

AIFI

Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital

LIBRO BIANCO

**Progetto per lo sviluppo del private equity e venture
capital in Italia**

Marzo 2006

Indice

Premessa.....	3
Il mercato del private equity e venture capital.....	4
L'impatto positivo del private equity e del venture capital sullo sviluppo del sistema imprenditoriale	4
Le principali criticità del mercato italiano	6
Il Piano d'azione AIFI.....	9
Obiettivo 1: Potenziamento dei canali interni di raccolta	10
Obiettivo 2: Miglioramento della fiscalità del settore.....	13
Obiettivo 3: Sviluppo del segmento del venture capital high tech.....	19
Obiettivo 4: Sviluppo delle operazioni di turnaround.....	22
Obiettivo 5: Potenziamento dei canali di disinvestimento	26
Obiettivo 6: Potenziamento a livello territoriale	28
Obiettivo 7: Coordinamento tra le misure.....	31
I principali obiettivi raggiunti.....	32

Premessa

AIFI, come associazione rappresentativa degli operatori italiani di private equity e venture capital, da sempre è impegnata nell'attività di confronto istituzionale con gli organi di Governo e legislativi, nonché con le autorità di Vigilanza sul mercato, con l'obiettivo primario di migliorare il contesto normativo di riferimento e di favorire lo sviluppo del settore.

Il presente Libro Bianco, partendo dalla consapevolezza delle principali criticità che oggi caratterizzano il mercato del private equity e venture capital italiano, riporta le richieste specifiche di intervento ritenute indispensabili da AIFI per lo sviluppo futuro del settore, oltre a ricordare i principali risultati raggiunti, a livello normativo e regolamentare, nei cinque anni corrispondenti all'ultima legislatura.

Si riportano, in particolare, le tesi elaborate negli ultimi tempi dal Consiglio Direttivo dell'Associazione, e i relativi progetti di intervento individuati. La maggior parte delle azioni suggerite derivano dal lavoro svolto dalla Commissione Tax & Legal di AIFI, che ha visto coinvolti più di cinquanta professionisti legali, affermati esperti della materia. La Commissione, nata proprio con l'obiettivo di formulare proposte normative da presentare alle autorità competenti, al fine di ottimizzare l'efficacia operativa del settore e la flessibilità ed efficienza degli strumenti a disposizione degli operatori, ha svolto un'intensa attività di monitoraggio dei diversi processi di riforma legislativa in atto negli ultimi anni, in stretto coordinamento con la struttura interna di AIFI. La raccolta contiene anche pareri formulati in seno ai lavori di altre Commissioni Tecniche di AIFI.

Questo documento di discussione è indirizzato alle principali autorità italiane e a tutti i decisori interessati ai processi di realizzazione delle politiche per il capitale di rischio e, più in generale, coinvolti nel dibattito sulla competitività nel nostro Paese.

Dare concreto seguito operativo alle proposte presentate, ispirate a collaudate esperienze internazionali di successo, rappresenterebbe, infatti, il modo migliore per contribuire al consolidamento ed allo sviluppo del settore e dunque a rafforzarne l'incidenza quale motore di sviluppo dell'economia italiana.



Giampio Bracchi

Presidente AIFI

Il mercato del private equity e venture capital

L'impatto positivo del private equity e del venture capital sullo sviluppo del sistema imprenditoriale

L'attività di investimento istituzionale in capitale di rischio (private equity e venture capital) rappresenta un importante motore di sviluppo sia quando è svolta nei confronti di aziende in fase di avvio, sia se riferita a situazioni tanto di sviluppo, quanto di riorganizzazione.

Diverse evidenze empiriche, relative ai mercati di singoli Paesi o a contesti economici più allargati, hanno dimostrato che il private equity e il venture capital sono in grado di generare un impatto economico positivo nelle realtà in cui si diffonde, contribuendo allo sviluppo non soltanto delle imprese oggetto di investimento, ma anche dell'intero tessuto economico. Numerose ricerche hanno, infatti, evidenziato che le imprese partecipate da investitori istituzionali hanno avuto performance notevolmente superiori a quelle del mercato e, oltre a divenire imprese ad alto tasso di sviluppo, hanno favorito la creazione di nuovi posti, sono state più propense ad effettuare investimenti e ad innescare, quindi, un importante circolo virtuoso all'interno del sistema imprenditoriale.

L'impatto positivo dell'attività di private equity e venture capital per lo sviluppo economico dei Paesi in cui si diffonde, già reso noto dalle ricerche svolte in passato, è stato ribadito dai risultati di una recente indagine, realizzata, per conto della European Private Equity and Venture Capital Association (EVCA), dal Center for Entrepreneurial and Financial Studies dell'Università di Monaco. Tale ricerca si è focalizzata sul contributo allo sviluppo occupazionale nei Paesi dell'area europea, tra il 2000 e il 2004, e ha rilevato che:

- le società partecipate da operatori di private equity e venture capital hanno creato circa un milione di nuovi posti di lavoro (nello specifico 420.000 nuovi posti di lavoro sono stati creati a seguito di operazioni di buy out, 630.000 dopo operazioni di venture capital);
- il tasso annuale di crescita dell'occupazione nelle società partecipate è stato pari al 5,4%, a confronto con un tasso di crescita annuale medio, nei 25 Stati membri dell'Unione, pari allo 0,7%;
- il 73% delle società partecipate ha incrementato il numero dei propri dipendenti di più del 25%.

Nonostante l'evidente impatto positivo, il livello attuale di accesso al capitale di rischio da parte delle piccole e medie imprese europee è ancora scarso, soprattutto se confrontato con il contesto americano. Secondo i dati OECD, infatti, solo il 6% delle piccole e medie imprese con sede nei Paesi dell'Unione è stato oggetto di un intervento nel capitale di rischio.

Nell'ambito del contesto nazionale, una recente ricerca realizzata all'interno di uno studio messo a punto dalla Università Carlo Cattaneo ha verificato gli effetti riconducibili alla permanenza dell'operatore all'interno delle aziende oggetto di investimento. In particolare, la ricerca ha analizzato operazioni di "capitali per lo sviluppo" realizzate nel periodo 1998-2004 e per le quali è già stata portata a termine la fase di disinvestimento. Operativamente,

l'analisi si è focalizzata su alcuni parametri economici per i quali sono state valutate le variazioni tra l'anno di investimento e quello di disinvestimento. I principali risultati, dai quali emerge chiaramente il processo di sviluppo intrapreso dalle imprese con l'ausilio di un investitore istituzionale e l'impatto positivo di tale processo, evidenziano che:

- la crescita media annua del fatturato delle imprese del campione, nel periodo di permanenza dell'operatore, è stata pari a circa il 30%;
- per quanto riguarda il Margine Operativo Lordo (EBITDA), l'80% delle imprese ha migliorato la propria performance in termini di tale indicatore;
- per quanto riguarda il capitale immobilizzato netto, inteso come parametro indicativo del livello di sviluppo della capacità produttiva, il 96% delle imprese ha incrementato stabilmente i propri investimenti in capitale fisso.

Positivi anche i risultati di uno studio, appena concluso, realizzato da AIFI in collaborazione con PricewaterhouseCoopers, sull'impatto economico del private equity e venture capital in Italia. Per quel che riguarda il campione oggetto di analisi, sono state prese in considerazione 70 società oggetto di disinvestimento nel periodo compreso tra il 2002 e il 2004. Operativamente, delle aziende considerate, si sono indagate le dinamiche dei parametri economici-finanziari dall'anno dell'investimento a quello del disinvestimento, con evidenziazione, quindi, degli effetti della presenza dell'investitore nella compagine sociale. Le variabili analizzate sono state: il fatturato, il margine operativo lordo ed il numero di dipendenti.

Per confermare e dare validità ai dati ottenuti, è stato utilizzato un benchmark di riferimento, costituito da medie imprese italiane con le caratteristiche temporali delle aziende oggetto di analisi dello studio in oggetto.

I principali risultati emersi dall'analisi svolta da AIFI/PricewaterhouseCoopers, con riferimento alla media del tasso di crescita annuo, hanno rilevato che:

- i ricavi delle imprese del campione, nel periodo considerato, sono aumentati quasi del 18%, a fronte di un incremento di circa il 3% del benchmark;
- il margine operativo Lordo (EBITDA), è cresciuto circa del 10%, mentre, con riguardo allo stesso parametro, le imprese del benchmark di riferimento hanno fatto registrare un decremento del 4%;
- il numero dei dipendenti è aumentato di circa l'8,5%, contro una crescita quasi nulla (+0,2%) per le imprese del benchmark.

Le evidenze descritte, costituiscono certamente indicazioni positive circa gli effetti associabili all'attività di investimento in capitale di rischio, a dimostrazione dell'impatto positivo del rapporto impresa-investitore istituzionale sull'azienda stessa. Tra gli altri, la diffusione del private equity ha anche l'effetto di favorire l'adozione di moderni sistemi e strumenti di governo delle imprese italiane, nelle quali si riscontra una specifica arretratezza in tema di corporate governance, soprattutto in rapporto agli altri Paesi occidentali.

Le principali criticità del mercato italiano

Il mercato italiano del private equity e venture capital, che pure ha assunto un ruolo di rilievo all'interno del panorama internazionale presenta, tuttavia, alcune peculiarità, sia quantitative sia qualitative, che ne caratterizzano gli aspetti operativi e ne frenano lo sviluppo.

I dati più recenti relativi al 2005 presentano importanti segnali di vivacità e ripresa, dopo la diminuzione che ha caratterizzato il mercato nell'anno 2004. Nel corso del 2005, infatti, l'attività di investimento ha raggiunto i 3.065 milioni di Euro, valore più elevato mai raggiunto e corrispondente ad un incremento di quasi il 110% rispetto all'anno precedente. Nello specifico, le risorse investite, si sono distribuite su 281 operazioni, che hanno riguardato un numero totale di 241 imprese.

