

**COMMISSIONE VI  
FINANZE****RESOCONTO STENOGRAFICO  
INDAGINE CONOSCITIVA**

6.

**SEDUTA DI GIOVEDÌ 17 FEBBRAIO 2011**PRESIDENZA DEL PRESIDENTE **GIANFRANCO CONTE****INDICE**

	PAG.
<b>Sulla pubblicità dei lavori:</b>	
Conte Gianfranco, <i>Presidente</i> .....	3
<b>INDAGINE CONOSCITIVA SUI MERCATI DEGLI STRUMENTI FINANZIARI</b>	
<b>Audizione di esperti del settore:</b>	
Conte Gianfranco, <i>Presidente</i> .....	3, 6, 7, 9, 13 14, 16, 18
Bracchi Giampio, <i>Presidente dell'AIFI</i> .....	3, 6, 7 10, 13, 14, 16, 17
Soglia Gerardo (PdL) .....	9, 15
<i>ALLEGATO</i> : Documentazione consegnata dal presidente dell'AIFI .....	19

**N. B.** Sigle dei gruppi parlamentari: **Popolo della Libertà: PdL; Partito Democratico: PD; Lega Nord Padania: LNP; Unione di Centro: UdC; Futuro e Libertà per l'Italia: FLI; Italia dei Valori: IdV; Iniziativa Responsabile (Noi Sud-Libertà ed Autonomia, Popolari d'Italia Domani-PID, Movimento di Responsabilità Nazionale-MRN, Azione Popolare, Alleanza di Centro-AdC, La Discussione): IR; Misto: Misto; Misto-Alleanza per l'Italia: Misto-ApI; Misto-Movimento per le Autonomie-Alleati per il Sud: Misto-MpA-Sud; Misto-Liberal Democratici-MAIE: Misto-LD-MAIE; Misto-Minoranze linguistiche: Misto-Min.ling.**

PAGINA BIANCA

PRESIDENZA DEL PRESIDENTE  
GIANFRANCO CONTE

**La seduta comincia alle 14,15.**

*(La Commissione approva il processo verbale della seduta precedente).*

**Sulla pubblicità dei lavori.**

PRESIDENTE. Avverto che la pubblicità dei lavori della seduta odierna sarà assicurata anche attraverso l'attivazione di impianti audiovisivi a circuito chiuso e la trasmissione televisiva sul canale satellitare della Camera dei deputati.

**Audizione di esperti del settore.**

PRESIDENTE. L'ordine del giorno reca, nell'ambito dell'indagine conoscitiva sui mercati degli strumenti finanziari, l'audizione di esperti del settore.

Oggi diamo corso all'audizione dei rappresentanti dell'Associazione italiana del *private equity* e *venture capital* (AIFI), rappresentata dal presidente, professor Giampio Bracchi.

Professore, credo che lei conosca già l'oggetto e le finalità dell'indagine conoscitiva. Attraverso le audizioni dei soggetti operanti nei mercati degli strumenti finanziari — finora abbiamo ascoltato l'ABI e altri esperti —, ci proponiamo di ottenere un quadro complessivo della situazione della Borsa italiana.

La Commissione è conscia delle difficoltà esistenti in tale settore della vita economica del Paese. Quando abbiamo delineato il programma dell'indagine conoscitiva, ci siamo prefissi di focalizzare,

tra le questioni più rilevanti, le ragioni che hanno storicamente impedito al mercato italiano di attrarre un maggior numero di imprese, di investitori e risparmiatori, i costi di accesso e di permanenza, nonché l'adeguatezza del quadro normativo e degli assetti regolamentari e di vigilanza.

A fronte di un'eccessiva polverizzazione della struttura imprenditoriale, è interesse del Paese, in un contesto economico globalizzato, creare le condizioni per una crescita dimensionale delle piccole e medie imprese italiane.

Con riferimento specifico al Fondo italiano di investimento, al cui capitale concorrono il Ministero dell'economia e delle finanze, la Cassa depositi e prestiti, Confindustria e i principali gruppi bancari italiani, ci piacerebbe capire, inoltre, quali prospettive possano avere le predette imprese, nella fase successiva al disinvestimento, attraverso la borsa.

Le do quindi la parola, professor Bracchi.

GIAMPIO BRACCHI, *Presidente dell'AIFI*. Signor presidente, innanzitutto ringrazio lei e la Commissione per l'invito. Ci fa sempre piacere parlare della nostra attività ed esporre il nostro punto di vista: la realtà delle banche è, in generale, meglio conosciuta rispetto a quella degli investitori in capitale di rischio, i quali svolgono compiti diversi, ma comunque molto importanti in un'ottica di sviluppo dell'economia.

Il presidente dell'Associazione bancaria italiana vi ha già illustrato come il tessuto imprenditoriale italiano si caratterizzi, attualmente, per un'elevata esposizione nei confronti del sistema bancario e, di conseguenza, per una scarsa patrimonializzazione. Tale situazione di sottocapitalizzazione, particolarmente visibile nelle pic-

cole e medie imprese, ancor più che nelle grandi, è da ricondurre anche ad alcune disposizioni fiscali che non ho bisogno di indicare specificamente in questa sede.

Poiché gli *stakeholder* principali delle imprese sono proprio le banche, talvolta più degli stessi azionisti, occorre considerare che Basilea 3 costringerà gli istituti di credito, più che in passato, ad adeguare i propri requisiti patrimoniali a criteri volti ad assicurare al sistema finanziario una maggiore stabilità. Tutto ciò provocherà, inevitabilmente, un ridimensionamento quantitativo del credito in relazione al patrimonio, in base ai nuovi standard prudenziali. Si tratta di un problema che, presumibilmente, sarà all'ordine del giorno anche di codesta Commissione nei prossimi anni. C'è da sperare che le banche — aiutate anche da voi — sappiano trovare il giusto equilibrio tra le proprie esigenze patrimoniali e quelle di finanziamento delle imprese.

In tale scenario, l'attività di investimento istituzionale in capitale di rischio, propria del settore del *private equity*, diventa essenziale. In Italia, è particolarmente debole la capacità di dotare di adeguato capitale le nuove aziende tecnologiche. Un'impresa che nasce non ha bisogno di debiti, ma di capitale, che nei primi anni consuma per sviluppare i prototipi.

Gli operatori di *private equity* intervengono nel capitale di rischio di aziende non quotate. In ciò si differenziano dai fondi di investimento, che investono, di norma, nelle aziende quotate, raccogliendo risparmio e investendolo, e ancora di più dai fondi *hedge*, che compiono operazioni tipicamente speculative, orientate ad una logica di ottimizzazione dei rendimenti di breve termine.

I fondi di *private equity* sono caratterizzati da una visione dell'investimento di medio-lungo periodo e, oggi, tendono a rimanere nelle aziende dai quattro ai sei anni: poiché i mercati non sono particolarmente vivaci, il disinvestimento è più difficile. Comunque, la logica cui è ispirato l'investimento di *private equity* non guarda al breve periodo: per riuscire a valorizzare

l'investimento, bisogna far crescere le imprese, comprarne altre e aggregarle, e tutte queste attività richiedono un periodo piuttosto lungo.

Normalmente, l'uscita del fondo dall'impresa avviene mediante la rivendita della partecipazione, se di minoranza, all'imprenditore stesso e, se maggioritaria, a un altro compratore industriale. Certo, sarebbe auspicabile che la presenza del fondo nella compagine societaria avesse come sbocco la quotazione in borsa delle aziende, una volta cresciute.

Negli ultimi anni, abbiamo visto come il *private equity* abbia consentito a tante imprese di quotarsi in borsa e di rimanere in Italia.

Ad esempio, un'azienda come Esaote Spa sarebbe stata venduta a una multinazionale americana interessata al mercato italiano se non fosse intervenuto il *private equity* per due volte (adesso l'azienda è gestita dallo stesso *management* di dieci anni fa).

Un caso analogo è quello di DiaSorin Spa, operante nel mercato della diagnostica *in vitro*. In seguito alle difficoltà di un gruppo industriale, era stata ceduta a una multinazionale americana, che l'ha ceduta a sua volta. È intervenuto il *private equity*, e oggi DiaSorin Spa è un'azienda italiana di successo, che ha acquisito altre società e rami di aziende.

Un esempio ulteriore è quello di Prysmian Spa, nata dal bisogno del Gruppo Pirelli di ricavare mezzi finanziari per portare a compimento altri interventi. È stata comprata da un fondo di *private equity* e, nel 2007, il titolo della società ha esordito sul Mercato telematico azionario. Avrebbe potuto essere venduta a società cinesi o coreane, ma è rimasta un'azienda italiana, gestita da *management* italiano di tipo pubblico, nel senso che non ha un azionista di maggioranza.

Abbiamo fatto riferimento alle banche. Anche aziende come Santander o come il Banco di Bilbao, molto importanti in Spagna, sono di tipo *public*, nel senso che non hanno azionisti di maggioranza. Questo è

ciò che il *private equity* fa, anche quando acquisisce la maggioranza del capitale di un'impresa.

In Italia, abbiamo 170 operatori di *private equity*, i quali investono mediamente 4 miliardi di euro l'anno: erano più di 5 nel 2008, ma in questi ultimi due anni, non buoni per l'economia, la cifra è scesa a 2,5 miliardi annui.

Avendo riguardo al numero di operazioni, il mercato italiano è relativamente piccolo rispetto a quelli degli altri Paesi. Da noi si effettuano circa 300 operazioni ogni anno — 283 l'anno scorso —, mentre in Germania, in Francia e nel Regno Unito il numero di operazioni è tre volte superiore (non lo è, invece, il valore). Uno specifico comparto del mercato in cui si registra un particolare ritardo è quello dell'*early stage*, che riguarda le imprese in fase di avvio. Il numero di operazioni, anche se in crescita in questi ultimi anni, non supera le 80 annue, mentre in Germania è superiore a 600. Si tratta, quindi, di un segmento particolarmente debole.

