

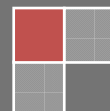
Luglio
2008

LIBRO BIANCO

PROPOSTE PER LO SVILUPPO DEL PRIVATE EQUITY
E VENTURE CAPITAL IN ITALIA

AIFI

Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital



AIFI

Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital

Indice

Premessa.....	3
1. L’impatto positivo del private equity e del venture capital sullo sviluppo del sistema imprenditoriale.....	4
2. Il miglioramento della fiscalità dei fondi mobiliari chiusi.....	6
2.1 Regime fiscale delle persone giuridiche sottoscrittori di fondi mobiliari chiusi di private equity	6
2.2 Regime fiscale dei fondi mobiliari chiusi	9
3. L’eliminazione delle penalizzazioni all’utilizzo del capitale di debito nelle operazioni di management buy out.....	10
4. Lo sviluppo del venture capital	13
4.1 La creazione di fondi di fondi pubblico-privati.....	15
4.2 Regime fiscale a favore dei sottoscrittori di fondi mobiliari chiusi di venture capital.....	18

Premessa


AIFI, come associazione di categoria 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 favorire lo sviluppo del settore.

Il presente Libro Bianco risponde alle principali criticità che ostacolano, in questo particolare momento storico, l'ulteriore sviluppo del mercato del private equity e venture capital italiano, nonostante la crescita che ne ha caratterizzato il recente passato. Si è deciso di riportare le più importanti e urgenti richieste di intervento ritenute prioritarie da AIFI per lo sviluppo futuro del settore.

Le azioni suggerite, elaborate dal Consiglio Direttivo di AIFI, sono frutto del lavoro svolto dalle Commissioni, ed, in particolare, dalla Commissione Tax & Legal, che supporta l'attività istituzionale dell'Associazione.

Questo documento, è quindi, 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, a tutti gli attori coinvolti nel dibattito sulla competitività del 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.


Giampaolo Bracchi
Presidente AIFI

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

L'attività di investimento in capitale di rischio, sia esso di private equity o venture capital, rappresenta un importante motore di sviluppo non solo per le aziende coinvolte, ma anche per l'economia del Paese.

Dal lato dell'impresa, l'intervento di operatori specializzati, finalizzato alla creazione di valore, porta alla nascita di start up (nel caso del venture capital) e alla realizzazione di piani di sviluppo, nuove strategie, acquisizioni aziendali, passaggi generazionali, stimolando un miglioramento della competitività e produttività dell'azienda. Un ulteriore vantaggio è rappresentato dalla disponibilità di know-how manageriale che l'investitore mette a disposizione dell'impresa per il raggiungimento dei suoi obiettivi di sviluppo. Spesso la crescita attraverso fusioni e/o acquisizioni offre sensibili vantaggi in virtù della tempestività con la quale è possibile entrare in nuovi settori o guadagnare nuove quote di mercato.

Questo tipo di attività risulta ancora più importante se si tiene conto della struttura industriale italiana, che è composta da una maggioranza di piccole e medie imprese. Un'azione riorganizzatrice potrebbe contribuire al raggiungimento delle dimensioni necessarie per competere in mercati sempre più globalizzati.

L'attività di investimento nel capitale di rischio svolge un ruolo importante per lo sviluppo del sistema industriale e dell'economia nel suo complesso, in quanto gli operatori selezionano e investono in imprese a rapido tasso di crescita. In tale ottica, lo sviluppo del mercato del private equity e venture capital può divenire un valido strumento politico per il sostegno delle economie locali e nazionali.

Più in generale, è poi comprovato da numerosi studi nazionali e internazionali che alle imprese partecipate da investitori istituzionali siano riconducibili performance economiche superiori rispetto alle altre realtà imprenditoriali.

Nel caso specifico del mercato italiano, la più recente ricerca riguardante l'impatto economico del private equity e venture capital è quella pubblicata a marzo 2008 da PricewaterhouseCoopers.

