

Maggio 2013

Le nuove regole europee per il venture capital: un «level playing field» per il sostegno delle imprese innovative

Filippo Caprotti e Matteo L. Vitali, Greco Vitali Associati - Studio Legale

1. Obiettivi

In linea con gli obiettivi del piano d'azione europeo noto come Strategia Europa 2020 per migliorare l'accesso ai finanziamenti per le piccole e medie imprese ("PMI"), il 21 Marzo 2013 il Consiglio dei Ministri UE ha adottato il Regolamento UE n. 345/2013 del Parlamento Europeo e del Consiglio sui "Fondi Europei per il *Venture Capital*", che entrerà in vigore a partire dal 22 luglio 2013.

Come noto, il *venture capital* finanzia imprese nella fase iniziale della loro attività ma che mostrano una grande potenzialità di crescita e sviluppo. I fondi, oltre a reperire ed investire il capitale necessario, svolgono anche attività di consulenza strategica verso queste imprese, stimolando la loro competitività e appetibilità sul mercato. Queste forme di finanziamento consentono non solo la mobilitazione di capitali, ma permettono anche lo sviluppo di imprese innovative, migliorandone la crescita economica e favorendo la ricerca.

Il Regolamento interviene dettando una disciplina comune di riferimento a livello europeo di cui sono destinatari, nei termini che si diranno appresso, i fondi di investimento per il *venture capital*. La nuova disciplina ha come obiettivo la riduzione degli ostacoli alla gestione dei fondi, causati dalla diversità e dalla complessità delle legislazioni dei diversi Stati europei e dei conseguenti elevati costi di raccolta che avevano portato ad un livello generale di investimento piuttosto esiguo in questa tipologia di fondi. Il Regolamento stabilisce norme uniformi applicabili a tutti i fondi europei per il *venture capital* che, nel rispetto dei requisiti di applicazione, desiderino raccogliere e investire capitale con la denominazione "EuVECA" (*European Venture Capital Fund*), sottoponendosi al regime di benefici e corrispettivi obblighi previsto per i fondi qualificati da tale *status*. La definizione mediante Regolamento europeo dei requisiti necessari al fine di poter utilizzare la predetta denominazione permette un'applicazione diretta e uniforme della normativa nei confronti dei gestori di fondi operanti nel contesto europeo, garantendo condizioni omogenee, incrementando la chiarezza e la fiducia degli investitori ed eliminando indebite distorsioni della concorrenza tra fondi di Stati membri differenti.

2. Benefici

La possibilità di usufruire della denominazione EuVECA garantisce notevoli vantaggi per il fondo così qualificato, posto che è assimilabile ad uno sorta di attestato di qualità. Innanzitutto, una volta registrato sotto tale denominazione, il fondo potrà raccogliere capitale, commercializzare e offrire strumenti di partecipazione (al fondo) in tutti gli Stati membri UE nel solo rispetto dei requisiti del Regolamento, senza essere più sottoposto alle normative nazionali dei singoli Stati.

Gli investitori che decidano di investire in *venture capital* saranno maggiormente attratti da questi fondi qualificati, semplificando e migliorando la ricerca di capitali per il gestore e garantendo un finanziamento più stabile e cospicuo per le imprese che ne fruiscono.

La normativa sugli EuVECA è in un certo senso complementare a quella dei GEFIA (Gestori di Fondi di Investimento Alternativi, disciplinati nella Direttiva 2011/61/UE), in quanto offre la possibilità di ottenere un “passaporto europeo EuVECA” per i gestori di fondi che gestiscono valori non eccedenti i 500 milioni di Euro (il Regolamento 345/2013/UE si applica solo ai gestori di organismi collettivi di investimento che non superino complessivamente la soglia di cui all’art. 3, par. 2, lett.b), della direttiva 2011/61/UE). Il regime GEFIA è obbligatorio per tutti i fondi che superino il valore di gestione di 500 milioni di Euro, mentre è solamente facoltativo per gestori di fondi con valori non superiori a tale soglia, che hanno la possibilità di optare volontariamente per la sua applicazione. In virtù della nuova normativa questi ultimi possono ora scegliere di adottare la diversa qualificazione EuVECA, un’alternativa dalla forma più snella, con requisiti meno rigidi e impegnativi, prevista proprio per agevolare questi fondi con *assets* di minor entità. Mentre il regime GEFIA è obbligatorio per i fondi che superino tali soglie di gestione, la denominazione EuVECA è una scelta libera del gestore che, rispettati i requisiti di applicazione, può liberamente decidere di avvalersene o meno (per tutti i fondi gestiti oppure anche individualmente per ogni singolo fondo).

