COMMISSIONE VI
FINANZE

RESOCONTO STENOGRAFICO

INDAGINE CONOSCITIVA

5.

SEDUTA DI MERCOLEDÌ 29 LUGLIO 2020

PRESIDENZA DEL VICEPRESIDENTE **ALBERTO LUIGI GUSMEROLI**

INDICE

PAG.

Sulla pubblicità dei lavori:

Gusmeroli Alberto Luigi, *presidente* 3

INDAGINE CONOSCITIVA SUI MERCATI FINANZIARI AL SERVIZIO DELLA CRESCITA ECONOMICA

Audizione in videoconferenza di rappresentanti dell'Associazione italiana del *private equity* e *venture capital* (AIFI):

Gusmeroli Alberto Luigi, *presidente* 3, 5

Cipolletta Innocenzo, *presidente dell'Associazione italiana del* private equity *e* venture capital *(AIFI)* 3

ALLEGATO: Documentazione depositata dal professor Cipolletta 6

N. B. Sigle dei gruppi parlamentari: MoVimento 5 Stelle: M5S; Lega - Salvini Premier: Lega; Forza Italia - Berlusconi Presidente: FI; Partito Democratico: PD; Fratelli d'Italia: FdI; Italia Viva: IV; Liberi e Uguali: LeU; Misto: Misto; Misto-Noi con l'Italia-USEI-Cambiamo !-Alleanza di Centro: Misto-NI-USEI-C !-AC; Misto-Minoranze Linguistiche: Misto-Min.Ling.; Misto-Centro Democratico-Radicali Italiani-+Europa: Misto-CD-RI-+E; Misto-MAIE - Movimento Associativo Italiani all'Estero: Misto-MAIE; Misto-Popolo Protagonista - Alternativa Popolare: Misto-PP-AP.

PAGINA BIANCA

PRESIDENZA DEL VICEPRESIDENTE ALBERTO LUIGI GUSMEROLI

La seduta comincia alle 15.50.

Sulla pubblicità dei lavori.

PRESIDENTE. Avverto che la pubblicità dei lavori della seduta odierna sarà assicurata anche attraverso la trasmissione televisiva sul canale satellitare della Camera dei deputati e la trasmissione diretta sulla *web-tv* della Camera dei deputati.

Audizione in videoconferenza di rappresentanti dell'Associazione italiana del *private equity* e *venture capital* (AIFI).

PRESIDENTE. L'ordine del giorno reca, nell'ambito dell'indagine conoscitiva sui mercati finanziari al servizio della crescita economica, l'audizione in videoconferenza di rappresentanti dell'Associazione italiana del *private equity* e *venture capital* (AIFI).

Ricordo che l'audizione si svolgerà in videoconferenza con la partecipazione da remoto degli auditi nel rispetto delle misure di tutela adottate dalla Camera per prevenire il contagio da coronavirus, secondo le modalità stabilite dalla Giunta per il Regolamento nella riunione del 31 marzo 2020.

Do quindi il benvenuto da parte della Commissione e mio personale al presidente Innocenzo Cipolletta, che saluto e ringrazio per la presenza.

Cedo subito la parola al presidente Cipolletta, al quale chiederei di limitare se possibile il proprio intervento a una decina di minuti, al fine di lasciare poi adeguato spazio al successivo dibattito.

INNOCENZO CIPOLLETTA, *presidente dell'Associazione italiana del* private equity *e* venture capital *(AIFI)*. Ringrazio per questa possibilità e opportunità di intervenire. Come lei ha ricordato, sono presidente dell'AIFI, Associazione italiana del *private equity*, *venture capital* e *private debt*, ossia di quelle forme di capitale alternativo che sono finanziamenti alternativi al sistema delle imprese. Il sistema del *private capital* funziona attraverso la raccolta di risparmio, che viene poi investito in un certo numero di aziende; l'investimento non è semplicemente un investimento finanziario da parte dei fondi, ma è un investimento anche di professionalità, di relazioni e di controllo dell'andamento dell'azienda. Siamo soci delle aziende o, nei casi in cui c'è un'acquisizione della maggioranza, ne siamo i controllori e si investe denaro per consentire a queste imprese di crescere, di ristrutturarsi, se necessario, fare nuovi investimenti, aprire sedi all'estero e fare tutte quelle operazioni che sono necessarie per la loro crescita.