Il ridotto numero di operazioni è in contraddizione con la struttura della nostra economia: essendo questa incentrata sulle PMI, ci si aspetterebbe di vedere rispecchiata tale realtà in una grande quantità di operazioni.

Si pone, quindi, il problema di come intervenire nel capitale di minoranza di aziende di piccole dimensioni.

Un primo intervento reale, di tipo pubblico-privato, a favore del *private equity* è stato compiuto, su impulso del Governo, mediante la costituzione del Fondo italiano di investimento, che investe in imprese con un fatturato compreso tra 10 e 100 milioni di euro.

Per aumentare la disponibilità di capitale di rischio a servizio delle imprese di piccole e medie dimensioni, e delle nuove imprese tecnologiche, si possono attuare operazioni simili a quelle realizzate in altri Paesi, che potrebbero rivelarsi molto utili anche da noi.

In questi anni, abbiamo più volte segnalato all'attenzione del Parlamento e del Governo l'esperienza della Francia, dove sono state sviluppate, intorno alla Caisse

des dépôts et consignations e al Ministère de l'Économie, des Finances et de l'Industrie, specifiche azioni a favore del capitale di rischio. Sebbene presenti caratteristiche peculiari, il Fondo italiano di investimento somiglia notevolmente al *Fonds stratégique d'investissement* francese.

Apprendiamo con soddisfazione che è prevista, nei prossimi giorni, l'approvazione definitiva, da parte del Senato, della riforma in materia di tassazione dei fondi comuni di investimento, recata, tra le altre misure, dal decreto-legge n. 225 del 2010. A tale proposito, ricordo che l'AIFI aveva più volte sollecitato il passaggio dalla tassazione sul maturato a quella sul realizzato, al fine di rimuovere un'anomalia che penalizzava i fondi italiani.

Speriamo che si trovi finalmente una soluzione. Invero, il vigente sistema di tassazione procura difficoltà anche di ordine contabile, imponendo la redazione di una contabilità volta ad evidenziare il guadagno per gli investitori (l'anomalia è rappresentata dal fatto che, calcolando il NAV, anche se non si è obbligati, si pagano subito le imposte).

Nel documento che ho consegnato sono illustrate alcune proposte, in specie a favore delle *start-up* innovative, mediante l'attivazione di strumenti a livello regionale, oltre che nazionale, nonché l'introduzione, a supporto di iniziative esistenti, come il Fondo italiano di investimento, di strumenti di garanzia a parziale copertura dei rischi assunti dagli investitori nei fondi.

In tal modo, si potrebbe dare sostegno agli investimenti di minoranza in piccole imprese, anche per risolvere i problemi connessi alla fase del disinvestimento. Infatti, simili investimenti pongono il problema della sorte della partecipazione di minoranza quando l'acquirente deciderà di vendere: potrà acquistarla l'imprenditore o un altro fondo, sebbene non sia facile vendere una quota di minoranza.

Anche la quotazione in borsa può rappresentare, in questi casi, uno sbocco. Esperienze di sostegno alle imprese che si quotano e a chi investe in imprese non quotate sono state già attuate altrove. I

francesi, ad esempio, sono sempre stati bravi a trovare, nelle maglie della normativa comunitaria, gli spiragli per far accettare alla Commissione europea misure agevolative. In Italia, invece, non siamo ancora riusciti a fare altrettanto, ma dovremmo compiere uno sforzo in tal senso, magari prendendo esempio dalla Francia, la cui economia non è molto diversa dalla nostra.

La politica di coesione comunitaria per il periodo di programmazione corrente ha allocato, per quanto attiene all'Italia, oltre 500 milioni di euro, utilizzabili per la predisposizione di interventi pubblici a sostegno del *venture capital*.

PRESIDENTE. In quale modo i francesi hanno bypassato il problema dell'aiuto di Stato?

GIAMPIO BRACCHI, *Presidente dell'AIFI*. Hanno introdotto un regime di deducibilità dal reddito delle persone e delle società - accettato da Bruxelles - per gli investimenti in quote di fondi dedicati ad aziende di piccole dimensioni, ovunque ubicate, ovvero ad aziende tecnologiche che si quotavano per la prima volta. Lo stesso Sarkozy si è molto impegnato a favore del settore quando ha ricoperto la carica di Ministro dell'economia, delle finanze e dell'industria, all'epoca del terzo Governo Raffarin.

Probabilmente, tenendo conto della sottocapitalizzazione delle piccole e medie imprese italiane, e della necessità che esse hanno di aumentare le proprie dimensioni, anche al fine di competere a livello internazionale, da noi si potrebbero assumere iniziative analoghe. In molte regioni, peraltro a sviluppo ritardato, si potrebbe chiedere anche una deroga, che l'Unione europea può concedere a determinate condizioni. Lo stesso discorso vale per il mercato delle *start-up*. Con il ritardo che abbiamo rispetto agli altri Paesi, avendo un mercato più piccolo, potremmo ipotizzare una misura che prescindendo dalla localizzazione in Italia delle *start-up* tecnologiche.

Siamo disponibili, ove la Commissione lo ritenga opportuno, a produrre ulteriore

documentazione, contenente, eventualmente, anche proposte normative mirate. A tale proposito, ho notato che ha partecipato alle audizioni qualche professionista associato a studi legali e tributari che lavorano con il mondo del *private equity*. Sono questi i professionisti della cui opera ci avvaliamo, anche per quanto riguarda l'attività della nostra Associazione.

PRESIDENTE. In occasione dello svolgimento delle audizioni, le domande sono poste al termine della relazione, in base a una prassi cui, stavolta, potremmo anche derogare.

Mi sono ricordato che l'articolo 2, commi 169, lettera a), e 178, lettera a), della legge n. 191 del 2009 ha introdotto una tassazione al 5 per cento sugli interessi relativi a obbligazioni e passività esplicitamente indirizzate a finanziare le piccole e medie imprese che investano nel Mezzogiorno, emesse dalla Banca del Mezzogiorno.

Non mi risulta che la disposizione sia incorsa nella censura dei competenti organi comunitari. Ciò considerato, se entrassimo nell'ottica di prevedere un intervento analogo a favore del *venture capital*, lei pensa che, al di là delle agevolazioni riguardanti gli investimenti effettuati da persone fisiche, sia ipotizzabile una defiscalizzazione dei *capital gain*?

GIAMPIO BRACCHI, *Presidente dell'AIFI*. Come ho accennato, signor presidente, i francesi hanno introdotto due misure: una per chi investe nei fondi dedicati alle fasce deboli del mercato, come le PMI, e una per le *start-up* tecnologiche. A fronte di tali investimenti nei segmenti deboli dell'economia - mirati, e con l'osservanza di determinate regole di comportamento -, spettano deduzioni o detrazioni fiscali. La prima possibilità è questa.

Poi, c'è la borsa, a proposito della quale si pone un tema delicato, che aveva già creato problemi in passato: in quale modo è possibile attribuire un incentivo a chi investe nel capitale di rischio di aziende neoquotate?

PRESIDENTE. Probabilmente, in base alle norme vigenti, anche in materia di prospetti e di tutela dei risparmiatori, l'investitore privato dovrebbe comunque passare attraverso un fondo di investimento...

GIAMPIO BRACCHI, *Presidente dell'AIFI*. È inutile che mi dilunghi sulle difficoltà, sotto il profilo dell'accesso al mercato mobiliare, delle piccole e medie imprese italiane, o del mancato sviluppo di mercati alternativi come l'AIM e il MAC.

Abbiamo stipulato con l'ABI un accordo di collaborazione che ci permetterà di perseguire congiuntamente l'obiettivo del rafforzamento patrimoniale delle PMI, attraverso un maggiore ricorso al capitale di rischio. Inoltre, con Borsa italiana Spa abbiamo concordato la creazione di un accesso facilitato al mercato azionario per le società partecipate da uno o più fondi di *private equity*.

Mi piace ricordare, altresì, che l'AIFI, nell'ambito di un accordo stipulato con il Ministero dello sviluppo economico, finalizzato ad avvicinare le piccole e medie imprese al *venture capital* e al *private equity*, ha programmato l'organizzazione di incontri informativi e formativi sul territorio, in particolare nelle aree del Mezzogiorno. In tale contesto, pensiamo anche a nuove attività di formazione destinate ad avvicinare i dottori commercialisti alle tematiche del *private equity*, valorizzando, in tal modo, l'importante ruolo di consulenza che questa categoria può svolgere ai fini dell'apertura al mercato delle piccole e medie imprese.

È noto che i numeri attuali, invero piuttosto limitati, sono da ricondurre anche alla riluttanza delle piccole imprese, spesso organizzate su base familiare, a condividere con estranei le informazioni e la *governance*.

Comunque, ci stiamo organizzando per cercare di cambiare la situazione. Contiamo molto sulle iniziative informative e formative di cui ho detto, cui parteciperà anche il Ministero dello sviluppo economico. Bisogna fare in modo che almeno il Fondo italiano di investimento possa svi-

luppate la propria azione al meglio, evitando che possano entrare nel suo raggio di azione aziende non solide.

Quanto alla politica di coesione comunitaria, e alla prevista allocazione di oltre 500 milioni di euro per misure pubbliche a sostegno del *venture capital*, cui ho già accennato, occorre considerare che l'attuale situazione economica rende sempre più esigue le risorse a livello centrale da dedicare al sostegno delle piccole imprese e delle nuove imprese tecnologiche. È per questo motivo che proponiamo di prevedere un coinvolgimento anche delle regioni.

Da questo punto di vista, abbiamo una lunga storia di collaborazione con il Ministero dello sviluppo economico: in due occasioni, e con due diversi Governi, avevamo portato a termine una misura analoga al Fondo italiano di investimento, ma indirizzata alle *start-up* tecnologiche, sulla base dell'esperienza francese. Il fondo era stato anche finanziato, ma, alla fine, ha dovuto cedere il passo ad altre priorità, come Alitalia e il Fondo di garanzia per le PMI.