Secondo la ricerca, le aziende partecipate dagli operatori di private equity e venture capital hanno presentato, nel periodo 1999-2006, tassi di crescita in termini di ricavi, EBITDA e numero di dipendenti superiori a quelli delle altre aziende italiane di dimensioni similari.

Lo studio distingue le operazioni di buy out da quelle di venture capital. Dall'analisi emerge che nel campione buy out le imprese partecipate da operatori di private equity hanno avuto ricavi in crescita del 13,1%, contro il 5,3% del campione di

AIFI

Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital

confronto. Risultati ancora più significativi si riscontrano dall'analisi della crescita dell'EBITDA, dove le imprese private equity backed hanno registrato tassi di crescita del 17,8% contro il 4,7% del campione di riferimento. Infine, dal lato della creazione di nuovi posti di lavoro, le imprese supportate dai private equity nel medio periodo sono cresciute ad un tasso del 5,9%, mentre le imprese del campione di confronto hanno fatto registrare una riduzione dell'occupazione pari allo 0,5%.

Dati ancora più positivi si riscontrano nel segmento del venture capital. Le nuove imprese, nate grazie agli investimenti dei venture capitalist, hanno registrato tassi di crescita dei ricavi pari al 21,2% contro il 5,7% del campione di confronto. L'EBITDA è cresciuto del 15,9% contro il 4,9% e l'occupazione è cresciuta del 10,7%, mentre i dati del campione di confronto mostrano una flessione dello 0,6%.

Per quanto riguarda il dimensionamento del mercato italiano del private equity e venture capital nel suo complesso, si sottolinea la positiva crescita degli ultimi tre anni, che ha fatto sì che nel 2007 si superassero, per la prima volta, i 4 miliardi investiti, attestandosi il volume degli investimenti a quota 4.197 miliardi di Euro, distribuiti su 302 operazioni.

Nonostante questo significativo processo di crescita, alcuni interventi normativi si rendono necessari per promuovere gli investimenti in capitale di rischio che presentano alcune aree di criticità, di seguito riportate, su cui si richiama l'attenzione dei decisori politici e istituzionali.

2. Il miglioramento della 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.

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 ribadiscono le proposte già presentate sulla fiscalità dei fondi mobiliari chiusi.

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 non penalizzante rispetto a quello attuale per le persone giuridiche che investono in fondi chiusi italiani di private equity.

Al fine, poi, di armonizzare il trattamento fiscale dei fondi chiusi italiani a quello dei fondi esteri e recuperare così la competitività dei primi rispetto ai secondi, si ribadisce la necessità e l'urgenza di abbandonare l'attuale sistema di imposizione sul risultato maturato in capo al fondo per adottare il più moderno ed internazionalmente condiviso sistema della imposizione sul risultato realizzato in capo ai partecipanti.

2.1 Regime fiscale delle persone giuridiche sottoscrittori di fondi mobiliari chiusi di private equity

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 rendere meno penalizzante 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 alcuni requisiti**, si è considerato rilevante **suggerire di estendere tale trattamento anche ai proventi, realizzati dai medesimi soggetti in qualità di sottoscrittori di un fondo mobiliare chiuso**, corrispondenti alle plusvalenze realizzate dal fondo su

AIFI

Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital

partecipazioni che rispondono agli stessi requisiti previsti in ambito IRES per beneficiare della participation exemption.

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 al 95% 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, 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 societari (esclusione dall'Ires per il 95% del loro ammontare). 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.

Per evitare che la misura di esclusione dall'Ires di cui sopra possa formare oggetto di utilizzi non coerenti con i principi che la ispirano, si può pensare di circoscrivere il concetto di fondo chiuso di private equity di diritto italiano, facendo riferimento al fondo chiuso riservato, come risulta individuato negli specifici provvedimenti emanati dal Ministero del Tesoro e dalla Banca d'Italia.

Si propone, quindi, all'articolo 11 della legge 14 agosto 1993, n. 344, dopo il comma 4 di aggiungere 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, la cui attività consiste in via prevalente nell'assunzione di partecipazioni in società di capitali".

