence.

12. L'evoluzione della raccolta di capitali sull'intero periodo a partire dal 2007 restituisce un quadro più completo. Secondo i dati di *InvestEurope*¹, la quota governativa dei finanziamenti in venture capital è aumentata a partire dal 2007, ha raggiunto un picco del 34,7 % nel 2011 ed in seguito è stata molto volatile, salendo e scendendo fino al 18 % nel 2018.

Si noti inoltre che questi dati comprendono anche altri enti pubblici oltre all'UE. Nel 2018 la quota dei mandati rivisti dell'UE sul totale dei capitali raccolti si è attestata all'incirca sull'1,9 %.

Riquadro 2. Secondo le valutazioni attuali, è probabile che i portafogli di investimento saranno nel complesso redditizi, e questo li rende uno strumento efficiente per raggiungere gli obiettivi strategici. Gli strumenti di venture capital hanno sostenuto fondi che hanno favorito l'accesso ai finanziamenti di centinaia di aziende innovative in fasi chiave del loro sviluppo; tra queste figurano importanti innovatori rivoluzionari come Skype, Spotify e start-up che sviluppano prodotti a partire dal grafene, invenzione che è valsa il premio Nobel 2010 per la fisica.

17. L'aumento del bilancio disponibile per questi strumenti è stato determinato dal fatto che, in seguito ai progetti pilota della fine degli anni '90 e dell'inizio degli anni 2000, tali strumenti sono divenuti un meccanismo di sostegno consolidato. Inoltre, il FEIS ha apportato un consistente aumento del sostegno al fine di stimolare gli investimenti in seguito alla crisi economica e finanziaria.

18. Oltre che sul soddisfacimento dei criteri di ammissibilità, l'assegnazione si basa sulla verifica della coerenza politica e sulla valutazione del valore aggiunto che è possibile ottenere sostenendo l'investimento in questione; in altre parole, in assenza di un valore aggiunto, l'investimento non si concretizza.

20. La Commissione osserva che per gli investimenti in fondi di fondi sono disponibili effettivamente fino a 343 milioni di EUR; tuttavia, tali risorse possono essere utilizzate

¹ *InvestEurope*, 2018 European Private Equity Activity. <https://www.investeurope.eu/media/811517/invest-europe-2018-european-private-equity-activity.pdf>.

automaticamente anche per altri tipi di investimenti previsti dagli strumenti, in caso di mancata concretizzazione degli investimenti in fondi di fondi.

23. È importante sottolineare lo specifico ruolo del FEI nel mercato europeo del venture capital.

La somma di 1,4 miliardi di EUR impegnata dal FEI nel 2018 andrebbe valutata in relazione all'importo di 11,4 miliardi di EUR che rappresenta il totale dei capitali raccolti nell'UE per il venture capital nel 2018. Nel 2018, quindi, il FEI rappresentava il 12 % dei capitali raccolti nell'UE in questo segmento di mercato. Il FEI utilizza numerosi mandati per questa attività, compresi quelli commerciali e le sue risorse proprie. Gli investimenti che il FEI immette sul mercato con il sostegno del bilancio dell'UE rappresentano solo l'1,9 % circa del totale dei capitali raccolti nell'UE per il venture capital. Il ruolo dei mandati sostenuti dall'UE è pertanto quello di mirare alle situazioni di carenza del mercato in cui è maggiore la necessità di un sostegno pubblico.

OSSERVAZIONI

30. Risposta comune ai paragrafi da 30 a 36

La Commissione quantifica ex ante le esigenze del mercato – e, aspetto ancora più importante, i deficit di finanziamento – nonché la capacità di assorbimento, servendosi dei migliori studi di mercato realizzati con le tecniche statistiche standard e le consulenze disponibili. Tuttavia, esistono forti limitazioni a livello di dati a causa della natura stessa dei finanziamenti in venture capital, in quanto il destinatario dell'investimento non divulga informazioni private sulle prospettive commerciali e sulla solvibilità finanziaria della sua impresa.

In mancanza di dati affidabili e sufficienti, la Commissione ritiene che i sondaggi e le analisi qualitative siano un metodo valido per valutare le carenze del mercato.

Con un approccio simile, il Parlamento europeo afferma che, in sintesi, l'Europa soffre di un'offerta quantitativamente scarsa, vale a dire di un'esigua raccolta di capitali da parte di investitori istituzionali privati, e di un'offerta qualitativamente scarsa, che si riflette nell'esiguo numero di fondi di venture capital qualificati, esperti e sufficientemente ampi. Ovviamente, questi problemi sono strettamente correlati: una migliore qualità dei fondi di venture capital attirerebbe gli investitori istituzionali e si tradurrebbe in una maggiore quantità di venture capital. [Fonte: "Potential of Venture Capital in the European Union", Direzione generale delle Politiche interne dell'Unione del Parlamento europeo, 2012]

Praticamente tutti i documenti della Commissione sull'argomento riconoscono che esiste un deficit di finanziamento delle PMI (anche per quanto riguarda il venture capital), il che implica che l'offerta di venture capital nell'UE è insufficiente.

33. La Commissione si è basata sugli studi di mercato. Molti di questi hanno documentato la carenza di investimenti, sia all'interno della Commissione (ad es. Buti 2014a² e 2014b³) che

² Marco Buti e Philipp Mohl: "Lacklustre investment in the Eurozone: Is there a puzzle?" *Vox*, giugno 2014.
<https://voxeu.org/article/raising-investment-eurozone>.

³ Marco Buti: "Lacklustre investment in the Eurozone: The policy response" *Vox*, dicembre 2014.
<https://voxeu.org/article/lacklustre-investment-eurozone-policy-response>.

all'esterno (ad es. Barkbu et al. 2015⁴ e BEI 2013⁵). Tale carenza è stata operazionalizzata nei documenti interni. Per quanto riguarda i deficit di finanziamento delle PMI mediante venture capital, erano a disposizione studi basati sui dati dell'Associazione europea del capitale di rischio (EVCA) e di *InvestEurope* (ad es. ESRI 2014⁶ o Lopez de Silanes et al. 2015⁷), che documentano sia i deficit che il minore sviluppo del mercato di venture capital.

36. Il rischio che i finanziamenti non riescano ad essere assorbiti viene gestito a livello strutturale: tutti gli strumenti prevedono assegnazioni non fisse ma limitate a determinati massimali e contengono un elemento di flessibilità per la riassegnazione ad altre azioni. Inoltre, cinque dei sei strumenti analizzati si basavano direttamente sui contributi di bilancio annuali e la loro entità è modulabile. Pertanto, nei casi in cui la carenza di mercato fosse stata pienamente colmata, non sarebbero state fornite ulteriori risorse agli strumenti. Ne consegue dunque che, finora, la Commissione ha gestito questo rischio in maniera efficace.