Tuttavia, collaborando con i competenti Ministeri, siamo riusciti a utilizzare parte delle risorse derivanti dal rilascio delle licenze per i sistemi di comunicazioni mobili di terza generazione (UMTS) per creare un fondo di fondi, tuttora esistente, destinato allo sviluppo, nel Mezzogiorno, di società *high tech* operanti nel settore dell'*Information and communication technology*. Dell'iniziativa hanno beneficiato quattro operatori, i quali stanno investendo. Si tratta dell'unica misura che siamo riusciti a concretizzare a livello centrale, se si eccettua la costituzione del Fondo italiano di investimento.

A livello regionale, invece, si è lavorato un po' di più. La regione più attiva è stata il Friuli-Venezia Giulia, dove Friulia Spa ha realizzato molti interventi. Iniziative analoghe sono nate ad opera delle regioni Lombardia, Sicilia ed Emilia-Romagna. Recentemente, anche la regione Lazio ha costituito il Fondo POR I.3, destinato a finanziare, in *partnership* con investitori privati, le *start-up* e lo sviluppo di PMI

innovative nel Lazio. Non si tratta, quindi, di un fondo di fondi, ma di una forma di co-investimento pubblico-privato, che incentiva i co-investitori riconoscendo loro, in caso di successo dell'operazione, un premio in sede di completamento del disinvestimento (secondo il modello dell'*up-side leverage*).

Lo schema, utilizzato in diversi Paesi, offre ai co-investitori privati i seguenti vantaggi: sotto il profilo della protezione del capitale investito, ad essi sono riservati prioritariamente i flussi di cassa, per quanto riguarda i soli strumenti di *equity* e quasi-*equity*; in caso di guadagno, il *partner* pubblico accetta un tetto al rendimento, in modo che l'extra vada ai privati. L'iniziativa potrebbe essere presa a esempio da altre amministrazioni regionali.

Le regioni hanno utilizzato assai poco le risorse messe a disposizione dall'Unione europea: soltanto otto hanno attivato iniziative per la costituzione di fondi di *venture capital*; inoltre, sono state selezionate operazioni per un ammontare di poco superiore agli 83 milioni di euro, rispetto agli oltre 500 allocati in Italia dagli organi comunitari.

A corollario delle misure regionali, proponiamo l'introduzione di agevolazioni fiscali a favore dei sottoscrittori di fondi di *venture capital*. I francesi l'hanno fatto in due occasioni: nel 2005, con la *Loi n° 2005-842 du 26 juillet 2005 pour la confiance et la modernisation de l'économie*, e poi nel 2007, con la *Loi n° 2006-1666 du 21 décembre 2006 de finances pour 2007*, mediante le quali è stato introdotto, come ho ricordato in precedenza, un regime di deducibilità dal reddito (o di detraibilità dall'imposta), per le persone fisiche, in relazione agli investimenti in quote di fondi dedicati a nuove imprese innovative.

Un'altra iniziativa che ci permettiamo di suggerire è quella dei fondi di garanzia, a carattere nazionale e regionale, volti a tutelare il soggetto privato in caso di perdite sull'investimento, secondo uno schema di protezione *downside* (si potrebbe prevedere, ad esempio, che il fondo di garanzia si faccia carico del primo 20

per cento di perdite). La regione Lombardia ha attuato qualcosa di simile anni fa, istituendo Next, che opera anche come fondo di fondi di *venture capital* (ricordo che fu molto lunga la trattativa per ottenerne l'approvazione da parte della Commissione europea): in sintesi, la regione ha messo a disposizione degli investitori istituzionali una somma destinata a coprire il 33 per cento delle perdite che saranno eventualmente registrate all'atto della liquidazione del fondo di investimento del *venture capital*.

Tali strumenti potrebbero essere introdotti anche a supporto dell'attività svolta dai fondi che saranno oggetto di finanziamento da parte del Fondo italiano di investimento.

Analoghe misure potrebbero valere per gli investimenti effettuati tramite le società di gestione del risparmio di fondi mobiliari chiusi — i fondi di *private equity* italiani sono quasi tutti gestiti da SGR —, per gli intermediari finanziari autorizzati a prestare servizi di investimento, di cui all'articolo 106, comma 2, del TUB, nonché per le società di capitali che nasceranno a seguito della nuova disciplina in materia di intermediari finanziari recata dal decreto legislativo n. 141 del 2010.

Le risorse potrebbero essere reperite includendo i fondi comuni di investimento mobiliare chiusi tra i soggetti cui può essere concessa la garanzia del Fondo istituito dall'articolo 2, comma 100, lettera a), della legge n. 662 del 1996. Al momento, la predetta garanzia può essere concessa alle banche, agli intermediari finanziari iscritti nell'elenco speciale di cui all'articolo 107 del TUB, e alle società finanziarie per l'innovazione e lo sviluppo iscritte all'albo di cui all'articolo 2, comma 3, della legge n. 317 del 1991, a fronte di finanziamenti a piccole e medie imprese, ivi compresa la locazione finanziaria, e di partecipazioni temporanee e di minoranza, al capitale delle piccole e medie imprese.

L'ultimo aspetto da trattare è quello dei canali di disinvestimento.

Negli ultimi anni, la metà delle quotazioni in borsa di imprese non finanziarie

è stata realizzata a seguito del ricorso a fondi di *private equity* (lo stesso è avvenuto sui mercati AIM Italia e MAC). Naturalmente, occorre considerare che i mercati regolamentati, negli ultimi due anni, sono entrati in una fase calante. Ha funzionato poco, purtroppo, anche l'AIM Italia, perché, evidentemente, è molto difficile che una nuova piattaforma di negoziazione abbia successo in un momento in cui il mercato è praticamente fermo. D'altra parte, è difficile anche valutare se tale piattaforma sia adatta o meno alle imprese italiane, proprio perché non c'è mercato.

È chiaro che la descritta situazione non potrà caratterizzare il mercato borsistico italiano in eterno. In ogni caso, può essere incentivata l'acquisizione di partecipazioni di minoranza in nuove imprese tecnologiche di piccole dimensioni.

Le audizioni svolte hanno dato modo alla Commissione di prendere conoscenza delle principali criticità della quotazione in borsa, dall'entità dei costi di ammissione e di permanenza, alla tempistica e alla complessità delle attività da porre in essere sia prima dell'accesso al mercato, anche sotto il profilo dell'organizzazione societaria, sia a collocamento avvenuto.

Sebbene l'AIM Italia sia caratterizzato da una semplificazione delle procedure e da una riduzione dei costi, la quotazione in borsa rimane pur sempre problematica per le imprese di dimensioni più piccole.

Semplificare ulteriormente potrebbe essere utile, ma è più importante, dal nostro punto di vista, prevedere incentivi per le imprese piccole e medie che intendono quotarsi, soprattutto per le *start-up* innovative e/o per gli investitori.

A nostro avviso, è possibile definire, muovendosi con accortezza nelle maglie della legislazione comunitaria, un regime fiscale agevolato che ottenga una deroga discrezionale da parte della Commissione europea. Ci rendiamo disponibili a dare in piena libertà il nostro contributo, anche avvalendoci, eventualmente, della consulenza degli studi legali che solitamente collaborano con noi.

**PRESIDENTE.** Do la parola ai deputati che intendano intervenire per porre quesiti o formulare osservazioni.

**GERARDO SOGLIA.** Ringrazio il professor Bracchi della relazione, veramente molto esaustiva e interessante, soprattutto per chi ha avuto una formazione universitaria come la mia: appassionato alla materia fin da giovane, ho partecipato, nel 1992, a uno *stage* di tre mesi presso una società dedita al finanziamento, attraverso il *venture capital*, di imprese *high-tech* e, nel 1994, ho discusso una tesi dal titolo: «*Venture capital* e innovazione tecnologica: due strumenti per lo sviluppo del Mezzogiorno d'Italia». »

Venendo dal Sud, pensavo che il *venture capital* potesse essere un modo per promuovere lo sviluppo di quella parte del nostro territorio. Sono vent'anni che provo a diffondere quest'idea, ma sono costretto a prendere atto, ogni volta, che è difficile farsi ascoltare.

Condivido appieno la sua relazione, professore. Innanzitutto, è importante una normativa che possa agevolare il disinvestimento.

Tuttavia, desidero svolgere alcune considerazioni.

Tenendo conto dello sviluppo del *venture capital* negli Stati Uniti, sorprende constatare come sia difficile, in Italia, trovare società di *venture capital* disposte a investire in aziende che abbiano un fatturato inferiore a 10 milioni di euro o che si trovino nell'*early stage*. Probabilmente, manca non soltanto la trasparenza nelle imprese italiane, ma anche quel tipo di cultura che può spingere i gestori di fondi di *private equity* ad accettare un rischio un po' più elevato.

Pur non avendo mai lavorato alle dipendenze di società di *venture capital*, ho avuto modo di confrontarmi con alcuni tra i protagonisti del settore nel mercato italiano. Poiché ho avuto anche modo di visionare alcuni accordi stipulati tra i fondi di *private equity* e le società nelle quali essi investono, mi rendo conto che alcune clausole, quali, ad esempio, quelle che prevedono opzioni *put* o *call*, possono

spaventare qualche imprenditore e indurlo a non sposare, diciamo così, un *partner* che pretende di porre vincoli e limiti.

Provenendo dalla categoria, so che la gelosia delle proprie creature, delle proprie aziende, è molto diffusa tra gli imprenditori italiani. Esistono, inoltre, problemi di bilanci poco trasparenti.

È vero, d'altro canto, che l'approccio del *venture capital* nei confronti del mondo delle imprese è riduttivo. Voglio dire che anche l'atteggiamento culturale degli operatori di *venture capital* dovrebbe cambiare. Ad esempio, ogni volta che si tratta di investire in capitale di rischio, e conseguentemente di procedere a una stima dell'azienda oggetto di interesse, il metodo dei multipli, sempre più adottato nei procedimenti di valutazione, è spesso applicato in maniera tale da penalizzare le imprese.

