

AIFI

Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital

**AUDIZIONE SU: “GLI STRUMENTI FISCALI E FINANZIARI A
SOSTEGNO DELLA CRESCITA, ANCHE ALLA LUCE DELLE PIÙ
RECENTI ESPERIENZE INTERNAZIONALI”**

6ª Commissione Finanze

*Professor Innocenzo Cipolletta
Presidente AIFI*

*Camera dei Deputati
Roma, 9 luglio 2013*

AUDIZIONE SU: “GLI STRUMENTI FISCALI E FINANZIARI A SOSTEGNO DELLA CRESCITA, ANCHE ALLA LUCE DELLE PIÙ RECENTI ESPERIENZE INTERNAZIONALI”

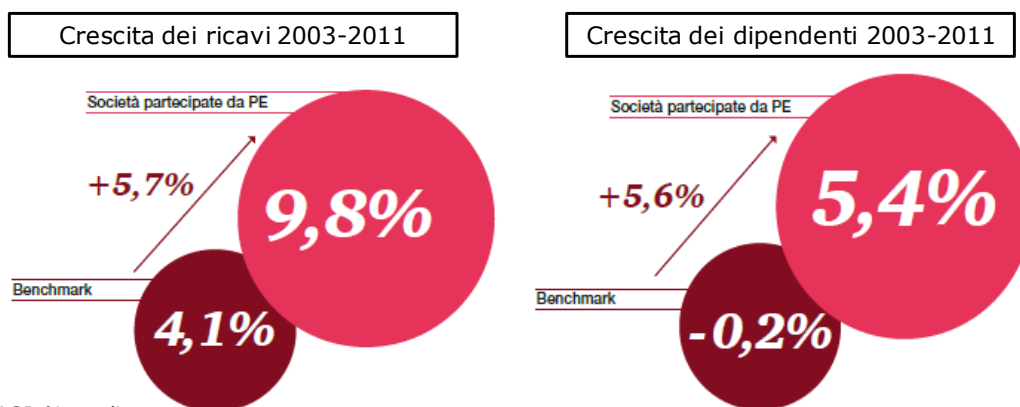
Ruolo del private equity a sostegno del sistema imprenditoriale

Il tessuto imprenditoriale italiano si caratterizza, attualmente, sia per un'elevata esposizione nei confronti del sistema bancario, con un grado di indebitamento elevato per le piccole e medie imprese, sia per un livello di capitalizzazione e patrimonializzazione generalmente basso. In questo contesto, la crisi finanziaria e la conseguente chiusura del mercato interbancario, da un lato, e l'innalzamento dei requisiti di patrimonializzazione degli istituti bancari dovuto all'attuazione dell'Accordo di Basilea 3, dall'altro, hanno portato ad un inasprimento della politica creditizia e ad una crisi di liquidità, ponendo a rischio interi comparti produttivi.

L'attività di investimento istituzionale in capitale di rischio, propria del settore del private equity, rappresenta 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.

Numerosi studi dimostrano che le imprese partecipate dagli operatori crescono in termini di numero di dipendenti e fatturato a tassi superiori rispetto sia all'economia italiana, sia a un campione di imprese comparabili.

Grafico 1: l'impatto economico delle operazioni di private equity e venture capital in Italia



CAGR % medio

Nota: Ricerca PricewaterhouseCoopers su un campione di 360 disinvestimenti realizzati tra il 2003 e il 2011

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").

AIFI

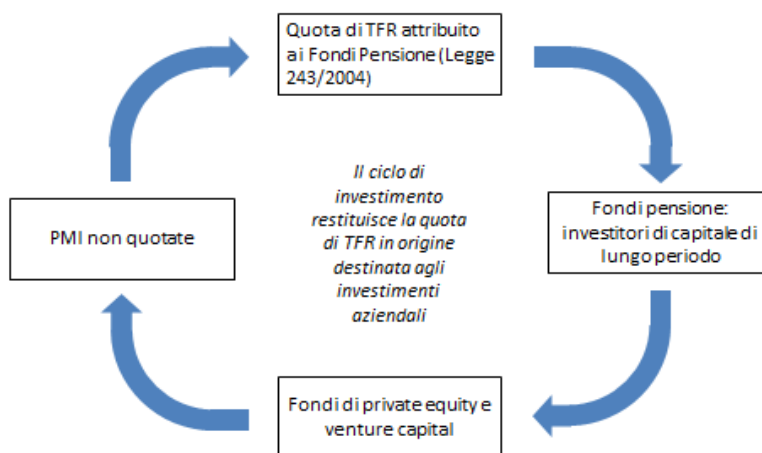
Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital

In Italia tale funzione rischia di essere limitata da una serie di ostacoli, che andrebbero rimossi al fine di risanare il mercato italiano del capitale di rischio attraverso sia la creazione di nuovi circuiti, sia l'attività di ri-orientamento dei canali interni di raccolta.