Riquadro 3. Lo studio del 2011 si basava sulla realtà del mercato dell'epoca. Poiché le dimensioni del mercato di venture capital sono più che raddoppiate da allora, la Commissione ritiene che le conclusioni dello studio potrebbero non essere pienamente applicabili alla realtà odierna. Lo studio non è stato in grado di prevedere gli sviluppi del mercato e, come dimostrano i risultati attuali, i mandati della Commissione non hanno alcun problema in termini di esecuzione dei bilanci assegnati agli interventi di venture capital. Nel 2018 la percentuale degli interventi di venture capital sottoposti ad audit rispetto al totale dei capitali raccolti nell'UE è stata dell'1,9 %.

38. La Commissione desidera sottolineare che i) gli effetti economici e l'impatto sull'occupazione (per gli strumenti a partire dal 2007) sono sufficientemente trattati nelle relazioni elaborate dal FEI e che ii) come appare ovvio, il motivo per cui gli studi non hanno analizzato in via principale l'impatto sul settore del venture capital deriva dal fatto che gli strumenti sottoposti ad audit spesso non avevano come obiettivo lo sviluppo del mercato o l'impatto sul settore, mentre gli altri strumenti li ponevano soltanto come obiettivi secondari.

39. Il calendario delle relazioni e delle valutazioni ex post è chiaramente indicato nella legislazione di base adottata dal Consiglio e dal Parlamento europeo.

Anche ipotizzando una capacità della Commissione di influire sul calendario, rimane comunque da considerare che esiste un chiaro compromesso tra utilità e disponibilità di dati completi. Per poter tener conto delle raccomandazioni di una valutazione, è necessario conoscerne i risultati prima dell'elaborazione del nuovo programma. Una valutazione

⁴ Bergljot B. Barkbu, Pelin Berkmen, Pavel Lukyantsau, Sergejs Saksonovs e Hanni Schoelermann: "Investment in the Euro Area: Why Has It Been Weak?" *IMF Working Paper* n. 15/32, 19 febbraio 2015. <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2016/12/31/Investment-in-the-Euro-Area-Why-Has-It-Been-Weak-42717>.

⁵ BEI: *Investment and Investment Finance in Europe 2013*, 14 novembre 2013. <https://www.eib.org/en/infocentre/publications/all/investment-and-investment-finance-in-europe.htm>.

⁶ ESRI: *Access to External Financing and Firm Growth*. Background Study for the European Competitiveness Report 2014, maggio 2014. https://www.google.be/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=2&ved=2ahUKEwjY_475pujeAhVQKuwKHTn6AI4QFjABegQIAxAC&url=https%3A%2F%2Fec.europa.eu%2Fdocsroom%2Fdocuments%2F8786%2Fattachments%2F1%2Ftranslations%2Fen%2Frenditions%2Fpdf&usq=AOvVaw2SPzwIL4aRoQVrA_MZ19Y8.

⁷ Florencio Lopez de Silanes Molina, Joseph McCahery, Dirk Schoenmaker e Dragana Stanisic: *The European Capital Markets Study. Estimating the Financing Gaps of SMEs*. Relazione patrocinata dal ministero delle Finanze neerlandese e dalla BERS, luglio 2015. https://web.archive.org/web/20161213054417/http://www.dsf.nl/wp-content/uploads/2015/09/European-Capital-Markets-Study_2015_FINAL-15-7.pdf.

posteriore può basarsi su un maggior numero di dati, ma giungerà troppo tardi per poter essere presa in considerazione nel programma successivo.

40. Secondo trattino: gli strumenti finanziari afferenti allo strumento a favore delle PMI innovative e a forte crescita (GIF) costituivano solo un segmento del programma quadro per la competitività e l'innovazione. Le scadenze per la realizzazione delle valutazioni erano previste dalla base giuridica e, pertanto, il calendario della valutazione non poteva essere modificato.

41. I metodi qualitativi, i colloqui e i sondaggi sono una fonte d'informazione pertinente, soprattutto in situazioni in cui non sono disponibili dati statistici dettagliati ed esaurienti. Inoltre, più recentemente, a partire dal 2015, il FEI ha iniziato a effettuare delle valutazioni d'impatto economico; tali analisi comprendono anche il venture capital (ivi inclusi i mandati dell'UE) e vengono esaminate attentamente dalla Commissione.

42. Un'analisi controfattuale può essere effettuata solo alcuni anni dopo la chiusura finanziaria del programma, che talvolta può verificarsi più di due decenni dopo il suo avvio. I dati relativi ai posti di lavoro creati e mantenuti sono stati comunicati regolarmente nell'ambito delle relazioni standard e possono essere facilmente confrontati con l'evoluzione dell'occupazione nell'economia nel suo complesso.

43. Il riferimento della Corte dei conti europea ai progetti VICO quali esempi di valutazione dei programmi conferma l'osservazione della Commissione circa la necessità di un rigoroso compromesso tra tempestività e completezza delle valutazioni ex post. Infatti, i progetti VICO sono stati realizzati da un consorzio di nove università e centri di ricerca nell'arco di tre anni, un'impresa che difficilmente può costituire un modello di valutazione tempestiva e specifica dei singoli programmi. Cosa ancora più importante, i progetti VICO non sono valutazioni di programmi specifici, attuati nel tempo; al contrario, tali progetti si limitano a confrontare un campione rappresentativo di imprese sostenute da venture capital con imprese non sostenute da venture capital e tra le prime prendono in considerazione imprese beneficiarie di venture capital pubblici (siano essi nazionali, centrali dell'UE, strutturali dell'UE o meno), finanziate di recente o non di recente, beneficiarie o non beneficiarie di finanziamenti dell'Iniziativa a favore della crescita e dell'occupazione (G&E), del programma pluriennale a favore dell'impresa e dell'imprenditorialità (MAP) o dello strumento a favore delle PMI innovative e a forte crescita (GIF). In sostanza, questa diversa prospettiva ha comportato l'uso di una metodologia che non può essere applicata al caso delle valutazioni dei programmi.

45. Sebbene non sia stato fissato un obiettivo relativamente al numero di dipendenti delle imprese beneficiarie, l'impatto dell'intervento sui posti di lavoro creati e mantenuti viene comunque monitorato e comunicato.

47. Risposta della Commissione al paragrafo 47 e al titolo che lo precede

La Commissione ha posto in essere un approccio piuttosto completo per sostenere l'accesso delle PMI ai finanziamenti attraverso il mercato di venture capital. Essa utilizza una serie di misure che possono contribuire, direttamente o indirettamente, a sostenere i finanziamenti mediante venture capital: interventi normativi, interventi in regime di gestione concorrente nonché programmi gestiti a livello centrale. Gli strumenti sottoposti a audit non costituiscono che un sottoinsieme di queste misure. L'obiettivo principale degli interventi dell'UE era quello di sostenere l'occupazione, la crescita e l'innovazione, non di creare i mercati di venture capital.