Inoltre, all'articolo 8, comma 3, del decreto legislativo 23 dicembre 1999, n. 505, si richiede di aggiungere, 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".

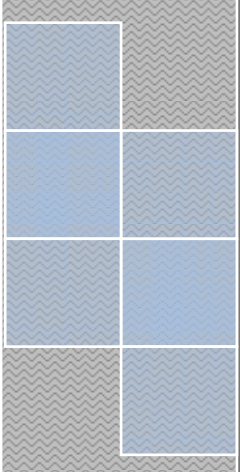
2.2 Regime fiscale dei fondi mobiliari chiusi

Si propone di riformare il trattamento fiscale dei fondi chiusi mobiliari di diritto italiano come segue:

Mantenimento della qualità di "lordista" per i fondi. Si tratta, da un lato, di una misura già sperimentata e "rodada" nell'attuale sistema impositivo degli OICVM, che non necessita quindi di alcuno sforzo da parte del legislatore; d'altro canto, essa si rende influente rispetto alla misurazione ed evidenziazione delle performance dei fondi che non ne escono affatto penalizzate, il che contribuisce fattivamente alla esigenza, da più parti segnalata, di recupero di competitività in campo internazionale.

Eliminazione del prelievo al livello dei fondi. La misura equiparerebbe il regime dei fondi italiani con quello della maggior parte dei fondi esteri, con il risultato di una migliore presentabilità comunicazionale dello strumento "fondo italiano" presso la comunità internazionale degli investitori. In aggiunta a ciò, la "disintermediazione fiscale" in parola libererebbe dall'attuale pregiudizio (tutto fiscale) l'adozione del criterio del fair value nelle valutazioni degli attivi investiti dai fondi italiani, a beneficio della evidenziazione delle performance nei rendiconti periodici e, quindi, del recupero sul terreno dello svantaggio competitivo dei fondi italiani rispetto a quelli esteri proprio in termini di performance.

Tassazione sui partecipanti al momento della distribuzione. La misura è volta a sostenere il principio della tassazione sul risultato realizzato. Corollario di tale misura è il mantenimento della non tassazione in Italia sui proventi percepiti dai partecipanti esteri "qualificati", che nel sistema attuale è assicurata dal rimborso ad essi dell'imposta sostitutiva stanziata dalle SGR al livello dei fondi. A questa misura andrebbe poi coordinata quella, più sopra fornita con riferimento alla normativa attuale, del regime fiscale delle persone giuridiche sottoscrittori di fondi di private equity di diritto italiano.



Si suggerisce, pertanto, che per i fondi mobiliari chiusi si passi dalla tassazione sui risultati maturati al principio della tassazione sui risultati realizzati. La misura equiparerebbe il regime dei fondi italiani con quello dei fondi esteri, a beneficio della evidenziazione dei rendimenti nei rendiconti periodici e, quindi, del recupero dello svantaggio competitivo dei fondi italiani rispetto a quelli esteri. **La previsione migliorerebbe anche la presentabilità dello strumento fondo mobiliare chiuso italiano a livello di comunicazione dei rendimenti agli investitori internazionali.**

3. L'eliminazione delle penalizzazioni all'utilizzo del capitale di debito nelle operazioni di management buy out

Sotto il profilo fiscale, un altro intervento che si richiede al legislatore riguarda l'eliminazione della penalizzazione relativa all'utilizzo del capitale di debito, introdotta dalla Finanziaria per il 2008, che può avere un notevole impatto negativo sulle operazioni di management leveraged buy out.

Numerose ricerche, simili, per impostazione, a quelle citate nell'introduzione, hanno evidenziato a livello internazionale l'impatto positivo di questa tipologia di interventi sul tasso di sviluppo delle imprese private equity backed rispetto a quelle non finanziate da operatori in capitale di rischio. Questi risultati sono sicuramente influenzati anche dall'efficiente attività di supervisione e monitoraggio continuo che gli investitori effettuano nelle aziende, apportando una serie di regole di governo il cui obiettivo principale è quello di allineare gli interessi dei diversi attori aziendali e fare in modo che tutti i soggetti coinvolti contribuiscano alla creazione di valore attraverso la crescita dell'impresa.