Tale scenario pone, dunque, le basi per una ridefinizione del ruolo dell'attività di investimento in capitale di rischio, con l'affermazione dei fondi di private equity fra gli investitori istituzionali potenziali fornitori di capitale a lungo termine, insieme, tra l'altro, a compagnie di assicurazione e fondi pensione.

Si ricordi, che in Italia si è ancora in attesa dell'aggiornamento del decreto ministeriale n. 703/96 (in recepimento della IORP I - Institutions for Occupational Retirement Provision) ed AIFI si è fatta portavoce, in diverse sedi istituzionali, della necessità di porre in essere misure atte a potenziare l'investimento dei fondi pensione nazionali in strumenti alternativi quale il private equity (debole nel confronto europeo, come dimostrato di seguito). In questo modo, poiché i fondi oggetto di investimento da parte dei fondi pensione investirebbero in piccole e medie imprese non quotate, si potrebbe riallocare all'interno del sistema imprenditoriale l'ammontare di TFR redistribuito con la Legge 243/2004.

Grafico 2: il legame tra fondi pensione e private equity



Il mercato del private equity e venture capital deve ritornare, dunque, a collegarsi con i suoi interlocutori principali. Uno sguardo agli altri Paesi europei mostra come le categorie dei fondi pensione e delle compagnie di assicurazione si collocano tra le principali fonti di raccolta per i fondi di private equity, con un apporto complessivo nel 2012 del 31% sul totale raccolto, ripartito rispettivamente come segue: 9% dalle compagnie di assicurazione e 22% dai fondi pensione. A differenza di quanto succede in Europa, le statistiche italiane sulla raccolta del settore mostrano i fondi pensione al quinto posto per ammontare investito (10%).

Alla luce di ciò, è quanto mai ora opportuno riavvicinarsi ad investitori in capitale di lungo periodo, che per ciclo di investimento risultano più adatti al fundraising dei fondi di private equity. Lasciando, al contempo, a questi ultimi il ruolo di tramite nell'apporto di capitale di rischio verso le imprese italiane.

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.

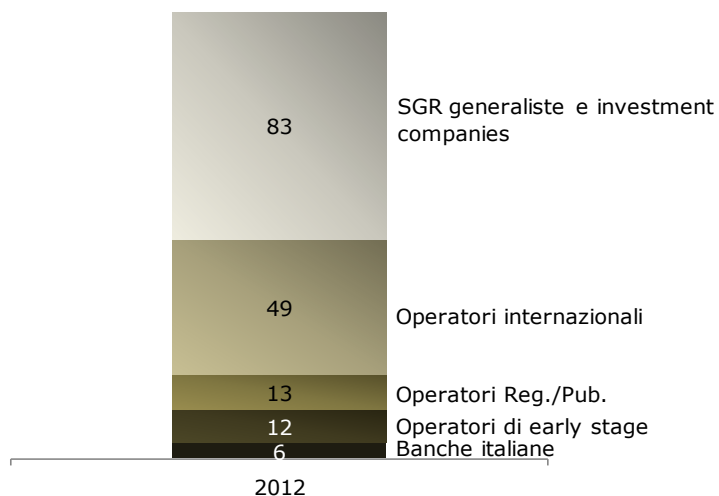
È necessario poi, accompagnare l'azione di sistema con misure collaterali che aiutino il risultato finale tra cui si ritiene importante un sostegno allo sviluppo dei "mini bond" e delle cambiali finanziarie per il sostentamento finanziario delle imprese. A tale proposito, si suggerisce un riconoscimento formale della loro ammissione nella categoria degli strumenti che hanno accesso al Fondo Centrale di Garanzia per le PMI, ampliando, al contempo, la base di soggetti richiedenti.

