

AIFI

Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital

Il bilancio istituzionale di un triennio

Intervento del Presidente AIFI, Prof. Innocenzo Cipolletta

Convegno annuale AIFI

Milano, 20 marzo 2015

AIFI

Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital

Il ruolo dell'Associazione in un mercato in evoluzione

Ho iniziato il mio percorso alla Presidenza di AIFI tre anni fa, in un mercato che usciva da un periodo di forte crisi nazionale e internazionale. I dati che rileviamo ci dicono che in questo periodo è stata superata la fase di contrazione e vi sono segnali di miglioramento della raccolta presso gli investitori istituzionali italiani e di crescita dell'interesse dei capitali esteri verso il nostro Paese. La ripresa ha avuto un'incidenza significativa anche sugli investimenti; ad oggi le imprese in portafoglio sono 1.245 che complessivamente impiegano quasi 480 mila dipendenti e hanno un fatturato di circa 100 miliardi di euro. L'impatto sull'occupazione dell'attività di private equity e venture capital è anche evidente se guardiamo il recente studio sull'economic impact di PricewaterhouseCoopers, che vede il 5,5% di crescita annua nelle imprese in portafoglio, rispetto a una crescita italiana pari a -0,4%. Da notare, inoltre, il miglioramento nel profilo manageriale, con una significativa crescita della componente dirigenziale. [Su questo tema ritorneranno sia Tronchetti Provera che Gervasoni nei loro interventi]. La filiera del private equity e venture capital è comunque, di per sé, attrattiva di posti di lavoro di qualità, se pensiamo che impiega circa 1.400 professionisti nelle sole società basate in Italia che, a loro volta, attivano altri professionisti di qualità (studi legali, M&A advisor, compliance e consulenti in generale).

Anche la compagine degli operatori, pur non variando di molto nel numero complessivo, ha subito un'evoluzione, rivelando oggi una minore presenza di operatori bancari, una sostanziale tenuta del comparto delle Sgr, un più elevato coinvolgimento dei fondi esteri e la nascita del segmento degli operatori specializzati in private debt.

Per seguire gli sviluppi del mercato il ruolo dell'associazione è andato diversificandosi. Abbiamo consolidato i tradizionali ambiti di intervento e abbiamo cercato, al contempo, di aprirci a nuove richieste di rappresentanza istituzionale, aggiornando lo statuto e i regolamenti attuativi. Con l'occasione abbiamo introdotto un nuovo organo di dialettica associativa, il Consiglio Generale del Private Equity, composto da personalità di rilievo del mondo della finanza e dell'imprenditoria, che si è riunito in due occasioni per fare il punto sulla situazione economico-finanziaria del nostro Paese e ascoltare l'autorevole punto di vista del Ministro dell'Economia e delle Finanze Pier Carlo Padoan, del Consigliere delle politiche fiscali dello stesso Ministero Vieri Ceriani, e di Attilio Befera, allora Direttore dell'Agenzia delle Entrate.

Oltre al nostro tradizionale ruolo di interlocutore delle istituzioni a livello nazionale abbiamo voluto aprirci ai principali temi di dibattito europeo, partecipando, in seno al semestre di Presidenza italiana dell'Unione, tra gli altri, ai tavoli di lavoro sull'estensione della Direttiva AIFM ai Paesi Terzi, la regolamentazione degli Eltif (European long term investment funds) e l'uniformità di applicazione del Regolamento EuVECA. Su questi temi abbiamo mantenuto un forte coordinamento con FeBAF e con EVCA.

AIFI

Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital

Da ultimo, per consolidare il nostro ruolo, abbiamo deciso di avviare il processo di riconoscimento della personalità giuridica dell'associazione. Attendiamo di potere dare notizia a breve dell'esito positivo della procedura.

Mi soffermo sulle priorità che abbiamo seguito nel triennio con l'obiettivo di contribuire al rilancio del Paese e sui principali risultati conseguiti.