48. La Commissione ritiene che il paese di domiciliazione del fondo sia scarsamente rilevante. Non tutti gli Stati membri dell'UE offrono un quadro normativo adeguato per i fondi di venture capital. Questo stato di cose assume una particolare rilevanza per i fondi multinazionali, che di solito sono stabiliti solo in Stati membri dell'UE selezionati, quelli con quadri giuridici sviluppati e collaudati. In definitiva, il paese di domiciliazione del fondo spesso non fornisce un'indicazione chiara dell'effettiva copertura geografica degli investimenti dei fondi.

50. Tutti gli strumenti sottoposti ad audit richiedono una diversificazione geografica e incoraggiano il FEI ad operare nel maggior numero possibile di Stati membri dell'UE, motivando chiaramente il FEI ad intervenire anche negli Stati membri con mercati meno sviluppati.

Entro i limiti strategici stabiliti per un determinato strumento finanziario, l'adozione dello strumento è "orientata al mercato". Come sottolineato dalla Corte dei conti europea nel corso della sua analisi, la capacità di assorbimento svolge un ruolo significativo nell'attuazione degli strumenti. Se i mercati meno sviluppati non presentano domande qualitativamente accettabili (vale a dire, che rispettano gli standard minimi), non è possibile investire. La parità di accesso agli strumenti è garantita in quanto le domande sono ricevute sulla base di inviti aperti a manifestare interesse.

51. Cfr. la risposta della Commissione al paragrafo 48.

52. La Commissione ha proposto una serie di misure per rendere più efficiente (più semplice, rapida ed economica) la distribuzione transfrontaliera dei fondi di investimento, compresi i fondi di venture capital europei.

In linea con il piano d'azione per l'Unione dei mercati dei capitali, queste iniziative mirano a facilitare la penetrazione nell'Unione dei fondi privati di investimento in capitale di rischio, a mobilitare e convogliare ulteriormente i capitali verso le piccole e medie imprese innovative, ad armonizzare i requisiti nazionali divergenti e a renderli più trasparenti e meno onerosi.

Modifiche mirate del regolamento (UE) n. 345/2013 relativo ai fondi europei per il venture capital sono state introdotte nel 2017 e vengono applicate dal 1° marzo 2018 (regolamento (UE) 2017/1991, che modifica il regolamento (UE) n. 345/2013). Ulteriori precisazioni sulle norme applicabili ai fondi di venture capital europei sono state adottate dalla Commissione nel febbraio 2019 (regolamento delegato (UE) 2019/820) e si applicheranno a partire dall'11 dicembre 2019. Ulteriori iniziative volte a facilitare la distribuzione transfrontaliera dei fondi di venture capital europei sono state adottate dai colegislatori nell'aprile 2019 ed entreranno in vigore nel luglio/agosto 2019.

Le iniziative legislative di cui sopra erano ancora all'esame ai tempi dei lavori preparatori dell'indagine del FEI (l'indagine è stata pubblicata nell'aprile 2018). Inoltre, esse miravano a facilitare la distribuzione transfrontaliera degli investimenti europei di venture capital e a razionalizzare ulteriormente le norme applicabili per rispondere anche alle preoccupazioni poi espresse nell'indagine del FEI.

Per quanto riguarda invece i sistemi tributari, qualsiasi iniziativa di ravvicinamento a livello dell'UE richiederebbe una decisione unanime del Consiglio, dato che al momento la materia è prevalentemente di competenza degli Stati membri.

54. La più alta concentrazione di investimenti si riscontra nelle maggiori economie dell'UE. Nel 2017, la Francia, la Germania e il Regno Unito erano le maggiori economie in virtù della loro quota di partecipazione al PIL dell'UE: insieme, rappresentavano il 51,4 % del PIL dell'Unione. La situazione individuata è del tutto naturale e non è indice di una

concentrazione eccessiva degli investimenti negli Stati membri indicati. Riflette semplicemente quella che è la realtà economica.

56. La Commissione desidera sottolineare che lo sviluppo dei mercati meno sviluppati non costituisce l'obiettivo primario degli strumenti sottoposti ad audit; fa eccezione il GIF, che lo menziona dopo l'obiettivo di contribuire alla creazione e al finanziamento delle PMI, mentre gli altri strumenti lo citano come obiettivo secondario. Per giustificare un investimento devono essere garantiti sia l'ammissibilità in base ai requisiti programmatici di un dato mandato, sia gli elementi di valore aggiunto.

La Commissione si serve anche di altri interventi che potrebbero contribuire a "promuovere un mercato europeo di venture capital". Tali interventi non hanno formato oggetto del presente audit.

I fondi di venture capital sostenuti dall'UE hanno investito in numerosi Stati membri, anche grazie agli strumenti in gestione concorrente. Gli Stati membri possono decidere di investire le dotazioni provenienti dal Fondo europeo di sviluppo regionale (FESR) mediante prestiti, garanzie bancarie e capitale azionario/venture capital. La Commissione promuove attivamente il ricorso a tali strumenti. Nel periodo 2014-2020 alcuni Stati membri, in particolare la Polonia, l'Ungheria e la Bulgaria, hanno destinato ingenti somme delle proprie dotazioni FESR al capitale azionario/venture capital (rispettivamente 1,2 miliardi di EUR, 480 milioni di EUR e 340 milioni di EUR circa).

Infine, tra le iniziative di investimento simili gestite dal FEI, si possono citare il Central Europe Fund of Funds (fondo di fondi creato in collaborazione con le autorità nazionali di Austria, Repubblica ceca, Slovacchia, Ungheria e Slovenia) e il Baltic Innovation Fund (fondo baltico per l'innovazione).

62. Cfr. la risposta della Commissione ai paragrafi 30-36.

63. L'intervento a livello unionale è sempre rivolto a tutti gli Stati membri e i fondi devono essere accessibili ai richiedenti di tutti gli Stati membri alle medesime condizioni.

64. La Commissione ritiene che la sussidiarietà o il valore aggiunto possano essere conseguiti quando un'azione a livello dell'UE può essere più efficiente o efficace di un'azione a livello degli Stati membri.

65. Oltre a farsi carico della necessità di garantire la coerenza con le norme sugli aiuti di Stato, la Commissione mira ad attirare gli investitori privati verso il settore del venture capital.

Sia il COSME (programma per la competitività delle imprese e le piccole e medie imprese), che InnovFin (Finanziamento dell'UE per l'innovazione) che il FEIS si pongono obiettivi generali ambiziosi a livello di portafoglio, come dimostrano i valori-obiettivo di effetto leva, i moltiplicatori concordati o il monitoraggio del volume complessivo degli investimenti mobilitati. Nelle relazioni inerenti a tali obiettivi, gli investimenti del FEI/della BEI o delle banche di promozione non sono considerati privati.