3. Registrazione: requisiti per i gestori

Al fine di poter usufruire della denominazione “EuVECA” per il fondo (o per i fondi) gestiti, il gestore deve registrarsi presso le competenti autorità del proprio Stato membro d’origine, ai fini del rilascio del relativo “passaporto commerciale”. Una volta registrato, il gestore può scegliere se utilizzare o meno la denominazione per i fondi amministrati, a condizione che sia il fondo sia gli investitori rispettino i requisiti previsti dalla normativa (vedi *infra* par.4, 5 e 6).

Per ciò che concerne il gestore, egli è tenuto a rispettare determinati requisiti per ottenere il passaporto: a norma dell’art. 2 infatti, il Regolamento si applica ai gestori di “organismi di investimento collettivo” (i FIA, Fondi di Investimento Alternativo, come

definiti all'art. 4, par. 1, lett. a), della direttiva 2011/61/UE), che soddisfino le seguenti condizioni:

- a. le loro attività gestite non superano complessivamente la soglia di 500 milioni di Euro (di cui all'articolo 3, par. 2, lett. b), della direttiva 2011/61/UE);
- b. sono stabiliti nell'Unione;
- c. sono tenuti alla registrazione presso le autorità competenti del proprio Stato membro d'origine; e
- d. gestiscono portafogli di fondi per il venture capital qualificati.

È da notare come i gestori che superino la soglia prevista dalla lettera a) possono comunque continuare a utilizzare la denominazione EuVECA a condizione che, in relazione al fondo da essi gestito, assicurino in ogni momento il rispetto dei requisiti di cui alla direttiva 2011/61/UE ed il perdurante rispetto di alcuni requisiti del Regolamento (art. 3, 5 e 13, par. 1, lett. c) ed i)).

4. Requisiti per il fondo

In linea con gli obiettivi di finanziamento verso piccole e medie imprese all'inizio della loro esistenza e per circoscrivere gli organismi di investimento a ciò legittimati, a norma dell'art. 3 lett. b) è considerato "fondo per il venture capital qualificato" (*qualifying venture capital fund*) il fondo che:

- a. intende investire almeno il 70 % dell'ammontare complessivo dei propri conferimenti di capitale e del capitale sottoscritto non richiamato in attività che sono "investimenti ammissibili";
- b. non utilizza oltre il 30 % dell'ammontare complessivo dei propri conferimenti di capitale e del capitale sottoscritto non richiamato per l'acquisizione di attività che "non sono investimenti ammissibili";
- c. è stabilito nel territorio di uno Stato membro.

Secondo il Considerando (n.12) al Regolamento, è opportuno che il 30% costituisca in ogni momento il limite massimo per gli investimenti non ammissibili, mentre il 70% è la soglia che si riferisce agli investimenti ammissibili durante tutto il ciclo di vita del fondo.

Ai fini della qualificazione di quelli che sono considerati "investimenti ammissibili" (*qualifying investments*), il Regolamento definisce gli strumenti indicati di seguito:

- a. strumenti rappresentativi di equity o quasi-equity che siano emessi: da "un'impresa di portafoglio ammissibile" (vedi *infra* par.5) e acquisiti dal fondo per il *venture capital* qualificato direttamente dall'impresa di portafoglio ammissibile; da un'impresa di portafoglio ammissibile in cambio

di un titolo di *equity* emesso dall'impresa di portafoglio ammissibile; o da un'impresa di cui l'impresa di portafoglio ammissibile sia una società controllata con una partecipazione di maggioranza e che siano acquisiti dal fondo per il *venture capital* qualificato in cambio di uno strumento rappresentativo di *equity* emesso dall'impresa di portafoglio ammissibile;

