

ENTER WORKING PAPERS SERIES

Il nuovo Fondo Italiano di Investimento per le PMI: una riflessione generale

Andrea Montanino, Fabio L. Sattin

WP No. 1

Novembre 2010

Il nuovo Fondo Italiano di Investimento per le PMI: una riflessione generale *

Andrea Montanino

Dirigente Generale, Ministero dell'Economia e delle Finanze
Dipartimento del Tesoro
via XX Settembre, 97
00187 Roma
Italy
andrea.montanino@tesoro.it

Fabio Lorenzo Sattin

Professore a contratto di Private Equity e Venture Capital,
Università Commerciale L. Bocconi e
Presidente di Private Equity Partners SGR S.p.A.,
Via degli Omenoni, 2
20121 Milano
Italy
fabio.sattin@privateequitypartners.com

** Le opinioni espresse dagli autori sono personali e non riflettono necessariamente quelle delle rispettive istituzioni di appartenenza*

Abstract

Nel 2010 il Ministero dell'Economia, alcune tra le principali banche italiane, la Cassa Depositi e Prestiti, la Confindustria e l'ABI hanno dato vita ad un fondo di *private equity* dedicato a patrimonializzare le piccole e medie imprese italiane in fase di espansione anche internazionale. In questo *working paper*, gli Autori – un rappresentante del Ministero del Tesoro che ha contribuito sin dall'inizio alla formulazione del disegno dell'iniziativa del Fondo e un operatore impegnato da lungo tempo nel settore del *private equity* e nella riflessione su tale strumento -, dopo avere brevemente riepilogato la genesi del Fondo si soffermano su vari elementi strutturali del Fondo, poi ne commentano la filosofia generale nell'ambito delle politiche di intervento pubblico e infine si pongono qualche interrogativo su tre temi critici: la gestione del conflitto di interessi tipico dei fondi a capitale misto pubblico-privato, le modalità di selezione dei *partners*, i meccanismi di disinvestimento delle partecipazioni.

Keywords

Fondo Italiano di Investimento, *Private equity*, *Fund of funds*, Temi di *Corporate Governance*

JEL code

G24, G28

1. Introduzione

Nell'inverno del 2009, ancora nel pieno della crisi economica scaturita dall'eccessivo indebitamento del settore privato, veniva annunciata dal Ministro dell'economia e dai principali banchieri italiani la volontà di costituire un grande fondo di *private equity* misto pubblico-privato per sostenere i processi di ricapitalizzazione delle piccole e medie imprese italiane.

Piuttosto che favorire un'ulteriore crescita dell'indebitamento privato, si opta per il rafforzamento del capitale.

E' una scelta, questa, non convenzionale. Non ha – nelle forme che ha assunto – eguali in Europa.

E' poi una decisione che guarda oltre la crisi, non mira a risolvere situazioni contingenti ma a fornire uno strumento che possa operare negli anni della auspicabile ripresa economica.

In questo capitolo si vuole fornire una rappresentazione delle motivazioni che hanno spinto i diversi soggetti coinvolti a creare una tale partnership e gli obiettivi che essi si sono prefissi. La descrizione delle modalità con cui il Fondo Italiano di Investimento (d'ora in poi Fondo Italiano) opera, permette di evidenziare le peculiarità di questo strumento di politica economica e di sottolineare punti di forza e di debolezza.

Infatti, su diverse questioni rimangono ancora delle perplessità che richiedono molta attenzione da parte di coloro i quali sono chiamati a gestire l'iniziativa. Si pensi al tema del conflitto di interesse, ai rendimenti attesi/auspicati da parte dei soggetti promotori dell'iniziativa o alle modalità di uscita dalle aziende.

Se da una parte va evitata la ricerca spasmodica di extraprofitti, che vadano oltre la normale remunerazione del capitale investito e del lavoro impiegato, dall'altra il Fondo Italiano non può, non deve, trasformarsi in una "nuova GEPI" e il suo principale obiettivo dovrà essere sempre e comunque lo sviluppo delle società partecipate e la conseguente valorizzazione dei propri investimenti.

2. La genesi del Fondo Italiano

In seguito ad un incontro avvenuto nell'autunno 2009 tra il Ministro dell'Economia Tremonti e alcuni tra i principali banchieri italiani, viene deciso di dar vita ad una iniziativa che possa favorire, attraverso l'utilizzo di capitale prevalentemente privato ma con una forte *sponsorship* pubblica, la patrimonializzazione delle piccole e medie imprese italiane.

Lo strumento individuato dopo una serie di incontri svolti al Tesoro nei mesi di ottobre-novembre 2009 è quello del fondo di *private equity*. Si decide che le prime tre banche del paese (Intesa Sanpaolo, Unicredit e Monte dei Paschi di Siena) insieme alla Cassa Depositi e Prestiti (CDP) investano 250 milioni di euro ciascuno in un fondo gestito da una SGR che verrà costituita *ad hoc*.

Vengono così fissati i primi capisaldi. Innanzitutto la costituzione di una nuova SGR, in parziale controtendenza con quanto fatto in circostanze analoghe, dove invece si erano utilizzate società già operanti sul mercato: poiché i promotori dell'iniziativa vogliono perseguire diversi obiettivi oltre a quello del ritorno sul capitale investito, viene ritenuto più efficace un controllo diretto attraverso una SGR dove tutti i promotori possono esprimere direttamente la loro visione.