Inoltre, numerose ricerche hanno anche dimostrato come i fondi siano in grado di accelerare i processi di internazionalizzazione, favorendo i rapporti commerciali delle imprese partecipate con l'estero.

Sul fronte delle criticità che sono state sollevate, anche a livello internazionale, in merito alla realizzazione di questi interventi, l'Associazione ha risposto con rilievi puntuali in diverse sedi istituzionali.

Prima di tutto, non ci si trova attualmente di fronte ad un utilizzo della leva finanziaria superiore rispetto al passato. I dati mondiali dimostrano come, in realtà, l'utilizzo della leva sia inferiore, in termini percentuali, rispetto a quanto si registrava sul finire degli anni Ottanta. In quegli anni, infatti, un buy out medio si componeva per circa l'8% di equity e per il restante 92% di debito. Oggi, se è pur vero che stiamo assistendo ad una crescita della leva utilizzata in valore assoluto, la struttura tipica di un buy out si compone del 32% di equity e del 68% di debito. Considerando, poi, che l'azienda media oggetto del deal è oggi otto volte più grande di quanto lo era alla fine degli anni Ottanta, ciò significa che l'ammontare di equity investito attualmente è di oltre 30 volte superiore a quanto registrato in quei tempi per una analoga operazione.

In secondo luogo, è stato sottolineato che l'eccessivo ricorso alla leva non mette a rischio le aziende in cui si investe, in quanto si deve precisare che, benché sia vero che nell'attuale ciclo economico c'è una forte liquidità, il livello di leva è determinato dal mercato e le decisioni sono prese da soggetti che operano in un'industria che ha delle regole, e dove fondi e banche devono riferire a investitori e azionisti.

Inoltre, lo strumento della leva finanziaria, se utilizzato propriamente, è da sempre riconosciuto come fattore positivo per accelerare l'efficientamento dell'impresa e la creazione di valore.

Allo stesso tempo, nei buy out realizzati da operatori di private equity, il debito viene attentamente modulato per tipologia e scadenze, in modo da renderlo il più possibile compatibile con le caratteristiche economico-finanziarie delle imprese, ricorrendo, nella quasi totalità dei casi, a finanziamenti a medio – lungo termine. Non altrettanto si può dire per la maggior parte delle imprese italiane non oggetto di buy out, la cui struttura finanziaria risulta troppo dipendente dall'indebitamento a breve termine e, pertanto, maggiormente instabile.

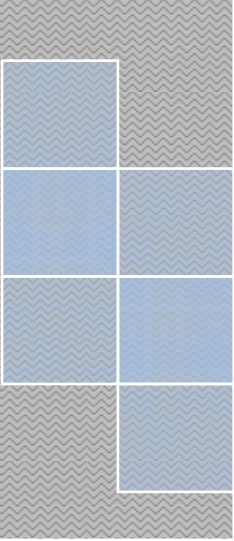
Ritornando all'ordinamento giuridico italiano, si ricorda che la riforma del diritto societario ha previsto un importante dispositivo nel Codice Civile, all'art. 2501-bis, che, interpretando un'esigenza sentita dal mercato, ha reso lecito l'utilizzo della leva finanziaria per le operazioni che si realizzano secondo la procedura prevista dallo stesso articolo. Tuttavia, la manovra Finanziaria per il 2008 (L. 24 dicembre 2007, n. 244) ha, all'opposto, scardinato l'equilibrio tra la normativa civilistica e quella fiscale mediante la previsione (art. 96, D. Lgs. 22 dicembre 1986, n. 917) di un limite generalizzato alla deduzione degli interessi passivi.

Questo insieme di circostanze si traduce in uno svantaggio competitivo della piazza italiana, che, di fatto, scoraggia gli operatori stranieri ad effettuare operazioni nel nostro paese e, al tempo stesso, potrebbe spingere operatori italiani ad appoggiarsi su ordinamenti di diritto esteri che da tempo dispongono di discipline a tutela delle acquisizioni tramite indebitamento.