L'avvicinamento del mercato alle scelte allocative degli investitori istituzionali italiani

Per promuovere la raccolta di nuovi capitali abbiamo cercato di stimolare, in primo luogo, l'interesse degli investitori domestici, nell'auspicio che un loro maggiore impegno potesse essere segnaletico nei confronti dei capitali internazionali. Abbiamo quindi sollecitato e ottenuto, grazie ad un proficuo dialogo con le Autorità, Covip e Ivass *in primis*, un quadro normativo aggiornato e chiaro per consentire alle principali categorie di investitori istituzionali italiani, quali i fondi pensione e le compagnie assicurative, di investire in fondi alternativi.

Nell'ambito di un tavolo di lavoro istituito da AIFI, Assofondipensione e Mefop, a cui hanno partecipato anche Assoprevidenza e Confindustria, abbiamo fatto emergere le criticità che hanno ostacolato in passato le scelte allocative dei fondi pensione nel mercato del private equity e venture capital e abbiamo proposto soluzioni concrete, utili a modulare le caratteristiche della nostra asset class, soprattutto in termini di trasparenza e condizioni economiche, in risposta alle richieste degli investitori. Abbiamo anche realizzato un'analisi del mercato secondario, che ha esaminato le potenzialità in termini di liquidabilità, e abbiamo esplorato la possibilità di formulare un benchmark di rendimento per il settore. Abbiamo organizzato tre convegni a Roma con i rappresentanti di fondi pensione, delle casse di previdenza e delle assicurazioni, condividendo nel 2014 con Assofondipensione e Mefop un Manifesto per una "Nuova previdenza per lo sviluppo del Paese", fondato sulla necessità di riconvertire il risparmio privato verso l'economia reale, attraverso strumenti altamente specializzati nell'investimento nelle nostre piccole e medie imprese. Con Mefop la collaborazione è attiva e proficua.

L'attrazione dei capitali internazionali

Sul fronte internazionale abbiamo seguito alcuni filoni di intervento. In primo luogo, abbiamo supportato le iniziative del Governo volte a rendere il contesto normativo del nostro Paese più stabile nel tempo e più certo e abbiamo condiviso la volontà, espressa nel piano "Destinazione Italia", di stimolare l'interesse degli investitori esteri verso le nostre aziende e il nostro mercato, accrescendo la competitività italiana. Abbiamo quindi organizzato un road show per presentare direttamente agli investitori internazionali il mercato italiano e le storie di successo di cui sono stati protagonisti i nostri fondi e le nostre aziende. Le diverse tappe ci hanno portato due volte a Londra e a Zurigo, Lugano e Berna. Nel corso di questi incontri abbiamo potuto apprezzare una grande attenzione verso le capacità e le professionalità dei gestori, ma anche verso le prospettive

AIFI

Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital

del Paese e le opportunità di investimento. Anche quest'anno sono già in previsione nuovi eventi a Londra, Zurigo e New York.

Un quadro regolamentare rispondente alle esigenze del mercato

Abbiamo contribuito attivamente al processo di recepimento della Direttiva AIFM (Alternative Investment Fund Management Directive) per i gestori di fondi alternativi, proponendo i nostri commenti in fase di consultazione e partecipando a incontri e audizioni con i rappresentanti del Dipartimento del Tesoro, di Banca d'Italia e Consob, con i quali c'è stata un'intensa e fattiva interlocuzione. Siamo particolarmente lieti di riscontrare che il decreto attuativo di recepimento e la regolamentazione secondaria hanno accolto molte delle nostre richieste, volte a ottenere una disciplina più rispondente alle esigenze del mercato e ispirata ad un principio di gradualità negli adempimenti di vigilanza. L'introduzione di disposizioni maggiormente proporzionate alla dimensione degli operatori ci sembra un segnale importante, che ci avvicina agli standard internazionali e ci consente di sfruttare i vantaggi, in termini di "mark of quality", del passaporto europeo.

Tuttavia, dall'analisi comparata dei costi delle strutture di gestione nei vari Paesi europei emergono ulteriori spunti per migliorare l'efficienza e la flessibilità dei veicoli nazionali che continueremo a ribadire. Tra gli obiettivi di breve periodo, ci si attende, come esito del tavolo di lavoro Banca d'Italia-Consob sollecitato da AIFI in più occasioni, un maggiore coordinamento tra le autorità nel quadro degli obblighi di segnalazione a carico degli operatori.