Inoltre, la disponibilità finanziaria da gestire è molto ampia: per avere un termine di paragone, la raccolta effettuata da tutto il *private equity* italiano nel 2009 è inferiore al *commitment* per il solo Fondo Italiano. Si è allora ritenuto che non vi fosse un gestore sul mercato che avesse già una struttura tale da poter gestire tali ampie risorse. Infine, alcuni dei promotori dell'iniziativa avevano già società di gestione che avrebbero potuto avere le caratteristiche per partecipare ad un eventuale *beauty contest* per assegnare il fondo in gestione. Ma la gestione di risorse comuni a più banche e alla CDP da parte di un solo soggetto avrebbe amplificato i già notevoli problemi legati ai potenziali conflitti di interesse.

Il secondo caposaldo è che il Fondo parte con capitali per $\frac{3}{4}$ di origine bancaria e per $\frac{1}{4}$ di natura "ibrida", essendo la Cassa Depositi e Prestiti fuori dal perimetro della Pubblica Amministrazione ma pur sempre partecipata al 70% dallo Stato (il restante 30% è in mano alle Fondazioni Bancarie).

La partecipazione della Cassa Depositi e Prestiti è un forte segnale della volontà del decisore pubblico di sponsorizzare e sostenere l'iniziativa, pur nel rispetto dell'autonomia della Cassa e nell'ambito di logiche di mercato.

Con le modifiche legislative incorse nel 2009, la CDP amplia fortemente il suo campo di azione, uscendo dall'alveo esclusivo dei mutui agli enti locali. In particolare, vi sono tre interventi legislativi rilevanti ai fini della partecipazione della CDP nell'iniziativa del Fondo Italiano. Il primo è la legge 2 del 2009 che permette l'utilizzo di fondi della CDP assistiti dalla garanzia dello Stato per operazioni di interesse pubblico. Il successivo intervento legislativo (legge 33 del 2009) esplicita che tra le operazioni di interesse pubblico rientrano anche le iniziative a sostegno dell'economia in generale, e quelle a favore delle piccole e medie imprese in particolare. Per le operazioni a favore delle PMI però il legislatore impone che esse vengano effettuate in maniera indiretta, attraverso l'intermediazione di soggetti autorizzati all'esercizio del credito.

Un terzo intervento legislativo (il comma 235 dell'articolo 1 della legge finanziaria per il 2010) corregge il precedente, consentendo alla CDP di sottoscrivere anche fondi comuni di investimento che

perseguano tra gli obiettivi quelli del rafforzamento patrimoniale e dell'aggregazione delle imprese di minori dimensioni.

Una volta definiti i capisaldi dell'iniziativa, il 16 dicembre del 2009 viene costituito lo *Steering Committee*, allargato a due nuovi soci, la Confindustria e l'Associazione Bancaria Italiana.

La compagine dei promotori diventa così particolarmente eterogenea, ma allo stesso tempo rappresentativa di molte istanze, dando all'iniziativa una forte valenza istituzionale. Sono promotori il Tesoro, tre banche private, una istituzione finanziaria con caratteristiche miste pubblico-private (la CDP), la principale associazione imprenditoriale italiana, l'ABI in rappresentanza di tutto il sistema bancario. A riprova della forte istituzionalità del progetto, lo *Steering Committee* viene coordinato dal Tesoro italiano.

Allo *Steering Committee* viene assegnato il compito di definire più compiutamente gli obiettivi del progetto, le modalità con le quali il Fondo effettuerà gli investimenti, la *governance*, e di portare rapidamente alla costituzione della SGR.

Il 18 marzo 2010 viene costituita la società "Fondo Italiano di Investimento SGR s.p.a." e nasce il suo primo Consiglio di Amministrazione presieduto da Marco Vitale. Nel consiglio sono rappresentati tutti i promotori dell'iniziativa (che hanno sottoscritto il capitale della SGR), l'amministratore delegato e tre consiglieri indipendenti. Il 24 agosto la Banca d'Italia autorizza la SGR e il Regolamento del Fondo. In circa cinque mesi il Fondo è pronto per i suoi primi investimenti.

3. Gli obiettivi

Il Fondo si propone di dare una risposta a diverse questioni che limitano lo sviluppo dell'economia nazionale. Naturalmente è solo uno degli strumenti che possono favorire una crescita economica più consistente e duratura nel tempo, non può essere il solo e unico. Ma certamente, nell'ambito dei vincoli di finanza pubblica nei quali l'Italia si muoverà negli anni a venire, può rappresentare un valido aiuto.

Tre sono gli obiettivi principali che si vogliono perseguire. Il primo, ovvio, è quello del ritorno sul capitale investito. Sia le banche investitrici, sia la Cassa Depositi e Prestiti devono rispondere ai propri azionisti di come investono le risorse raccolte. Nel caso delle banche, il mercato non accetterebbe interventi "a fondo perduto" o nei quali il profilo rischio/rendimento non sia adeguato; nel caso della CDP, va tutelato il risparmiatore che, attraverso la sottoscrizione di libretti postali, permette alla Cassa di perseguire le sue attività istituzionali.