Tuttavia, sul piano degli investimenti individuali, la Commissione deve anche consentire operazioni di alto valore politico che richiedono un intervento pubblico significativo e non sono in grado di attirare grandi volumi di risorse private. For example, social impact funds or other impact funds, technology transfer funds, or funds focusing on the seed and start-up phase of the company lifecycle need more public intervention than large expansion-stage

private equity funds. È per questo motivo che per gli investimenti individuali non vengono fissati altri requisiti di partecipazione del settore privato.

66. La Commissione non ha stabilito obiettivi di redditività. Questo perché gli strumenti sono orientati al raggiungimento di obiettivi programmatici e non alla massimizzazione della redditività e sono complementari ad altri strumenti, che perseguono invece il rendimento finanziario. Tuttavia, pur concentrandosi sui ritorni di carattere politico, gli strumenti oggetto dell'audit sono anche impostati per generare un utile finanziario, stando alle relazioni del FEI, e investono in fondi che attraggono investitori privati. Sebbene, secondo la valutazione della Commissione, il principio *pari passu* sia stato adeguato per la maggior parte delle attività di investimento, la Commissione autorizza già anche operazioni di tipo non *pari passu*, nel caso specifico degli investimenti sociali.

La Commissione non condivide il parere secondo cui l'attrazione di investitori privati sarebbe possibile solo a fronte di rendimenti elevati. Pur ricercando rendimenti positivi, gli investitori privati possono essere spinti da fattori diversi dal perseguimento di "rendimenti elevati", ad esempio la diversificazione geografica all'interno della classe di attività, la ricerca degli ultimi sviluppi tecnologici, la *venture philanthropy*, gli investimenti sociali, ecc.

67. È troppo presto per fornire dati significativi sugli interventi UE più recenti. Tuttavia i dati del FEI indicano che, a fine dicembre 2018, gli strumenti finanziari di capitale proprio dell'UE e lo strumento di capitale dello sportello PMI del FEIS dovrebbero generare un utile del 3,6 % annuo.

Ciò significa che, nel complesso, gli investimenti potrebbero persino produrre un utile per il bilancio dell'UE, realizzando al tempo stesso gli obiettivi strategici, sostenendo l'occupazione nelle imprese innovative e mobilitando gli investimenti privati.

68. La Commissione ha valutato la possibilità di discostarsi dal principio *pari passu*. In effetti, essa consente già operazioni non *pari passu* per quanto riguarda gli investimenti sociali nell'ambito dello sportello PMI del FEIS. Questa possibilità è stata introdotta nell'accordo sul FEIS sulla base di una decisione della Commissione. In più, la stessa Commissione sta esaminando le modalità degli investimenti non *pari passu* nell'ambito dello sportello PMI del FEIS.

69. Cfr. la risposta al paragrafo 68.

73. Sul tema delle modalità attuabili dagli investitori pubblici per promuovere l'autosostenibilità del mercato attraverso l'uscita anticipata dai fondi esistono posizioni divergenti.

In genere, gli accordi di sottoscrizione di quote firmati per le operazioni permettono l'uscita anticipata dei singoli investitori, ad esempio attraverso la vendita secondaria. Si tratta di una prassi standard accettata dal mercato.

Il FEI analizza la strategia di uscita di ciascun fondo nell'ambito della due diligence. Più di recente, la Commissione e il FEI hanno previsto di attuare un'uscita più sistematica dalle partecipazioni attraverso la vendita sul mercato secondario degli interessi dei fondi.

75. La possibilità di effettuare investimenti incrociati per un importo limitato è consentita alla luce di uno specifico insegnamento tratto dal programma precedente.

79. La Commissione sottolinea che le relazioni operative del FEI sullo strumento di capitale dello sportello PMI del FEIS non forniscono i dettagli necessari. La questione può apparire complessa, ma è proprio perché la realtà di fondo è molto complessa.

82. Secondo i dati di *InvestEurope*, la quota dei fondi degli investitori pubblici è aumentata a partire dal 2007 e ha raggiunto un picco del 34,7 % nel 2011, dopodiché è crollata ed è rimasta molto volatile, salendo e scendendo fino al 2018.

La somma di 1,4 miliardi di EUR impegnata dal FEI nel 2018 andrebbe valutata in relazione alla somma di 11,4 miliardi di EUR che rappresenta il totale dei capitali raccolti nell'UE per il venture capital nel 2018. Nel 2018, quindi, il FEI rappresentava il 12 % dei capitali raccolti nell'UE in questo segmento di mercato. Il FEI utilizza numerosi mandati per questa attività, compresi quelli commerciali e le sue risorse proprie. I 214 milioni di EUR che il FEI ha immesso sul mercato nel 2018 con il sostegno degli strumenti oggetto dell'audit rappresentavano solo l'1,9 % circa della raccolta complessiva di venture capital dell'UE. Il ruolo dei mandati sostenuti dall'UE è pertanto quello di mirare alle situazioni di carenza del mercato in cui il sostegno pubblico è più necessario.

84. La Commissione osserva che il fatto che il FEI investa in un fondo è spesso visto come un timbro di approvazione, un marchio di qualità che garantisce la bontà dell'operazione. Molte categorie di investitori utilizzano come parametro la partecipazione del FEI per effettuare i propri investimenti nello stesso fondo. Pertanto, il FEI è nel suo agire un elemento catalizzatore e un *market maker*. Una simile reputazione può essere mantenuta solo attraverso un processo di valutazione e di due diligence di alta qualità, un processo che inevitabilmente richiede tempo.

Inoltre, la durata del processo varia necessariamente in funzione del richiedente (ad es., nell'ambito dei programmi europei sono ammissibili i gestori alla prima esperienza, per i quali il processo di due diligence è più complesso rispetto a quanto non sia per i gruppi di gestione consolidati). I ritardi possono anche essere dovuti alla lentezza con cui il richiedente risponde alle richieste di informazioni del FEI, un fattore che esula dal controllo di quest'ultimo.

89. La complementarità dei mandati deriva da criteri diversi dalla semplice capacità di mirare a diversi segmenti di rischio, soprattutto perché tutti gli investimenti di venture capital possono essere considerati molto rischiosi. I mandati possono integrarsi a vicenda in caso di restrizioni legate agli importi investibili, alla scarsità di risorse, alla copertura geografica, ecc.

Per ciascun investimento dello strumento a favore delle PMI innovative e a forte crescita (GIF), l'assegnazione delle risorse era stata chiaramente descritta nella richiesta di approvazione presentata dal FEI alla Commissione, la quale ha esaminato attentamente la combinazione in questione, approvandola o richiedendo delle modifiche.

Pertanto, per il 30 % degli investimenti individuati dalla Corte dei conti europea, lo strumento ha esaminato la propria complementarità con altri mandati. Pare che per il restante 70 % degli investimenti del GIF la complementarità con altri mandati sia stata assicurata automaticamente, in quanto non vi era un coinvestimento con altri mandati.