Inoltre, la normativa fiscale vigente non solo limita la crescita di questo segmento di mercato, ma si pone anche come freno allo sviluppo e alla crescita di importanti aziende, che, attraverso l'apporto di capitali ed esperienza degli operatori di private equity, potrebbero vedere accrescere le proprie performance e, conseguentemente, migliorare la competitività generale del tessuto industriale italiano.

Si ritiene, pertanto, necessaria una modifica della normativa fiscale di cui sopra.

Ciò sia per evitare penalizzazioni fiscali per le operazioni "a leva", quanto per salvaguardare la competitività del nostro ordinamento.



Si propone, dunque, di rivedere la norma di cui all'art. 96, inserendo, in calce al comma 8 dell'art. 96, un ulteriore comma che preveda, in deroga a quanto stabilito dai commi precedenti, **la piena deducibilità degli interessi passivi per i veicoli costruiti ad hoc per i buy out**, con riferimento alle operazioni di "fusione a seguito di acquisizione con indebitamento" di cui all'art. **2501-bis** del Cod. Civ.

Nel dettaglio, si potrebbe stabilire che "siano, in ogni caso, deducibili gli interessi passivi, nonché gli oneri assimilati derivanti da rapporti di finanziamento contratti in ottemperanza all'art. 2501-bis Cod. Civ."

4. Lo sviluppo del venture capital

Dai dati raccolti da AIFI in collaborazione con PricewaterhouseCoopers sul mercato italiano del venture capital, emerge che, nel 2007, il segmento di mercato più dinamico è stato quello dell'early stage, che ha fatto registrare un aumento del 42% del numero di operazioni e una crescita pari al 131% dell'ammontare investito in settori ad alto contenuto tecnologico (25% biotech, 10% salute, 7% energia).

Questi dati dimostrano come stia crescendo in Italia un forte movimento orientato alla creazione di nuove imprese innovative capaci di competere a livello internazionale.

Tuttavia, in comparazione con gli altri Paesi europei, quali Francia e Regno Unito, è evidente quanto sia netto il divario. Nel corso del 2007, a titolo di esempio, in Italia nel segmento dell'early stage sono state chiuse 88 operazioni per un valore di 66 milioni di Euro, mentre in Francia, nello stesso periodo, le operazioni effettuate sono state ben 416, per un valore di 677 milioni di Euro.

La media degli investimenti di venture capital high tech nel nostro mercato si colloca al di sotto della media europea e di quella che caratterizza i Paesi con i cui mercati siamo soliti confrontarci, quali la Francia, la Germania e la Spagna, ma anche alcuni Paesi nordici, come la Svezia e la Danimarca.

In Italia, inoltre, a differenza di altri Paesi, come, per esempio, gli Stati Uniti, dove la ricerca è portata avanti da poche e ben definite grandi università, la tecnologia e la capacità di ricerca e innovazione sono presenti in alcuni centri di eccellenza sparsi sul territorio nazionale. Questo costituisce un fattore che, da un lato, porta alla dispersione delle capacità e delle risorse ma, dall'altro, può rappresentare una grande opportunità per i venture capitalist e i business angels, in quanto combina diverse specializzazioni e "scova" i talenti che potrebbero dar vita a nuove imprese altamente innovative.

Proprio attorno a questi centri è importante mobilitare un ecosistema favorevole all'incontro tra ricercatori, finanza e industria, in modo tale da attivare il modello che in letteratura viene chiamato della "Tripla Elica".

Per questo, sono sicuramente da premiare, anche attraverso agevolazioni e finanziamenti, le università capaci di brevettare di più o comunque che favoriscono la nascita di start up. L'operatore pubblico, alla luce della sua mission, al fine di consolidare un circolo virtuoso per la creazione di nuove opportunità di impresa, dovrebbe assistere e finanziare i ricercatori nelle loro prime fasi di "seed", ossia nel completamento della fase di ricerca pre-competitiva necessaria per lo sviluppo dell'idea imprenditoriale. In questo modo si potrebbe creare una bacino di imprese

innovative più ampio su cui, successivamente, gli operatori di venture capital e i business angels potrebbero investire, stimolandone ancora di più la crescita.