- b. prestiti garantiti e non garantiti concessi dal fondo per il *venture capital* qualificato a un'impresa di portafoglio ammissibile nella quale il fondo per il *venture capital* qualificato detiene già investimenti ammissibili, a condizione che non oltre il 30% dell'ammontare complessivo dei conferimenti di capitale e del capitale sottoscritto non richiamato del fondo per il *venture capital* qualificato sia utilizzato per tali prestiti;
- c. azioni di un'impresa di portafoglio ammissibile acquisite dagli azionisti esistenti di tale impresa;
- d. quote o azioni di uno o più fondi per il *venture capital* qualificati, a condizione che questi ultimi non abbiano investito a loro volta oltre il 10% dell'ammontare complessivo dei conferimenti di capitale e del capitale sottoscritto non richiamato in altri fondi per il *venture capital* qualificati.

5. La nozione di «Imprese di portafoglio ammissibile» ai sensi del Regolamento

L'attività principale dei fondi deve quindi essere di investimento primario nelle imprese, in linea con quelli che sono gli obiettivi di promozione di quelle di piccole e medie dimensioni operanti nell'economia reale, grazie agli strumenti finanziari da queste direttamente emessi. Proprio con queste finalità il Regolamento definisce i requisiti di ammissibilità per le imprese in cui si intende investire, escludendo invece enti creditizi, imprese di investimento, assicurazioni e, più in generale, attività finanziarie che trattano titoli emessi in mercati secondari.

Secondo le definizioni del Regolamento, per "impresa di portafoglio ammissibile" (*qualifying portfolio undertakings*) si intende un'impresa che:

- a. al momento dell'investimento da parte del fondo per il *venture capital* qualificato (i) non è ammessa alla negoziazione su un mercato regolamentato né a partecipare a un sistema multilaterale di negoziazione (MTF); (ii) impiega meno di 250 dipendenti; e (iii) ha un fatturato annuo non superiore a 50 milioni di Euro o un bilancio annuale totale non superiore a 43 milioni di Euro;
- b. non è un organismo di investimento collettivo;
- c. non è un ente creditizio, o un'impresa di investimento, o un'impresa di assicurazione, o una società di partecipazione finanziaria, o una società di partecipazione mista;
- d. è stabilita nel territorio di uno Stato membro o in un paese terzo a condizione che il paese terzo abbia firmato un accordo con lo Stato membro d'origine

del gestore e con ogni altro Stato membro in cui è previsto che le quote o le azioni del fondo siano commercializzate, in modo da garantire il rispetto di normative fiscali e antiriciclaggio internazionali (come meglio specificato dal Regolamento stesso).

Per evitare incentivi a un utilizzo distorto degli investimenti e degli strumenti offerti, i fondi non possono utilizzare prestiti con leva finanziaria, né sottoscrivere strumenti derivati, né assumere posizioni di rischio o utilizzare metodi attraverso i quali l'esposizione del fondo aumenti tanto da eccedere il livello del capitale sottoscritto. In ogni caso, i gestori del fondo possono contrarre prestiti, concedere garanzie ed emettere strumenti di debito, se coperti da impegni non richiamati.

6. Requisiti per gli investitori

Uno dei principi ispiratori del Regolamento è quello di garantire che i fondi siano commercializzati e offerti solamente presso investitori con sufficiente professionalità ed esperienza, in grado di valutare con la necessaria competenza le proprie decisioni di investimento e il relativo rischio. Per questa ragione, i fondi qualificati possono offrire quote e azioni esclusivamente presso gli investitori che sono considerati:

- a. investitori professionali o che chiedono di essere trattati come investitori professionali (ai sensi della direttiva MiFID 2004/39/UE);
- b. oppure presso altri investitori che: (i) si impegnino a investire almeno 100.000 Euro e (ii) dichiarino di essere consapevoli dei rischi connessi all'investimento previsto.

Tali requisiti non si applicano agli investimenti effettuati da alti dirigenti, direttori o dipendenti coinvolti nella gestione di un fondo qualificato quando questi investono nei fondi da loro gestiti, in quanto tali soggetti dispongono delle necessarie capacità ed informazioni per aderire a questi investimenti e comprenderne e valutarne il rischio.