Tuttavia, permangono permangono alcune criticità del mercato riconducibili alle difficoltà di raccolta di capitali presso gli investitori istituzionali nazionali, al ridotto numero di operatori e di operazioni; allo scarso sviluppo di determinati segmenti (operazioni di start up e di turnaround); alla scarsissima presenza di operazioni di venture capital high tech; oltre che alla scarsa diversificazione delle modalità di disinvestimento e alla disomogeneità territoriale degli interventi.

Sotto il profilo della raccolta, una specificità del mercato italiano è rappresentata dal fatto che **la maggior parte dei capitali è di origine internazionale**. Si tratta certamente di un positivo segnale di fiducia nei confronti del nostro mercato, ma che, allo stesso tempo, evidenzia la scarsa propensione degli investitori istituzionali italiani a svolgere un ruolo attivo nel settore. Con particolare riguardo alla raccolta domestica, prevalgono le risorse provenienti dal sistema bancario, che rappresenta stabilmente il maggiore sottoscrittore di fondi di private equity e venture capital nel nostro Paese. Circa il 60% dei capitali raccolti in Italia è, infatti, riconducibile alle banche, contro una percentuale molto più ridotta, il 25% circa, dell'intero mercato europeo. A tal proposito si segnala lo scarso rilievo che storicamente hanno rivestito soprattutto i fondi pensione, a differenza di quanto è avvenuto nel resto d'Europa, dove, a titolo di confronto, è possibile ricordare che nel Regno Unito circa il 35% dei fondi raccolti ogni anno proviene da questo canale, che, in generale, in Europa rappresenta oltre il 20% del totale delle fonti. In Italia la raccolta presso i fondi pensione di diritto italiano è pressochè nulla.

Passando ad analizzare l'attività di investimento, una prima importante variabile è rappresentata dal **limitato numero di operatori** presenti sul mercato, soprattutto se confrontato con quello relativo agli altri Paesi europei. In particolare, se oggi in Italia possono essere complessivamente individuati poco più di 100 operatori, in Germania l'offerta di capitale di rischio è rappresentata da circa 170 operatori, da oltre 200 in Francia, da circa 300 nel Regno Unito.

Particolare attenzione merita il **numero relativamente modesto di operazioni**, che mediamente viene realizzato ogni anno. In Italia tale valore, con riferimento all'ultimo triennio, si è aggirato intorno alle 300 operazioni l'anno. A titolo di confronto, mediamente negli ultimi tre anni, sono state realizzate più di 2000 operazioni in Francia e circa 1000 in Germania.

Direttamente collegata a tale circostanza è la dimensione media degli investimenti portati a termine, sensibilmente maggiore in Italia rispetto agli altri Paesi dell'Europa continentale.

Passando a considerare le diverse tipologie di operazioni, un dato importante è quello relativo al comparto degli start up. Nel corso del 2005, le risorse investite nel comparto dell'early stage sono state pari a circa 30 milioni di euro, distribuiti su 56 operazioni portate a termine dal limitato numero di operatori attivi nel segmento. Tali dati, sebbene invertano il trend decrescente che ha caratterizzato il comparto negli ultimi quattro anni, rimangono comunque marginali rispetto alla totalità del mercato, a dimostrazione della scarsa attenzione nei confronti di tale segmento.

Analizzando il posizionamento degli operatori attivi nel nostro Paese, inoltre, emerge come essi siano principalmente focalizzati in operazioni nelle fasi successive all'avvio d'azienda.

Inoltre, il numero di operatori specializzati su specifici segmenti, come gli interventi in high tech e le operazioni di turnaround, è ancora molto limitato.

Nell'ultimo anno, il peso delle operazioni effettuate in aziende definite high tech si è ulteriormente contratto a livello di numero di investimenti (passando dal 27% del 2004 al 22% attuale), a fronte però di un leggero aumento in termini di risorse investite, che si sono attestate a poco più di 300 milioni di Euro, pari al 10% del totale.

Un'altra criticità riguarda lo scarso seguito che hanno avuto, in Italia, gli interventi di turnaround; strettamente correlate a questo fenomeno, le problematiche relative al diritto fallimentare, oltre che la mancanza di competenze specifiche per dare vita a fondi specializzati nell'investimento in aziende da ristrutturare. Tuttavia, dall'analisi della situazione attuale del sistema imprenditoriale italiano, emerge una particolare esigenza di tali interventi, che potrebbero contribuire al rilancio delle imprese in crisi. Si segnala, a tal riguardo, che il numero complessivo delle aziende in stato fallimentare è in aumento: a partire dal 2000 sono state circa 9.000 le aziende che ogni anno hanno cessato la propria attività a causa dell'ingresso in procedure di insolvenza.

A differenza di quanto avviene in Italia, in alcuni paesi europei le operazioni di turnaround attirano già capitali istituzionali significativi e rientrano nell'ottica degli operatori di private equity. A tal proposito, va precisato che, alla data in cui si scrive, sono in fase di avvio anche nel nostro paese, alcune iniziative legate alla nascita di fondi di turnaround.

In merito alla fase del disinvestimento, nel mercato italiano prevalgono le operazioni di vendita a soci industriali (*trade sale*). **Scarso, invece, il ricorso al mercato borsistico.** In termini di numero, nell'ultimo biennio i disinvestimenti realizzati attraverso la quotazione hanno rappresentato circa il 10% del totale.

Da ultimo, delle operazioni realizzate in Italia, la maggior parte riguarda aziende del Nord del Paese; con riferimento alla distribuzione degli investimenti per area geografica, infatti, va sottolineato che da sempre le regioni settentrionali si confermano la principale area catalizzatrice di investimenti, e che esiste una **disomogeneità a livello territoriale**, che deve essere riequilibrata attraverso interventi strutturati e mirati. Nell'ultimo anno, oltre l'80% dell'ammontare investito ha interessato le Regioni del Nord Italia.

LE PRINCIPALI CRITICITÀ DEL MERCATO ITALIANO

- **Ridotto sviluppo dei canali interni di raccolta:** la raccolta di capitali è principalmente di origine internazionale
- **Limitato numero di operatori e di operazioni:** le dimensioni del mercato rivelano potenzialità di crescita inesprese
- **Scarso sviluppo delle operazioni di venture capital high tech:** il trend degli investimenti in imprese tecnologiche nei primi anni di vita è decrescente
- **Scarsa presenza di interventi di turnaround:** a differenza di quanto avviene in Europa non esistono fondi specializzati in aziende da rilanciare
- **Debole diversificazione delle modalità di disinvestimento:** si rende necessario sviluppare l'utilizzo del mercato borsistico per la dismissione delle partecipazioni
- **Disomogeneità geografica degli interventi:** le operazioni sono concentrate nel Nord Italia

Il Piano d'azione AIFI

Dopo avere passato in rassegna le principali criticità caratterizzanti il mercato italiano del private equity e venture capital, si riportano le questioni ancora aperte di interesse per il settore, con i relativi progetti di intervento. Per la promozione del settore in Italia, AIFI ha identificato alcune priorità e diverse misure, tra loro complementari, necessarie a colmare le criticità che contraddistinguono il nostro mercato.

Gli obiettivi individuati da AIFI e le rispettive proposte di azione derivano dall'attività di confronto internazionale con le Associazioni di categoria dei principali Paesi europei e con EVCA, nonché dagli interventi effettivamente posti in essere dai principali altri paesi europei.

Si auspica anche che le proposizioni contenute in questo Libro Bianco potranno essere di riferimento per gli interventi che l'Italia dovrà attuare nell'ambito del piano europeo di rilancio della strategia di Lisbona. Il Piano per l'Innovazione, la Crescita e l'Occupazione (PICO), proposto dal Ministro per le Politiche Comunitarie e approvato nel mese di ottobre 2005, infatti, ha previsto, tra gli altri provvedimenti, di razionalizzare, coordinare e aggiornare gli strumenti relativi al mercato del venture capital, nonché di rifinanziare e razionalizzare il Fondo per l'Innovazione Tecnologica e di costituire un Fondo per la partecipazione al capitale di rischio delle imprese high-tech.

PIANO D'AZIONE AIFI

Obiettivo 1: Potenziamento dei canali interni di raccolta

Obiettivo 2: Miglioramento della fiscalità del settore

Obiettivo 3: Sviluppo del segmento del venture capital high tech

Obiettivo 4: Sviluppo delle operazioni di turnaround

Obiettivo 5: Potenziamento dei canali di disinvestimento

Obiettivo 6: Potenziamento a livello territoriale

Obiettivo 7: Coordinamento tra le misure

Obiettivo 1: Potenziamento dei canali interni di raccolta

Dal punto di vista degli interventi diretti al potenziamento del mercato, una delle priorità è sicuramente rappresentata dalla necessità di **promozione delle fonti interne di raccolta dei capitali**.

Attualmente la raccolta di capitali che affluisce al mercato italiano del capitale di rischio, infatti, è in gran parte di origine internazionale. Sono ormai consistenti sia la quota di capitali provenienti dai paesi europei, sia le risorse provenienti dal mercato statunitense.

Per potenziare gli operatori italiani, che oggi si trovano a dover fronteggiare un'importante concorrenza degli operatori internazionali sempre più interessati ad investire nel nostro Paese, considerato un mercato con elevate potenzialità di sviluppo, è necessario riuscire a catalizzare le risorse di investitori istituzionali, rafforzando così i canali interni di raccolta di capitali.

Lo sviluppo della raccolta interna si rende necessario anche per promuovere la nascita di nuovi fondi chiusi, in quanto la raccolta di capitali sul mercato può risultare difficoltosa per nuovi gestori che non possono vantare un'esperienza pregressa di successo nell'attività di private equity e venture capital.

AZIONI

- **Proposta fondi pensione:** coinvolgimento dei fondi pensione attraverso un provvedimento normativo che preveda investimenti in fondi chiusi di private equity
- **Rapporti con gli investitori istituzionali:** collaborazione con le Associazioni di categoria per un maggiore coinvolgimento degli investitori istituzionali nazionali

Proposta fondi pensione

AIFI si è già fatta portavoce, presso il Ministero del Welfare, dell'esigenza di tenere in adeguata considerazione la rilevanza del private equity e venture capital come asset class, all'interno del processo di riforma del sistema pensionistico.