91. L'adeguato livello di complementarità cui fa riferimento il regolamento del FEIS è garantito mediante il posizionamento politico del mandato sulle risorse di capitale di rischio (RCR) e dei mandati del FEIS e si riflette nel processo di assegnazione degli investimenti del FEI.

93. Secondo la Commissione, la politica di assegnazione degli investimenti del 2018 tiene chiaramente conto dell'oggetto dei singoli mandati e cerca di individuare la migliore fonte di investimento per ciascuna opportunità. La politica è stata presentata alla Commissione e il FEI si è impegnato a discutere periodicamente, con la stessa Commissione, gli eventuali relativi aggiornamenti.

La scelta dei settori si basa principalmente sulle esigenze del mercato; – l'innovazione, ad esempio, è una caratteristica intersettoriale – e pertanto i mandati dell'UE non hanno una "preferenza" settoriale in quanto tale. La distribuzione geografica è il risultato delle domande ricevute e della valutazione di congruità politica e di ammissibilità, in un contesto in cui i mercati più grandi e più sviluppati tendono a creare maggiori opportunità di investimento.

94. La politica descrive le due fasi dell'analisi, quella quantitativa e quella qualitativa. Inoltre, essa indica in dettaglio quali sono i possibili criteri che il personale del FEI deve utilizzare durante la valutazione qualitativa.

La politica è stata presentata alla Commissione e il FEI si è impegnato a discutere periodicamente, con la stessa Commissione, gli eventuali relativi aggiornamenti.

95. La Commissione apprende dal FEI che la verifica retroattiva (*back-testing*) ha mostrato che due investimenti su 31 (nell'ambito di vari mandati, non solo quelli dell'UE) sarebbero stati assegnati in modo diverso nel quadro della nuova politica. Tuttavia, anche per queste due assegnazioni non è stata individuata alcuna violazione dei requisiti dei mandati e gli investimenti sono pienamente ammissibili nell'ambito dei mandati ai quali sono stati assegnati.

Le informazioni dettagliate pertinenti sono informazioni interne del FEI.

100. La durata di ciascun fondo di investimento non termina automaticamente. Può essere prorogata più volte su decisione degli (della maggioranza degli) investitori del fondo. Poiché il FEI è un investitore di minoranza in tutti i fondi facenti parte degli strumenti dell'UE gestiti a livello centrale, non può decidere autonomamente di porre fine alla durata di un fondo, liquidare gli investimenti rimanenti e sciogliere lo strumento. Inoltre, potrebbe essere giuridicamente responsabile o incidere negativamente sulla propria reputazione qualora dovesse agire contro gli interessi commerciali degli investitori di un fondo.

Se è vero che le strategie di uscita non sono state descritte in modo molto dettagliato nelle richieste di approvazione degli strumenti dello sportello MET per l'avviamento 1998 e 2001, ciò non significa che il FEI abbia prestato scarsa attenzione al tema in fase di due diligence.

Le difficoltà in termini di chiusura dei vecchi fondi costituiscono attualmente un problema per tutto il mercato.

La Commissione e il FEI si sono già cimentati sul problema dell'uscita nel 2014 e hanno adottato misure tempestive nel 2015/16 per disinvestire dai fondi MET. Tuttavia il mercato non era interessato ad acquistarli. Per la chiusura dei mandati è stata concordata una strategia globale in linea con la base giuridica.

101. Esiste una procedura concordata per porre fine a tali mandati che è in linea con la base giuridica. Il FEI e la Commissione hanno già cercato di affrontare la questione della cessazione dei mandati del MET 1998 e del MET 2001 a partire dal 2014 e hanno tentato una vendita dei portafogli sul mercato secondario. Purtroppo, il calendario per la presentazione delle offerte è coinciso con il referendum sulla Brexit nel Regno Unito e, data la conseguente incertezza del mercato, non sono state presentate offerte. Un altro tentativo di cessione delle partecipazioni è previsto per il 2019/2020.

103. Va sottolineato che le percentuali più elevate sono state utilizzate negli strumenti del 1998 e del 2001 che hanno fatto da strumenti pilota e che il massimale per le commissioni è stato abbassato nelle generazioni di strumenti successive.

Le commissioni massime per lo strumento di capitale dello sportello PMI del FEIS sono state ridotte al 5,7 %.

106. Nel periodo intercorso tra gli strumenti pilota iniziali e quelli più recenti, i livelli complessivi delle commissioni sono stati notevolmente ridotti. Di fatto, nel quadro del FEIS, il ricorso al bilancio dell'UE per il pagamento delle commissioni è attivato solo in caso di emergenza, in quanto il FEI è remunerato con i rientri del FEIS.

Le commissioni di avviamento rappresentano solo una minima parte del corrispettivo complessivo totale. Esse sono destinate a compensare il partner esecutivo per i negoziati approfonditi che conducono alla creazione degli strumenti, per la necessaria elaborazione di nuovi accordi giuridici standardizzati per i nuovi strumenti, il lancio degli inviti a manifestare interesse e per l'adeguamento dei sistemi di rendicontazione e revisione contabile. La Commissione desidera ricordare che il quadro giuridico che disciplina l'attuazione degli strumenti finanziari si è notevolmente sviluppato nel tempo (ad esempio, le disposizioni del regolamento finanziario che regolano gli strumenti finanziari sono diventate molto sofisticate e particolareggiate, e ciò richiede di conseguenza maggiori sforzi e competenze da parte del partner esecutivo). Pertanto, la Commissione ritiene che il versamento delle commissioni di avviamento sia giustificato e che l'entità di tali commissioni sia adeguata, visto il livello crescente dei controlli e delle verifiche richiesti.

107. Ove possibile, la Commissione acquisisce le stime dei costi e analizza regolarmente i rendiconti finanziari del FEI per comprendere l'entità dei proventi ad esso derivanti dalle commissioni ed il loro contributo alla redditività globale del Fondo e, più in generale, continua ad adoperarsi per ottenere ulteriori dati dettagliati e pertinenti sui costi di gestione degli strumenti finanziari. Tuttavia, anche in assenza di tali dati dettagliati, la Commissione dovrebbe poter concludere le negoziazioni sulla base delle informazioni a disposizione.

108. La Commissione è del parere che le commissioni di incentivazione degli strumenti corrispondano agli obiettivi dichiarati. Come riconosciuto dalla Corte dei conti europea al paragrafo 28, il principale obiettivo di questi strumenti non è lo sviluppo del mercato europeo di venture capital, solo alcuni lo prevedono come obiettivo secondario. Di conseguenza, solo per alcuni degli strumenti in esame esistono commissioni di incentivazione che remunerano il FEI affinché contribuisca allo sviluppo dei mercati europei di venture capital, ad esempio attraverso bonus specifici o incentivi per favorire un'ampia diversificazione geografica.

Nel complesso quindi, e ciò vale per tutti gli strumenti, è assolutamente corretto che il FEI non sia remunerato per qualcosa che gli strumenti non sono tenuti a fare.