Nel contesto del Fondo Italiano però la remunerazione del capitale non è l'unico obiettivo. Se così fosse infatti, non si capirebbero le ragioni di una siffatta compagine di sponsor e perché il Tesoro italiano abbia voluto essere tra i promotori.

Vi sono infatti almeno altri due obiettivi rilevanti, che sono tipici obiettivi di politica economica.

Il primo è quello di favorire lo sviluppo del capitale di rischio e dell'industria italiana del *private equity* come alternativa all'indebitamento delle imprese. In questo modo si aumentano le opportunità di sviluppo delle imprese e si riduce il ricorso all'indebitamento.

E' noto come, soprattutto nel segmento delle medie e piccole imprese, ci sia molta diffidenza nei confronti del *private equity*. L'imprenditore italiano non vuole condividere la gestione dell'azienda con un soggetto esterno alla famiglia, spesso ha paura di crescere proprio perché la crescita implica una perdita del controllo, non è disposto ad inserimenti manageriali dall'esterno. Soprattutto, vede il *private equity* come uno strumento che mira a ottenere rendimenti elevati in un breve lasso di tempo, a scapito di progetti imprenditoriali di lungo periodo.

In parte, tale atteggiamento è figlio della miopia di una parte della classe imprenditoriale italiana, quella che adesso si trova di fronte al passaggio generazionale e non ha adeguatamente preparato il ricambio in quanto non sempre all'interno della famiglia vi sono risorse e capacità adeguate. In parte è la conseguenza di un atteggiamento aggressivo che il *private equity* ha avuto negli anni scorsi, ricercando sempre rendimenti molto elevati e ponendo clausole stringenti per la gestione della fase di uscita.

Il Fondo Italiano vuole ridurre la diffidenza dei piccoli e medi imprenditori verso il *private equity*, contribuendo così ad allargare le opportunità di investimento in capitale di rischio. L'essere un soggetto con caratteristiche istituzionali (anche le grandi banche del Paese sono, in fondo, istituzioni nazionali), permette al Fondo Italiano di avere un approccio più moderato e discreto, presentandosi con obiettivi di rendimento più contenuti, un'ottica temporale più lunga e una leva finanziaria ridotta.

Ciò non significa operare al di fuori del mercato, ma anzi porsi come un operatore che – all'interno delle regole e delle logiche del mercato – riesce a perseguire insieme obiettivi di rendimento privato e di sviluppo collettivo.

Per favorire lo sviluppo del *private equity*, il Fondo Italiano investirà inoltre parte dei capitali raccolti in fondi che vogliano perseguire strategie di investimento simili. Si evita così il rischio di cannibalizzare il mercato del *mid market*, dove il Fondo Italiano diventa di gran lunga il principale operatore stimolando viceversa altri operatori a muoversi su una linea simile.

Quindi, da una parte si opera con un approccio che avvicini le imprese al *private equity*, dall'altra vengono rese disponibili risorse in una fase di difficoltà di *funding*.

Il terzo obiettivo dell'iniziativa, forse il principale, è quello di favorire la crescita delle piccole e medie imprese italiane, sia attraverso processi di patrimonializzazione di singole imprese, sia favorendo aggregazioni tra imprese.

Le piccole e medie imprese italiane escono dalla crisi economica fortemente indebitate e questo fa sì che diventi sempre più complesso ottenere ulteriore credito dal sistema bancario e finanziario. Ma il credito è elemento essenziale per la crescita economica e per gli investimenti e dunque si rischia di affossare la ripresa economica se non si riesce a trovare un modo per sostenere i processi di investimento e di sviluppo delle imprese. Il sostegno attraverso il capitale di rischio è il modo individuato per permettere alle aziende di diventare più solide patrimonialmente e per questa via ottenere in futuro un più facile accesso al credito.

La capitalizzazione delle PMI significa imprese più solide e dunque clienti migliori per le banche. Ecco perché le banche che hanno sponsorizzato l'iniziativa e investito nel Fondo Italiano hanno interesse non solo a che il capitale renda ma che le imprese nelle quali si investe diventino più forti e solide.

Il rafforzamento delle PMI attraverso il Fondo Italiano passa anche per una più razionale organizzazione aziendale e per bilanci più trasparenti. Ciò predispone le aziende per una apertura a nuovi mercati, spingendole verso i mercati esteri dove maggiore è la concorrenza. Le imprese italiane infatti hanno spesso ottimi prodotti ma pessima organizzazione e questo limita la loro penetrazione all'estero. Ma l'economia italiana si regge in gran parte sulle imprese esportatrici e dunque l'azione del Fondo Italiano dovrà permettere la creazione di "medi campioni nazionali", capaci con i loro prodotti di nicchia di essere sempre più leader sui mercati esteri.

In altre parole, attraverso il Fondo Italiano non si vuole far diventare più grandi le imprese ma si vuole sfruttare in modo virtuoso quegli elementi di flessibilità e dinamicità tipici delle PMI.

Dunque, non si può esaminare l'iniziativa del Fondo Italiano se non in una logica di intervento di politica economica, che utilizza strumenti di mercato e capitali in (buona) parte privati. La sfida è quella di riuscire a perseguire il duplice obiettivo di rafforzare le imprese da una parte e di remunerare il capitale investito dall'altra, favorendo al contempo lo sviluppo dell'industria del *private equity*.