Un quadro fiscale trasparente

Sul fronte fiscale abbiamo avviato e stiamo continuando a portare avanti diverse richieste di chiarimento, con l'obiettivo di rendere il nostro contesto più trasparente e allineato alle migliori prassi internazionali. Ricordo l'intenso dialogo con il Ministero dell'Economia e delle Finanze e con l'Agenzia delle Entrate per sollecitare una risposta all'istanza di consulenza giuridica sul trattamento fiscale delle operazioni di leveraged buy out. Sebbene la tecnica finanziaria sia ampiamente utilizzata a livello internazionale e ne sia stata riconosciuta, dal nostro ordinamento, la legittimità sul piano civilistico, c'è incertezza sull'impatto fiscale di queste operazioni. Oltre a partecipare ad un tavolo tecnico istituito dall'Agenzia abbiamo organizzato un convegno a Roma, in collaborazione con ABI e l'Ordine dei Dottori commercialisti, per condividere il contenuto della nostra istanza.

Inoltre, parallelamente, in concomitanza all'introduzione della Direttiva AIFM, abbiamo sottolineato la necessità di affrontare i profili fiscali della gestione con passaporto di fondi esteri, per evitare che la disciplina fiscale sia incoerente rispetto agli obiettivi della Direttiva. Sempre con riferimento alla Direttiva, abbiamo chiesto un regime fiscale transitorio per le società di

AIFI

Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital

investimento che, nel processo di adeguamento al quadro regolamentare, si trasformeranno in Sicaf, così da salvaguardare gli obblighi contrattuali già presi con gli investitori.

Si è chiusa favorevolmente, con un riscontro che ha avallato la nostra posizione, l'istanza di chiarimenti sul ruolo di sostituto di imposta della Sgr nelle cessioni di quote.

Gli incentivi alla crescita degli investimenti

Dopo alcuni anni di gestazione, durante i quali l'associazione ha fornito informazioni quantitative e spunti derivanti da schemi di successo al livello internazionale, interfacciandosi con il Ministero dello Sviluppo Economico e con la task force sulle start-up istituita dallo stesso Ministero, ha visto la luce il DL 179/2012, che ha introdotto alcuni incentivi fiscali all'investimento di fondi di venture capital in start-up innovative. Tale provvedimento rappresenta un significativo esempio di politica nazionale a sostegno delle start-up e dell'innovazione e rivela una rinnovata sensibilità istituzionale nei confronti dello sviluppo imprenditoriale attraverso l'investimento in capitale di rischio.

Confermando il pieno appoggio alla strategia avviata dal Ministero e per rendere più accessibili gli strumenti, AIFI ha poi sottolineato l'importanza di una maggiore flessibilità, non solo in termini di estensione temporale delle agevolazioni, ma anche nella definizione di start-up innovativa, per la quale si è suggerito di considerare, come elemento indipendente e qualificante, la presenza di un operatore di venture capital nella compagine societaria.

Dopo averne sollecitato l'introduzione, l'associazione si è anche adoperata per rendere rapidamente applicabile l'incentivo, previsto dal DL 98/2011, nella forma di detassazione sui capital gain per i sottoscrittori di fondi di venture capital.

Una nondimeno fondamentale azione di sostegno per il mercato del venture capital, che AIFI auspicava da tempo, mutuandola da esperienze internazionali di successo, è stata la costituzione di un fondo di fondi dedicato, promosso dalla Cassa Depositi e Prestiti e gestito dal Fondo Italiano d'Investimento.

Grazie ad un intenso confronto con il MiSE, nell'ambito della promozione e dello sviluppo di strumenti alternativi di finanziamento per le imprese, è stato anche ottenuto l'ampliamento delle possibilità di accreditamento al Fondo Centrale di Garanzia per le Sgr che realizzino operazioni sul capitale di rischio e operazioni di sottoscrizione di mini bond. Sempre a favore degli operatori focalizzati sugli investimenti in mini bond è stata sollecitata la creazione di un fondo di fondi, promosso dalla Cassa Depositi e Prestiti e gestito dal Fondo Italiano d'Investimento.