109. La Commissione è del parere che le commissioni di incentivazione degli strumenti corrispondano agli obiettivi dichiarati. Sarebbe irragionevole iniziare a versare al FEI le commissioni di incentivazione solo dopo il conseguimento degli obiettivi finali, dato che per raggiungere gli obiettivi generali vengono attivati interventi significativi. Pertanto, le commissioni di incentivazione sono versate gradualmente al raggiungimento di tappe intermedie negoziate, mentre parallelamente il FEI si adopera per conseguire gli obiettivi generali.

110. La Commissione ritiene che solo alcuni mandati avessero come obiettivo, peraltro secondario, di incoraggiare gli "investimenti nei mercati di venture capital o nei settori di attività meno sviluppati dell'UE" ed è quindi logico che tale obiettivo sia coperto da commissioni di incentivazione solo nell'ambito di alcuni mandati.

L'affermazione relativa al MET 1998 e 2001 è corretta, in quanto questi strumenti non prevedevano come obiettivo gli investimenti nei mercati meno sviluppati.

Inoltre, il venture capital si concentra su imprese che operano in settori con un significativo potenziale di crescita a breve termine. Ciò spiega perché gli investimenti degli ultimi anni

siano quasi sempre legati alle tecnologie. Ne consegue dunque che il venture capital è adatto solo a un numero limitato di settori di attività. Uno degli strumenti aveva un obiettivo settoriale specifico; per gli strumenti più recenti, la diversificazione settoriale viene discussa in seno ai comitati direttivi che forniscono gli orientamenti strategici. Inoltre, la Commissione definisce chiaramente i settori esclusi che non possono ricevere investimenti.

CONCLUSIONI E RACCOMANDAZIONI

112. La Commissione quantifica ex ante le esigenze del mercato – e, aspetto ancora più importante, i deficit di finanziamento – nonché la capacità di assorbimento, servendosi dei migliori studi di mercato realizzati con le tecniche statistiche standard e le consulenze disponibili. Tuttavia, esistono forti limitazioni a livello di dati dovute alla non divulgazione delle informazioni private (ad es. sulle prospettive commerciali e sulla solvibilità finanziaria delle singole imprese destinatarie degli investimenti). Inoltre, i dati di mercato non sono sempre pienamente affidabili a causa delle ridotte dimensioni del mercato del venture capital; ciò fa sì che le proiezioni statistiche basate sulle operazioni effettive non siano rappresentative.

113. Il calendario delle relazioni e delle valutazioni ex post è chiaramente indicato nella legislazione di base adottata dal Consiglio e dal Parlamento europeo.

Even if the Commission could influence their timing, there is a clear trade-off between usefulness and availability of comprehensive data. Una valutazione d'impatto completa dell'addizionalità di un programma può essere effettuata solo dopo che le PMI beneficiarie abbiano utilizzato il proprio finanziamento azionario, ma a quel punto è troppo tardi per trarre insegnamenti per l'elaborazione dei programmi successivi. D'altro canto una valutazione anticipata, che potrebbe essere utile per l'elaborazione dei programmi successivi, fornirebbe inevitabilmente un quadro meno completo.

I dettagli relativi all'impatto sugli investimenti mobilitati e sull'occupazione sono inclusi nelle relazioni elaborate per questi strumenti. Relazioni accessibili al pubblico vengono inoltre presentate ogni anno all'autorità di bilancio da parte della Commissione.

Raccomandazione 1 – Effettuare la necessaria analisi per migliorare la valutazione degli interventi dell'UE

a) La Commissione accoglie in parte la raccomandazione 1, lettera a).

La Commissione accoglie il parere secondo cui le dotazioni finanziarie da assegnare alle operazioni di venture capital dovrebbero essere stabilite sulla base di analisi approfondite dei fallimenti del mercato o di situazioni di investimento subottimali ogniqualvolta venga presentata una proposta legislativa pertinente.

Non ritiene invece che le suddette analisi debbano includere necessariamente dati ripartiti per Stato membro, settore di attività o dimensione del mercato (capacità di assorbimento), a motivo della limitata disponibilità e dell'incomparabilità dei dati. Pertanto, all'atto di definire la dotazione globale, la Commissione potrà utilizzare tali dati in maniera selettiva e prudente e farà ricorso a mezzi strutturali per far fronte al rischio di un assorbimento insufficiente.

b) La Commissione accoglie la raccomandazione 1, lettera b).

Essa svilupperà ulteriormente la raccolta di dati per i valutatori.

Inoltre, prenderà in considerazione l'utilizzo di analisi controfattuali per i singoli strumenti rappresentativi di equity, se ciò si rivelerà opportuno e fattibile a costi ragionevoli.

I dati pertinenti saranno messi a disposizione dei valutatori al momento delle valutazioni previste dalla legislazione pertinente.

c) La Commissione non accoglie la raccomandazione 1, lettera c).

Il calendario delle valutazioni non viene deciso dalla Commissione. Questo calendario è chiaramente indicato nella legislazione di base adottata dal Consiglio e dal Parlamento europeo.

Tuttavia la Commissione, oltre alle valutazioni formali, prende in considerazione gli insegnamenti tratti e i risultati dei programmi preesistenti, anche decenni dopo il loro avvio, e lo fa attraverso un'analisi periodica delle relazioni.

114. La Commissione ha posto in essere un approccio piuttosto completo che contribuisce allo sviluppo di un mercato paneuropeo di venture capital. Essa utilizza una serie di misure che possono contribuire, direttamente o indirettamente, a sostenere i finanziamenti mediante venture capital: interventi normativi, interventi in regime di gestione concorrente nonché programmi gestiti a livello centrale. Gli strumenti sottoposti a audit non costituiscono che un sottoinsieme di queste misure.

115. La parità di accesso agli strumenti è garantita, in quanto le domande sono ricevute sulla base di inviti aperti a manifestare interesse. Pertanto, gli investimenti sono offerti a tutte le proposte ammissibili, indipendentemente dal mercato da cui provengono. Inoltre, attraverso le commissioni di incentivazione, il FEI è motivato a raggiungere la più ampia distribuzione geografica possibile del sostegno.

Va sottolineato che gli strumenti UE per gli investimenti di venture capital non sono orientati alla domanda, come se il FEI si limitasse a rispondere alla domanda. In primo luogo, tutti gli investimenti devono soddisfare i criteri di ammissibilità di un dato mandato (in altri termini, deve essere garantita la coerenza con le politiche). Inoltre, tutti gli investimenti di private equity sono soggetti alla valutazione del valore aggiunto ottenibile sostenendo l'investimento in questione, in altre parole, in assenza di un valore aggiunto, l'investimento non si concretizza.

I comitati direttivi degli strumenti attuali forniscono al FEI orientamenti strategici sulla distribuzione geografica e settoriale. Tutti gli strumenti sono inoltre retti da regole chiare riguardo ai settori e alle aree geografiche esclusi (come le giurisdizioni che non cooperano con l'UE in materia fiscale).