Sotto quest'ultimo profilo, si ritiene che gli operatori di private equity e di venture capital possano essere validi alleati, potendo fornire oltre a capitale di rischio anche "debito privato". Per fare ciò, si auspica che, le strutture societarie quali le società di gestione del risparmio e le investment companies (veicoli di investimento tipicamente utilizzati dal settore) possano ottenere una chiara legittimazione giuridica all'interno dell'alveo dei soggetti richiedenti.

Lo stato dell'arte del mercato del private equity e venture capital in Italia

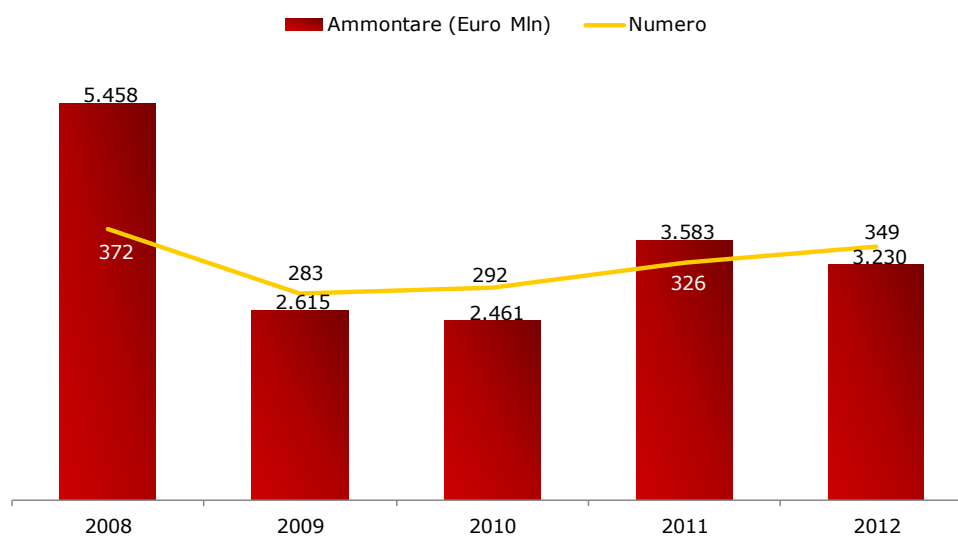
Il mercato italiano del private equity e venture capital è rappresentato da circa 160 operatori i quali operano in Italia con un trend di mercato che, sulla scia della crisi economica internazionale, mostra ancora segni di debolezza.

Grafico 3: gli operatori di private equity attivi in Italia



L'ammontare annuo mediamente investito negli ultimi tre anni è pari a circa 3 miliardi di Euro, distribuito su una media di circa 300 operazioni/anno.

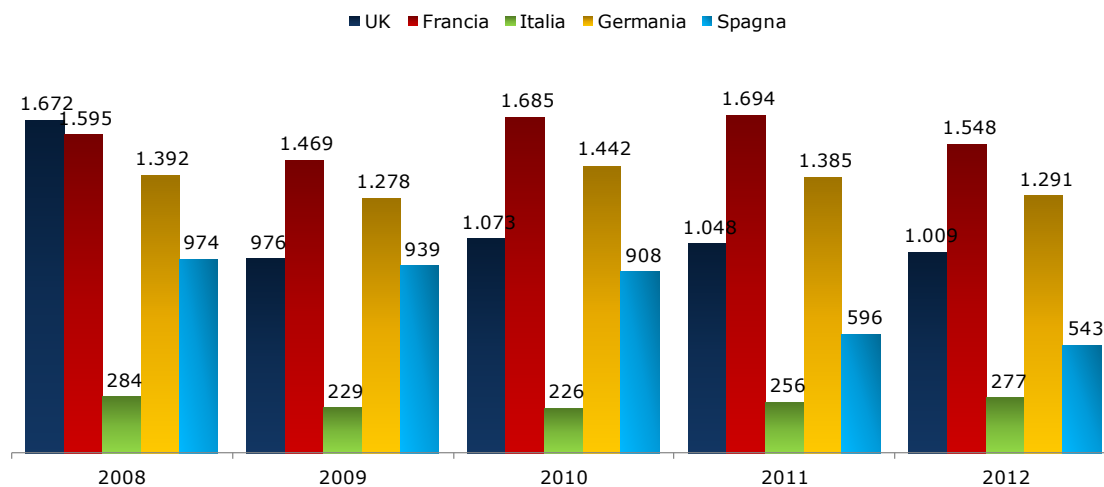
Grafico 4: l'evoluzione dell'attività di investimento in Italia



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 2012, si evidenzia come in Italia le società oggetto di investimento siano state 277, contro le 830 della Spagna, le 1.009 del Regno Unito, le 1.291 della Germania e le 1.548 della Francia.