AIFI

Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital

Il consolidamento dei rapporti con il mondo imprenditoriale

Abbiamo mantenuto vivi i rapporti con il mondo imprenditoriale, con le associazioni territoriali di Confindustria e con le Camere di Commercio, con cui abbiamo organizzato incontri mirati sul territorio.

In collaborazione con Assolombarda abbiamo promosso un ciclo di incontri di educazione finanziaria sui mini bond e abbiamo aderito al tavolo di lavoro per sviluppare il crowdfunding.

Abbiamo dato un importante contributo al Tavolo PMI, istituito dal Ministero dello Sviluppo Economico, insieme alle altre istituzioni e organizzazioni del mondo imprenditoriale e finanziario.

Le nostre proposte per promuovere e rendere più agevole l'attività dei venture capitalist italiani, tra cui le richieste di un maggior flusso di risorse allocate dal mondo dei fondi pensione e di un inquadramento normativo non penalizzante, sono state inserite nel rapporto annuale del Garante PMI.

Ritenendo necessaria anche un'azione volta a superare la frammentazione del nostro sistema imprenditoriale, abbiamo presentato al Ministero dello Sviluppo Economico e al Ministero dell'Economia alcune proposte di incentivo fiscale di tipo strutturale per rendere maggiormente appetibili le operazioni di aggregazione aziendale. Queste proposte hanno ispirato gli incentivi attualmente allo studio nel piano "Industrial compact" del Governo.

La promozione dei canali di exit

Nel rapporto con il mondo imprenditoriale e nell'agevolazione dei canali di exit voglio ricordare anche il nostro impegno per promuovere e facilitare il ricorso al mercato azionario, che AIFI ha portato avanti sia attraverso l'adesione ai tavoli di lavoro Consob sia con la partecipazione all'advisory board e al comitato di consultazione di Borsa Italiana, del quale mi hanno chiesto di assumere la Presidenza.

Nell'ambito degli impegni assunti nel memorandum d'intenti, coordinato da Consob, abbiamo partecipato ai molteplici incontri dei diversi tavoli di lavoro (semplificazione regolamentare, incentivi fiscali e fondi di fondi per la quotazione), volti a promuovere interventi a favore delle società quotande.

Le sfide che ci attendono

Ricordo i temi aperti, su cui intendiamo concentrare le nostre energie nei prossimi mesi:

- *agevolare fiscalmente i fondi pensione e le casse di previdenza che investono in attività di medio-lungo termine.* AIFI sta dialogando con Mefop e con il Ministero dell'Economia e delle Finanze per dare attuazione alla disposizione, introdotta dalla Legge di Stabilità 2015, che prevede un credito di imposta per i fondi pensione e le casse di previdenza che investono in

AIFI

Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital

attività di medio-lungo periodo. Per continuare l'azione di stimolo all'intervento degli investitori istituzionali italiani nell'economia reale, si propone di riservare l'accesso a tale agevolazione all'investimento in fondi e fondi di fondi alternativi che investano prevalentemente in realtà economiche italiane;

- ***evitare penalizzazioni regolamentari e fiscali per le società di investimento esistenti.*** Nell'ambito del processo di recepimento della Direttiva AIFM si pone il tema dell'adeguamento al quadro regolamentare delle società di investimento, attualmente non soggette a vigilanza. Visti i rilevanti cambiamenti nelle condizioni economiche e contrattuali che si impongono con la trasformazione in Sicaf, e il capitale gestito in media da questi operatori, molto al di sotto della soglia di rilevanza, abbiamo chiesto alle Autorità di adottare un sistema, mutuato dall'esperienza francese, che preveda una moratoria di un anno per gli obblighi di adeguamento e di richiesta di autorizzazione delle Sicaf riservate sotto-soglia. Abbiamo anche chiesto l'applicazione del nuovo regime fiscale previsto per gli Oicr solo alle nuove Sicaf, lasciando invariata la tassazione per le società di investimento preesistenti;
- ***perseguire nel programma di sostegno al venture capital.*** Stante la permanente difficoltà degli operatori di venture capital di ottenere risorse da parte sia di investitori nazionali, sia di investitori internazionali, e il confronto con gli altri contesti europei che evidenzia il nostro ritardo, AIFI propone di potenziare la dotazione del fondo di fondi di venture capital gestito dal Fondo Italiano d'Investimento, ritenendo di fondamentale importanza la tutela fornita dal lead investor pubblico per l'investitore privato;
- ***ottenere chiarezza sugli impatti fiscali delle operazioni di private equity.*** Per rispondere alle richieste che ci rivolgono gli investitori internazionali che subordinano le loro scelte di investimento alla chiarezza del quadro regolamentare e alla certezza sugli impatti fiscali delle operazioni, continuiamo a sottolineare l'importanza di ricevere un riscontro sulle istanze aperte, come quella della fiscalità dei leveraged buy out e dei profili fiscali della gestione con passaporto.