La proposta non è stata ancora recepita e, pertanto, sarà oggetto del futuro confronto, sul tema, con gli organi competenti.

In sintesi, si ipotizza che, restando fermi i criteri di gestione dei fondi pensione relativi alla diversificazione dei rischi, una percentuale della quota del patrimonio del fondo pensione investita in fondi chiusi sia destinata a fondi mobiliari chiusi di private equity.

In questo modo, poiché i fondi oggetto di investimento da parte dei fondi pensione investiranno in piccole e medie imprese non quotate, si potrà riallocare all'interno del sistema imprenditoriale l'ammontare di TFR sottratto a queste unità attraverso il principio del silenzio-assenso contenuto nella Legge 243/2004.

Si tratterebbe di un intervento molto simile a quello già messo in atto in Francia con riguardo alle assicurazioni che sono state avvicinate a forme alternative di investimento. Il comparto assicurativo francese si è impegnato, infatti, entro la fine del 2007, ad aumentare la quota di risorse investite nel capitale delle piccole e medie imprese non quotate a forte potenziale di crescita, al 2% del totale dell'attivo gestito. È indubbio che le risorse a disposizione dei fondi pensione, a seguito della riforma del TFR, costituiscano una delle riserve più importanti a disposizione del sistema economico per lo sviluppo del nostro Paese. L'ammontare di TFR tolto alla tesoreria delle imprese potrebbe ritornare in parte allo stesso sistema imprenditoriale, contribuendo al suo rafforzamento patrimoniale ed organizzativo. E si tratterebbe di un ritorno di fondi riqualificato dalle capacità professionali e manageriali che possono mettere a disposizione gli operatori delle società di private equity.

AIFI ha elaborato, a tal proposito, una specifica proposta relativa al rapporto tra fondi pensione e fondi mobiliari chiusi di private equity.

Nel dettaglio, con riferimento al Decreto Ministero Tesoro 21 novembre 1996, n. 703 "Regolamento recante norme sui criteri e sui limiti di investimento delle risorse dei fondi pensione e sulle regole in materia di conflitto di interesse", si richiede la seguente modifica all'Art. 4 (Limiti agli investimenti), punto 1, comma b):

Articolato:

"...i fondi pensione, ..., nell'investimento delle proprie disponibilità possono detenere:

...

*b) quote di fondi chiusi entro il limite totale del 20 per cento del patrimonio del fondo pensione, **di cui almeno il 50 per cento deve essere destinato a fondi mobiliari chiusi di private equity**, e del 25 per cento del valore del fondo chiuso.*

..."

Rapporti con gli investitori istituzionali

All'azione di carattere normativo, oggetto del precedente paragrafo, concernente i fondi pensione, sempre nell'ottica di aumentare il coinvolgimento di diverse categorie di investitori istituzionali nell'attività di private equity, saranno affiancate azioni più divulgative e di promozione.

AIFI si farà promotrice, come già avvenuto in passato, anche attraverso il supporto della propria Commissione Rapporti con gli Investitori Istituzionali, di incontri tecnici con interlocutori istituzionali, per cercare di aumentare il grado di comprensione, da parte di questi soggetti, dei meccanismi tipici dell'investimento in fondi di private equity e venture capital, dissipando la diffidenza nutrita nei confronti di questi strumenti.

In particolare, si ritengono di fondamentale importanza i rapporti di collaborazione, già avviati, con ACRI (Associazione delle Casse di Risparmio italiane e delle fondazioni di origine bancaria), MEFOP (Società per lo sviluppo del mercato dei fondi pensione) e ANIA (Associazione Nazionale delle Imprese Assicuratrici), al fine di analizzare gli eventuali vincoli di tipo tecnico o normativo che ostacolano l'investimento in private equity e venture capital.

Oltre a consolidare i rapporti già instaurati con le suddette categorie di investitori, si intende aprire un dialogo con le Casse di Previdenza, che più assiduamente hanno investito ed investono nel private equity, con i principali family offices presenti nel Paese e con i principali investitori istituzionali internazionali.

Obiettivo 2: Miglioramento della fiscalità del settore

Con l'obiettivo di incoraggiare la raccolta di capitali, nell'attesa che venga riaperto, in sede legislativa, il processo di riforma del trattamento fiscale del risparmio gestito, si ribadiranno le proposte già presentate sulla **fiscalità dei fondi mobiliari chiusi**.

Nell'esperienza di altri Paesi l'attore pubblico ha favorito il decollo degli investimenti privati di private equity e venture capital, anzitutto mediante la leva fiscale.

In particolare, partendo dall'utilità, per lo sviluppo del sistema economico e finanziario del nostro Paese, della diffusione dei fondi mobiliari chiusi di diritto italiano e riconoscendo l'esigenza di prevedere una fiscalità che non disincentivi ma promuova il ricorso a tali veicoli, si propone un trattamento fiscale agevolato per le persone giuridiche che investono in fondi chiusi italiani e un trattamento tributario specifico per le somme percepite a titolo di carried interest¹.

Per agevolare lo sviluppo degli investimenti in imprese innovative potrebbe essere introdotta un'agevolazione fiscale per i sottoscrittori di fondi chiusi specializzati su questo segmento.

AZIONI

- **Regime fiscale delle persone giuridiche sottoscrittori di fondi mobiliari chiusi:** estensione della "participation exemption" alle plusvalenze relative a partecipazioni in un fondo di private equity di diritto italiano
- **Regime fiscale del carried interest:** assoggettamento del carried interest ad aliquota sostitutiva, in luogo dell'attuale imposizione piena
- **Agevolazioni fiscali per investimenti in imprese innovative:** riduzione dell'imposta sul reddito a favore di persone fisiche e giuridiche che investono in imprese innovative tramite fondi chiusi

¹ Incentivo riconosciuto ai gestori di un fondo, sulla base della performance complessiva fatta registrare dall'attività di investimento.

Regime fiscale delle persone giuridiche sottoscrittori di fondi mobiliari chiusi

Per quanto riguarda il regime fiscale dei sottoscrittori dei fondi residenti in Italia, va sottolineato che, poiché le partecipazioni in fondi chiusi sono per lo più assunte nell'esercizio di imprese commerciali, AIFI ha più volte richiesto un intervento volto a migliorare il regime fiscale in capo a questi soggetti. Risulta opportuno, infatti, che vi sia eguale trattamento sulle plusvalenze realizzate tramite la cessione diretta o indiretta (attraverso un fondo) di una partecipazione avente le stesse caratteristiche. In altre parole, dal momento che il D.Lgs. n.344/03 ha introdotto la "participation exemption" per le plusvalenze realizzate nell'esercizio di imprese commerciali relativamente a partecipazioni in società, residenti e non, che rispondono ad alcune condizioni, si è considerato rilevante suggerire di estendere tale trattamento anche alle plusvalenze, realizzate dai medesimi soggetti in qualità di sottoscrittori di un fondo mobiliare chiuso, relativamente alle partecipazioni che rispondono alle stesse condizioni previste per la participation exemption.

L'introduzione del regime della esenzione sulle plusvalenze derivanti dalla cessione di partecipazioni sociali, effettuate dalle società di capitali soggette dal 2004 alla nuova imposta sul reddito delle società, ha di fatto penalizzato, dal punto di vista fiscale, l'investimento in partecipazioni sociali effettuato da parte di una società di capitali per il tramite della partecipazione ad un fondo chiuso di *private equity* di diritto italiano, rispetto al medesimo tipo di investimento effettuato in via diretta.

Infatti, con riguardo all'investimento per così dire indiretto, in caso di "uscita" dall'investimento (tanto che avvenga via cessione delle quote del fondo da parte della società partecipante, quanto che avvenga perché il fondo cede la o le partecipazioni e di conseguenza distribuisce i relativi proventi alla società medesima), la società di capitali partecipante subisce una tassazione piena ai fini Ires sulle plusvalenze realizzate (da essa stessa ovvero dal fondo); ne deriva in ogni caso un carico tributario pari al 33%, giacché la legge neutralizza la imposizione subita al livello del fondo con la attribuzione di un credito d'imposta alla società partecipante.

Con riguardo invece all'investimento diretto, nel medesimo caso di "uscita" via cessione della o delle partecipazioni con realizzo di plusvalenze, dal 2004 queste ultime beneficiano della totale esenzione in virtù dell'istituto (di carattere non agevolativo bensì sistematico) della c.d. *participation exemption* previsto all'articolo 87 del testo unico delle imposte sui redditi. La disposizione è stata recentemente rivista nel Decreto legislativo n. 203/2005 e oggetto di interventi successivi. La plusvalenza non è più totalmente esente da imposizione ma l'esenzione si applica parzialmente e in misura diversa a seconda della data di realizzo della plusvalenza stessa.

Sino a tutto il 2003 l'investimento diretto scontava di norma il livello ordinario di tassazione Irpeg (con la sola eccezione della imposizione sostitutiva con aliquota del 19% riferita a particolari categorie di partecipazioni), il che realizzava un sostanziale parallelismo fiscale tra le due alternative di investimento.

La conseguenza evidente del panorama normativo che si è venuto a creare a partire dal 2004 è che d'ora in avanti qualunque società di capitali, a parità di altre condizioni,

propenderà senz'altro per l'investimento diretto, facendo agevolmente prevedere che il mercato dei fondi chiusi di diritto italiano vedrà scomparire, e con una certa rapidità, la figura dell'investitore società di capitali (si pensi alle banche o alle società assicurative); il quale, a ragione, non considererà più equivalenti sotto il profilo fiscale l'investimento diretto e quello indiretto e non contribuirà più al tanto auspicato sviluppo dei fondi chiusi di *private equity* di diritto italiano.

Si propone, quindi, di ripristinare normativamente la sostanziale equivalenza fiscale che è esistita a tutto il 2003.