Il fondo resta un certo numero di anni per poter conseguire dei risultati positivi e poi in genere esce. L'uscita del fondo è fatta sia attraverso una quotazione dell'azienda – perché si investe sulle aziende non quotate e poi casomai le si porta in Borsa – ovvero le si cede a qualche altra impresa o a un altro fondo che le farà ancora crescere. Il risparmio che viene investito in queste imprese è remunerato attraverso la plusvalenza che si realizza fra l'acquisto della quota dell'azienda e la cessione successiva. La tutela del risparmio è assicurata dal fatto che i fondi non investono in una singola azienda, e quindi non rischiano di poter perdere tutto il capitale investito, ma investono su un numero relativamente ampio di aziende, in maniera tale che anche se

c'è un'azienda che non va bene, le sue perdite possono essere ampiamente compensate dai proventi che derivano dalle altre aziende.

Il nostro settore è importante per la crescita del sistema economico, perché investiamo in piccole e medie aziende non quotate e investiamo per farle crescere, realizzando in questa maniera dei guadagni per il risparmio privato. Le statistiche mostrano che sinora il settore del *private equity* italiano è efficiente, ma piccolo come dimensione. Efficiente, nella misura in cui questo settore ha garantito – come *private equity* – rendimenti superiori al 10 per cento in media nel corso degli ultimi dieci anni, in alcuni anni del 15/16 per cento. Però è anche un settore piccolo, perché investe un decimo di quello che investe un Paese come la Francia, un terzo di quello che investe un Paese come la Germania e quindi abbiamo una grande possibilità di crescita per consentire al Paese anche di avere quei capitali che le banche oggi non possono più dare, poiché hanno un controllo più stretto e non possono investire in processi industriali. Questo settore in tutti gli altri Paesi sta portando una dinamica positiva – ricordo che le aziende che sono partecipate dal sistema del *private equity* hanno avuto una crescita media annua di oltre il 5 per cento – ed hanno potuto incrementare l'occupazione, anch'essa di oltre il 5 per cento.

L'Italia è un Paese che ha un grande risparmio privato, sia personale sia attraverso il sistema previdenziale, e – come dicevo prima – investe relativamente poco in queste formule di *private capital*, laddove in quasi tutti gli altri Paesi la principale fonte di finanziamento è il sistema previdenziale privato, il sistema previdenziale a capitalizzazione. Questo perché il sistema previdenziale raccoglie masse importanti di capitali e ha bisogno di rendimenti relativamente elevati, ma è anche un comparto che è paziente, nel senso che può investire nel medio e lungo termine. In questo settore lo svantaggio dell'investimento risiede proprio nella carenza di liquidità, infatti chi investe nel nostro settore, non può investire e ritirare il proprio denaro un mese dopo, ma deve rimanere un certo numero di anni. Questa è proprio la caratteristica principale dei sistemi previdenziali, i quali non hanno bisogno di avere disponibilità del risparmio immediatamente, ma devono avere rendimenti elevati per poter pagare le pensioni. Questo è anche l'interesse dei *family office*, che in genere sono gestori di patrimoni familiari, o anche di grandi risparmiatori, che hanno una disponibilità sopra i 4/5 milioni di euro e che possono investire una parte relativamente piccola, ma comunque importante in un settore dove non c'è molta liquidità.

Noi abbiamo apprezzato quello che il Governo ha fatto nel corso di questo *lockdown* cercando di ricapitalizzare anche il sistema delle imprese. Su questo abbiamo anche avvertito il Governo e avvertiamo il Parlamento che è importante che la ricapitalizzazione delle imprese sia favorita dal settore pubblico, ma deve essere lasciata prevalentemente al settore privato, perché è una tipica funzione del mercato privato.