Inoltre, si rileva che, attualmente, i soggetti coinvolti nella creazione e nel supporto all'avvio di nuove imprese sono numerosi, ognuno dei quali è specializzato in una specifica fase legata all'avvio e allo sviluppo dell'impresa. Tra questi si possono citare gli operatori pubblici, le università, i parchi scientifici e tecnologici, gli incubatori d'impresa, i business angels, e, infine, i venture capitalist. Ciascuno di questi attori opera in contesti autonomi, con criteri propri e spesso differenti, il che ha naturalmente portato ad uno scarso dialogo tra i vari soggetti. La conseguenza è che, allo stato attuale, risulta difficile, per un investitore di venture capital, venire a conoscenza delle opportunità di investimento presenti sul mercato. Manca un coordinamento e quello che internazionalmente viene chiamato "deal flow of firms", un flusso di informazioni organizzato e coerente sulle imprese in fase di avvio che permetta agli operatori, situati nelle differenti fasi della "filiera dell'early stage", di accompagnare l'impresa lungo il percorso di crescita.

Vanno, quindi, anche incentivati i modelli di sviluppo che vedono nello stesso contesto territoriale la presenza di centri di ricerca e/o parchi scientifici, incubatori universitari, fondi di venture capital e business angels.

Sul fronte più specifico del sostegno alla nascita di nuovi fondi di venture capital, si potrebbero studiare schemi di collaborazione pubblico-privata, che seguano esperienze di successo di Paesi quali la Francia, l'Irlanda e il Regno Unito, dove l'investimento pubblico ha attivato, tramite un effetto leva, una moltiplicazione di risorse private destinate al venture capital.

Ad oggi, le iniziative nate in Italia hanno avuto carattere locale, regionale o provinciale, e, essendo frammentate, non hanno raggiunto obiettivi di carattere sistemico. Non essendo collegate tra loro, non sono riuscite neppure a convogliare una massa critica di capitali necessaria per stimolare una reale crescita nel numero degli operatori o dei fondi sul mercato.

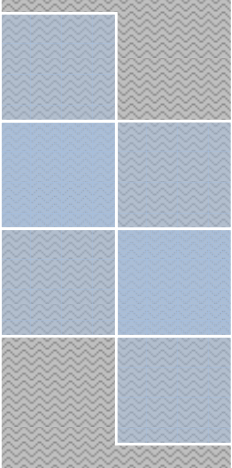
In alcuni casi, oltretutto, queste misure, pur essendo disponibili, non sono conosciute e perciò rimangono inutilizzate. In altri casi, pure potendo contare su un ammontare di risorse sufficiente per innescare una crescita del mercato del capitale di rischio, hanno avuto un lento processo di attuazione, si pensi, ad esempio, al caso del Fondo per la Finanza di Impresa, introdotto dalla Legge Finanziaria per il 2007 (art. 1, comma 847, L. 27 dicembre 2006, n. 296) che solo nei prossimi mesi dovrebbe vedere l'apertura dei primi bandi e al fondo per l'high tech nel Sud Italia, le cui risorse sono state assegnate dalla Finanziaria per il 2005 (art. 1, comma 222, L. 30 dicembre 2004, n. 311) e che sta per entrare a regime in questi giorni.