Tale obiettivo viene perseguito attraverso la assimilazione, alle partecipazioni che danno diritto alla *participation exemption*, delle partecipazioni ad un fondo chiuso di *private equity* di diritto italiano. Con la conseguenza che, in caso di cessione delle quote del fondo da parte della società di capitali, le plusvalenze realizzate beneficiano della esenzione dall'Ires, nel rispetto dei medesimi requisiti di spettanza della esenzione previsti per le partecipazioni sociali (periodo minimo di possesso, iscrizione tra le immobilizzazioni finanziarie, commercialità dell'attività esercitata dalle società "investite" dal fondo il quale quindi assumerebbe le sembianze di una *sub-holding*, residenza delle società medesime in Paesi a fiscalità non privilegiata). E, in caso di distribuzione dei proventi da parte del fondo, loro assoggettamento ad imposizione alla stregua degli ordinari dividendi (esenzione dall'Ires per il 95% del loro ammontare). L'obiettivo in parola trova poi completamento con l'attribuzione ai partecipanti società di capitali di una somma che neutralizza l'imposizione sostitutiva assolta dal fondo sulle plusvalenze in parola confluente, com'è regola, nel risultato maturato della gestione. In sostanza, la proposta di modifica legislativa persegue la finalità sostanziale di rendere fiscalmente trasparente, agli occhi del partecipante società di capitali residente in Italia, il fondo chiuso italiano di *private equity*. Incidentalmente, va osservato come la assimilazione alle partecipazioni che danno diritto all'esenzione in caso di plusvalenza produce, automaticamente in via sistematica, la indeducibilità delle svalutazioni e delle minusvalenze sulle quote del fondo, nonché l'assoggettamento agli istituti della c.d. *thin capitalization* e del pro rata patrimoniale.

Per evitare che la misura di esenzione di cui sopra possa formare oggetto di utilizzi non coerenti con i principi che la ispirano, si è pensato di circoscrivere il concetto di fondo chiuso di *private equity* di diritto italiano facendo riferimento al fondo chiuso riservato, speculativo o meno, che risulta individuato negli specifici provvedimenti emanati dal Ministero del tesoro e dalla Banca d'Italia.

Tecnicamente, la proposta si articola in due modifiche normative, rese necessarie dal fatto che l'attuale disciplina fiscale relativa alla tassazione dei fondi chiusi e dei proventi distribuiti ai partecipanti società di capitali ed enti commerciali è contenuta in due distinti provvedimenti normativi, tali essendo l'articolo 11 della legge n. 344/1993 e l'articolo 8 del decreto legislativo n. 505/1999.

Si riporta la proposta di modifica al regime tributario di taluni partecipanti ai fondi comuni di investimento mobiliari chiusi di *private equity*.

Articolato:

All'articolo 11 della legge 14 agosto 1993, n. 344, dopo il comma 4 è aggiunto il seguente comma:

“4-bis. In deroga al comma 4, per i partecipanti soggetti all'imposta sul reddito delle società di cui all'articolo 73, comma 1, lettere a) e b), del citato testo unico delle imposte sui redditi, i proventi percepiti sono assimilati ai dividendi di cui all'articolo 89 del medesimo testo unico; in relazione a tali proventi i partecipanti hanno diritto, facendone richiesta alla società di gestione del risparmio entro il 31 dicembre dell'anno in cui i proventi sono percepiti, al pagamento di una somma pari al 15 per cento di detti proventi, qualora questi siano erogati da fondi soggetti ad imposta sostitutiva con l'aliquota del 12,50 per cento, e al 6 per cento dei medesimi proventi, qualora siano erogati da fondi soggetti ad imposta sostitutiva con l'aliquota del 5 per cento; il pagamento, che non può essere richiesto all'amministrazione finanziaria, è eseguito dalla società di gestione del risparmio computandolo in diminuzione dai versamenti dell'imposta sostitutiva, a decorrere dalle rate relative al periodo d'imposta precedente. Per le plusvalenze realizzate a titolo oneroso dai partecipanti sulle quote del fondo si applicano le disposizioni di cui all'articolo 87 del testo unico delle imposte sui redditi. Le disposizioni del presente comma trovano applicazione esclusivamente per i fondi riservati, anche speculativi, la cui attività consiste in via prevalente nell'assunzione di partecipazioni in società di capitali”.

All'articolo 8, comma 3, del decreto legislativo 23 dicembre 1999, n. 505, è aggiunto, in fine, il seguente periodo:

“Si applica l'articolo 11, comma 4-bis, della legge 4 agosto 1993, n. 344; in tal caso, la misura del pagamento a cui i partecipanti agli organismi di cui al comma 1 hanno diritto è pari al 36,98 per cento”.

Regime fiscale del carried interest

Un altro aspetto di rilievo per promuovere l'utilizzo dei fondi chiusi di diritto italiano è l'imposizione fiscale sul cosiddetto *carried interest*.

Il *carried interest* è una speciale quota di utile riservata a particolari soggetti coinvolti a vario titolo nella creazione e/o nella gestione del fondo. Tale utile è solitamente collegato ai capital gain realizzati dal fondo.

In ambito fiscale italiano non esiste una disciplina *ad hoc*. Sarebbe quindi opportuno, vista la natura peculiare di questo tipo di reddito, che risulta essere quota parte di capital gain maturati a seguito di future cessioni di partecipazioni, prevedere un trattamento allineato a quello dei redditi di natura finanziaria, in quanto caratterizzati dalla medesima aleatorietà nella determinazione. In questo modo, tra l'altro, perderebbero appetibilità costruzioni giuridiche di diritto internazionale, rispetto a quelle di diritto italiano.

Il problema del trattamento tributario del “*carried interest*” è fortemente avvertito da coloro che operano nel comparto dei fondi chiusi.

Secondo la legislazione vigente, infatti, tali somme se percepite in relazione ad un rapporto di lavoro (dipendente e/o autonomo) ovvero da un'impresa commerciale sono assoggettate ad imposizione piena.

Le norme si propongono di ridurre l'onere tributario sulle somme da chiunque percepite a titolo di carried interest, sottraendole all'imposizione ordinaria ed assoggettandole ad un'imposizione sostitutiva delle imposte sui redditi e dell'IRAP.

Ciò costituirebbe un valido incentivo per tutti coloro che, indicati nel regolamento istitutivo del fondo, contribuiscono a dare valore aggiunto alle attività di sviluppo del fondo a prescindere dalla loro natura giuridica. Essa, quindi, riguarderebbe i managers, la SGR ed ogni altro soggetto che contribuisce ad accrescere il valore del fondo gestito.

In attesa della revisione del trattamento fiscale degli organismi di investimento collettivo in valori mobiliari, la previsione di cui al comma sette del seguente articolato è resa necessaria al fine di evitare una doppia imposizione fiscale sul carried interest, prima in capo al fondo e poi in capo al percipiente.

Per evitare che la normativa si ponga in contrasto con i principi contenuti nel Trattato istitutivo dell'Unione Europea che garantiscono la libertà di circolazione dei capitali anche attraverso l'eliminazione delle norme fiscali che vi siano di ostacolo, il testo proposto si rende applicabile a tutti gli organismi d'investimento collettivo di tipo chiuso costituiti in paesi appartenenti all'Unione Europea semprechè assoggettati a forme di vigilanza analoghe a quelle previste per i fondi chiusi italiani.

Si riporta la proposta riguardante il trattamento tributario del carried interest.

Articolato:

- 1. Ai fini delle imposte sui redditi e dell'imposta regionale sulle attività produttive non concorrono a formare il reddito ed il valore della produzione le somme o i valori riconosciuti dai fondi comuni d'investimento di tipo chiuso al soggetto gestore (si intende per soggetto gestore i managers, la società di gestione del risparmio e/o ogni altro soggetto che contribuisce ad accrescere il valore del fondo) e commisurati all'ammontare delle plusvalenze nette realizzate dal fondo. Le plusvalenze nette sono costituite dalla differenza tra il corrispettivo percepito ed il costo o valore di acquisto aumentato di ogni onere inerente all'acquisizione e alla dismissione del bene, compresi gli interessi passivi. In occasione della prima approvazione del regolamento di gestione da parte dell'Autorità di Vigilanza, sono individuati i criteri di calcolo delle somme o valori che il fondo è tenuto a riconoscere nonchè i soggetti o le categorie di soggetti beneficiari. Eventuali modificazioni concernenti i soggetti o le categorie di soggetti beneficiari delle somme o dei valori introdotte in occasione delle successive modificazioni del regolamento di gestione, non determinano l'estensione dei benefici previsti dalla presente disposizione.*
- 2. Le somme o i valori di cui al comma 1 sono assoggettati ad un'imposta sostitutiva delle imposte sui redditi e dell'imposta regionale sulle attività produttive nella misura del 12,5% per cento.*

3. *L'imposta sostitutiva di cui al comma 2 è applicata dalle società di gestione del risparmio sulle somme prelevate dal patrimonio del fondo e corrisposte ai beneficiari. Si applicano le disposizioni del capo terzo del decreto legislativo 9 luglio 1997, n. 241.*
4. *Qualora le somme o valori di cui al comma 1 siano corrisposte da soggetti non residenti nel territorio dello Stato, l'imposta sostitutiva di cui al comma 2 è corrisposta dai beneficiari mediante versamento diretto nei termini e nei modi previsti per il versamento delle imposte sui redditi dovute a saldo in base alla dichiarazione.*
5. *Per l'accertamento, la riscossione e le sanzioni relative all'imposta sostitutiva non dichiarata e non versata si applicano le disposizioni stabilite in materia di imposte sui redditi.*
6. *Le disposizioni di cui ai precedenti commi si applicano alle somme o valori riconosciuti da organismi di investimento di tipo chiuso istituiti in paesi o territori appartenenti all'Unione Europea ed assoggettati, nello Stato d'origine, a disposizioni in materia di autorizzazione, organizzazione e vigilanza equivalenti a quelli vigenti in Italia per i fondi d'investimento chiusi.*
7. *Le somme o i valori di cui al comma 1 sono sottratti dal risultato della gestione ai fini della applicazione dell'imposta sostitutiva di cui all'art. 11 della L. n. 344/1993.*

Agevolazioni fiscali per investimenti in imprese innovative

Alla luce dell'importanza del sostegno al segmento del venture capital high tech, si ipotizza l'introduzione di incentivi fiscali per gli investitori in fondi mobiliari chiusi di diritto italiano dedicati in maniera esclusiva o prevalente alle imprese innovative. La proposta si ispira al modello francese (Legge per la modernizzazione dell'economia 2005).