Conclusioni

Se possiamo essere soddisfatti di alcuni obiettivi raggiunti, resta evidente la nostra insoddisfazione per le dimensioni del nostro mercato che non sono affatto pari a quanto il nostro paese potrebbe e dovrebbe permettersi. Il Private Equity e il Venture Capital rappresentano l'alternativa alla crescita delle imprese attraverso il debito bancario. Di questo ha bisogno il nostro paese per far crescere la dimensione delle nostre imprese e farle uscire dalla morsa del credito che non si allargherà. La speranza che le nostre PMI possano beneficiare delle nuove condizioni di credito favorite dal Quantitative Easing da parte della BCE è una speranza eccessiva. Con le attuali condizioni prudenziali imposte al sistema bancario, il finanziamento delle imprese dovrà

AIFI

Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital

necessariamente rivolgersi ad altri canali. Pena la scomparsa di parte significativa del nostro apparato produttivo.

La nostra associazione testimonia che abbiamo operatori di mercato disponibili. Abbiamo fatto operazioni significative e contribuito alla tenuta del paese in un momento così difficile come durante questa lunghissima recessione. Ma le cifre del nostro mercato indicano una dimensione totalmente insoddisfacente. Il Governo sembra esserne conscio e alcuni provvedimenti vanno nella direzione giusta. Operatori istituzionali come la Cassa Depositi e Prestiti hanno investito risorse e favorito la crescita di questo mercato. Di questo siamo consapevoli.

Si tratta ora però di scongelare la montagna della previdenza. In tutti gli altri paesi questo comparto è l'investitore naturale del Private Equity e del Venture Capital. Anche da noi, come già detto, avevamo avviato un percorso per favorire una presenza maggiore di questi operatori. Le misure di aumento della tassazione e quelle sulla portabilità dei risparmi previdenziali hanno frenato questo processo. Ora si tratta di riprendere questa strada correggendo la portabilità dei risparmi previdenziali e implementando in maniera opportuna il previsto credito d'imposta per casse e fondi pensione in modo da compensare almeno parzialmente l'aumentato carico fiscale deciso con la legge di stabilità.

Se riusciremo a coinvolgere una quota limitata percentualmente ma significativa in valore assoluto del risparmio previdenziale in favore del finanziamento delle imprese, allora avremo contribuito alla crescita dell'economia italiana e, allo stesso tempo, alla difesa della remunerazione del risparmio previdenziale che non può essere disgiunto dalle sorti dell'economia italiana.

Si tratta poi di riflettere bene sulle condizioni di competitività regolamentare che si stanno sviluppando in Europa in questo mercato (come in altri del mondo finanziario). Ormai operatori di altri paesi europei potranno operare da noi sulla base delle direttive europee. Questo è un bene per la crescita del mercato e per la costruzione dell'Europa. Ma questo implica anche una ben maggiore attenzione alle condizioni, alle regole e alla pressione fiscale rispetto a quanto avviene in altri paesi. Anche di questo si parlerà nel nostro convegno annuale, e ciò vuole essere un invito alle nostre autorità a vedere con attenzione a ciò che avviene in altri mercati per non sfavorire i nostri operatori senza ottenere per questo una maggiore capacità di controllo.