Come può il settore pubblico favorire una ricapitalizzazione delle imprese rispettosa del mercato ? Seguendo l'esempio di molti altri Paesi, vengono costituiti da parte del settore pubblico quelli che vengono chiamati « i fondi dei fondi », cioè del capitale pubblico che spesso viene investito non nelle aziende, ma in un certo numero di fondi. In tal modo, da un lato si ha un ventaglio di investimenti tale che garantisca che non si perda questo capitale, dall'altro lato si ha la possibilità di moltiplicare questo capitale, perché, investendo in fondi di *private equity*, questi fondi a loro volta raccolgono altro denaro e investono sulle imprese. In questa maniera, Francia, Germania e Regno Unito hanno portato avanti una spinta forte al sistema del *private capital*. L'Italia si è avventurata attraverso Cassa depositi e prestiti e Fondo italiano d'Investimento – ricordo che sono stato presidente, per due Consigli, del Fondo Italiano d'Investimento – e attraverso dei fondi di fondi, però di portata relativamente limitata: noi andiamo intorno ai 300/500 milioni di euro, mentre in altri Paesi si parla di miliardi. Penso che sia importante farlo per quanto riguarda il

private equity, il *private debt* e il *venture capital*. È proprio di questi giorni la notizia che la Spagna farà un investimento di 2,3 miliardi sul *venture capital* – ricordo che la Spagna è più piccola dell'Italia. L'Italia con Cassa depositi e prestiti investirà quest'anno e l'anno prossimo all'incirca un miliardo, quindi meno della metà di quello che farà la Spagna.

Infine, volevo darvi qualche informazione su quelle che noi riteniamo siano misure importanti per favorire l'afflusso di capitali dal privato verso le imprese. Quello che noi pensiamo sia importante è favorire l'investimento da parte dei fondi pensione; per fare questo sarebbe utile dare ai fondi pensione un credito di imposta quando investono nelle piccole e medie imprese attraverso il sistema dei fondi di *private equity*, perché questo compenserebbe la mancanza di liquidità che potrebbero avere in alcuni casi: credo che questo sia un intervento importante che potrebbe essere fatto.

Come dicevo, è importante il fondo dei fondi da parte del sistema pubblico, ma bisogna attirare anche il capitale privato e per farlo è necessario che il sistema di controllo del risparmio privato investito consenta interventi anche minori di quelli che vengono tuttora previsti dalla legge: l'Unione europea impone un limite minimo di 100.000 euro per investire, mentre noi abbiamo fissato un limite di 500.000 euro; si sta discutendo come ridurlo e credo che sia importante poter consentire questa operazione. Mi fermo qui e resto a disposizione per le vostre domande.

PRESIDENTE. Grazie professor Cipolletta.

Non ci sono richieste da parte dei colleghi, questo significa che lei è stato veramente esauriente.

La ringrazio per il suo intervento.

Autorizzo la pubblicazione in allegato al resoconto stenografico della seduta odierna della documentazione consegnata dal professor Cipolletta *(vedi allegato)* e dichiaro conclusa l'audizione.

La seduta termina alle 16.

Licenziato per la stampa
il 19 settembre 2022

STABILIMENTI TIPOGRAFICI CARLO COLOMBO

ALLEGATO

Documentazione depositata dal professor Cipolletta.

AIFI

Associazione Italiana del Private Equity, Venture Capital e Private Debt

Indagine conoscitiva sui mercati finanziari al servizio della crescita economica

Audizione del Presidente AIFI – Prof. Innocenzo Cipolletta

Commissione Finanze della Camera dei Deputati

Videoconferenza, 29 luglio 2020

Via Pietro Mascagni, 7 - 20122 Milano - Tel. +39 02 7607531 - Fax +39 02 76398044 - segreteria@aifi.it - www.aifi.it - C.F. 97047690157

AIFI

Associazione Italiana del Private Equity, Venture Capital e Private Debt

AIFI è l'associazione che raggruppa il mondo del Private Capital e che fornisce supporto, attraverso i fondi di private equity, venture capital e private debt, alle nostre imprese non quotate.