In particolare, si propone che:

“le persone fisiche e le società che sottoscrivono quote di fondi chiusi che investono in imprese innovative possono beneficiare di una deduzione dall'imposta sul reddito pari al 25% delle somme investite, purché le quote siano detenute per almeno 5 anni e la partecipazione nel capitale della società target sia inferiore al 25%”.

Obiettivo 3: Sviluppo del segmento del venture capital high tech

Nel confronto con gli altri paesi industrializzati l'Italia si caratterizza per un basso tasso di nascita e di sopravvivenza di nuove imprese high-tech. Questo è in primo luogo dovuto alle caratteristiche del tessuto industriale italiano, relativamente povero di grosse imprese high-tech, i cui centri di ricerca rappresentano la culla delle nuove iniziative nei settori ad alta tecnologia. Ad ampliare il divario fra l'Italia e gli altri paesi industrializzati ha anche contribuito la minore permeabilità delle università italiane verso attività di ricerca svolte in joint-venture con l'industria e verso il trasferimento di conoscenze. Di conseguenza, oggi l'Italia soffre sia di un basso tasso di nascita e di sopravvivenza di nuove imprese high-tech, sia di una presenza inadeguata, quantitativamente e qualitativamente, di venture capitalist specializzati nell'investimento in nuove imprese high-tech. Basti pensare, dal punto di vista quantitativo, che in Italia, a partire dal 2001, la percentuale degli investimenti in imprese high-tech, rispetto alla dimensione totale del mercato, ha registrato un trend decrescente: in particolare, la quota di capitale di rischio dedicata all'innovazione e all'alta tecnologia, a partire dal picco massimo del 46% toccato nel 2001, si è progressivamente contratta, restando negli anni successivi al di sotto del 10% dei volumi totali. Per accrescere l'offerta di capitali nell'high tech, aumentando così le possibilità di sopravvivenza delle imprese che si trovano nella fase iniziale del loro sviluppo, sarebbe importante riuscire a far nascere operatori di venture capital specializzati in questo tipo di interventi.

Pertanto, alla base degli interventi di seguito proposti, vi è la consapevolezza della necessità di un supporto pubblico a sostegno di questo segmento, che gli operatori di mercato hanno dimostrato di non essere in grado di finanziare in modo adeguato. Il finanziamento di idee innovative nelle fasi iniziali, incorpora, infatti, un elevato livello di rischio, tale per cui gli investitori privati possono contribuire allo sviluppo di imprese ad alta tecnologia, ma non possono, da soli, attivare e sostenere economicamente i serbatoi di idee imprenditoriali innovative. Al fine di attivare un circolo virtuoso efficace e duraturo si rende, infatti, necessario affiancare ai privati un intervento pubblico di supporto, pensato sia sotto forma di co-investimento, sia in qualità di fornitore di risorse finanziarie ai veicoli di investimento di venture capital. Il coinvolgimento di capitali e competenze private nella gestione di strumenti di investimento pubblici rappresenta la sola garanzia per un'efficiente allocazione di risorse alle imprese.

AZIONI

- **Manifesto High Tech:** proposta di creazione di un fondo pubblico di co-investimento per sostenere la nascita e lo sviluppo di nuove imprese innovative
- **Promozione del fondo high tech nel Mezzogiorno:** azione divulgativa volta a pubblicizzare la misura ed ampliamento della sua operatività

Manifesto High Tech

AIFI ha elaborato una proposta inserita in un Manifesto, dal titolo “*Proposta per sostenere la nascita e lo sviluppo di nuove imprese high tech*”.

Si propone di intervenire ricorrendo ad un Fondo di dotazione di natura pubblica, che agisca nella duplice veste di “co-investitore” e di “fondo di fondi”, finanziato da soggetti pubblici e regolamentato nella sua attività da una apposita Commissione nominata, in forma congiunta, dai Ministeri coinvolti.

Tale iniziativa segue le linee già sperimentate con successo in Paesi quali Francia, Irlanda e Regno Unito, oltre ad Israele, dove l’investimento pubblico non solo ha attivato tramite un effetto leva una ampia moltiplicazione di risorse private, ma anche è stato restituito grazie al successo delle iniziative finanziate.

Le risorse che dovranno essere messe a disposizione del Fondo affinché l’iniziativa abbia un impatto apprezzabile sul panorama hi-tech italiano sono dell’ordine di 300 milioni di Euro, ripartite temporalmente su un arco triennale.

Il Fondo dovrebbe agire su due livelli:

- destinando una percentuale maggioritaria delle risorse a disposizione al co-investimento indiretto in singole nuove imprese tecnologiche italiane, insieme a fondi di venture capital italiani ed esteri che soddisfino alcuni requisiti di accreditamento;
- destinando un’altra percentuale delle risorse a disposizione all’investimento, insieme ad altri investitori, in fondi di venture capital operanti in Italia e specializzati in investimenti tecnologici di tipo seed ed early stage (*fondo di fondi*).

La selezione operativa degli investimenti e il loro monitoraggio potrà essere affidata dalla Commissione ad un Advisor, selezionato mediante apposita procedura ad evidenza pubblica. L’Advisor avrà, in particolare, il compito di verificare la rispondenza delle proposte di investimento ai criteri stabiliti dalla Commissione, di monitorare gli investimenti realizzati, di provvedere all’informativa periodica di natura amministrativa alla Commissione, di promuovere l’attività del Fondo al fine di massimizzarne l’efficacia nei confronti dell’obiettivo finale.

Nell’ipotesi in cui il Fondo di dotazione dovesse destinare l’80% delle sue risorse all’attività di co-investimento, sarà possibile attivare un volume di impieghi complessivamente pari a 480 milioni di Euro (questo perché la proposta è che pubblico e privato investano con quote pari e quindi 240 milioni di euro a testa). Facendo riferimento a quanto mediamente viene investito in iniziative seed o early stage e tenendo conto che si prevedono più round di investimenti si può ipotizzare che ciascuna società co-investita possa assorbire fra 3 e 5 milioni di euro del fondo pubblico. Di conseguenza le risorse messe a disposizione per il co-investimento (240 milioni di euro) potrebbero finanziare circa 50 società.

Destinando il rimanente 20% delle risorse del Fondo di dotazione all’investimento in fondi di venture capital, senza mai eccedere la quota del 30% delle risorse complessivamente raccolte da ogni singolo fondo, si agevolerebbe l’attività in fondi in grado di investire almeno 200 milioni di euro. Il numero totale di iniziative ulteriormente finanziabili dai venture capitalist

agevolati dal Fondo è ipotizzabile intorno alle 100 unità, considerando un fabbisogno medio di 2 milioni di euro per superare la fase di seed. Tale valore aumenta se il fondo investe anche nei round successivi e, conseguentemente, diminuisce il numero di imprese finanziabili a parità di risorse messe a disposizione.

In questo modo, con un contenuto investimento pubblico, si potrà attivare in tre anni l'avvio di 150 nuove imprese ad alta tecnologia.

All'iniziativa in oggetto hanno aderito diverse personalità di rilievo fortemente impegnate per lo sviluppo scientifico e tecnologico del nostro Paese, sottoscrivendo la proposta, al fine di rafforzarla e con l'obiettivo di garantire alla stessa la massima autorevolezza. Il Manifesto, già oggetto di un'intensa attività di lobbying nei confronti delle autorità competenti da parte dell'Associazione, seppur accolto favorevolmente, non ha però ancora trovato attuazione in un dispositivo di legge.

Promozione del Fondo high tech nel Mezzogiorno

La misura, che mette a disposizione 100 milioni di euro, prevede la sottoscrizione di quote di fondi chiusi, da parte del Dipartimento per l'Innovazione e le Tecnologie, finalizzati all'acquisto di partecipazioni in piccole e medie imprese, a fronte di programmi d'investimento in aziende localizzate nelle aree sottoutilizzate del Mezzogiorno e destinati ad introdurre innovazioni di processo o di prodotto con tecnologie digitali (vedi pag. 34).

AIFI ha sostenuto la misura nella fase di definizione e la supporterà anche nella fase di comunicazione. Congiuntamente con i Ministeri che l'hanno promossa, infatti, si ritiene fondamentale, attraverso un'azione divulgativa, sostenere l'efficacia della misura, affinché la dotazione di capitali messa a disposizione delle imprese non venga dispersa.

La misura rappresenta certamente un importante provvedimento a favore dello sviluppo del capitale di rischio in un'area dove gli interventi sono ancora scarsi, ma, allo stesso tempo, rivolgendosi ad imprese innovative e premiando, in particolare, gli investimenti in early stage, si configura anche come una misura volta a colmare l'inefficienza del nostro mercato rappresentato dall'equity gap nel venture capital high tech.

AIFI, inoltre, si farà portavoce di un potenziamento della misura che preveda un ampliamento dell'operatività a livello territoriale, estendendola a tutta Italia, e a livello settoriale, considerando tutte le tipologie di innovazioni tecnologiche.

Obiettivo 4: Sviluppo delle operazioni di turnaround

Sempre in un'ottica di crescita del mercato, AIFI crede nella necessità di favorire l'ampliamento di diverse tipologie di operazioni, dove i professionisti di private equity possano esplicare la loro attività.