4.1 La creazione di fondi di fondi pubblico-privati

In risposta a queste richieste, si ritiene sia stato utile l'inserimento, nel Decreto Legge n. 112 del 25 giugno 2008, della disposizione all'art. 4 (Strumenti innovativi di investimento), che prevede che *"1. Per lo sviluppo di programmi di investimento destinati alla realizzazione di iniziative produttive con elevato contenuto di innovazione, anche consentendo il coinvolgimento degli apporti dei soggetti pubblici e privati operanti nel territorio di riferimento, e la valorizzazione delle risorse finanziarie destinate allo scopo, anche derivanti da cofinanziamenti europei ed internazionali, possono essere costituiti appositi fondi di investimento con la partecipazione di investitori pubblici e privati, articolati in un sistema integrato tra fondi di livello nazionale e rete di fondi locali. Con decreto del Ministro dello sviluppo economico, di concerto con il Ministro dell'economia e delle finanze, sono disciplinate le modalità di costituzione e funzionamento dei fondi, di apporto agli stessi e le ulteriori disposizioni di attuazione.*

2. Dalle disposizioni del presente articolo non devono derivare nuovi o maggiori oneri a carico della finanza pubblica, sono escluse garanzie a carico delle Amministrazioni Pubbliche sulle operazioni attivabili ai sensi del comma 1".

A tale fine dovrebbe essere individuato un unico soggetto istituzionale responsabile, in grado di attuare, in primo luogo, e, di coordinare, in seconda battuta, le varie azioni da intraprendere.



Lo strumento di intervento suggerito è il modello del "fondo di fondi", in cui la Pubblica Amministrazione mette a disposizione delle risorse che vengono assegnate in gestione, tramite un processo competitivo, a fondi di venture capital che devono raccogliere un ammontare di risorse almeno pari sul mercato privato.

I fondi destinatari dell'assegnazione devono avere una politica di investimento focalizzata sul venture capital e vengono valutati in base a criteri di professionalità ed esperienza del team.

Per facilitare la raccolta di capitali privati, occorre prevedere un meccanismo di incentivo nella distribuzione dei proventi dei fondi di venture capital, secondo cui la remunerazione delle risorse pubbliche deve essere sospesa al raggiungimento di una soglia (cap di redditività). Al privato viene riconosciuto un extra rendimento. Le perdite eventuali seguono il criterio del "pari passu".

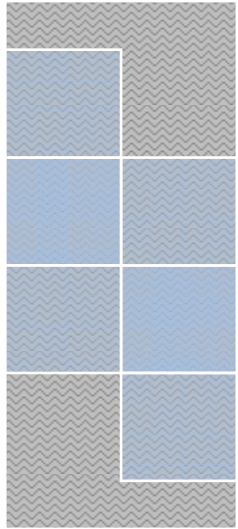
Tra le misure attivabili a supporto di tali disposizioni si può, inoltre, prevedere, secondo quanto riportato negli Orientamenti della Commissione Europea su "Aiuti di Stato e capitale di rischio" (2006/C194/02) del 18 agosto 2006, la copertura di una parte dei costi di scouting (cioè di esplorazione delle potenzialità del mercato) sostenuti dai fondi di venture capital per identificare i progetti imprenditoriali in cui investire. Seguendo le indicazioni della stessa Commissione, si può circoscrivere tale copertura ai costi sostenuti per interventi nelle fasi seed o start-up, qualora tali costi non conducano ad un investimento (abort costs). Tali costi non dovranno superare il 50% dei costi ammissibili.

Si suggerisce anche che, a valere su tali misure, possano confluire parte delle risorse già stanziata dal Fondo per la Finanza d'Impresa di cui all'art. 1, comma 847, della Legge Finanziaria 2007 (Legge 27 dicembre 2006, n. 296).

È importante che questi strumenti possano essere applicati stabilmente, quindi con continuità e che se ne testi l'efficacia periodicamente attraverso rapporti pubblici sull'attività realizzata.

Inoltre, tra i soggetti che nel nostro sistema possono essere individuati come riferimento istituzionale c'è senz'altro la Cassa Depositi e Prestiti, sull'esempio dell'omologo istituto francese.

Il soggetto istituzionale potrebbe avere anche un'importante funzione di raccordo con le istituzioni finanziarie comunitarie, ed, in particolare, con il Fondo Europeo per gli Investimenti (FEI), partner privilegiato degli omologhi Europei di Cassa Depositi e Prestiti e che non trova ancora in Italia un adeguato riferimento.