Tali operatori selezionano le imprese attraverso rigorosi criteri di mercato, in modo da individuare iniziative ad alto potenziale e prospettive di sviluppo. Trattandosi di soggetti che assumono il rischio imprenditoriale a fianco dell'imprenditore e dei manager delle aziende, il finanziamento è di medio-lungo termine, caratteristica che ben si sposa con le metriche dei piani di sviluppo industriale. Questi fondi apportano non solo capitali, ma anche consulenza e competenze strategiche per contribuire alla realizzazione dei progetti aziendali.

Ricordo anche che queste operazioni hanno un impatto di rilievo sul nostro sistema economico. Una recente analisi evidenzia, infatti, come le aziende che hanno ricevuto supporto da parte di un fondo abbiano registrato, negli ultimi cinque anni, un tasso di crescita del 5,1% dell'occupazione e del 5,5% del fatturato.

Il Private Capital può essere, dunque, prezioso in questa fase di recupero delle imprese italiane perché può apportare capitali ed esperienze che consentano la crescita patrimoniale delle imprese che usciranno dalla crisi con un forte indebitamento nei confronti del sistema bancario, anche grazie ai necessari interventi del Governo volti a favorire la liquidità delle aziende.

A questo proposito, riconosciamo gli importanti sforzi compiuti dal Governo che ha colto in pieno questa necessità di ricapitalizzazione delle imprese, promuovendo misure di carattere fiscale e interventi diretti del soggetto pubblico.

Abbiamo peraltro, in diverse sedi, sottolineato come sia necessario che l'intervento pubblico avvenga pari passu, al fine di evitare un effetto di spiazzamento degli operatori privati, e che non siano previsti per il soggetto pubblico diritti di governance.

Noi crediamo, peraltro, che la via maestra per ricapitalizzare le imprese resti il mercato, evitando così che lo Stato si impegni, al di là di casi fisiologici, nel capitale di imprese private da cui poi risulta difficile l'uscita, mentre non sono improbabili i rischi di una distorsione del mercato.

Da sempre l'Italia ha un mercato molto efficiente di operatori privati, ma ridotto rispetto ad altri contesti economici comparabili. Basti pensare che il mercato francese ha raccolto lo scorso anno 10 volte le risorse degli operatori italiani, investendo volumi pari a circa 3 volte e che la Germania ha raccolto circa il triplo delle nostre risorse, per un valore degli investimenti pari al doppio di quello italiano. Senza citare l'esperienza anglosassone che mostra numeri ancora più rilevanti.

Sempre a titolo di confronto, si consideri che lo scorso anno sono stati investiti in Italia dagli operatori di private equity 7,2 miliardi di euro in 272 società, a confronto con i 19,3 miliardi di euro investiti in Francia in 2.314 società.

Via Pietro Mascagni, 7 - 20122 Milano - Tel. +39 02 7607531 - Fax +39 02 76398044 - segreteria@aifi.it - www.aifi.it - C.F. 97047690157

AIFI

Associazione Italiana del Private Equity, Venture Capital e Private Debt

Eppure, l'Italia resta un paese che produce un livello di risparmio molto elevato e che ha avviato un processo di accumulazione di risparmio previdenziale necessario per il futuro dei lavoratori, che tuttavia difficilmente riesce ad arrivare alle nostre imprese, mentre è troppo spesso investito in imprese straniere, oltre che in titoli pubblici di debito.

In una fase storica come l'attuale si pone il problema di come favorire una remunerazione positiva di questo risparmio che deve garantire la sicurezza di molte famiglie italiane.

Bisogna, pertanto, conciliare l'obiettivo della corretta remunerazione del risparmio previdenziale nel medio-lungo periodo con quello del rapido sostegno al sistema imprenditoriale e all'innovazione, che può, a sua volta, alimentare una crescita in termini di volumi di contributi previdenziali e assistenziali.

La via per ricondurre parte, limitata ma rilevante, di questo risparmio verso le PMI italiane, in particolare quelle non quotate, passa attraverso una serie di misure che vedano il Governo impegnato a favorire questo processo.

Come dimostrano le ricerche a livello internazionale, il modello del Private Capital (private equity, venture capital e private debt), impiegando il risparmio di investitori privati e istituzionali, è in grado di innescare un circolo virtuoso che alimenta la creazione di ricchezza e il ritorno per gli investitori nel medio-lungo periodo.