A tal proposito, una priorità per il settore sul fronte delle modalità di intervento degli operatori, a sostegno dell'economia del nostro Paese e del rilancio di imprese in difficoltà, continuerà ad essere rappresentata dal potenziamento dell'attività di **turnaround financing**, cioè l'attività svolta da operatori finanziari specializzati nell'investimento in imprese in situazioni di tensione economica e finanziaria, con l'obiettivo di risanamento e di rilancio. In tali situazioni, l'intervento di un investitore finanziario specializzato rappresenta spesso un efficace, se non unico, rimedio per salvare l'impresa e riavviarla verso un nuovo ciclo di sviluppo. Nelle operazioni di turnaround il compito attribuito all'investitore consiste nell'assunzione della guida dell'impresa attraverso la gestione diretta di tutte le fasi connesse alla ristrutturazione e al rilancio dell'attività.

La legge fallimentare del 1942 ha sempre rappresentato un vero deterrente allo sviluppo del turnaround in Italia. In tale quadro normativo, la finalità recuperatoria del patrimonio imprenditoriale trovava una collocazione secondaria rispetto allo scopo sanzionatorio del fallimento. Di conseguenza, mentre in Europa le operazioni di turnaround hanno già attratto capitali istituzionali significativi, rientrando nell'ottica delle operazioni di private equity, in Italia esse hanno avuto finora scarso seguito.

Alcune delle disposizioni introdotte dalla riforma delle procedure fallimentari, vanno accolte con estremo favore, pur non recependo completamente le istanze, di più ampio respiro, presentate dall'Associazione. Tra le novità si ricordano l'accelerazione dei tempi collegati alla procedura fallimentare, la disciplina delle esenzioni dall'azione revocatoria, l'ampliamento del campo di applicazione del concordato preventivo e la possibilità di accordi di ristrutturazione dei debiti.

È particolarmente significativo che il nuovo art.104 dia la possibilità al Tribunale di disporre l'esercizio provvisorio dell'impresa già nella sentenza che dichiara il fallimento, *“anche limitatamente a specifici rami di azienda, se dalla interruzione può derivare un danno grave”* (e non anche, come prescriveva il vecchio art.90 della legge fallimentare sulla stessa materia, *“irreparabile”*).

Sono altresì molto rilevanti le novità introdotte con il nuovo art.105 *“Vendita dell'azienda, di rami, di beni e rapporti in blocco”* che prevede che *“la liquidazione dei singoli beni è disposta quando risulta prevedibile che la vendita dell'intero complesso aziendale, di suoi rami, di beni o rapporti giuridici individuabili in blocco non consenta una maggiore soddisfazione dei creditori”*.

Si aprono quindi prospettive molto interessanti per gli investitori nel capitale di rischio.

Infatti, d'ora in poi, sarà possibile acquistare da un fallimento:

- complessi aziendali o anche singoli rami d'azienda, o persino singoli beni o rapporti giuridici
- evitare il trasferimento di tutti indistintamente i lavoratori alle dipendenze dell'impresa fallita
- modificare le condizioni del rapporto di lavoro
- escludere la responsabilità dell'acquirente per i debiti sorti prima del trasferimento.

AIFI continuerà a ribadire l'importanza di introdurre delle procedure che facilitino l'intervento di operatori specializzati nella gestione di aziende in crisi, soprattutto nell'ambito dell'istituto della continuazione temporanea dell'esercizio dell'impresa, in un'ottica di salvaguardia del valore d'azienda e di sopravvivenza dell'impresa.

AZIONI

- **Modifica alla disciplina dell'esercizio provvisorio d'impresa:** previsione di affidamento della gestione delle imprese in crisi ad operatori specializzati in turnaround, attraverso la stipula di un contratto con il curatore della procedura di fallimento

Modifica alla disciplina dell'esercizio provvisorio d'impresa

Il nuovo art.104 della legge fallimentare, pur ampliando le possibilità di ricorso alla continuazione temporanea dell'esercizio dell'impresa, ne continua ad affidare la gestione al curatore.

Ma l'esperienza dimostra che i curatori non hanno quasi mai chiesto né accettato l'esercizio provvisorio, ritenendosi del tutto inadatti al compito, nonché temendo le responsabilità conseguenti alla gestione di un'impresa. Ne è derivata una pressoché totale disapplicazione dell'istituto ed una conseguente grave perdita di valore delle aziende assoggettate a fallimento.

Alla luce di queste argomentazioni, la scelta di confermare l'affidamento della gestione provvisoria al curatore non rappresenta una soluzione soddisfacente.

La proposta AIFI è più idonea a salvaguardare il valore delle aziende. Essa prevede che il curatore possa stipulare un contratto con una società per azioni, scelta con particolari criteri di prudenza e affidabilità. L'effetto auspicato, lasciando spazio nella gestione a società specializzate, è quello di preservare l'avviamento d'impresa.

In concreto, si tratterebbe di modificare l'art.104 nel seguente modo:

“104. Esercizio provvisorio dell'impresa del fallito. Con la sentenza dichiarativa del fallimento, il tribunale può disporre l'esercizio provvisorio dell'impresa, anche limitatamente a specifici rami d'azienda, se dalla interruzione può derivare un danno grave, purchè non arrechi pregiudizio ai creditori.

Successivamente, su proposta del curatore, il giudice delegato, previo parere favorevole del comitato dei creditori, autorizza, con decreto motivato, la continuazione temporanea dell'esercizio dell'impresa, anche limitatamente a specifici rami d'azienda, fissandone la durata.

Con il provvedimento che dispone la continuazione temporanea, il tribunale affida la gestione dell'impresa ad una società per azioni scelta con criteri di particolare prudenza ed affidabilità, che deve fornire garanzie fideiussorie adeguate.

Il curatore, all'uopo previamente autorizzato dal giudice delegato, stipulerà con la società prescelta un contratto dalle seguenti caratteristiche:

- a) affidamento dell'intero compendio aziendale o di suoi singoli rami;*
- b) esonero ad ogni effetto di legge dall'obbligo di prosecuzione del rapporto di lavoro con tutti i dipendenti;*
- c) obbligo di acquisto del materiale di magazzino dell'impresa secondo le necessità dell'affidatario;*
- d) versamento anticipato di un corrispettivo commisurato alle sole attività produttive;*
- e) riconoscimento all'affidatario del diritto di prelazione sulla futura vendita del compendio aziendale o di suoi specifici rami;*
- f) equa remunerazione in prededuzione.*

La durata del contratto non potrà oltrepassare i dodici mesi, con possibilità di un'unica proroga per eguale periodo.

Durante il periodo di esercizio provvisorio, il comitato dei creditori è convocato dal curatore, almeno ogni tre mesi, per essere informato sull'andamento della gestione.

Durante l'esercizio provvisorio i contratti pendenti proseguono.

I crediti sorti nel corso dell'esercizio provvisorio si applicano le disposizioni di cui alla Sezione IV del Capo III del Titolo II.”.

Obiettivo 5: Potenziamento dei canali di disinvestimento

Il disinvestimento chiude il ciclo del private equity e venture capital attraverso la realizzazione del valore creato e incorporato nelle imprese target.

Se si considera, per questa fase, il confronto con il mercato europeo, la nota positiva è che il nostro Paese ha registrato tassi di fallimento delle iniziative di investimento leggermente inferiori a quelli medi europei.

Al tempo stesso, però, risulta ancora scarso il ricorso al mercato borsistico. Nel 2005, su 130 disinvestimenti, sono state otto le società per le quali si è provveduto alla vendita di azioni, comprensive sia di matricole vere e proprie che di aziende quotate in periodi precedenti.

Anche a livello europeo il tema relativo alle modalità di way out, è particolarmente sentito. Tra le barriere strutturali allo sviluppo del mercato del capitale di rischio, infatti, con riferimento ai canali di dismissione delle partecipazioni, emerge come i mercati dei capitali siano frammentati, per cui le strategie di disinvestimento sono limitate e la quotazione non è un'alternativa facilmente perseguibile. Per il superamento di tale inefficienza, è allo studio, a livello di Commissione Europea, la creazione di un mercato azionario pan-europeo per società ad elevate potenzialità di crescita, che implichi una comune piattaforma di contrattazione, gli stessi requisiti di ammissione e un controllo accentrato a livello europeo. È opinione condivisa che a tale fine sia preferibile partire da un mercato già esistente, con una massa critica di base, in termini di capitalizzazione. Nell'ambito del Risk Capital Summit, tenutosi a Londra ad ottobre 2005 è stato annunciato l'obiettivo dell'Alternative Investment Market (AIM), in funzione già dal 1995 nell'ambito del London Stock Exchange, che ad oggi si presenta come il più internazionale tra le piazze europee per titoli a media e bassa capitalizzazione, di candidarsi a tale ruolo.

Al fine di facilitare l'utilizzo del mercato borsistico per lo smobilizzo delle partecipazioni nel portafoglio delle società di venture capital e private equity, AIFI ha individuato alcuni incentivi specifici.

AZIONI

- **Contributi per la quotazione sui mercati regolamentati europei:** agevolazione attraverso la copertura dei costi per la quotazione su un mercato mobiliare dell'Unione Europea, mediante contributi a fondo perduto
- **Incentivi fiscali per la quotazione sul mercato Expandi:** previsione di una detrazione dall'imposta sul reddito a favore di investitori in piccole e medie imprese quotate sul mercato Expandi

Contributi per la quotazione sui mercati regolamentati europei

A livello internazionale, AIFI supporta l'affermazione di principi condivisi nella normativa dei diversi Paesi dell'Unione Europea che favoriscano la quotazione delle imprese.

Pertanto, in un'ottica di massima internazionalizzazione dei mercati finanziari, crede nella necessità di introdurre dei meccanismi di incentivazione alle imprese che intendono quotarsi su uno dei mercati mobiliari dell'Unione Europea.

Nel dettaglio, la proposta AIFI prevede l'erogazione alle piccole e medie imprese di contributi a fondo perduto, volti a coprire parte dei costi fissi sostenuti dalle stesse per la quotazione.