4. Governance e struttura del Fondo Italiano

La *governance* di un fondo istituzionale a partecipazione privata è alquanto complessa perché deve garantire tutti i partecipanti che si perseguano gli obiettivi che ognuno si è prefisso. Per far ciò, si è in primo luogo stabilito che tutti i promotori siano soci della SGR in maniera paritetica, con una partecipazione al capitale societario pari a 500 mila euro. Anche lo Stato partecipa al capitale grazie all'intervento del legislatore che ha previsto, nella Legge Finanziaria per il 2010, uno stanziamento per

la sottoscrizione di quote di SGR che avessero come finalità lo sviluppo di piccole e medie imprese. Lo stanziamento è stato interamente utilizzato per l'iniziativa del Fondo Italiano.

Soci della SGR possono diventare anche soggetti che investono nel Fondo una quota pari o superiore ai 100 milioni di euro (l'investimento minimo previsto è 20 milioni di euro). Tale quota può essere raggiunta singolarmente o in modo congiunto tra più investitori, nel qual caso verrà individuato un rappresentante nel CdA unico per tutti i soggetti che hanno contribuito al raggiungimento della soglia dei 100 milioni di euro. Questa modalità è stata utilizzata dalle banche popolari per partecipare all'iniziativa: esse hanno investito nel Fondo 200 milioni di euro, di cui 100 milioni l'Istituto Centrale delle Banche Popolari e 20 milioni ciascuna le seguenti banche: Banca Popolare di Milano, UBI, Banca Popolare dell'Emilia Romagna, Credito Valtellinese, Banca di Cividale.

Il Consiglio di Amministrazione delibera su tutte le operazioni di investimento e disinvestimento del Fondo ma ha la facoltà di delegare ad un Comitato Esecutivo le decisioni sulle operazioni di piccolo taglio. Tale delega è stata esercitata, stabilendo che tutti gli investimenti diretti inferiori ai 5 milioni di euro possano essere deliberati dal Comitato, la cui peculiarità è quella di essere composto dagli amministratori che rappresentano i soci della SGR che sono anche investitori nel Fondo (oltre alla presenza del Presidente del CdA e dell'Amministratore delegato).

Tale scelta, in parte inusuale, è stata dettata da diverse motivazioni. In primo luogo vi è una motivazione di tipo "pratico". Nello scenario "base" che è stato elaborato, si assume che il Fondo faccia circa 70-100 investimenti diretti (una ventina all'anno). Tale intensa attività necessita di procedure snelle al fine di poter effettivamente raggiungere gli obiettivi posti in termini di numerosità degli investimenti e dunque si è ritenuto che un sotto insieme di amministratori della società possa più efficientemente valutare i piccoli investimenti.

Una seconda ragione è legata al fatto che, pur essendo i soci della SGR in posizione paritaria, vi è di fatto una differenza tra i soci investitori, quelli cioè che oltre ad aver costituito la SGR sono anche investitori del Fondo, e i soci più direttamente "istituzionali" (Tesoro, ABI, Confindustria). La costituzione di un Comitato Esecutivo offre ai soci investitori un peso "maggiore" nelle scelte di investimento/disinvestimento, giustificato dal fatto che essi rischiano direttamente i loro denari.

In questo modo si è voluto rendere più esplicita la volontà dei soci istituzionali (posizione in particolare espressa dal Tesoro) di voler essere parte attiva nella definizione delle regole di funzionamento, della strategia di investimento, della individuazione delle imprese target ma di non essere interessati alle decisioni sui singoli investimenti.

Poiché a priori non si può conoscere quanti saranno gli investimenti sotto ai 5 milioni di euro, il CdA si è riservato la possibilità di modificare tale soglia nel caso in cui vi sia un numero eccessivo di investimenti sotto soglia che potrebbe portare a esautorarne il ruolo.

La presenza nel CdA dei rappresentanti delle banche (presenza rafforzata nel Comitato Esecutivo) apre al tema del conflitto di interesse.

Va subito detto che il conflitto di interesse non riguarda solo le banche ma anche Confindustria e il Tesoro. La prima potrebbe avere pressioni da parte di imprese associate, il secondo potrebbe subire pressioni “politiche”. Ma è evidente che il conflitto principale ricade sul sistema bancario che si troverà ad essere allo stesso tempo socio dell’azienda e creditore. Infatti, la presenza di un così ampio gruppo di banche (esse rappresentano circa il 60% del credito alle imprese e famiglie italiane) fa sì che sia praticamente impossibile investire in un’impresa che non abbia una linea di credito con qualcuna delle banche socie della SGR.

Naturalmente questo aspetto può essere visto come un punto di debolezza o alternativamente come un punto di forza del Fondo Italiano. Solo ex post si potrà giudicare quale dei due aspetti avrà prevalso. E’ un punto di debolezza se le banche tenderanno a favorire investimenti del Fondo Italiano in imprese fortemente indebitate con loro e in difficoltà, come strategia per rientrare da posizioni complesse. E’ però un punto di forza se la rete bancaria verrà sfruttata per individuare le imprese con maggiore potenziale, quelle che, pur se in un momento di difficoltà, hanno piani industriali e prospettive di crescita concrete.