Grafico 5: l'evoluzione del numero di società oggetto di investimento in Europa

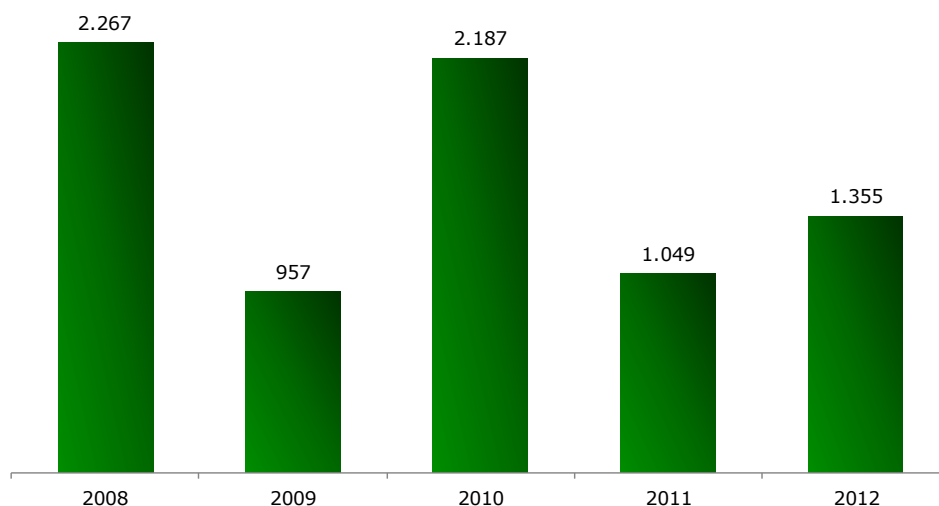


Fonte: AFIC, AIFI-PwC, ASCRI, BVCA, BVK

Nota: per la Spagna dal 2011 non vengono inclusi i deal realizzati da istituzioni o organizzazioni pubbliche, come C.D.T.I. e ENISA

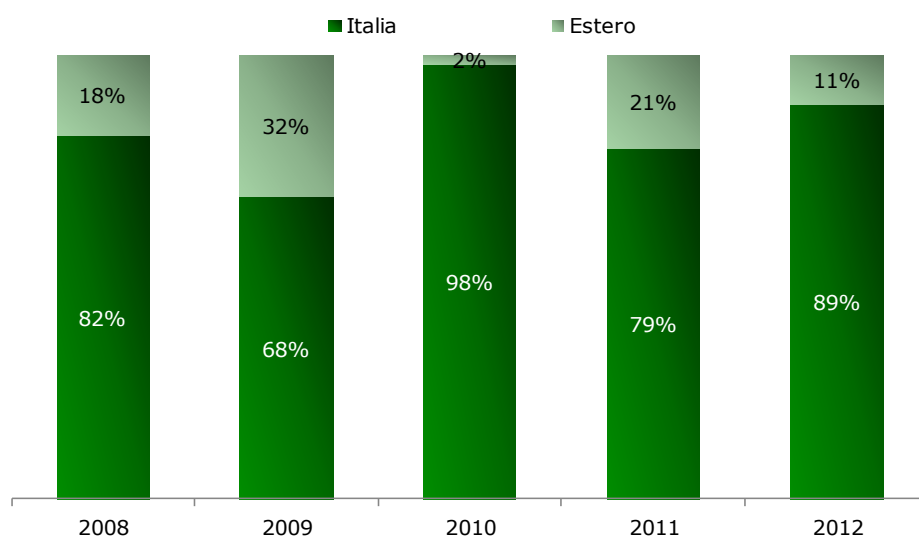
Sul fronte dell'attività di fundraising, cioè del reperimento delle risorse presso gli investitori istituzionali, nel 2012 permangono le difficoltà, nonostante si osservi un lieve aumento dei capitali raccolti, passati da un valore totale pari a 1.049 milioni di Euro nel 2011 a 1.355 milioni, numero fortemente influenzato dall'attività di un singolo operatore. Il dato del 2012 si inserisce in una costante riduzione dell'afflusso di capitali privati registrata a partire dal 2008.