Incentivi fiscali per la quotazione sul Mercato Expandi

Con particolare riferimento al nostro Paese, dal momento che la carenza delle operazioni di early stage può anche essere attribuita alla difficoltà di accesso ai canali di disinvestimento, si propone un'agevolazione volta ad incentivare la quotazione sul mercato Expandi.

In particolare:

“A favore delle persone fisiche si prevede una detrazione dall'imposta sul reddito pari al 25% delle somme investite in piccole e medie imprese quotate sul mercato Expandi, con un plafond pari all'x% per i singoli individui e all'y% per i nuclei familiari di due o più persone. Condizione aggiuntiva è che le imprese oggetto di investimento siano controllate da persone fisiche o da fondi di private equity”.

Obiettivo 6: Potenziamento a livello territoriale

Un'altra caratteristica dell'offerta di capitale di rischio del nostro mercato è rappresentata dalla scarsa omogeneità degli investimenti a livello territoriale. La maggior parte delle operazioni sono concentrate nel Nord del Paese.

Anche gli operatori non sono distribuiti in modo omogeneo all'interno del territorio nazionale. Le società con sede a Milano rappresentano, infatti, oltre il 60% del totale degli operatori presenti in Italia. La presenza così massiccia di operatori nell'area milanese, fa sì che a beneficiare di investimenti nel capitale di rischio siano principalmente le aziende del Nord Italia, ed in particolare della Regione Lombardia, che nel 2005 ha catalizzato il 36% delle operazioni effettuate complessivamente nel nostro territorio.

Considerando il private equity come un importante motore di sviluppo, affinché l'intero sistema imprenditoriale italiano possa beneficiare del suo impatto positivo sul processo di crescita delle imprese finanziate, si rende necessaria una diffusione territoriale più omogenea del fenomeno.

A questo proposito, AIFI ha collaborato con diverse amministrazioni a livello regionale, supportandole dal punto di vista tecnico, per favorire la nascita di fondi chiusi a capitale misto pubblico-privato, con un focus di investimento territoriale. Tra i rapporti instaurati in passato ed ancora in corso si ricorda, in particolare, quello con la Lombardia, l'Emilia Romagna, l'Abruzzo, la Puglia, la Campania e la Sicilia. A livello centrale, AIFI, come già accennato, ha condiviso e sostenuto il Fondo High Tech per il Mezzogiorno, volto a favorire l'afflusso di capitale di rischio verso le piccole e medie imprese innovative localizzate nelle aree sottoutilizzate del Sud Italia. A tal proposito, AIFI incoraggerà la nascita di fondi analoghi, a carattere locale. Tra le iniziative, nell'ambito di uno sviluppo territoriale del settore, AIFI sta cercando di migliorare l'applicabilità di una delle poche misure di incentivo ad oggi esistenti (art.106, legge 388/2001).

AZIONI

- **Promozione di fondi territoriali:** interventi a carattere pubblico-privato, volti ad incentivare gli investimenti in piccole e medie imprese
- **Rivisitazione della normativa all'art.106 della Legge 388/2000:** modifiche puntuali, alla luce dei problemi riscontrati dagli stessi operatori a seguito dell'accreditamento ed ampliamento dell'estensione territoriale

Promozione di fondi territoriali

Sempre in un'ottica di sviluppo territoriale del fenomeno del private equity, AIFI crede nell'esigenza di aggregare ed indirizzare risorse verso investimenti in piccole e medie imprese scarsamente coinvolte nel mercato del capitale di rischio, attraverso l'utilizzo di strumenti specifici in grado di stimolare la partecipazione di capitali privati ad investimenti, che non sarebbero altrimenti scelti da investitori esclusivamente privati. Il coinvolgimento di capitali e competenze private nella gestione di strumenti di investimento pubblici, infatti, rappresenta la sola garanzia per un'efficiente allocazione di risorse alle imprese.

A tal riguardo si rende necessaria la promozione di fondi chiusi, aventi focus territoriale, volti ad incentivare gli investimenti in piccole e medie imprese, attraverso la costituzione di un fondo di fondi a capitale pubblico, destinato alla sottoscrizione fino al 50% di fondi che abbiano un focus nelle aree dove esiste una scarsa presenza di operatori locali.

Si tratterebbe di fondi, per semplici ragioni di attuabilità, su base regionale, che operano a condizioni di mercato. Non è da escludersi la costituzione di fondi da parte di più Regioni, rivolti alle imprese della macroarea costituita dalle Regioni coinvolte nell'iniziativa. In tale ambito, si può ipotizzare l'intervento da parte delle Finanziarie Regionali, importanti attori nell'attuazione delle politiche di sviluppo delle diverse realtà territoriali. A tal proposito, per favorire un'ottica industriale di sistema che superi le divisioni regionali, si deve cogliere l'opportunità introdotta dalla Legge Finanziaria 2006 di favorire la costituzione da parte dei distretti, con apporti di soggetti pubblici e privati, di fondi di investimento in capitale di rischio delle imprese all'interno dello stesso distretto.

Rivisitazione della normativa all'art.106 della Legge 388/2000

La disposizione prevista dall'art. 106 della legge 388/2000 (Finanziaria per il 2001) è una delle poche misure di incentivo per il settore ad oggi esistenti.

La misura prevede la concessione di anticipazioni ad intermediari abilitati per l'acquisizione di partecipazioni in piccole e medie imprese innovative.

Ad oggi, risulta che siano soltanto una decina i soggetti accreditati.

Pertanto, si propongono alcune modifiche volte a migliorare l'applicabilità della misura, agevolando così le domande di accreditamento, oltre che le richieste di anticipazione da parte degli operatori accreditati e in, secondo luogo, ad **ampliare la portata della misura estendendone il campo di applicazione all'intero territorio nazionale.**

Nello specifico, AIFI richiede:

- *l'eliminazione del vincolo per gli intermediari di acquisire esclusivamente partecipazioni di minoranza;*
- *l'eliminazione del vincolo per gli intermediari di acquisire partecipazioni non inferiori al 20% del capitale sociale;*
- *l'estensione da 3 a 7 anni del limite di vita delle imprese per accedere alle anticipazioni finanziarie;*

- *l'estensione da 7 a 10 anni del limite previsto per la restituzione delle anticipazioni finanziarie;*
- *la modifica del vincolo che impone di prevedere nei patti parasociali che eventuali e successivi aumenti di capitale sociale vengano effettuati ad un valore non inferiore a quello relativo all'acquisizione della partecipazione da parte del soggetto accreditato;*
- *la previsione, in sintesi, di due linee di intervento della Legge 388/2000:*
 - *un "programma nazionale", riguardante le imprese costituite da non oltre 7 anni, operanti in qualsiasi settore merceologico e che avviano programmi pluriennali di sviluppo;*
 - *un "programma per le aree obiettivo 1 e 2" (c.d. zone depresse), riguardante imprese, senza alcun vincolo di costituzione, operanti in qualsiasi settore merceologico e che avviano programmi pluriennali di sviluppo.*

Obiettivo 7: Coordinamento tra le misure

A livello generale, AIFI ritiene che un aspetto molto importante sia rappresentato dal **coordinamento tra le misure di incentivo ad oggi esistenti a favore degli interventi di private equity e venture capital a livello territoriale, regionale o provinciale.**

Nel nostro Paese, oltre ad alcune iniziative a livello centrale, esistono una serie di misure, aventi focus regionale, che utilizzano risorse pubbliche da affiancare a risorse private, ma, non essendo tra loro collegate, non sfruttano a pieno la loro potenziale efficacia e non riescono a raggiungere i risultati auspicati. Si riscontra, quindi, una frammentazione delle misure che, indipendentemente dalle loro specifiche finalità, non hanno raggiunto obiettivi di carattere sistemico. Inoltre queste misure, pur essendo disponibili, non sono conosciute e rimangono, in alcuni casi, inutilizzate. Con riferimento all'intervento pubblico nel private equity si ricorda, riportando alcuni dati dell'IPI, che le risorse a disposizione di interventi a favore del capitale di rischio, gestite da Amministrazioni centrali e regionali, ammontano a circa 600 milioni di euro, ad oggi quasi totalmente inutilizzate.

A tal riguardo, un altro aspetto che va sicuramente sottolineato è quello relativo alla necessità di studiare forme di sostegno, tra loro differenti, a seconda dei soggetti a cui sono indirizzate. Gli aiuti non possono essere uniformi ma strutturati a seconda delle peculiarità dei soggetti che si vuole sostenere.

Dal confronto internazionale, emerge come, a livello europeo, uno dei principali fattori di successo delle politiche a favore del settore, in grado di garantire la massima efficacia degli strumenti esistenti, risulti essere il coordinamento dei diversi strumenti.

Particolarmente rilevante, a tale proposito, ai fini della valorizzazione delle risorse già disponibili, è l'esempio che proviene dall'esperienza francese dove grazie alla logica del "fare sistema", sono stati più di 100 gli operatori del settore finanziati con capitali pubblici, a fronte di un investimento complessivo di oltre 600 milioni di euro nell'arco degli ultimi 5 anni, a favore del settore.

In tale ottica, sarebbe utile in Italia la creazione di un agile **Comitato di promozione e monitoraggio** degli strumenti che agevolano l'accesso al capitale di rischio da parte delle piccole e medie imprese, con l'obiettivo di massimizzare i risultati delle varie iniziative esistenti, che si occupi anche della divulgazione delle diverse misure. Concretamente, potrebbe essere realizzato un sito Internet degli interventi a favore del venture capital e del private equity. AIFI si propone di fornire supporto specifico nella fase di mappatura e, successivamente, della divulgazione delle notizie ai potenziali destinatari.

AZIONI

- **Creazione di un Comitato di promozione e monitoraggio:** organo deputato al coordinamento delle misure esistenti a favore del capitale di rischio

I principali obiettivi raggiunti

L'attività di confronto istituzionale di AIFI degli ultimi anni, e in particolare nel periodo coincidente con l'ultima legislatura, ha portato alla realizzazione di misure a favore del settore, sicuramente di rilievo, ma che non hanno raggiunto obiettivi di carattere sistemico, in grado di colmare i gap del mercato.