Si propone, quindi, il seguente articolato:

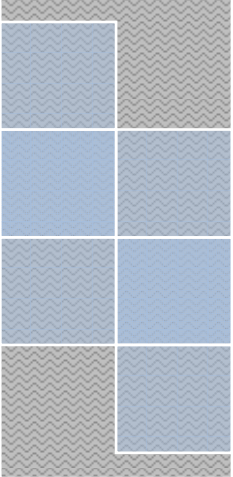
“La gestione separata della Cassa Depositi e Prestiti S.p.A. è autorizzata a istituire un apposito fondo di fondi, denominato “Fondo per il venture capital”, attraverso cui costituire o partecipare, sulla base di un apposito regolamento, a fondi di investimento mobiliari chiusi destinati allo start up e allo sviluppo di imprese. Le quote sottoscritte non devono superare il 50% del patrimonio di ciascun fondo. I fondi dovranno essere gestiti da SGR di cui al D. Lgs. 24 febbraio 1998, n.58, individuate con procedure competitive nel rispetto delle norme comunitarie applicabili”.

4.2 Regime fiscale a favore dei sottoscrittori di fondi mobiliari chiusi di venture capital

Interpretando l'utilizzo della leva fiscale come politica di incentivo all'investimento nel capitale di rischio, è evidente che, nonostante sia riconosciuto il ruolo del venture capital come strumento per lo sviluppo del sistema imprenditoriale, non sono previsti incentivi specifici, a vantaggio delle imprese partecipate o degli investitori dei fondi, come accade in altri Paesi.

Particolarmente rilevante è l'incentivo a sviluppare fondi di venture capital, specificamente dedicati alle imprese high tech, sempre sulla scorta del modello francese (*Loi pour la confiance et la modernisation de l'économie* di luglio 2005 e *Loi de finances pour 2007* di dicembre 2007).

Tale misura è coerente con la previsione, ispirata alle proposte di AIFI e inserita nel Decreto Legge n. 112 del 25 giugno 2008 "Disposizioni urgenti per lo sviluppo economico, la semplificazione, la competitività, la stabilizzazione della finanza pubblica e la perequazione tributaria", che prevede l'esenzione fiscale dei capital gain che derivano dall'investimento in start up a beneficio delle persone fisiche (segnatamente i business angels), a condizione che questi vengano reinvestiti nelle stesse tipologie di attività.



A tale fine, si potrebbe introdurre un regime di **deducibilità dal reddito (o detraibilità dall'imposta sul reddito) per le persone fisiche, commisurata all'ammontare pari all'investimento in quote di fondi di venture capital dedicati alle imprese high tech**. Per le imprese che investono nei suddetti fondi resta invece valida l'applicazione del regime fiscale richiesta al paragrafo 2.1 (allineamento alla participation exemption).

Andranno fissati alcuni parametri che i fondi dovranno rispettare per qualificarsi come "dedicati all'high tech" (percentuale del patrimonio da destinarsi ad imprese ad elevato contenuto tecnologico, periodo di detenzione minimo della partecipazione, **presenza di accordi con università, centri di ricerca, parchi scientifici e incubatori universitari...**).

A tale fine, si propone:

Al Testo Unico delle imposte sui redditi, di cui al Decreto del Presidente della Repubblica 22 dicembre 1986 n. 917, è apportata la seguente modificazione:

All'articolo 15, primo comma, è aggiunto il seguente:

"i-novies) il 50% delle quote sottoscritte, sino all'ammontare massimo di Euro 20.000, in Fondi di venture capital dedicati alle imprese high tech. Ai fini dell'applicazione del primo periodo per "fondo di venture capital dedicato alle imprese high tech" si intende il fondo comune di investimento mobiliare chiuso, come disciplinato all'art. 12 del decreto del Ministro del tesoro, del bilancio e della programmazione economica del 24 maggio 1999, n. 228, che investa almeno il 40% del patrimonio nell'acquisto di partecipazioni in imprese, con meno di cinque anni di vita, che abbiano programmi di investimento volti a introdurre innovazioni di processo o di prodotto".