Lo stesso discorso vale per la rete delle associazioni Confindustriali. L’utilizzo efficiente di questa rete potrà ridurre i tempi di selezione e di individuazione delle imprese nelle quali investire se verranno utilizzate adeguatamente le metodologie standardizzate per la creazione del *deal flow* che sono stati impostati dal Fondo. Ciò al fine di ottimizzare il processo di investimento e minimizzare gli *abort costs* del Fondo, rendendo peraltro gestibili i carichi di lavoro per il *management team*.

Va infatti sottolineato che il target del Fondo Italiano sono le circa 15 mila imprese con fatturato ricompreso indicativamente tra 10 e 100 milioni di euro. In base ai dati di fonte camerale, le società di capitale in Italia sono meno di 750 mila, di cui solo 30 mila ha un fatturato che supera i 10 milioni di euro (dati 2008). Se si scartano le poche migliaia di imprese con fatturato superiore ai 100 milioni e settori non interessanti per il Fondo quali i servizi finanziari, si tratta di circa 10 mila imprese manifatturiere e 5 mila imprese dei servizi. Il *deal flow* strutturato che utilizza in modo virtuoso la presenza di banche e Confindustria nel Fondo dovrebbe permettere di passare più facilmente dall’universo delle 15.000 imprese potenzialmente investibili a un nucleo più ristretto di circa 1.000 imprese già “scremate”, per arrivare infine a investire direttamente nelle 70-100 imprese di cui si è detto.

Il *deal flow* dovrebbe essere “ingegnerizzabile” e finalizzato a consegnare al *management team* un nucleo ristretto di imprese pre-selezionate in modo tale da massimizzare il rapporto tra imprese investite e istruttorie avviate.

L'*origination* dei *deal* può fare leva sulla penetrazione e capillarità della rete bancaria e confindustriale, nonché sulla conoscenza diretta delle imprese operanti sul territorio (al di là dei dati di bilancio) e, soprattutto, sulla conoscenza diretta della qualità degli imprenditori e del management di tali imprese.

E' stato dunque fornito alla rete delle banche socie nonché a Confindustria e alle Associazioni territoriali e di categoria una *checklist* contenente i parametri qualitativi e quantitativi sulla base dei quali individuare il sottogruppo di imprese da segnalare al management team del Fondo per l'avvio delle attività di istruttoria.

Naturalmente, rimane responsabilità del *management team* valutare l'opportunità o meno di intraprendere una *due diligence* nei confronti delle aziende segnalate attraverso questo processo. Inoltre, ciò non esclude l'utilizzo di tutti gli altri canali usuali per l'individuazione di opportunità di investimento.

In ogni caso, il Fondo Italiano si è dotato di un sistema di pesi e contrappesi che dovrebbe annullare il rischio di azioni svolte in contrasto con gli obiettivi sopra descritti. In primo luogo, il numero di amministratori espressione delle banche rappresenta una minoranza del CdA. Questo fa sì che anche in presenza di una azione collusiva tra i rappresentanti delle banche, il CdA sia sempre nella condizione di contrastare tale comportamento. In secondo luogo, viene istituito un Comitato per la gestione del conflitto di interesse del quale non fanno parte i rappresentanti delle banche. E' un Comitato composto da indipendenti e dal rappresentante del Tesoro, a tutela della imparzialità delle decisioni. Il Comitato opererà tenendo conto della peculiarità dell'iniziativa e cioè che un potenziale conflitto è sempre presente proprio per la quota di mercato che detengono le banche socie: questo ha comportato che la definizione di conflitto di interesse sia stata calibrata assumendo che un conflitto emerga solo se un'impresa è affidata per una quota superiore al 35% da una sola delle banche socie. La soglia sale al 50% nel caso di due o più banche socie del Fondo Italiano.

Nel complesso si tratta di una *governance* che vuole rispondere all'esigenza di indipendenza e trasparenza delle scelte di investimento assicurando al contempo velocità e flessibilità, necessarie per una iniziativa di queste dimensioni.

5. La strategia di investimento e le modalità di intervento

Pur muovendosi nel solco del *private equity* tradizionale, il Fondo Italiano presenta alcune peculiarità che fanno sì che la *value proposition* riesca a contenere insieme elementi tipici di un'iniziativa istituzionale pubblica con una logica operativa di mercato.

Primo elemento distintivo è la dotazione del Fondo. Esso parte con un *commitment* per 1,2 miliardi di euro. Al miliardo già impegnato da fine 2009 e ripartito in quattro parti da 250 milioni di euro ciascuno tra Cassa Depositi e Prestiti, Intesa-Sanpaolo, Unicredit e Monte dei Paschi di Siena, si è aggiunta

la quota di 200 milioni di euro del sistema delle banche popolari. Proprio per l'ampia disponibilità di risorse, ma anche per preservare l'unità di intenti che ha caratterizzato la nascita del Fondo, si è stabilito di non attivare un processo di *fund raising*.