A prescindere dall'aspetto valutativo, non mi sta bene, come imprenditore, che gli accordi di investimento prevedano vincoli o limiti per effetto dei quali, alla fine, eventuali perdite sono sempre scaricate sulle imprese.

Premesse queste brevi osservazioni, desidero sapere, professore, per quante operazioni cui partecipano fondi di *private equity* la quotazione in borsa può rappresentare, in concreto, un canale di disinvestimento.

In genere, a un fondo ne subentra un altro. In tal modo, gli investitori realizzano plusvalenze, procurando ai propri sottoscrittori buoni rendimenti, mentre le aziende oggetto di acquisizione, dopo essere passate da un fondo a un altro per due, tre o quattro volte, presentano parametri reddituali che non giustificano i guadagni realizzati.

Bisognerebbe capire quante operazioni con simili caratteristiche siano state realizzate, anche perché, in qualche caso, la quotazione in borsa potrebbe essere un modo per scaricare sul mercato i debiti accumulati nei successivi passaggi tra i fondi di *private equity*.

Da modesto osservatore, che nutre interesse per la materia, ritengo che il descritto meccanismo costituisca un limite

del mercato italiano. Approfitto della sua presenza, professore, per chiederle di esprimere la sua opinione in merito.

GIAMPIO BRACCHI, *Presidente dell'AIFI*. Bisogna distinguere il mondo vecchio dal nuovo.

Nel vecchio, la finanza tirava da sola, e l'operatore poteva avere una caratteristica soltanto finanziaria. Si compravano, generalmente, quote di maggioranza delle aziende (perché operare con quote minoritarie è più laborioso). I multipli aumentavano, le quotazioni in borsa si gonfiavano e il valore delle aziende si incrementava. Se ne compravano altre, si mettevano insieme e, facendole andare un po' sui mercati esteri, si portava il fatturato a 100-150 milioni di euro. Insomma, si comprava con un multiplo di quattro volte il margine lordo e si vendeva con uno pari a otto volte il predetto margine. L'investimento durava due o tre anni in tutto.

Il mondo nuovo è molto diverso. Da sole, le aziende non acquistano valore. Bisogna lavorare molto per farglielo acquistare. Bisogna aiutare l'imprenditore ad andare in Cina o in Brasile, fornendogli i soldi per comprare, all'occorrenza, un'azienda concorrente o una piccola azienda negli Stati Uniti.

I nostri operatori più bravi hanno uffici a Shanghai, a Mumbai, a Rio. L'operatore di *private equity* non si limita a eseguire operazioni esclusivamente finanziarie — non può più farlo —, ma aiuta l'impresa lavorando al suo interno. Nel *private equity*, oggi, ci sono più ingegneri e meno finanziari.

Finché le cose andavano bene, perché scervellarsi? Oggi, la situazione è cambiata. Innanzitutto, il periodo di permanenza nelle aziende è molto più lungo. Inoltre, i rendimenti non arrivano più, in maniera quasi automatica, al 30 per cento, ammontare che consentiva all'investitore di realizzare, detratte le spese, un guadagno netto del 15 per cento. Oggi, bisogna lavorare molto per ottenere un rendimento superiore al 10 per cento.

Una delle maggiori difficoltà del *venture capital*, in Europa e in Italia, è stata

costituita dai rendimenti non soddisfacenti.

Al contrario, l'acquisizione, in Italia, di partecipazioni di maggioranza in aziende medio-grandi ha dato grandi soddisfazioni agli investitori: abbiamo rendimenti medi a dieci anni dell'ordine dell'11 per cento, superiori a quelli medi europei e statunitensi. Non a caso, metà della raccolta dei nostri operatori viene dall'estero: si tratta di uno dei pochi casi in cui dall'estero arriva denaro da investire in aziende italiane. In virtù dei predetti rendimenti, i nostri operatori effettuano pochissimi investimenti all'estero.

Viceversa, gli investimenti realizzati mediante l'acquisizione di quote di minoranza in aziende di minori dimensioni, soprattutto quelli dei *venture capitalist*, riconducibili al concetto di *expansion financing*, non hanno dato risultati positivi. In California, hanno fatto la fortuna degli investitori e delle aziende, mentre in Europa non sono andati bene, e in Italia hanno avuto un andamento ancora peggiore.

Se, quindi, vogliamo far nascere nuove imprese, dobbiamo trovare il modo per incentivare gli investitori a mettere risorse nei segmenti deboli del mercato.

Per quanto riguarda il tema delle clausole contrattuali, molti dei nostri operatori con formazione più prettamente finanziaria, provenienti dalle grandi banche d'affari internazionali, sono portatori dell'esperienza e della cultura accumulate lavorando per anni a Londra o a New York. Indubbiamente, ciò ha consentito loro di conoscere le prassi del mercato. Tuttavia, tali prassi non possono essere applicate all'assunzione di partecipazioni di minoranza nelle piccole e medie imprese senza il necessario adattamento, che comporta un cambiamento di attitudine e di linguaggio.

Non solo nella città di Milano, ma anche nella provincia, stanno nascendo tanti operatori specializzati, i quali costituiscono fondi da 60-100 milioni di euro, da investire in quote di minoranza di piccole imprese.

Questi soggetti agiscono con un approccio diverso dal passato, perché è chiaro che, se il cliente è diverso, deve essere diverso anche l'approccio.

I fondi non possono essere troppo piccoli. Dal momento che si alimentano con circa il 2 per cento annuo dell'impegnato, se il fondo ha una dotazione di 50 milioni di euro, il 2 per cento equivale a un milione di euro. Se si considera che, di norma, la struttura organizzativa di una SGR è composta da dieci o dodici persone - e non può essere più snella, perché gli oneri amministrativi e la *compliance* hanno un peso notevole -, si comprende come le SGR non possano essere troppo piccole. I fondi troppo piccoli, quindi, destano qualche preoccupazione.

Ora l'approccio sta cambiando. Per mostrarvi concretamente cosa richiede l'operatore di *venture capital*, vi farò avere una pubblicazione che abbiamo realizzato il mese scorso per i giovani imprenditori. Nella pubblicazione è compreso uno schema di contratto tipo che l'operatore propone alle nuove imprese tecnologiche.

Ciò che spesso crea problemi è la riluttanza dei nostri imprenditori ad accettare che chi investe nelle loro imprese voglia anche partecipare alla *governance*. Le banche non lo pretendono, se non nel caso in cui la situazione delle imprese diventi molto critica. Ebbene, bisogna far comprendere all'imprenditore che l'investitore, oltre a dare il proprio denaro, ha interesse non soltanto a controllare come questo è utilizzato, ma anche a partecipare all'elaborazione e all'attuazione del piano di sviluppo aziendale. Per fare ciò, anche chi acquisisce una quota di minoranza della società deve dividerne la *governance*.

Spesso, anche i nostri giovani imprenditori preferiscono non avere il fiato di qualche investitore sul collo. Il fatto è che, quando il fondo di *private equity* investe i propri soldi in un'impresa, vuole che questa cresca rapidamente: la domenica si va non a Positano, ma a New York, perché l'azienda, entro i successivi tre anni, deve valere il doppio. Insomma, si devono conoscere le regole del gioco.

Una delle clausole guardate con maggiore preoccupazione dagli imprenditori è quella che prevede il cosiddetto *drag along*. L'esigenza che tale clausola vuole soddisfare è chiara. In sostanza, l'investitore fa all'imprenditore il seguente ragionamento: atteso che non conserverò la mia partecipazione sociale per sempre, fra cinque anni dovrò avere la facoltà di disinvestire. A quella data, quindi, potrai comprare tu stesso la mia quota, previa determinazione del valore dell'azienda. Poiché il piano industriale sarà stato elaborato e realizzato da te, ti farò anche uno sconto, se mi avrai fatto guadagnare più del previsto. Se, invece, tu dovessi rinunciare a comprare, allora cercheremmo di quotare la società in borsa. Se la soluzione della quotazione in borsa risulterà impraticabile, troveremo qualcuno che acquisti non soltanto la mia quota, ma anche la tua, che tu sarai obbligato a vendere insieme alla mia. Per evitare tale esito, potrai sempre decidere di comprare tu la mia quota.

Queste clausole preoccupano molto l'imprenditore, perché si sente obbligato a perseguire un piano industriale e a trovare le risorse necessarie.

Stiamo lavorando con l'ABI per verificare la possibilità di trovare una soluzione diversa, nel senso che il private *equity* metterebbe il capitale, mentre le banche potrebbero aiutare l'imprenditore a riacquistare la quota di minoranza.

Venendo alla domanda concernente i canali di disinvestimento, le statistiche del 2010 rivelano che, in più della metà dei casi, le quote sono state acquistate da compratori industriali. Poi ci sono i *write-off*, le quotazioni in borsa, la rivendita agli imprenditori e l'acquisto da parte del *management*.

Le vendite successive ad altri operatori finanziari, che raggiungono una percentuale del 20-25 per cento, non sono da considerare un fenomeno patologico, collegato alla necessità di mettere a posto i bilanci. Non si tratta, insomma, di scambiarsi le aziende come si faceva con le figurine dei calciatori.

Alla scadenza fissata, un fondo deve chiudere. Normalmente, la durata è de-

cennale, articolata in un periodo di investimento di quattro anni e in un periodo di disinvestimento di altri quattro anni, più altri due anni di proroga. Il Fondo italiano di investimento ha una durata complessiva fino a quindici anni: cinque per l'investimento, più uno eventuale di proroga, e sette per il disinvestimento, più due eventuali di proroga. Sono queste le regole del mercato, e gli investitori stranieri vogliono trovare in Italia le regole cui sono adusi.