Di seguito riportiamo alcune proposte di intervento per il rilancio del Paese che riconoscano la centralità degli strumenti di Private Capital.

1) **Semplificare il quadro regolatorio per gli operatori del settore**

Per far sì che i gestori di fondi di Private Capital operino a condizioni equivalenti rispetto a quelli degli altri Paesi e che non vi siano svantaggi concorrenziali occorre implementare le disposizioni comunitarie con la necessaria proporzionalità e senza prevedere irrigidimenti. La prossima revisione della direttiva sui gestori di fondi alternativi (Alternative Investment Fund Managers Directive), in particolare, potrà essere l'occasione per una semplificazione del quadro regolatorio, soprattutto per i gestori con asset più contenuti, che nel nostro Paese investono in imprese di medio-piccole dimensioni. Anche nell'adozione del Regolamento comunitario 2088/2019, contenente gli obblighi di informativa sulla sostenibilità, è opportuna un'applicazione graduale e proporzionata per gli intermediari.

Si richiede, più in generale, di evitare un'assimilazione del nostro settore a quello degli intermediari bancari, visto il differente modus operandi e le diverse peculiarità dimensionali.

2) **Implementare interventi pubblico-privati**

Come dimostrato dalle migliori best practice internazionali, gli interventi pubblico-privati, cioè l'intervento pubblico nella forma indiretta attraverso la creazione di fondi di fondi, sono senza dubbio da preferire. L'obiettivo dovrà essere quello di promuovere il mercato in tutte le sue molteplici forme, cioè come interventi di private equity, venture capital, private debt e infrastrutture. Riconoscendo che una corretta attenzione è stata data all'ecosistema dell'innovazione e del venture capital, si richiede che lo stesso impegno venga dedicato a

rafforzare tutte le asset class. Con riferimento ai fondi pubblici ad oggi istituiti, e in particolare al "Patrimonio Rilancio", è opportuno che una parte o anche un comparto specifico sia destinato a svolgere l'attività di "fondo di fondi". In questo modo si potrebbe beneficiare di un effetto leva sulla raccolta dei fondi target che consentirebbe di moltiplicare le risorse per le imprese, utilizzando al meglio le risorse professionali sviluppate dal settore e, ove possibile, promuovendo anche nuovi operatori professionali.

3) Agevolare fiscalmente l'investimento da parte degli investitori istituzionali

Si ritiene necessario stimolare gli investitori istituzionali italiani (fondi pensione, enti previdenziali, compagnie assicurative), in quanto investitori di lungo-periodo, ad ampliare gli investimenti in economia reale nel nostro Paese, attraverso l'allocazione in fondi alternativi. L'impegno degli investitori istituzionali domestici è senza dubbio ancora fortemente inespresso sul Private Capital e, indirettamente, ciò si riflette anche sul potenziale impatto sull'economia reale domestica.

Il sistema previdenziale dovrebbe poter beneficiare di un credito d'imposta per gli investimenti in fondi che investano nelle PMI. Questo ricompenserebbe la perdita di liquidità che tali investitori subiscono con questa tipologia d'investimento, ma darebbe loro l'accesso a rendimenti decisamente superiori a quelli offerti da altre asset class. Questo intervento fiscale potrebbe essere reso ancora più incisivo se inserito entro una strategia di moral suasion intrapresa dal Governo per spingere gli investitori istituzionali ad assumere un maggiore impegno nell'investimento in aziende nel nostro Paese, attraverso fondi specializzati. Questo porterebbe a creare un circolo virtuoso sull'occupazione e sulla ricchezza.

4) Favorire il sistema assicurativo affinché l'investimento in Private Capital non assorba troppo patrimonio

Anche il comparto assicurativo è in alcuni Paesi, come la Francia che ha in passato perseguito una forte moral suasion per coinvolgere tali soggetti nel finanziamento dell'economia reale attraverso fondi specializzati, un canale di raccolta di rilievo per questi strumenti.