Si riportano i principali interventi di incentivo per il settore, sostenuti da AIFI attraverso il continuo monitoraggio dei processi di riforma, a livello sia normativo che regolamentare, con l'obiettivo primario di migliorare il contesto di riferimento per gli operatori di private equity e venture capital e di favorire lo sviluppo del settore.

A tal proposito, si ricorda che AIFI, oltre ad inserirsi nei processi di riforma con proposte di interventi di modifica o integrazione, si è fatta portavoce, anche nelle fasi successive all'approvazione di nuove disposizioni, di chiarimenti relativi alle stesse ed eventualmente di ulteriori modifiche volte a completare la coerenza delle revisioni introdotte.

Si sottolinea, inoltre, l'importanza dei rapporti intrattenuti in questi anni non soltanto con gli organi legislativi e governativi, ma anche con gli Organi di Vigilanza del mercato. Un cenno particolare merita il confronto con Banca d'Italia, proseguito in questi anni su diversi temi quali il miglioramento della normativa per i fondi mobiliari chiusi e per gli intermediari finanziari, l'accelerazione delle procedure autorizzative di nuove iniziative, il contenimento degli oneri di vigilanza e, da ultimo, la consultazione in fase di definizione del nuovo regolamento sul risparmio gestito.

INTERVENTI A FAVORE DEL VENTURE CAPITAL

Art. 103 Legge 388/2000

Soggetto promotore: Ministero dell'Industria, del Commercio e dell'Artigianato

- La misura prevede l'istituzione di un **fondo destinato a finanziare la ricerca scientifica** per interventi relativi al settore delle tecnologie, dell'informazione e della comunicazione
- Beneficiari dell'iniziativa sono: università, enti di ricerca e organismi partecipati dai medesimi soggetti in misura non inferiore al 25% e altri soggetti la cui partecipazione è comunque funzionale al raggiungimento degli obiettivi del progetto
- Tipologia di agevolazione: contributo a fondo perduto
- Stato di attuazione: **misura operativa**

Art. 106 Legge 388/2000

Soggetto promotore: Ministero delle Attività Produttive

- La misura prevede la concessione di **anticipazioni finanziarie a banche e intermediari finanziari** da utilizzare per l'acquisizione temporanea di partecipazioni di minoranza nel capitale di rischio di PMI
- La misura si rivolge a imprese operanti in comparti ad **elevato impatto tecnologico**, localizzate nelle aree Obiettivo 1 e 2 del territorio nazionale
- Stato di attuazione: **10 soggetti accreditati** (novembre 2005)

Piano Italiano per l'Innovazione, la Crescita e l'Occupazione

Soggetto promotore: Ministero per le Politiche Comunitarie

- Il Piano indica le riforme, le misure e gli interventi nazionali programmabili per perseguire gli obiettivi dell'Accordo di Lisbona del 2000
- In merito ai provvedimenti che si intendono adottare, con riferimento al settore del venture capital si prevede di:
 - razionalizzare, coordinare e aggiornare gli strumenti relativi al mercato del venture capital
 - rifinanziare e razionalizzare il Fondo per l'Innovazione Tecnologica e costituire un Fondo per la partecipazione al capitale di rischio delle imprese high-tech
- Stato di attuazione: **2005-2008**

INTERVENTI A FAVORE DELLO SVILUPPO TERRITORIALE

Fondo High Tech per il Mezzogiorno

Soggetti promotori: Ministero per l'Innovazione e le Tecnologie, Ministero dell'Economia e delle Finanze, Ministero per lo sviluppo e la coesione territoriale

- L'importo complessivo dell'intervento è di **100 milioni di Euro**
- Il fondo prevede la **sottoscrizione di quote di fondi mobiliari chiusi riservati ad investitori qualificati**
- I fondi, le cui quote vengono sottoscritte, sono finalizzati all'acquisto di partecipazioni in piccole e medie imprese (**PMI**), a fronte di programmi d'investimento, localizzati nelle aree sottoutilizzate del **Mezzogiorno**, inclusi **Abruzzo e Molise**, e destinati ad introdurre innovazioni di processo o di prodotto realizzate **con tecnologie digitali**
- L'intervento in ogni singolo fondo o suo comparto non può superare il 50% del totale del patrimonio del fondo o del comparto in cui è realizzato l'investimento
- La **durata massima** dell'investimento in ciascun fondo non può essere superiore a **10 anni**

Disegno di legge Finanziaria per il 2006

Soggetto promotore: Ministero dell'Economia e delle Finanze

- In tema di ricerca e innovazione, con riferimento ai **distretti** si prevede l'adozione di misure per favorire la costituzione, da parte delle piattaforme produttive, con apporti di soggetti pubblici e privati, di **fondi di investimenti in capitale di rischio** delle imprese che fanno parte del distretto

INTERVENTI A FAVORE DEL TURNAROUND

Riforma diritto fallimentare

Nell'ambito del processo di revisione delle procedure concorsuali, sono state introdotte alcune novità, contenute nel "Piano d'azione per lo sviluppo economico, sociale e territoriale" (Legge n.80/2005) e nel Decreto Legislativo n.5 del 9 gennaio 2006, recante la Riforma organica della disciplina delle procedure concorsuali, che prevedono:

- **Accelerazione** dei tempi collegati alla **procedura fallimentare**
- **Ampliamento dei casi di esenzione dall'azione revocatoria**, favorendo così gli atti finalizzati alla prosecuzione dell'attività di impresa
- **Riabilitazione dell'imprenditore fallito** derivante dalla cancellazione del registro dei falliti (diminuisce, quindi, la visione sanzionatoria del fallimento)
- **Estensione** del campo di applicazione del **concordato preventivo**, trasformato in un accordo più flessibile tra imprenditore in crisi e creditori, con la possibilità di dividere i creditori in classi e la parziale soddisfazione di quelli privilegiati
- Più spazio all'autonomia privata con la previsione di **accordi di ristrutturazione dei debiti**, volti a valorizzare i concordati stragiudiziali che erano preclusi prima della riforma
- **Ampliamento del ruolo del curatore e del comitato dei creditori, all'interno della procedura di concordato fallimentare**, a fronte del ridimensionamento del ruolo del giudice delegato

INTERVENTI A FAVORE DEI FONDI CHIUSI

Provvedimento Banca d'Italia 14 aprile 2005

Soggetto promotore: Banca d'Italia

- **Ampliamento delle attività esercitabili dalle SGR**, attraverso il riconoscimento della possibilità di prestare, alle imprese in cui investono, taluni servizi
- Recepimento della disciplina relativa alla possibilità di costituire **SGR a capitale ridotto**
- **Maggiore flessibilità** nella struttura organizzativa, attraverso l'esternalizzazione di diverse funzioni
- **Abbreviazione dei tempi di approvazione dei regolamenti dei fondi** prevedendo, accanto al procedimento ordinario di approvazione dei regolamenti e a quello relativo ai regolamenti semplificati, anche la possibilità di presentare regolamenti approvati in via generale e regolamenti redatti secondo schemi riconosciuti
- **Maggiore flessibilità nell'attività di investimento** attraverso:
 - la possibilità di **assumere prestiti** con la conseguenza di agevolare la strutturazione delle operazioni di *leveraged buy out*
 - la possibilità di **concedere prestiti** funzionali o complementari all'acquisto o alla detenzione, da parte del fondo, di partecipazioni
 - la possibilità di investire in **strumenti finanziari quotati** senza limiti
- Possibilità di emissione di **classi di quote**
- **Maggiori deroghe** per i fondi riservati con riferimento alle operazioni di investimento e ai limiti alla concentrazione dei rischi

Processo di self regulation

Soggetti promotori: AIFI, Consob

- **Protocollo di autonomia** per le società di gestione del risparmio che gestiscono fondi mobiliari chiusi di private equity
- **Codice standard di comportamento** (in fase di elaborazione)

INTERVENTI A FAVORE DEL LBO

Riforma del diritto societario

- Introduzione di un dispositivo specifico che garantisce la legittimità dell'utilizzo della tecnica del leveraged buy out, se l'operazione è strutturata seguendo i principi contenuti nel seguente articolo:

2501-bis Fusione a seguito di acquisizione con indebitamento

Nel caso di fusione tra società, una delle quali abbia contratto debiti per acquisire il controllo dell'altra, quando per effetto della fusione il patrimonio di quest'ultima viene a costituire garanzia generica o fonte di rimborso di detti debiti, si applica la disciplina del presente articolo.

Il progetto di fusione di cui all'articolo 2501-ter deve indicare le risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni della società risultante dalla fusione.

La relazione di cui all'articolo 2501-quinquies deve indicare le ragioni che giustificano l'operazione e contenere un piano economico e finanziario con indicazione della fonte delle risorse finanziarie e la descrizione degli obiettivi che si intendono raggiungere. La relazione degli esperti di cui all'articolo 2501-sexies, attesta la ragionevolezza delle indicazioni contenute nel progetto di fusione ai sensi del precedente secondo comma.

Al progetto deve essere allegata relazione della società di revisione incaricata della revisione contabile obbligatoria della società obiettivo o della società acquirente.

Alle fusioni di cui al primo comma non si applicano le disposizioni degli articoli 2505 e 2505-bis.

Riforma fiscale

- Chiarimento su thin cap e leveraged buy out, che prevede la piena deducibilità ai fini fiscali degli oneri finanziari connessi alla componente di indebitamento.

Circolare dell'Agenzia delle Entrate, n. 11/E del 17 marzo 2005

"...può ritenersi sussistente una 'propria esclusiva capacità di credito' nell'ipotesi in cui il finanziamento ottenuto dalla società sia stato concesso esclusivamente sulla base della garanzia rappresentata dalle azioni della società finanziata, rilasciate in pegno dai soci. In tal caso, infatti, deve presumersi che il terzo finanziatore ritenga il proprio credito adeguatamente e congruamente garantito dal valore della partecipazione e, in particolare, dal corrispettivo che si otterrebbe con la vendita delle azioni stesse".