7. Diligenza e doveri di gestione

Per tutelare la qualità dei soggetti che aderendo al Regolamento acquisiscono la denominazione EuVECA, il Regolamento medesimo prevede requisiti professionali e gestionali per il gestore del fondo e per la sua amministrazione, in modo che siano sempre presenti adeguate risorse tecniche e umane. I gestori sono tenuti a mantenere fondi propri sufficienti, che garantiscano la corretta gestione e la continuità del fondo. Devono essere adottate politiche societarie e procedure idonee a prevenire pratiche scorrette, è richiesto un elevato livello di diligenza nella selezione e nel controllo degli investimenti e delle imprese in cui si investe, devono essere promossi gli interessi del fondo e degli investitori stessi, devono essere continuamente stimate e valutate la

gestione dei fondi e delle risorse umane connesse; devono poi essere espressamente identificati ed evitati conflitti di interesse e abusi e degli stessi deve essere data immediata notizia agli investitori.

Infine, il gestore può delegare a terzi alcune funzioni di gestione del fondo, ma nei limiti in cui egli possa essere ancora considerato l'effettivo gestore e non un amministratore solo formalmente in carica svuotato dei necessari poteri. Rimane in ogni caso ferma la responsabilità del gestore nei confronti del fondo e degli investitori anche per le funzioni delegate.

8. Obblighi informativi verso gli investitori e controlli delle Autorità di Vigilanza nazionali

Il Regolamento insiste fortemente sul profilo informativo e preventivo, ai fini di una maggior trasparenza verso gli investitori e di una collaborazione positiva tra i gestori e le competenti Autorità di controllo. Il gestore è tenuto a comunicare ai potenziali investitori determinate informazioni di carattere precontrattuale per quanto riguarda ogni fondo EuVECA. Le informazioni da fornire sono molto simili a quelle che devono essere normalmente predisposte nei prospetti sui fondi di *venture capital*.

In particolare, tra gli elementi che devono essere presenti nell'informativa verso gli investitori si possono menzionare: l'identità del gestore del fondo; l'importo del fondo a disposizione del gestore; una descrizione della strategia e degli obiettivi di investimento del fondo comprendente: i tipi di imprese di portafoglio ammissibili in cui si intende investire; gli investimenti non ammissibili che si intende effettuare; le tecniche e le modalità che si intendono impiegare; una descrizione del profilo di rischio del fondo; una descrizione della procedura di valutazione del fondo e della metodologia di determinazione dei prezzi, delle attività e delle imprese di portafoglio ammissibili; infine, i servizi di supporto alle imprese e le altre attività di sostegno fornite per facilitare lo sviluppo e la crescita delle imprese destinatarie.

È poi espressamente previsto l'obbligo di predisporre una relazione annuale sulla gestione e una revisione contabile da diffondere presso gli investitori e da trasmettere alle Autorità nazionali competenti.

Per garantire una continua ed efficace vigilanza sul rispetto dei requisiti e sulla gestione del fondo, le Autorità di Vigilanza dello Stato membro di origine devono essere informate direttamente dal gestore riguardo allo svolgimento della sua attività. L'Autorità competente è autorizzata alla registrazione del gestore solo quando questo rispetti prestabiliti requisiti di competenza, capacità professionale e onorabilità. La registrazione del gestore è valida per l'intero territorio UE e consente di commercializzare in tutto il territorio dell'Unione Europea i fondi per il *venture capital* qualificati utilizzando la denominazione EuVECA, di cui sono tenuti un registro ed una banca dati accessibili pubblicamente via internet.

Al fine di assicurare un costante controllo dei fondi e degli investimenti effettuati, si riconosce che le Autorità nazionali sono dotate di tutti i poteri di vigilanza e di indagine per un efficiente esercizio delle loro funzioni, in conformità con quelli previsti dalle rispettive leggi nazionali. È poi previsto dal Regolamento che vi sia un regime di stretta collaborazione e un flusso di informazioni continuo tra le Autorità degli Stati ospitanti e quelle dello Stato d'origine. Ove opportuno, nel rispetto del principio di proporzionalità, esse adottano le necessarie misure per garantire che il gestore adempia ai doveri e rispetti gli obblighi previsti dal Regolamento, fino alla proibizione dell'utilizzo della denominazione EuVECA e alla cancellazione del gestore e dei fondi dal registro generale dei fondi qualificati.