116. La Commissione non ha stabilito obiettivi di redditività. Questo perché gli strumenti sono orientati al raggiungimento di obiettivi programmatici e non alla massimizzazione della redditività e sono complementari ad altri strumenti, che perseguono invece il rendimento finanziario. Tuttavia, pur concentrandosi sui ritorni di carattere politico, gli strumenti oggetto dell'audit, stando alle relazioni del FEI, sono anche impostati per generare utili finanziari e investono in fondi che attraggono investitori privati. Sebbene, secondo la valutazione della Commissione, il principio *pari passu* sia stato adeguato per la maggior parte delle attività di investimento, la Commissione autorizza già ora anche operazioni di tipo non *pari passu*, nel caso specifico degli investimenti sociali.

La Commissione non condivide il parere secondo cui l'attrazione di investitori privati sarebbe possibile solo a fronte di rendimenti elevati. Pur ricercando rendimenti positivi, gli investitori privati possono essere spinti da fattori diversi dal perseguimento di "rendimenti elevati", ad esempio la diversificazione geografica all'interno della classe di attività, la ricerca degli ultimi sviluppi tecnologici, la *venture philanthropy*, gli investimenti sociali, ecc.

Raccomandazione 2 – Sviluppare una strategia d'investimento coerente e globale

a) La Commissione accoglie in parte la raccomandazione 2, lettera a).

La Commissione adotta un'ampia gamma di misure concrete per sostenere gli investimenti in tutta l'UE, anche attraverso il piano d'azione per l'Unione dei mercati dei capitali e il servizio di assistenza per le riforme strutturali.

Inoltre, gli strumenti in regime di gestione concorrente possono effettuare investimenti negli Stati membri con mercati di venture capital meno sviluppati.

La Commissione continuerà ad esaminare la possibilità di attivare ulteriori misure.

(b) The Commission partially accepts recommendation 2 (b).

La Commissione concorda con la Corte dei conti europea sul fatto che attrarre investitori privati è importante per lo sviluppo del mercato di venture capital dell'UE. La Commissione ha già obiettivi ambiziosi di attrazione degli investitori a livello di mandato, come dimostrano i requisiti in materia di effetto leva e moltiplicatore e le relazioni sugli investimenti complessivamente mobilitati. Essa valuterà l'opportunità di rafforzare eventualmente tali requisiti per quanto riguarda gli investitori privati.

(c) The Commission accepts recommendation 2 (c).

Sebbene gli strumenti esistenti consentano già l'uscita graduale, la Commissione esaminerà ulteriori possibilità di uscita graduale dai portafogli, in particolare attraverso le vendite sui mercati secondari.

(d) The Commission accepts recommendation 2 (d) and is already implementing it.

Strutture asimmetriche di rischio e rendimento sono già espressamente consentite per gli investimenti sociali nell'ambito dello strumento di capitale del FEIS. Inoltre, la Commissione sta esaminando altre tipologie di condivisione asimmetrica di rischi e rendimenti nell'ambito dello sportello PMI del FEIS.

Infine, l'applicazione di modelli asimmetrici è consentita anche nell'ambito degli strumenti finanziari dei fondi SIE volti a colmare specifiche carenze regionali o settoriali del mercato.

117. La Commissione osserva che il fatto che il FEI investa in un fondo è spesso visto come un timbro di approvazione, un marchio di qualità che garantisce la bontà dell'operazione. Una simile reputazione può essere mantenuta solo attraverso un processo di valutazione e di due diligence di alta qualità, un processo che inevitabilmente richiede tempo.

Inoltre, la durata del processo varia necessariamente in funzione del richiedente (ad es., nell'ambito dei programmi europei sono ammissibili i gestori alla prima esperienza, per i quali il processo di due diligence è più complesso rispetto a quanto non sia per i gruppi di gestione consolidati). I ritardi possono anche essere dovuti ad altri fattori oggettivi che esulano dal controllo del FEI.

118. Nel periodo 2007-2013 la Commissione ha approvato ciascun investimento, comprese eventuali combinazioni con altri mandati, sulla base di un corredo sufficiente di dati forniti dal FEI. Successivamente, ha fatto riferimento alla politica di assegnazione degli investimenti del FEI, aggiornata nel 2018, che riflette i requisiti definiti dalla Commissione per i mandati. La politica è stata presentata alla Commissione e il FEI si è impegnato a discutere periodicamente, con la stessa Commissione, gli eventuali relativi aggiornamenti.

119. Le difficoltà in termini di chiusura dei vecchi fondi costituiscono attualmente un grave problema per tutto il mercato.

Per la chiusura dei mandati è stata concordata una strategia globale in linea con la base giuridica.

120. La Commissione desidera sottolineare che, nel complesso, i massimali per le commissioni sono diminuiti nel tempo e che le commissioni di avviamento rappresentano solo una minima parte del totale delle commissioni dovute. Sempre all'interno del pacchetto complessivo delle commissioni, hanno acquisito importanza le commissioni di incentivazione. Inoltre, gli strumenti potrebbero anche generare utili per il bilancio dell'UE.

Le commissioni di avviamento servono a compensare il partner esecutore per i negoziati approfonditi che conducono alla creazione degli strumenti, per la necessaria elaborazione di nuovi accordi giuridici standardizzati per i nuovi strumenti, il lancio degli inviti a manifestare interesse e per l'adeguamento dei sistemi di rendicontazione e revisione contabile. La Commissione desidera ricordare che il quadro giuridico che disciplina l'attuazione degli strumenti finanziari si è notevolmente sviluppato nel tempo (ad esempio, le disposizioni del regolamento finanziario che regolano gli strumenti finanziari sono diventate molto sofisticate e particolareggiate, e ciò richiede di conseguenza maggiori sforzi e competenze da parte del partner esecutivo).

Pertanto, la Commissione ritiene che il versamento delle commissioni di avviamento sia giustificato.

121. La Commissione è del parere che le commissioni di incentivazione degli strumenti corrispondano agli obiettivi dichiarati. Solo alcuni strumenti avevano come obiettivo, peraltro secondario, il sostegno specifico dei mercati e dei settori meno sviluppati. Come indicato al paragrafo 28 della presente relazione, l'obiettivo principale degli strumenti è quello di migliorare l'accesso delle imprese ai finanziamenti. Pertanto, è assolutamente corretto affermare che il FEI non viene remunerato per attività di sviluppo del mercato laddove gli strumenti non sono tenuti ad agire in tal senso.

Raccomandazione 3 – Razionalizzare la gestione degli interventi dell'UE operata dal FEI

a) La Commissione non accoglie la raccomandazione 3, lettera a).