Altro elemento distintivo è la duplice operatività, come fondo di fondi e come investitore diretto. Le risorse saranno investite fino ad un massimo del 50% in investimenti indiretti (cosiddetto fondo di fondi) e per la restante parte in investimenti diretti, sia operando soli, sia in co-investimento con altri fondi, sia infine con strumenti flessibili quali finanziamenti subordinati convertibili o convertendi e prestiti partecipativi. In questo modo i promotori del Fondo hanno ritenuto di poter al meglio perseguire gli obiettivi dati, e cioè sostenere il *private equity* italiano con le risorse disponibili come fondo di fondi e favorire la patrimonializzazione delle imprese, sia con un controllo diretto che attraverso fondi specializzati dal punto di vista settoriale e/o territoriale.

L'aver previsto la duplice attività (diretta e indiretta) ha richiesto una struttura con competenze sia nella selezione e gestione di investimenti diretti, sia nella selezione e monitoraggio di fondi. Questa complicazione ha però permesso di mantenere la struttura della SGR sufficientemente snella in modo da poter contenere le *management fee* a livelli inferiori rispetto all'attuale prassi di mercato. E', questo, un segnale chiaro che il Fondo Italiano vuole mandare agli operatori del mercato, un segnale di morigeratezza che possa aprire una fase nuova che superi gli eccessi degli anni precedenti.

Per ciò che riguarda l'attività di fondo di fondi, il Fondo Italiano ha stipulato un accordo con il Fondo Europeo per gli Investimenti (FEI) che svolge da anni questa attività. Nell'accordo, è previsto che ogni qual volta una delle due istituzioni individui un fondo che opera in Italia nel quale investire e che ha delle caratteristiche tali da essere di interesse di entrambe le istituzioni, l'altra si adegui alla *due diligence* effettuata e in modo quasi automatico investa una quota analoga. Naturalmente, non si può avere completo automatismo in quanto i due CdA rimangono i responsabili ultimi delle decisioni di investimento.

In questo modo si riduce l'onere di *scouting* da parte del Fondo Italiano che potrà beneficiare delle competenze accumulate dal FEI, e allo stesso tempo si crea un moltiplicatore di risorse per i fondi di *private equity* che operano in Italia. Inoltre si evita una concorrenza tra due istituzioni che hanno caratteristiche e obiettivi di *policy* simili: va ricordato che il Tesoro italiano è rappresentato sia nel CdA del Fondo Italiano che in quello del FEI.

Altra peculiarità del Fondo Italiano, che lo distingue da gran parte dei fondi di *private equity* attualmente attivi, è che gli investimenti diretti saranno di norma con quote di minoranza, proprio perché non è interesse del Fondo quello di gestire l'azienda ma piuttosto quello di affiancarsi all'imprenditore in un piano di sviluppo. Potranno però esserci delle eccezioni nel caso di *management buy out* quando si tratterà di sostenere una riconversione aziendale.

Inoltre, il Fondo non investirà in aziende sottoposte a procedure concorsuali o accordi di ristrutturazione, proprio perché non si tratta di un fondo “salva-imprese” in un’ottica anti ciclica ma di un fondo pensato per il lungo periodo e mirato piuttosto a favorire l’espansione di aziende sane. Questa limitazione peraltro rende più complesso per le banche socie assumere comportamenti non virtuosi e spingere il Fondo a investire in aziende in difficoltà.

Una quarta peculiarità del Fondo è la sua durata. La fase di investimento è prevista durare 5 anni (estendibile per un anno) e la fase di disinvestimento 7 anni (estendibile di ulteriori due anni), con una evidente scelta di prolungare la fase di disinvestimento in modo da poter identificare con più calma il momento opportuno per l’uscita. Rispetto ad altri fondi, l’opportunità o meno di uscire andrà valutata tenendo conto non solo del rendimento effettivo sull’investimento ma anche della capacità dell’impresa/imprenditore di continuare il percorso intrapreso senza il sostegno del Fondo Italiano, fermo restando che, essendo un fondo chiuso, è evidente che la partecipazione dovrà essere comunque dismessa e realizzata in un periodo ragionevole e comunque entro la chiusura della vita del fondo stesso.

Un ultimo aspetto da sottolineare è che il Fondo Italiano si presenta come un fondo generalista, scelta obbligata data la dotazione finanziaria. Ciò però non significa che la strategia di investimento debba essere necessariamente a 360 gradi, ma semplicemente che non esistono settori/territori da privilegiare rispetto ad altri perché le aziende con potenzialità di crescita e di espansione sono in tutti i settori produttivi. Nello spettro dell’intero territorio nazionale e di tutti i settori produttivi il Fondo però dovrà dotarsi di una sua strategia che tenga conto dell’obiettivo di creare un nucleo forte di medi campioni nazionali che possano concorrere da leader sui mercati esteri, magari in nicchie di prodotto o che possano funzionare da volano per alcuni settori interni strategici (si pensi al turismo). Questo significa avere la capacità di andare in tutti i territori, compreso il Mezzogiorno dove il *private equity* italiano è pressoché assente, e identificare aziende leader o con potenzialità da leader. Significa anche contribuire alle aggregazioni aziendali e quindi avere la capacità di essere polo attrattore di processi di fusione o acquisizione che rendano più efficiente la produzione dei beni o servizi.