Grafico 6: l'evoluzione dell'attività di raccolta in Italia (Euro Mln)



Una notevole incertezza giuridica e normativa, cui si sommano un alto livello di burocrazia e un contesto fiscale non competitivo, hanno giocato un ruolo fondamentale nella complessiva attrattività del nostro Paese nei confronti degli investitori istituzionali internazionali. A riprova di ciò, si sottolinea come **la quota estera di capitale nel mercato italiano del private equity si sia ampiamente ridimensionata nel corso degli ultimi 5 anni**, rappresentando, nel 2012, appena un decimo del totale.

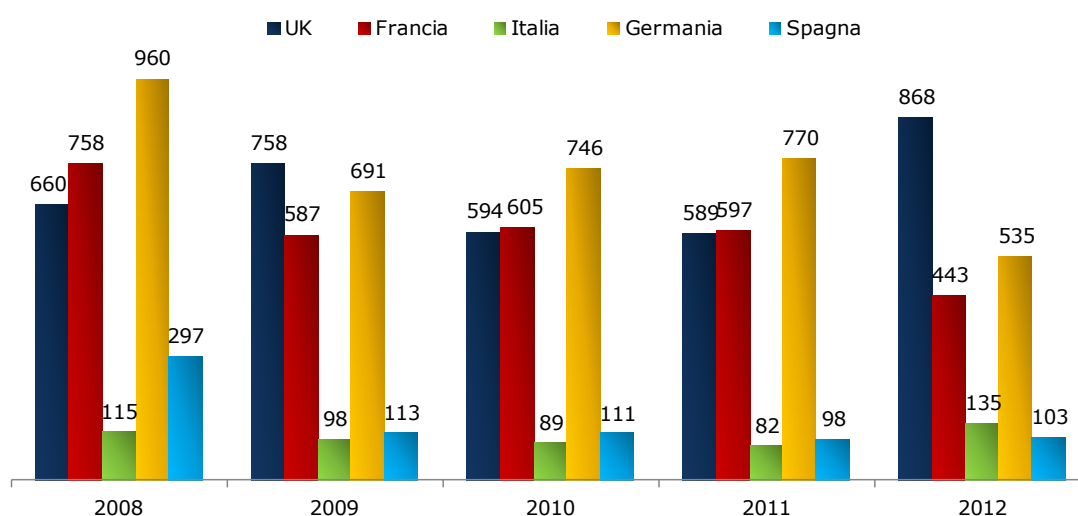
Grafico 7: il peso degli investitori esteri nella raccolta italiana



In un simile contesto, il segmento del venture capital registra valori ancor più preoccupanti. Gli operatori specializzati in questo tipo di interventi sono, infatti, attualmente circa 10, rispetto ai 163 soggetti attivi nel mercato dell'investimento nel capitale di rischio. **Ancor più drammatico risulta il dato che ci mostra come, negli ultimi due anni, nessun nuovo operatore specializzato ha raccolto un fondo dedicato all'avvio di start up innovative.** Sebbene tale scenario possa essere parzialmente giustificato dalla relativa giovinezza del mercato italiano in questo particolare segmento, l'aggravarsi della crisi ha contribuito ad innescare un circolo vizioso, che restringe ulteriormente l'afflusso di capitali verso questa tipologia di investimenti, impedendo, a sua volta, la formazione di storie di successo e di team di gestori con esperienza sufficiente a garantire ritorni competitivi agli investitori.

Nonostante i volumi di investimento in imprese in fase di avvio a livello nazionale abbiano fatto registrare, nel 2012, una crescita del 65% rispetto all'anno precedente, il valore complessivo di 135 milioni di Euro evidenzia come **il mercato italiano del venture capital sia ampiamente sottodimensionato in termini assoluti rispetto ai maggiori Paesi europei**, con importanti ricadute sulle potenzialità innovative del nostro sistema imprenditoriale e, di conseguenza, sulle dinamiche competitive a livello globale.