Quando un fondo valuta che un'impresa sta andando bene, ma non è pronta per il disinvestimento, perché deve crescere ancora, rivende la propria quota di partecipazione a un nuovo fondo, appena avviato, il quale ha davanti a sé un periodo di investimento della durata di alcuni anni. Naturalmente, lo schema può essere ulteriormente replicato. Ad esempio, un'azienda che produce vetro, pur essendo stata gestita dallo stesso *management*, è stata oggetto di interesse da parte di tre fondi. L'azienda va bene, ma non è ancora matura per il disinvestimento.

Come dicevo, i casi di trasferimento della stessa quota di partecipazione da un fondo a un altro, pur numerosi, non sono da considerare necessariamente patologici. Utilizzando la similitudine alla quale ho già fatto ricorso in precedenza, può anche darsi che, nei periodi cosiddetti di finanza facile, si verificano alcuni « scambi di figurine »; tuttavia, quei periodi sono alle nostre spalle, perché il mondo è cambiato molto e, anche in questo settore, i comportamenti sono diversi rispetto al passato.

Il passaggio da un fondo a un altro non è assolutamente patologico e, anzi, è nell'interesse dell'azienda, il cui *management* può continuare a perseguire il proprio piano di sviluppo, sostenuto da un nuovo investitore finanziario. Ho citato il caso di Esaote: si tratta di un'azienda di successo italiana, gestita da un ingegnere di Genova, ormai piuttosto anziano, che sarebbe finita chissà in quali mani se non fosse intervenuto per due volte il *private equity*.

PRESIDENTE. Professor Bracchi, vorrei che chiarisse un aspetto specifico: nell'ambito dell'Associazione italiana del *private equity* e *venture capital*, qual è il rapporto fra fondi di maggiori e di minori dimensioni?

Poiché lei ha affermato che è necessario un capitale minimo per giustificare gli investimenti e per coprire le spese, mi interessa avere un profilo dimensionale dei fondi associati all'AIFI.

GIAMPIO BRACCHI, *Presidente dell'AIFI*. Signor presidente, invierò alla Commissione un po' di materiale relativo ai soggetti associati all'AIFI. Intanto, posso dire che gli operatori italiani del settore sono 170, di cui circa 130 soci di AIFI.

Tra i non associati, vi sono alcuni grandi fondi esteri che lavorano direttamente da Londra — come Goldman Sachs —, senza avere una sede fissa in Italia, e alcuni fondi esteroinvestiti, in numero molto limitato. Questi fondi, quasi un terzo dei nostri, sono in parte paneuropei o americani e hanno una sede in Italia. A volte, costituiscono una SGR, com'è avvenuto di recente, anche per ragioni di trasparenza; altre volte, non lo fanno. Si tratta di grandi fondi, in qualche caso da un miliardo e mezzo di euro, i quali, pur non avendo una raccolta specificamente destinata a investimenti in Italia, impiegano una quota delle proprie risorse, se fiutano il *business*, anche per attuare operazioni in Italia.

Le SGR italiane sono una cinquantina. Poiché le disposizioni di vigilanza della Banca d'Italia sono molto stringenti, non dovremmo avere problemi quando entrerà in vigore la normativa europea in materia di gestori dei fondi di investimento alternativi.

A tale proposito, potrebbe essere opportuna una riflessione più approfondita. Personalmente, non considero l'iper-regolamentazione un fatto positivo, in quanto deleteria per il piccolo *business*: essa garantisce meglio gli investitori professionali, ma toglie la possibilità di avere una fascia di mercato di piccoli fondi, più adatti a investire nelle piccole imprese e nelle

nuove imprese tecnologiche. L'iper-regolamentazione — rispetto a inglesi, svizzeri o americani — ha un costo: più di metà delle persone che lavorano nelle SGR si occupa di questioni amministrative e non di *business*.

Inoltre, ci sono le banche, le quali operano nel settore del *private equity* o tramite il *merchant banking* o mediante SGR interne (i grandi gruppi bancari hanno proprie SGR). Il principale operatore bancario italiano di *private equity*, per numero di operazioni e per quantità di investimenti, è Intesa Sanpaolo. A volte, le banche creano una *corporate* separata.

Infine, ci sono le finanziarie regionali, una realtà piuttosto interessante: operano bene, effettuando investimenti in quote di minoranza di imprese del proprio territorio, anche nel segmento *start-up*. La più attiva è stata Friulia Spa, di cui ho già detto. Ve ne sono in molte regioni, e altre stanno nascendo.

Recentemente anche le camere di commercio hanno cominciato a istituire SGR di *private equity*. Ad esempio, le camere di commercio di Milano, Brescia, Bergamo e Como hanno promosso una SGR finalizzata all'investimento in capitale di rischio di PMI localizzate in Lombardia. Anche le fondazioni bancarie hanno avviato iniziative analoghe.

In sintesi, abbiamo fondi paneuropei, SGR italiane, *captive* delle banche, settore *no profit*, regioni, camere di commercio e fondazioni bancarie.

Quanto alle dimensioni, la raccolta media, a prescindere dagli operatori internazionali, è di 80-100 milioni di euro. I fondi domestici e le SGR italiane con grande raccolta sono molto pochi: « F2I » e « Clesidra SGR » sono sopra il miliardo di euro; anche « Investitori associati SGR » era piuttosto grande, ma adesso è un po' uscito dal mercato. Ha una struttura diversa « 21 Investimenti », della famiglia Benetton, che opera in Italia, in Francia e in Spagna. I fondi gestiti da intermediari finanziari iscritti negli elenchi tenuti dalla Banca d'Italia, ai sensi degli articoli 106 e 107 del TUB (la cui disciplina è stata di recente modificata dal decreto legislativo

n. 141 del 2010), sono una ventina. Alcune SGR sono bancarie. Tenendo conto di ciò, gli operatori indipendenti sono una sessantina.

PRESIDENTE. Quali sono i meccanismi di informazione? Mi spiego meglio. Noi che facciamo parte del corpo politico siamo avvicinati, spesso, da imprenditori che fanno poco o nulla delle opportunità loro offerte dal sistema finanziario. Da questi episodi, che mi lasciano alquanto perplesso, traccio spunto per riaccendere, ogni volta che ne ho l'occasione, una vecchia polemica con i rappresentanti delle associazioni imprenditoriali: se gli associati non hanno cognizione dell'esistenza di strumenti che li possono aiutare a crescere, vuol dire che le associazioni non attuano una comunicazione efficace.

Inoltre, desidero rivolgere anche a lei, professore, una domanda che, per quanto riguarda le iniziative di competenza dell'Associazione bancaria italiana, ho già posto al presidente Mussari: cosa fa l'AIFI per intercettare, diciamo così, le imprese che presentano — in numero anche elevato, a quanto pare — i requisiti per crescere sotto il profilo patrimoniale?

Sul *venture capital*, e sulle operazioni finalizzate a sostenere la nascita di nuove iniziative imprenditoriali, dovremmo aprire un capitolo a parte. Accade, infatti, che il soggetto portatore di una buona idea, traducibile in un buon progetto industriale, non sappia nemmeno a chi rivolgersi per poterlo realizzare, perché dagli istituti bancari si sente rispondere che deve portare, oltre all'idea, anche le garanzie ritenute necessarie. Se la situazione è questa, per lo studente universitario, che ha come unica garanzia la bontà della propria idea, c'è poco da fare...

GIAMPIO BRACCHI, *Presidente dell'AIFI*. Cominciando dall'ultima questione, essa fornisce l'occasione per accennare al fenomeno dei *business angel*, che ha avuto origine negli Stati Uniti. In California, in particolare, i *business angel* hanno realizzato lo stesso volume di investimento dei famosi fondi di *venture capital* tipo Sequoia.

Chi sono i *business angel*? Si tratta di ex imprenditori, ovvero di *manager*, in pensione, ma anche in attività, i quali decidono di investire una parte del proprio patrimonio personale nel capitale di rischio di imprese ad alto rendimento, come le *start-up* innovative.

In Italia, i *business angel* erano, almeno in origine, piuttosto prudenti: si rivolgevano alle banche, alle quali chiedevano prestiti per investire. Al contrario, se vogliono essere investitori, devono mettere la loro competenza, ma anche la loro liquidazione.

Adesso, i *business angel* italiani si sono costituiti in associazioni: IBAN, la più antica, ha organizzato reti locali che hanno cominciato ad animare il mercato, realizzando un centinaio di piccoli investimenti *seed*.

Tali forme di investimento attengono a una dimensione di intervento inferiore a quella del *venture capital*, che, per giungere ad attuare due investimenti, deve prima analizzare 100 opportunità, e poi approfondirne 10 con un *business plan*, naturalmente sopportando i relativi costi. Non a caso, tra le misure mediante le quali si cerca di stimolare il mercato, è contemplato uno specifico aiuto: alcune regioni si sono accollate i costi per la stesura del *business plan* nel caso in cui gli investimenti non vadano a buon fine (in sostanza, le regioni pagano le spese di consulenza). Ad esempio, la Regione Lombardia eroga un contributo, o *voucher*, a parziale copertura delle spese sostenute dalle imprese per servizi di consulenza volti alla predisposizione del *business plan* richiesto in sede di domanda di intervento finanziario al « Fondo di garanzia Made in Lombardy ».

Volendo schematizzare l'articolazione della filiera, al livello più basso ci sono i cosiddetti incubatori di imprese, come quelli che abbiamo nelle università: sono ormai 300 le imprese avviate dagli incubatori delle università italiane.

A un livello immediatamente superiore operano i *business angel*, che aiutano, anche perché il ricercatore non ha, spesso, la competenza e l'esperienza necessarie

per affrontare i problemi dei mercati finanziari. Il *business angel* mette a disposizione delle imprese esperienza gestionale, competenza tecnico-operativa e relazioni nel mondo degli affari.

In seguito, quando le imprese raggiungono dimensioni tali da rendere possibili investimenti di alcune centinaia di migliaia di euro, interviene il *venture capital*, che non ha interesse a spendere tempo e risorse per investimenti troppo limitati.