Tuttavia, da confronti avuti con alcune compagnie assicurative e dal dialogo avviato con Ania sembra che il parametro (risk capital charge) che viene considerato come riferimento per l'investimento in fondi di private equity e venture capital da parte del comparto assicurativo sia il 49%, nonostante a livello europeo e in altri Paesi si prenda come riferimento il 39%. Si suggerisce dunque di cercare di rendere lo stesso parametro allineato ai più recenti orientamenti.

Merita anche sottolineare che il Considerando 2 del Regolamento delegato UE 2019/981 della Commissione dell'8 marzo 2019, che introduce modifiche al calcolo del requisito patrimoniale di solvibilità delle compagnie assicurative, precisa come "…Il trattamento prudenziale del private equity e del debito a collocamento privato dovrebbe essere modificato al fine di rimuovere gli ostacoli ingiustificati agli investimenti in tali classi di attività". Inoltre, all'art. 171-*bis*, lo stesso Regolamento cita la possibilità per le compagnie di trattare un sottoinsieme degli investimenti in strumenti di capitale come investimenti a lungo termine, associati ad un

assorbimento di capitale pari al 22%, al ricorrere di determinate condizioni. Anche tale possibilità andrebbe esplorata e correttamente utilizzata, come sta accadendo nell'esperienza francese.

5) **Favorire l'investimento in Private Capital da parte degli investitori privati di fascia alta**

L'introduzione dei PIR alternativi genera un incentivo fiscale potenzialmente in grado di fare affluire i capitali degli investitori *private* di "fascia alta", che da tempo esprimono la necessità di diversificare la propria asset allocation, verso gli investimenti alternativi. Al contempo, attraverso l'intervento di fondi specializzati, nuove risorse potrebbero essere rese disponibili per progetti di crescita e ricapitalizzazione delle nostre PMI non quotate. Per facilitare tale afflusso sarebbe poi necessario completare il quadro regolamentare recependo quanto previsto dalla consultazione avviata dal Dipartimento del Tesoro lo scorso giugno sull'abbassamento delle soglie minime di investimento per gli investitori privati in fondi in riservati da 500.000 a 100.000 euro. Come proposto dal Dipartimento l'abbassamento potrebbe essere accompagnato dal vincolo di concentrazione pari al 10% del portafoglio dell'investitore. Inoltre, AIFI ha suggerito di eliminare il requisito, proposto nel testo in consultazione, che vincola l'accesso dell'investitore ai prodotti alternativi esclusivamente nell'ambito di un rapporto di consulenza finanziaria, criterio che non è previsto a livello europeo e potrebbe disallineare il nostro contesto rispetto a quello comunitario.

6) **Legittimare l'utilizzo di fronting structures per sbloccare il mercato delle acquisizioni**

La sentenza n. 12777 del 22 marzo 2019 della Corte di Cassazione, pronunciandosi su una fattispecie del tutto estranea alle operazioni di acquisizione, solleva il dubbio che, in analogia, sia contestabile il ricorso a strutture IBLOR (che prevedono l'intervento di una banca italiana come fronting structure) nell'ambito di operazioni di finanziamento e di acquisizioni. Tale tema ha quindi rilevanza per i fondi di investimento, per le imprese che effettuano tali operazioni nonché per le banche che sono coinvolte nel finanziamento.

AIFI ha da tempo in corso un confronto istituzionale per legittimare l'utilizzo di queste strutture, dal momento che la sentenza sta avendo come effetto indesiderato quello di bloccare il mercato delle acquisizioni, con grave danno per le aziende che cercano liquidità per proseguire nei loro piani di sviluppo e di crescita.

Come asserito di recente da Assonime del Caso 6/2020 "Operazioni di acquisizione con indebitamento e uso di fronting structure: alcune questioni aperte da una recente sentenza della Corte di Cassazione", appare auspicabile, per migliorare la chiarezza del contesto normativo per gli operatori finanziari, definire un quadro giuridico certo che assicuri la legittimità delle suddette operazioni, tipizzandole e prevedendo una specifica ipotesi di esenzione dalla riserva di attività bancaria ai sensi dell'art. 106 TUB, subordinata al rispetto di una serie di condizioni minime.

PAGINA BIANCA

18STC0197360