9. Considerazioni conclusive

Il Regolamento permette ai gestori che scelgano di utilizzare la denominazione EuVECA per i fondi da essi amministrati, la possibilità di offrire e negoziare i prodotti connessi al fondo stesso in tutto il territorio dell'Unione Europea, nel rispetto di identiche condizioni e della medesima disciplina. La definizione di un quadro di regole uniformi e comuni a livello europeo ha come obiettivo dichiarato la riduzione della complessità della normativa di riferimento, eliminando le diversità presenti nelle legislazioni nazionali dei diversi Stati europei e garantendo, oltre ad una diminuzione dei costi di gestione, una maggior competitività tra i diversi operatori comunitari. L'eliminazione di ostacoli normativi alla raccolta e all'investimento di capitali negli Stati Membri è passo fondamentale verso la rimozione di indebite distorsioni della concorrenza tra i fondi, al fine di impedire il perpetrarsi, o il sorgere in futuro, di difficoltà e barriere ad un libero scambio nel contesto del mercato unico europeo.

Mediante la predisposizione di una disciplina unica per i fondi qualificati (in particolare sui requisiti di registrazione per il gestore, sulla definizione degli strumenti di investimento utilizzabili, sulla qualificazione delle imprese di portafoglio ammissibili in cui possono essere compiuti gli investimenti, sulla diligenza e sugli obblighi propri dei gestori) il Regolamento traccia una linea di demarcazione netta tra i fondi per il *venture capital* qualificato e gli altri fondi di investimento alternativi impegnati in ambiti diversi e meno specialistici.

In particolare, le condizioni di applicazione e i requisiti per poter usufruire della denominazione qualificata sono sicuramente più flessibili e meno rigorosi rispetto a quelli previsti per il regime dei GEFIA. Il Regolamento si pone in maniera complementare e alternativa rispetto a quest'ultima normativa, permettendo la possibilità per i gestori di fondi con un valore non eccedente i 500 milioni di Euro di assoggettare tali fondi alla nuova disciplina dettata per gli EuVECA. L'introduzione di questo regime facoltativo garantisce sicuramente una maggior libertà imprenditoriale per i gestori e un'apertura del mercato per fondi di dimensioni minori, introducendo al contempo maggior flessibilità ed efficienza per l'intero sistema.

Al fine di tutelare gli investitori e di garantire la qualità degli investimenti presso i fondi qualificati, è poi previsto che gli strumenti predisposti dai fondi possano essere offerti esclusivamente presso investitori professionali o in ogni caso presso soggetti con un adeguato grado di conoscenza e competenza professionale, in grado di valutare l'entità dell'investimento e l'intrinseco rischio connessovi. Sempre in un'ottica di prevenzione è espressamente richiesto un elevato grado di diligenza nella gestione dei fondi e il rispetto di dettagliati doveri di trasparenza e di informativa, sia verso gli investitori stessi, sia verso le Autorità nazionali di controllo e vigilanza.

Infine, osservando il Regolamento tramite una prospettiva generale di politica economica, esso sostiene la predisposizione e l'impiego su larga scala di strumenti specifici e qualificati per il finanziamento diretto verso imprese che, trovandosi nella fase iniziale della loro esistenza, necessitano fortemente di capitali e liquidità. Grazie alla loro attività, i fondi per il *venture capital* permettono la mobilitazione di ingenti capitali e consentono la creazione e lo sviluppo nel mercato di imprese nuove, con carattere altamente innovativo. L'impatto complessivo del Regolamento non è dunque da circoscriversi solamente a livello della raccolta e dell'investimento presso i fondi, ma ha risvolti concreti direttamente sulla crescita di piccole e medie imprese, sulla creazione di posti di lavoro e, su di un piano generale, rappresenta un importante incentivo alla crescita economica, alla ricerca e all'innovazione, di cruciale importanza nell'attuale contesto congiunturale.