Indubbiamente, signor presidente, si pone anche un problema di informazione.

Anche gli operatori sono a caccia di idee e, di conseguenza, si muovono a loro volta. Come Associazione, abbiamo già attuato alcune iniziative, collaborando con le associazioni degli imprenditori e con le camere di commercio. Adesso sono previste, come ho già detto, nuove attività di formazione destinate ad avvicinare i dottori commercialisti alle tematiche del *private equity* e a valorizzare il ruolo di tale categoria ai fini dell'apertura al mercato delle piccole e medie imprese.

In particolare, stiamo cercando di organizzare, nell'ambito della formazione professionale continua, alcuni corsi sugli investimenti in capitale di rischio, tenuti dai membri del nostro consiglio direttivo, che prevedano l'attribuzione ai partecipanti di un determinato numero di crediti formativi.

Inoltre, abbiamo stipulato un accordo di collaborazione con il Ministero dello sviluppo economico, volto a favorire gli investimenti innovativi e una più elevata patrimonializzazione delle PMI. L'accordo rientra nelle azioni previste dalla direttiva del Presidente del Consiglio dei Ministri del 4 maggio 2010, con la quale è stata data attuazione allo Small Business Act per l'Europa, di cui alla Comunicazione della Commissione europea del 25 giugno 2008.

Collaboriamo con i commercialisti, con l'ABI e con Confindustria per svolgere attività formative anche a livello locale. I nostri operatori si recano direttamente nelle sedi delle imprese. Adesso hanno

imparato: per non spaventare i piccoli imprenditori, cercano di non abusare della terminologia anglosassone.

Insomma, il circuito informativo ha cominciato ad animarsi.

Dobbiamo far comprendere agli stessi ricercatori che hanno costituito imprese il ruolo che l'investitore in capitale di rischio svolge, cosa si aspetta (che l'investimento renda) e cosa pretende (essenzialmente, di condividere le scelte).

Nel nostro Paese non erano state compiute, finora, operazioni di *venture capital* di grande successo.

Insegno al Politecnico di Milano, e sono anche presidente della Fondazione Politecnico di Milano, la quale svolge un ruolo strategico, favorendo la collaborazione tra il Politecnico medesimo, la pubblica amministrazione e la realtà economica e produttiva. Ho premesso queste informazioni per ricordare che proprio la Fondazione gestisce, da alcuni anni, l'Acceleratore d'impresa del Politecnico di Milano, l'incubatore di imprese dell'ateneo. Dalla sua creazione, esso ha ospitato, in totale, circa sessanta imprese. Attualmente, le imprese incubate sono venticinque. Al riguardo, mi fa piacere sottolineare che proprio il mese scorso, per la prima volta, una delle imprese ospitate nell'incubatore è riuscita a vendere una parte della propria attività, per decine di milioni di euro, all'azienda statunitense *leader* del settore.

Poiché il mercato delle nuove tecnologie non è nel nostro Paese, ma è internazionale, abbiamo creato alcune opportunità anche in California, in modo da obbligare le nostre imprese un po' più mature ad andare incontro al mercato, fuori dai confini nazionali. La prima impresa che abbiamo mandato in California, dopo un anno, è riuscita a compiere l'operazione di cui ho detto poc'anzi, incamerando alcune decine di milioni di euro. Per un'impresa italiana è un grande risultato, ma non ne abbiamo tanti altri da esibire.

GERARDO SOGLIA. Ho una curiosità. Nel vecchio mondo del *venture capital*, gli operatori sceglievano i settori in cui inve-

stire. Erano specializzati e, quindi, sceglievano i settori in cui investire e determinavano la dimensione dell'investimento.

Alcuni anni fa, ho avuto modo di collaborare con Gianfilippo Cuneo, numero uno del fondo Synergo. Il suo modo di operare è innovativo - almeno, lui lo definisce tale - perché non gli interessa tanto il settore in cui investire, ma la persona, l'imprenditore su cui investire. A suo avviso, alcune ricerche condotte in materia di *venture capital* dimostrano che il successo delle imprese non è dovuto alla scelta del settore in cui operare, ma a imprenditori dotati della capacità di fare *business*. Insomma, non è determinante, per lui, che l'impresa sia altamente tecnologica, ma che l'imprenditore sia capace.

Cosa ne pensa, professore ?

GIAMPIO BRACCHI, *Presidente dell'AIFI*. È certamente vero, ma bisogna fare un discorso più articolato.

Anche quando si tratta di acquistare una quota di minoranza di una media impresa, l'attenzione dell'investitore si appunta su specifici elementi di valutazione.

In primo luogo, supponendo che venga in rilievo una nuova impresa tecnologica, è essenziale che il prototipo abbia un mercato: si può realizzare un prodotto bellissimo; tuttavia, se questo non ha mercato, non si va da nessuna parte.

Inoltre, il mercato deve avere certe dimensioni: non devono esserci, nel mondo, tante altre imprese che stanno operando nello stesso ambito. In altre parole, poiché siamo non al centro dell'impero tecnologico, ma leggermente decentrati, se ci mettiamo a realizzare gli stessi prodotti che stanno già costruendo tanti californiani, e ora anche gli indiani, è difficile che riusciamo a prevalere sugli uni e sugli altri.

Poi, si guarda soprattutto all'uomo. Da questo punto di vista, cioè che conta è che la persona, dopo aver concepito un'iniziativa imprenditoriale, sia determinata a dedicare almeno i successivi due anni della propria vita, senza fare distinzione tra giorno e notte, alla traduzione della pro-

pria idea in un prodotto che dovrà primeggiare nel mercato. Talvolta, questa persona non è l'ideatore del progetto originale, l'inventore, ma un'altra persona, che ha un'attitudine più commerciale e finanziaria e che, collaborando con il primo, è in grado di portare a compimento il progetto.

Si investe sull'uomo - è giustissimo -, ma anche sul prodotto.

A questo punto, occorrerebbe approfondire il discorso della specializzazione dei fondi. In generale, i fondi italiani non sono specializzati, ma generalisti, anche perché sono piccoli, e la nostra industria è diversificata.

Tuttavia, sono nati, di recente, fondi più specializzati, come quelli che investono in società il cui fatturato deriva, almeno in parte, da attività tecnologiche connesse alle tematiche ambientali (perché la raccolta in tale ambito è considerata, evidentemente, più facile).

Sono pochi, in Italia, anche i fondi per le infrastrutture, un altro settore di enorme interesse. L'investimento può riguardare infrastrutture *brownfield*, già esistenti, o, meglio ancora, *greenfield*. Noi abbiamo bisogno di fondi che investano in questo secondo settore.

A tale proposito, nel mondo del *private equity* si discute se sia meglio avere operatori di tipo generalista, ovvero specializzati in alcuni settori.

A mio avviso, se il mercato è sufficientemente grande, avere una competenza di settore aiuta molto, perché non tutti sono uguali. Il buon senso ci dice che l'operatore di *private equity* specializzato - il quale non limiti il proprio intervento all'aspetto finanziario, ma voglia fare in modo che l'impresa trovi *partner* per internazionalizzarsi -, conoscendo bene il settore, perché ha già investito in altre aziende simili, può creare sinergie che non riuscirebbe a produrre se fosse generalista.

Comunque, la maggior parte dei fondi è di tipo generalista.

PRESIDENTE. A prescindere dalle valutazioni relative al fondo Marguerite, agli altri fondi per le infrastrutture e agli

*eurobond*, per tornare alla nostra indagine, una delle mie preoccupazioni è che, in base al proprio regolamento, il Fondo italiano di investimento per le PMI, a parte il problema della tempistica, non potrà realizzare investimenti in società di nuova costituzione (cosiddette *start-up*).

Come lei ha evidenziato, professore, il periodo di investimento avrà una durata di cinque anni, prorogabili di un anno, mentre quello di disinvestimento sarà di sette anni, prorogabili di due anni. Ciò premesso, non è ancora molto chiaro quel che succederà alla fine di questo percorso.

Per quanto disponga di un miliardo e 200 milioni di euro, il Fondo potrà funzionare se il sostegno finanziario alle imprese avrà una durata pari a quella prevista per l'attuazione del piano industriale.

Il meccanismo prevede la partecipazione al capitale e poi, conseguito l'obiettivo dell'espansione, della ristrutturazione della base azionaria, oppure dell'aggregazione, il disinvestimento, per investire in altre società, in maniera da svolgere una funzione di accompagnamento « successivo ».

Tuttavia, la rotazione potrà avvenire in relazione alle possibilità di uscita. Se la partecipazione del Fondo avrà la durata di cui abbiamo già detto, saranno completati, se tutto va bene, due cicli o, forse, anche tre, in relazione a partecipazioni di più breve durata.

Il tema è, dunque, il seguente: una volta raggiunto lo scopo, quale sarà la via d'uscita?

Potrebbe essere la quotazione in borsa. Questa, però, non attraversa certo un buon periodo: da un lato, c'è carenza di investitori istituzionali; dall'altra, i nostri imprenditori sono poco propensi non soltanto ad accettare l'ingresso di estranei nella compagine aziendale, ma anche a dare al mercato, in maniera continuativa, informazioni relative alle proprie imprese.

Secondo lei, professore, le imprese accettano l'idea di un accompagnamento alla quotazione in borsa per il tramite del Fondo italiano di investimento, o di un fondo di fondi subentrante? E con quali modalità?

Per esempio, io pensavo all'ipotesi di attivare il sostegno finanziario da parte del Fondo italiano di investimento, ma di far subentrare, eventualmente, i fondi sovrani, i quali, nella fase successiva, potrebbero accompagnare le società alla quotazione in borsa, incentivata mediante la previsione di agevolazioni fiscali.

Quale potrebbe essere il meccanismo? Esistono le condizioni per un ingresso in borsa delle imprese dopo la conclusione del ciclo di investimento?