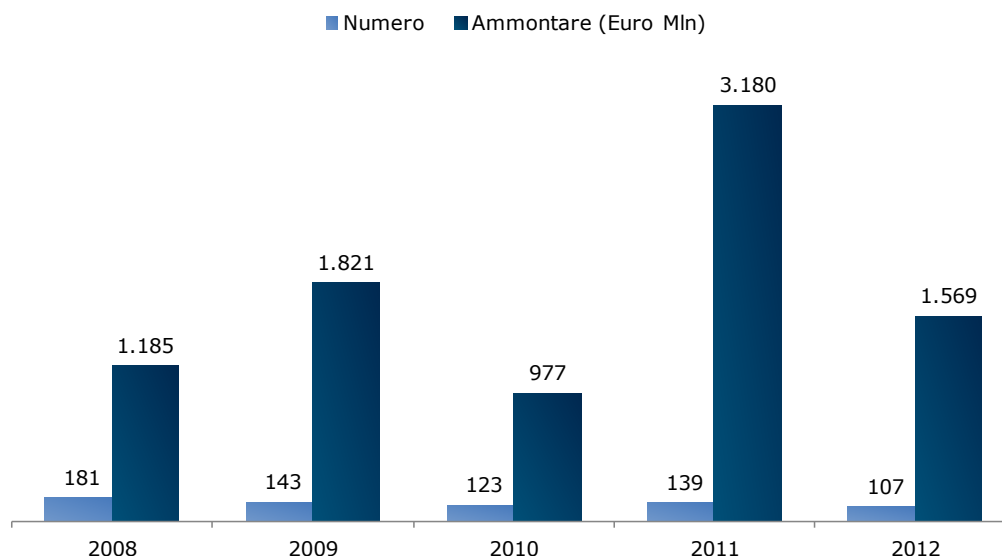
Grafico 8: l'evoluzione dell'ammontare investito in early stage in Europa (Euro Mln)



Fonte: AFIC, AIFI-PwC, ASCRI, BVCA, BVK

Per quanto riguarda, infine, l'attività di disinvestimento in Italia, nel 2012 l'ammontare, calcolato al costo storico di acquisto, si è attestato a 1.569 milioni di Euro, circa la metà rispetto all'anno precedente, mentre le dismissioni sono state 107 (-23%). Il canale di disinvestimento preferito è stato, in linea con i dati storici, la vendita a soggetti industriali, mentre la quotazione in Borsa, rimane ancora una scelta poco percorsa, anche a causa delle difficili condizioni dei mercati.

Grafico 9: l'evoluzione dell'attività di disinvestimento in Italia



Le proposte a sostegno del capitale di rischio per le piccole e medie imprese

Semplificazione del quadro regolamentare a carico delle società di gestione di diritto italiano

Nel novero dei principali ostacoli alla base dello scarso sviluppo del mercato italiano del venture capital figura una mancata applicazione del principio di proporzionalità nella regolamentazione a carico dei soggetti gestori.

Le Società di gestione del risparmio (SGR) dedicate principalmente all'investimento di venture capital sono, in ragione del minor taglio medio d'investimento, tradizionalmente caratterizzate da un ridotto ammontare di capitale in gestione. Tuttavia, il quadro normativo italiano di riferimento pone a carico di tali operatori una serie di adempimenti, in materia regolamentare e di vigilanza, assai onerosi e non proporzionati alla struttura societaria richiesta da questo tipo di attività. Tale impostazione normativa ha avuto l'indesiderato effetto di rendere assai "rigidi" i costi fissi di struttura di queste società. In conseguenza di ciò, gli operatori di venture capital adottano, solitamente, strutture alternative a quelle della SGR come i veicoli societari non vigilati, cd. investment companies che, tuttavia, non offrono, agli occhi degli investitori istituzionali, analoghe tutele.

Sarebbe auspicabile cogliere l'opportunità dell'applicazione del Regolamento europeo per i fondi di venture capital (EuVECA) per semplificare il quadro normativo.

Merita sottolineare come il tema evidenziato sia stato ripreso in più sedi. Si ricordi, ad esempio, il Rapporto finale della task force sulle start up (2012), istituita dall'allora Ministro dello Sviluppo

Economico Corrado Passera nell'ambito delle misure di sostegno prioritarie indicate nel documento.



La creazione di un fondo di fondi di venture capital

A livello comunitario è stato più volte ribadito come, in Europa, sussista una grave e generalizzata carenza di finanziamenti di capitale di rischio per l'avvio di iniziative imprenditoriali innovative (Parlamento Europeo, *Potential of venture capital in the European Union, 2012*). La recente crisi economica ha contribuito ad acuire questo fallimento di mercato, rischiando di ampliare il divario di sviluppo imprenditoriale e di crescita economica rispetto a quei Paesi che, già da tempo, hanno posto in atto misure di intervento pubblico in questo campo.