6. Dimensione dell’intervento pubblico

Effettuate le considerazioni generali riguardanti il Fondo Italiano possiamo ora ad analizzarne alcune caratteristiche specifiche rapportandole alle *best practice* ed esperienze internazionali cercando di evidenziarne eventuali scostamenti o disallineanti e, se del caso, tentando di proporre, se non delle soluzioni, dei suggerimenti specifici da utilizzare per affrontare i problemi rimasti ancora aperti o non definiti.

Iniziamo con il dire che per essere considerati tali, nei fondi misti a capitale pubblico-privato le risorse finanziarie devono provenire congiuntamente sia da investitori pubblici che da investitori privati. Quantunque sia difficile definire in assoluto un rapporto di *leverage* ideale (inteso come rapporto ottimale tra risorse pubbliche e risorse private) è evidente che l'interazione tra tale rapporto e il meccanismo di incentivazione adottato dovrà comunque essere in grado di colmare il c.d. *equity gap* specifico dell'area di intervento presa in oggetto inteso come il disallineamento che viene a crearsi in taluni settori economici o categorie di imprese (come ad esempio per le PMI italiane in questo momento di difficile congiuntura economica) tra rischio percepito dai potenziali investitori e ritorno atteso (Macmillan 1931, Bolton 1971, Mason e Harrison 1991, Harding 2000; Cressy 2002; Gualandri e Schweizer, 2008).

In altre parole, l'interazione tra ammontare di risorse pubbliche e il meccanismo di incentivazione dovrà consentire all'investitore privato, se le cose andranno bene e gli investimenti avranno successo, di realizzare un ritorno consona e coerente con le sue aspettative (EVCA, 2001). In linea di massima, per dei fondi come quello da noi considerato, l'esperienza internazionale porta ad ipotizzare un rapporto ideale a tendere del cinquanta/cinquanta. In sostanza, per ogni euro di denaro pubblico sarebbe necessaria la presenza di almeno un euro di denaro privato.

Per quanto riguarda invece il meccanismo di incentivazione la letteratura e la prassi internazionale propendono nettamente per l'adozione di meccanismi del tipo c.d. ad *up-side leverage scheme* (Jääskeläinen, Maula e Murray, 2007) in quanto ritenuti più adatti sia per attrarre risorse finanziarie private sia per stimolare una gestione ottimale del fondo, investendo e proteggendo al meglio le risorse pubbliche.¹

Infine, di norma, nel caso dei fondi misti a capitale pubblico e privato, quantunque per il tramite di strutture diverse e variamente articolate, la gestione operativa del fondo, intesa come identificazione,

¹ Suggerito dall'EVCA come metodo ottimale per strutturare i fondi misti a capitale pubblico e privato (EVCA, 2001) ed utilizzato da numerosi fondi misti di notevole importanza prevalentemente in Inghilterra, Stati Uniti e Germania nonché dal noto fondo israeliano Yosma, l'approccio denominato "*up side leveraged scheme*" (Jääskeläinen, Maula e Murray, 2007) prevede che nell'ambito di un fondo misto, in caso di perdite, i capitali pubblici e quelli privati vengano a sopportare nelle stesse proporzioni i danni economici conseguenti senza meccanismi di recupero "a fondo perduto" a favore dei soggetti privati (distribuzione simmetrica delle perdite) mentre in caso di successo (identificabile nel raggiungimento di un ritorno effettivo sugli investimenti effettuati) i *capital gains* realizzati, anziché essere distribuiti fra ente pubblico e soggetto privato proporzionalmente alle quote sottoscritte nel fondo, vengano attribuiti in massima parte al soggetto privato, previo recupero da parte del soggetto pubblico di tutti i capitali originariamente investiti e spesso anche di un minimo ritorno a livello di tasso di interesse (distribuzione asimmetrica in caso di successo). In sostanza, tale schema non protegge gli investitori privati dalle perdite e dal costo del fallimento ma agisce da moltiplicatore dei benefici finanziari derivanti dai ritorni effettuati sugli investimenti agendo così da incentivo agli investitori privati ma solo subordinatamente al successo dell'iniziativa assicurando in tal modo un oculato ed attento utilizzo delle risorse pubbliche nonché un chiaro orientamento all'effettivo raggiungimento di un ritorno sull'investimento quantunque spesso in tempi più lunghi e di livello inferiore rispetto a quelli di mercato, come è normale sia nei settori ove l'intervento dello Stato è proprio volto a stimolare gli investimenti dove esiste un *equity gap*.

selezione, realizzazione, monitoraggio, valorizzazione ed uscita dai singoli investimenti, spetta al soggetto privato identificato come adeguato e esperto a svolgere tale funzione, mentre il soggetto pubblico si limita a selezionare i gestori, dettare le regole e fare in modo che queste vengano rispettate mettendo in essere adeguati (e trasparenti) meccanismi di controllo e di valutazione dei gestori al fine di premiare quelli migliori e penalizzare i peggiori.

In sostanza, il soggetto pubblico opera quasi sempre come investitore “indiretto” per il tramite di soggetti privati specializzati adeguatamente selezionati. Molto raramente il soggetto pubblico interviene direttamente nelle decisioni di investimento e di disinvestimento: questo sia che si tratti di operare, come quasi sempre accade, come “fondo dei fondi”, sia nel caso di operare per il tramite del meccanismo denominato di “co-investimento”: da tale ripartizione dei ruoli derivano le conseguenti responsabilità.

