

*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.**