Nella relazione finale della Commissione dei saggi, istituita dal Presidente della Repubblica a marzo 2013, è stata ripresa, tra gli interventi per “favorire la ricerca, l'innovazione e la crescita delle imprese”, la proposta AIFI di creare un fondo di investimento a compartecipazione pubblica e privata che operi come fondo di fondi di venture capital.

Il meccanismo operativo prevede che il settore pubblico metta a disposizione delle risorse che vengano assegnate in gestione, tramite un processo competitivo, a fondi di venture capital, selezionati secondo criteri oggettivi di professionalità dei gestori e dedicati a investimenti in start up innovative, che devono raccogliere un ammontare di risorse almeno pari presso gli investitori privati.

Per facilitare la raccolta di capitali privati, si potrebbero introdurre meccanismi di incentivo nella distribuzione dei proventi dei fondi di venture capital, adottando il modello dell'*up-side leverage scheme*, secondo cui la remunerazione delle risorse pubbliche sarà sospesa al raggiungimento di una soglia di redditività. Al privato verrà quindi riconosciuto un rendimento extra. Le perdite eventuali seguiranno, invece, il criterio del cd. *pari passu*.

Per quanto riguarda la copertura finanziaria di tale intervento, sarebbe opportuno che le istituzioni competenti sul tema, quali il Ministero dell'Economia e delle Finanze ed il Ministero dello Sviluppo Economico, effettuassero un'analisi dettagliata al fine di individuare analiticamente le risorse disponibili per l'avvio della misura, anche riallocando, eventualmente, capitali destinati a strumenti ad oggi inattivi.

Alla luce dell'attuale situazione del settore in Italia, una simile misura garantirebbe il capitale iniziale necessario a promuoverlo e ad **attirare**, di conseguenza, **un maggiore afflusso di capitali privati, innescando un circolo virtuoso già sperimentato da numerosi Paesi**. Tra le principali esperienze di successo si ricordano, a titolo di esempio, i fondi di fondi a partecipazione mista pubblico-privato promossi in Francia dalla Caisse des dépôts et consignations, lo UK Innovation Investment Fund inglese e lo Yozma Fund istituito dal Governo israeliano.

Per far partire il mercato è necessario:

- Dare rapida attuazione alle



Misure sulle start up e, con riferimento agli incentivi fiscali previsti nel Decreto Crescita-*bis*, renderli applicabili anche oltre la scadenza del 2015.

- Dare ufficiale e definitivo riconoscimento alle



Investment companies sia ai fini dell'eleggibilità agli incentivi, che per l'attività di *fundraising*.

- Sviluppare interventi di ampio respiro quale



La creazione di un fondo di fondi, in cui le risorse rese disponibili dalla Pubblica Amministrazione vengano assegnate in gestione, tramite un processo competitivo, a fondi di venture capital.

Le aggregazioni per favorire la competitività e l'internazionalizzazione delle imprese

La frammentazione e il "nanismo" del sistema industriale italiano creano inefficienze produttive e commerciali e riducono la nostra competitività, con particolare riferimento ai nostri concorrenti esteri diretti. A ciò si aggiunga l'acuirsi delle problematiche di sotto-capitalizzazione e di difficoltà di reperimento del credito.

È necessario **aumentare la scala dimensionale** per la creazione di poli di eccellenza, favorire l'innovazione, attrarre le migliori risorse manageriali e conquistare i mercati esteri.

-  **Promuovere una politica di aggregazione** per creare un maggior numero di "campioni nazionali" e rivitalizzare la dinamica degli investimenti M&A "Italia su Italia", che da anni segna il passo.
-  **Valutare la definizione di misure *ad hoc* di natura fiscale**, destinate alle PMI e alle fusioni di carattere strategico che presentino una logica industriale.
-  **Promuovere incentivi all'apertura del capitale** in modo da facilitare il ricambio generazionale, l'accesso al mercato dell'equity, nonché il riequilibrio della struttura finanziaria.

Dare concreto sviluppo alle proposte formulate dal Tavolo di lavoro Consob per gli incentivi alla quotazione

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.

Ad evidenza di ciò, il rafforzamento patrimoniale a sostegno di una storica sottocapitalizzazione delle imprese italiane potrebbe porsi in linea con gli indirizzi della politica comunitaria di sostegno agli investimenti in capitale di rischio nelle piccole e medie imprese.

AIFI

Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital

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.**