Il FEI dispone già di una procedura standardizzata di approvazione dei progetti. I gestori di fondi, in fase di raccolta dei capitali, presentano la domanda di finanziamento illustrando le proprie strategie di investimento. Per determinare se il gestore del fondo (e il suo team) possiede i requisiti necessari in termini di competenze, esperienza, accesso ai flussi delle opportunità di investimento, capacità di investire e gestire i portafogli ecc., occorre attuare un processo di due diligence solido e completo. La durata del processo varia necessariamente in funzione del richiedente (ad es., nell'ambito dei programmi dell'UE sono ammissibili i gestori alla prima esperienza, per i quali il processo di due diligence è più complesso rispetto a quanto non sia per i gruppi di gestione consolidati). La selezione dei gestori di fondi e il processo di due diligence richiesto devono essere meticolosi al fine di garantirne la solidità, anche alla luce del principio della sana gestione finanziaria.

(b) La Commissione accoglie la raccomandazione 3, lettera b), e la considera già attuata.

Dal 2018 è in vigore una politica globale di assegnazione degli investimenti volta a garantire un uso complementare delle fonti di finanziamento a disposizione del FEI e la Commissione ne è stata informata. Il FEI è tenuto ad applicarla nell'ambito dei contratti esistenti e si è impegnato a consultare la Commissione in merito ad eventuali future modifiche.

c) La Commissione accoglie la raccomandazione 3, lettera c).

La Commissione riconosce la necessità di individuare potenziali opzioni di uscita plausibili nel momento in cui il FEI investe in un fondo con il sostegno del bilancio dell'UE.

d) La Commissione non accoglie la raccomandazione 3, lettera d).

La Commissione utilizza un sistema semplificato di remunerazione del FEI basato su tappe e obiettivi di performance prestabiliti. Il sistema è stato migliorato nel tempo, è in linea con il regolamento finanziario e rispetta gli orientamenti interni che garantiscono la coerenza di tutti gli strumenti finanziari. I massimali complessivi delle commissioni sono diminuiti nel tempo.

Secondo la raccomandazione, una componente specifica di queste commissioni, la componente delle commissioni di avviamento, dovrebbe seguire un processo diverso, basato sul rimborso delle spese. Ciò introdurrebbe elementi di complessità amministrativa ed esporrebbe la Commissione al rischio di asimmetrie informative.

Più in generale, la remunerazione del FEI non può basarsi unicamente sui costi sostenuti, ma deve includere una componente di incentivazione per motivare il FEI a perseguire gli obiettivi degli strumenti. Si tratta di un requisito sancito dal regolamento finanziario. Inoltre, come previsto dal proprio statuto, il FEI non può gestire mandati di terzi sulla base del puro rimborso dei costi.

e) La Commissione accoglie in parte la raccomandazione 3, lettera e).

La Commissione accetta che le commissioni continuino ad essere legate, tra l'altro, al raggiungimento di obiettivi di performance, e che pertanto i pagamenti legati ai risultati siano strutturati in base alle tappe intermedie raggiunte.

Tuttavia, la Commissione prenderà in considerazione la possibilità di legare le commissioni allo sviluppo del mercato europeo del venture capital solo nei casi in cui questo aspetto sia un obiettivo dichiarato degli strumenti e sia possibile individuare un indicatore appropriato.

Équipe di audit

Le relazioni speciali della Corte dei conti europea illustrano le risultanze degli audit espletati su politiche e programmi dell'UE o su temi relativi alla gestione concernenti specifici settori di bilancio. La Corte seleziona e pianifica detti incarichi di audit in modo da massimizzarne l'impatto, tenendo conto dei rischi per la performance o la conformità, del livello delle entrate o delle spese, dei futuri sviluppi e dell'interesse pubblico e politico.

Il presente controllo di gestione è stato espletato dalla Sezione di audit IV della Corte ("Regolamentazione dei mercati ed economia competitiva"), presieduta da Alex Brenninkmeijer, Membro della Corte. L'audit è stato diretto da Baudilio Tomé Muguruza, Membro della Corte, coadiuvato da Daniel Costa de Magalhães, Capo di Gabinetto, Ignacio García de Parada, attaché di Gabinetto, e Simon Dennett, analista, Ioanna Metaxopoulou, direttrice della Sezione IV, Marion Colonerus, prima manager e Helmut Kern, capoincarico. L'équipe di audit era composta da Christian Detry, Ezio Guglielmi e Natalie Hagmayer. Hannah Critoph ha fornito l'assistenza linguistica.



Da sinistra a destra: Daniel Costa de Magalhães, Christian Detry, Baudilio Tomé Muguruza, Ignacio García de Parada, Ioanna Metaxopoulou, Helmut Kern, Ezio Guglielmi.

Cronologia

Evento	Data
Adozione del piano di indagine (APM) / Inizio dell'audit	12.12.2017
Trasmissione ufficiale del progetto di relazione alla Commissione (o ad altra entità sottoposta ad audit)	29.4.2019
Adozione della relazione finale dopo la procedura in contraddittorio	17.9.2019
Ricezione, in tutte le lingue, delle risposte ufficiali della Commissione (o di altra entità sottoposta ad audit)	17.10.2019

© Unione europea, 2019.

Riproduzione autorizzata con citazione della fonte.

Per qualsiasi utilizzo o riproduzione di fotografie o di altro materiale i cui diritti d'autore non appartengano all'Unione europea, occorre chiedere l'autorizzazione direttamente al titolare di tali diritti.

PDF	ISBN 978-92-847-3550-1	doi:10.2865/675515	QJ-AB-19-015-IT-N
HTML	ISBN 978-92-847-3547-1	doi:10.2865/39710	QJ-AB-19-015-IT-Q

L'UE fornisce finanziamenti ai fondi di venture capital per investimenti diretti principalmente alle start-up e alle imprese emergenti innovative. Questo audit ha esaminato i sei strumenti d'intervento gestiti a livello centrale che sono stati attuati dal 1998. Il FEI gestisce questi interventi per conto della Commissione. La Corte ha rilevato che la Commissione ha aumentato nel tempo il proprio sostegno senza effettuare una valutazione completa delle esigenze di mercato né della capacità di assorbimento. La strategia di investimento non era completa e ha prodotto modesti benefici per i mercati di venture capital meno sviluppati. Anche le procedure del FEI devono essere razionalizzate e migliorate.

Relazione speciale della Corte dei conti europea presentata in virtù dell'articolo 287, paragrafo 4, secondo comma, del TFUE.



CORTE
DEI CONTI
EUROPEA



Ufficio delle pubblicazioni

CORTE DEI CONTI EUROPEA
12, rue Alcide De Gasperi
1615 Luxembourg
LUXEMBOURG

Tel. +352 4398-1

Modulo di contatto: eca.europa.eu/it/Pages/ContactForm.aspx
Sito Internet: eca.europa.eu
Twitter: @EUAuditors

© Unione europea, 2019.

Per qualsiasi utilizzo o riproduzione di fotografie o di altro materiale i cui diritti d'autore non appartengano all'Unione europea, occorre chiedere l'autorizzazione direttamente al titolare di tali diritti.