GIAMPIO BRACCHI, *Presidente dell'AIFI*. Sull'istituzione del Fondo italiano di investimento abbiamo espresso un giudizio positivo, sia pure proponendo che le risorse fossero allocate seguendo lo schema del fondo di fondi, con gli operatori distribuiti sul territorio. In altre parole, nutrivamo qualche preoccupazione in merito a una gestione centralizzata, da noi considerata non adatta a selezionare senza condizionamenti, secondo una logica di mercato, e poi a seguire più da vicino, le piccole e medie imprese da sostenere.

La nostra idea era quella di un fondo che investisse fino al 50 per cento in altri fondi, i cui operatori avrebbero dovuto assicurare metà della raccolta, accettando le regole del fondo di fondi e rischiando anche il proprio denaro e la propria reputazione.

Come sapete, è stata trovata una soluzione di compromesso: il Fondo italiano di investimento effettuerà investimenti diretti e indiretti. L'investimento in fondi segue le prassi usuali.

Normalmente, a fronte dei disinvestimenti, la SGR effettua rimborsi parziali *pro-quota* ai partecipanti, i quali, altrimenti, non vedrebbero più un euro per tutta la durata del fondo (una tale ipotesi, ovviamente, scoraggerebbe gli investimenti nei fondi).

Il limite del *private equity*, nei confronti di chi fa un solo investimento, è che questo risulta poco liquido. Il grande fondo pensione che sta investendo da dieci anni in *private equity* si è creato una diversificazione di fondi per annata e per tipologie, e investe ciò che rientra, ma non

nello stesso fondo. Anche il Fondo italiano di investimento funziona in questo modo.

Sugli investimenti con un orizzonte lungo il problema è, evidentemente, quello della *way out*.

Probabilmente, la borsa è il canale di uscita ideale. Nel volgere di alcuni anni, le condizioni dei mercati borsistici saranno diverse dalle attuali. Questo è ciò che ci aspettiamo.

Inoltre, vi è sempre la possibilità di cedere la partecipazione a un altro operatore di *private equity* o *venture capital*, attraverso un *replacement* o un *secondary buyout*.

L'importante è che non si ricada nell'assistenzialismo. Tutti ricordiamo come alcune esperienze, realizzate in passato nel nostro Paese (soprattutto nel Mezzogiorno, ma non solo), non abbiano mai creato ricchezza, ma siano servite esclusivamente a erogare denaro pubblico (finito il quale, è finito tutto). Bisogna che le regole siano quelle del mercato, perché, se le imprese valgono, l'investitore lo trovano.

Certo, la creazione di uno strumento che agisse sul versante dell'investimento secondario potrebbe essere utile.

Voglio citare l'esempio della Caisse des dépôts francese. Nel 2000, all'epoca della bolla Internet, essa aveva già investito una notevole quantità di risorse in *start-up* Internet. Nel 2003-2004, nessuno dava più un euro a queste aziende, le quali, anche se valide, rischiavano di non sopravvivere. Ebbene, la Caisse des dépôts lanciò un

fondo di investimento additivo, dedicato proprio al settore ICT, per consentire la sopravvivenza delle imprese del settore meritevoli di sostegno.

Purtroppo, il nostro Paese è condizionato dalla lentezza operativa e dalla mancanza di una prospettiva di medio termine, carenze che ci impediscono di vedere anche le soluzioni che sarebbe più saggio adottare.

Quando sarà possibile verificare gli effetti di ciò che è stato realizzato, se la borsa non tirasse e la situazione contingente fosse negativa, sarà il momento, probabilmente, di lanciare uno strumento dedicato soprattutto agli investimenti secondari.

**PRESIDENTE.** Ringrazio il professor Bracchi per il suo contributo e per la documentazione consegnata, di cui autorizzo la pubblicazione in allegato al resoconto stenografico della seduta (*vedi allegato*).

Dichiaro conclusa l'audizione.

**La seduta termina alle 15,30.**

---

IL CONSIGLIERE CAPO DEL SERVIZIO RESOCONTI  
ESTENSORE DEL PROCESSO VERBALE

DOTT. GUGLIELMO ROMANO

---

Licenziato per la stampa  
il 29 agosto 2011.

---

STABILIMENTI TIPOGRAFICI CARLO COLOMBO

ALLEGATO

**AIFI**

**Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital**

**AUDIZIONE SULL'INDAGINE CONOSCITIVA SUI MERCATI  
DEGLI STRUMENTI FINANZIARI**

***6<sup>a</sup> Commissione Finanze***

## AUDIZIONE SULL'INDAGINE CONOSCITIVA SUI MERCATI DEGLI STRUMENTI FINANZIARI

### ***Mercati finanziari e private equity***

Il tessuto imprenditoriale italiano si caratterizza, attualmente, sia per un'elevata esposizione nei confronti del sistema bancario, con un grado di indebitamento più elevato per le piccole e medie imprese rispetto alle comparabili di maggiori dimensioni, sia per una conseguente scarsa patrimonializzazione.

La crisi del sistema finanziario internazionale, causata dall'elevata finanziarizzazione dell'economia, ha portato alla definizione del nuovo accordo di Basilea 3. I nuovi capisaldi del sistema bancario si concentrano sulla definizione di una maggior stabilità, che, realizzata attraverso l'aumento dei requisiti patrimoniali minimi richiesti, potrebbe generare, tra gli altri effetti, un aumento del costo del credito per le imprese.

Tale scenario pone le basi per una ridefinizione del ruolo dell'attività di investimento in capitale di rischio, utile ad arginare sia l'attuale stato di sottocapitalizzazione delle imprese italiane, sia la forte dipendenza verso il capitale di prestito e, al contempo, migliorare la situazione di svantaggio competitivo sofferta ad oggi dall'economia italiana.

L'attività di investimento istituzionale in capitale di rischio, propria del settore del private equity, può rappresentare un motore di sviluppo sia quando è rivolta nei confronti di aziende in fase di avvio, sia se riferita a situazioni tanto di crescita, quanto di riorganizzazione. La relazione tra il fondo di private equity e la società target si basa su un **rapporto diretto di capitalizzazione**, con la definizione di specifiche politiche di sviluppo elaborate nei diversi contesti del territorio nazionale e che permettono non solo di impattare positivamente sullo sviluppo delle imprese oggetto di investimento, ma anche, come dimostrato da diverse evidenze empiriche in materia, sul tessuto economico circostante. Tale modello di business si concretizza non solo attraverso la mera fornitura di capitale di rischio, ma anche con contributi al know-how manageriale, all'innovazione, nonché allo sviluppo sia tecnologico, sia dei mercati di riferimento attraverso una forte spinta all'internazionalizzazione.

Il rafforzamento patrimoniale e organizzativo che si realizza con il ricorso al private equity può rappresentare un valido sostegno soprattutto nell'attuale stato congiunturale di forte sottocapitalizzazione. L'agevolazione verso l'accesso al capitale di rischio, intesa anche come spinta per migliorare l'efficienza dei mercati finanziari è, altresì, un punto cardine dei diversi programmi pubblicati nel corso degli ultimi anni dalla Commissione Europea (tra cui si ricorda la recente Comunicazione "Europa 2020").

La partnership tra il settore e le imprese trova allineamento anche nel comune interesse di una **visione d'investimento di medio-lungo periodo**. Infatti, come mostrato dalle ultime indagini

statistiche, i fondi di private equity tendono al disinvestimento nell'arco di 4 - 6 anni, realizzando, al contempo, tassi di crescita dei ricavi delle imprese partecipate superiori rispetto a quelli del campione di imprese comparabili non affiancate da un investitore istituzionale. Il loro ruolo si contrappone, dunque, a quello speculativo tipico degli *hedge funds*, orientati ad una logica di ottimizzazione dei rendimenti di breve periodo.

La **presenza di un investitore istituzionale** nella compagine azionaria si è dimostrata, negli ultimi anni, anche un valido sostegno per l'**apertura al mercato** durante la fase di crescita dell'impresa, talora realizzata anche attraverso la quotazione in Borsa. Le statistiche mostrano, infatti, un peso crescente sia del numero di società portate a quotazione in Borsa dai fondi di private equity, sia di IPO poste in essere da società di private equity.

### ***Lo stato dell'arte del mercato del private equity***

Un'analisi quantitativa del mercato italiano del capitale di rischio, sui dati più aggiornati, evidenzia un settore rappresentato da circa 170 operatori con un trend di mercato che, sulla scia della crisi economica internazionale, mostra ancora segni di debolezza.

L'ammontare annuo mediamente investito negli ultimi tre anni è pari a circa 4 miliardi di Euro, distribuito su una media di circa 300 operazioni/anno.

Sebbene i dati possano sembrare significativi in termini assoluti, una comparazione con gli altri Paesi europei, quali Francia e Germania, mostra quanto sia netto il divario soprattutto in termini di numero di interventi realizzati.

Sulla base di un confronto relativo ai dati più aggiornati a disposizione, riferiti al 2009, si evidenzia come in Italia siano stati realizzati 283 interventi contro 898 della Spagna, 987 del Regno Unito, 1.324 della Germania e 1.469 della Francia.

Uno specifico comparto del mercato dove si registra un particolare ritardo nel confronto internazionale è quello degli investimenti nel segmento dell'early stage che riguarda le imprese in fase di avvio. Nel 2009 in Italia sono state realizzate 79 operazioni, per un valore complessivo di 98 milioni di Euro, mentre in Spagna le operazioni effettuate sono state 247, per un controvalore di 108 milioni di Euro e in Germania 648, per un valore pari a 393 milioni di Euro.

Da qui si comprende la necessità, ispirandosi al ruolo che il venture capital e il private equity hanno avuto a sostegno della crescita delle piccole e medie imprese e delle neoimprese in altri Paesi, di promuovere anche in Italia una politica mirata a questo strumento attraverso interventi di ampio respiro.

Rientra tra le iniziative di riferimento la nascita del Fondo Italiano di Investimento, volto ad agevolare la patrimonializzazione delle imprese di minori dimensioni ed il sostegno a progetti di sviluppo a medio-lungo termine, nonché ad incentivare il processo di aggregazione tra piccole e medie imprese.

Le prime evidenze sulle molteplici proposte di investimento che sono state presentate al Fondo mostrano positivi riscontri, sulla vivacità del mercato, sia dal punto di vista dell'investimento diretto, sia dell'investimento in fondi già esistenti.

Seppure il target di investimento del Fondo Italiano sia rappresentato dal comparto del "mid-market" – imprese italiane con un fatturato compreso tra 10 e 100 milioni di euro – l'auspicio è che tale ripresa possa fungere da volano per favorire una generale crescita economica più consistente e duratura nel tempo, che permetta non solo di consolidare la posizione delle piccole e medie imprese italiane sul territorio nazionale, ma anche di accrescerne la capacità competitiva a livello internazionale.

Da ultimo, per quanto concerne il mercato del venture capital, come si avrà modo di approfondire nel paragrafo successivo, si propongono misure volte a sostenere iniziative non solo a livello centrale, ma che coinvolgano anche gli enti locali, al fine di canalizzare in modo efficiente il sostegno a nuove imprese.

### ***Le proposte per favorire il capitale di rischio a servizio delle imprese***

Si apprende con soddisfazione che, proprio in queste ore, è stata approvata al Senato, nel Decreto Milleproroghe, la  **riforma della tassazione dei fondi comuni di investimento**, che prevede, tra i principi, la defiscalizzazione dei fondi, la tassazione a carico dei partecipanti al momento del realizzo dei proventi e la trasparenza fiscale del veicolo a vantaggio degli investitori non residenti. Si coglie, dunque, il positivo impatto di tale revisione sul comparto dei fondi di private equity, per i quali AIFI aveva più volte sollecitato il passaggio dalla tassazione sui risultati maturati all'imposizione sui proventi effettivamente realizzati, al fine di evitare un regime penalizzante per la competitività e la trasparenza dei fondi italiani.

Dopo diversi tentativi mancati,  **si auspica**, dunque, che  **la previsione possa essere definitivamente approvata** nella votazione che si terrà  **alla Camera dei Deputati** entro il termine del 27 febbraio p.v. previsto per la conversione in legge.

Di seguito si suggeriscono, inoltre, alcune proposte per potenziare la disponibilità di capitale di rischio a servizio delle imprese, considerando, in primo luogo, la possibilità di attivare strumenti a livello regionale a favore delle start up innovative, attraverso l'impiego di risorse che potrebbero essere più rapidamente disponibili rispetto a quelle che risultano ad oggi stanziabili per misure nazionali.

In secondo luogo, si indicano alcuni meccanismi che potrebbero essere introdotti a supporto di strumenti già esistenti, come il citato Fondo Italiano di Investimento, quali gli schemi di garanzia a parziale copertura dei rischi assunti dagli investitori nei fondi.

Discorso a parte merita l'agevolazione alla quotazione come possibile canale di disinvestimento per i fondi di private equity. Seppur vero che, già in passato, proposte in merito all'introduzione di incentivi fiscali per favorire la quotazione sono state oggetto di rilievi e obiezioni in sede

comunitaria, si suggeriscono, in questo ambito, alcune cautele per proporre tali strumenti in una versione compatibile con il quadro normativo comunitario.

### **Strumenti di carattere regionale**

La politica di coesione comunitaria per il periodo di programmazione corrente ha allocato, per quanto attiene all'Italia, oltre 500 milioni di Euro per la predisposizione di misure pubbliche a sostegno del venture capital. A fronte di una tale disponibilità di risorse, e in considerazione dell'attuale situazione economica che rende sempre più esigue le risorse a livello centrale da dedicare ad interventi di questo tipo, **si propone di prevedere un maggiore supporto ad iniziative non solo a livello centrale, ma che coinvolgano anche gli enti regionali**, al fine di canalizzare in modo efficiente le misure a sostegno di nuove imprese. Si precisa che attualmente misure regionali sono state attivate solo in 8 distretti e che, dei già citati 500 milioni di Euro messi a disposizione dalla Comunità Europea, solo 83 milioni sono stati richiamati.

Nel novero dei dispositivi finora attivati, un'opportuna menzione va fatta a proposito del Fondo POR I.3, recentemente istituito dalla Regione Lazio. La misura in questione prevede il coinvolgimento di soggetti privati che investiranno, assieme al fondo, direttamente nel capitale delle PMI selezionate. Il dispositivo prevede un meccanismo di incentivo ibrido, che concede ai co-investitori privati un trattamento più favorevole al momento del disinvestimento, attraverso il modello di partnership pubblico-privata dell'*up-side leverage scheme*, considerato, da AIFI e dall'industria a livello internazionale, il più adatto ad innescare una serie di circoli virtuosi in sede di gestione del fondo.

Il Fondo POR I.3 istituisce un meccanismo di coinvolgimento del capitale privato che si ispira alle migliori pratiche a livello internazionale, permettendo al soggetto pubblico di fungere da catalizzatore di nuove iniziative private che pongano le basi per la creazione di un mercato autonomo e funzionante.

**Tale schema potrebbe essere utilizzato come esempio anche da altre Amministrazioni Regionali.**

A corollario delle misure locali sopraesposte, si propone anche l'introduzione di **agevolazioni fiscali a favore dei sottoscrittori dei fondi di venture capital**. A tale fine, e sulla scorta del modello francese (*Loi pour la confiance et la modernisation de l'économie* di luglio 2005 e *Loi de finances pour 2007* del dicembre 2007) potrebbe essere introdotto un regime di deducibilità dal reddito (o detraibilità dall'imposta sul reddito) per le persone fisiche e/o per le società, commisurata all'ammontare pari all'investimento nelle quote dei fondi dedicati a nuove imprese innovative.

### **Strumenti di garanzia**

Sulla base di esperienze già consolidate a livello europeo, si suggerisce la **previsione di strumenti di garanzia**, peculiari alla fase del ciclo di investimento e alle condizioni di mercato, **quali, ad esempio, fondi di garanzia a carattere nazionale/regionale**. Nello specifico, i

suddetti meccanismi di *down-side protection scheme* tutelano il soggetto privato in caso di realizzazione di perdite sull'investimento, assorbite in tutto o in parte dal soggetto pubblico.

Tali strumenti potrebbero anche essere introdotti a supporto dell'attività svolta dai fondi che saranno oggetto di finanziamento da parte del Fondo Italiano di Investimento.

Tali previsioni potrebbero valere sia per gli investimenti effettuati tramite le società di gestione del risparmio di fondi mobiliari chiusi, sia dai veicoli di investimento di cui agli artt. 106 e 107 del Testo Unico Bancario, nonché per le nuove società per azioni che si prospetta possano nascere a seguito della nuova disciplina degli intermediari finanziari introdotta dal Decreto Legislativo n. 141 del 13 agosto 2010.

In questo modo si permetterebbe di assicurare protezione contro elevati livelli di rischio ed, altresì, di attrarre con più facilità i capitali degli investitori istituzionali.

**Per reperire le risorse utili all'introduzione dei suddetti strumenti si potrebbe includere i fondi comuni di investimento mobiliare chiusi tra i soggetti destinatari del Fondo di Garanzia**, di cui all'articolo 2, comma 100, lettera a) della Legge 23 dicembre 1996, n. 662. Le attuali previsioni dell'art. 15, comma 2 della Legge 7 agosto 1997, n. 266 prevedono, infatti, la concessione della garanzia del Fondo alle banche, agli intermediari finanziari iscritti all'elenco speciale di cui all'art. 107 del Testo Unico Bancario e alle società finanziarie per l'innovazione e lo sviluppo iscritte all'albo di cui all'art. 2, comma 3 della legge 5 ottobre 1991, n. 317, a fronte di finanziamenti a piccole e medie imprese.

#### **Incentivi alla quotazione quale canale di disinvestimento**

Il disinvestimento chiude il ciclo del private equity attraverso la realizzazione del valore creato ed incorporato nelle imprese target. Sebbene la quotazione rappresenti un potenziale strumento di exit per i fondi di private equity e negli ultimi anni si sia registrato un peso crescente delle società quotate in Borsa a seguito del ricorso a fondi di private equity, tale soluzione non appare ancora come un'alternativa facilmente perseguibile.

Sarebbe utile, in tal senso, **porre in essere misure volte ad agevolare la quotazione anche per le medie imprese italiane, quali, ad esempio, incentivi fiscali per le aziende che intendono quotarsi e/o per gli investitori**. Seppur vero che, già in passato, proposte simili non hanno riscontrato il parere favorevole della Commissione Europea, in quanto ritenute conferenti specifici vantaggi economici, nonché falsanti la concorrenza sul mercato, ci si chiede se tali proposte non possano comunque rientrare nelle casistiche per cui la disciplina in materia contempla deroghe discrezionali della Commissione.

A tal proposito, si rammenta che la finalità del progetto riguarda, *in primis*, il rafforzamento patrimoniale a sostegno di una storica sottocapitalizzazione delle imprese italiane e, pertanto, potrebbe porsi in linea con gli indirizzi della politica comunitaria di sostegno agli investimenti in capitale di rischio nelle piccole e medie imprese. Inoltre, gli interventi sopraesposti potrebbero

fare da volano ad altri obiettivi di politica economica comunitaria, quali, ad esempio, il rafforzamento produttivo e di mercato, nonché lo sviluppo dell'occupazione nell'imprenditoria.

Da ultimo, proprio al fine di prevenire obiezioni in sede comunitaria sull'utilizzo di tali meccanismi, si propone di **promuovere un regime fiscale agevolato per le imprese che intendono quotarsi accompagnato ad opportuni limiti/soglie di utilizzo.**

PAGINA BIANCA

PAGINA BIANCA

€ 2,00



\*16STC0014240\*