Il soggetto pubblico, ed i suoi rappresentanti, saranno quindi responsabili della selezione dei fondi (o dei coinvestitori) con i quali operare in *partnership*. Così come saranno responsabili del loro monitoraggio e della loro valutazione. Di conseguenza, verranno scelte delle professionalità e dei profili adatti a tale specifica funzione. Il soggetto privato (fondo o coinvestitore che sia) sarà invece responsabile della gestione operativa dall’investimento al disinvestimento e dei risultati finali conseguiti. In tal senso, il profilo dei responsabili del soggetto privato gestore saranno molto diversi da quelli dei rappresentanti del settore pubblico, dovendo avere specifica esperienza nella effettuazione dei investimenti, nella loro gestione e valorizzazione. Così funzionano le cose nella maggioranza delle esperienze internazionali.

Venendo al Fondo Italiano, sui tre fronti, rapporto tra risorse pubbliche e risorse private, meccanismo di incentivazione adottato e gestione operativa, l’impostazione adottata è significativamente differente rispetto ai modelli fino ad ora analizzati, rendendola, nelle forme assunte, un caso “unico” che non risulta avere eguali in Europa.

In termini di rapporto risorse pubbliche e risorse private le risorse del Fondo Italiano, ad eccezione di quelle provenienti dalla Cassa Depositi e Prestiti che ha sottoscritto il 20% provengono da istituti di credito (quasi tutte SPA quotate in borsa) e quindi, per definizione, identificabili come soggetti privati, quantunque di profilo molto istituzionale in quanto in gran parte importanti banche di rilievo nazionale. Va sottolineato che quasi tutti questi istituti già svolgono direttamente, e continueranno a svolgere, attività di investimento diretto in *private equity*. Conseguentemente, se si considera come unico soggetto investitore di natura pubblica la Cassa Depositi e Prestiti (in quanto partecipata al 70% dal Tesoro, anche se non rientra nel perimetro delle Pubbliche Amministrazioni) possiamo affermare che, a oggi, il rapporto tra risorse pubbliche e risorse private è di uno a cinque che in effetti sembrerebbe un po’ contenuto rispetto ai rapporti normalmente utilizzati a livello internazionale per tale genere di iniziative.

Passando al meccanismo di incentivazione adottato per colmare il c.d. *equity gap*, che abbiamo visto rappresentare un elemento fondamentale per quasi tutti i fondi di questo tipo, qui la differenza tra il Fondo Italiano e la prassi internazionale è al momento significativa in quanto non esistono meccanismi di questo tipo. Questo è un evidente punto di delicatezza, soprattutto se il Fondo effettuerà investimenti con rendimenti attesi più bassi rispetto all'attuale prassi (esistendo, come detto, dei rendimenti sociali che non sono incorporati nei rendimenti privati). Potrebbe quindi essere difficile da giustificare, per degli investitori privati, la partecipazione a tale iniziativa, potendo loro stessi effettuare in piena libertà e senza vincoli tali tipologie di investimento e soprattutto, mirando a ritorni che, in quanto soggetti privati (quotati in borsa), devono necessariamente essere di mercato.

Il fatto che oltre all'obiettivo del (minore) ritorno sul capitale investito, vi siano per i soggetti privati banche, in quanto importanti operatori istituzionali, degli altri obiettivi - nella fattispecie, quello di creare aziende più solide e dunque dei migliori clienti in prospettiva - quantunque socialmente molto apprezzabile e per certi versi coerente con il ruolo che tali istituti ricoprono nel Paese, rimane comunque un aspetto molto delicato che potrebbe ingenerare insidiose interpretazioni se non addirittura delle specifiche rischiosità.

Essendo tali soggetti privati in gran parte quotati in un mercato regolamentato, tale atteggiamento potrebbe, anche a livello strumentale, essere messo in discussione e criticato dagli investitori di minoranza in quanto non aderente ad una logica di gestione delle risorse aziendali volta alla massimizzazione del profitto.

Se poi il Fondo Italiano entrasse addirittura in concorrenza con le strutture di investimento in *private equity* che le banche stesse hanno al loro interno, cosa probabile e possibile, la decisione delle banche di partecipare al Fondo Italiano potrebbe essere ancora più attaccabile o, peggio, venire interpretata in modo non corretto ingenerando il sospetto che questa sia in effetti dettata dalla esigenza di finanziare aziende ove le banche partecipanti sono già esposte, risolvendo situazioni per loro critiche.

Ulteriore conseguenza di tale impostazione è la sostanziale impossibilità di coinvolgere gli investitori privati internazionali i quali, ovviamente, non avrebbero interesse ad obiettivi che non fossero di carattere puramente economico e di ritorno sugli investimenti (anche se un interesse potrebbe forse essere manifestato dai Fondi sovrani di paesi potenzialmente interessati ad avere un *entry point* in Italia). Più che condivisibile, quindi, la decisione di non procedere con una attività di *fund raising* a livello internazionale restringendo la partecipazione solamente a soggetti italiani di profilo istituzionale e quindi sensibili, nei limiti del possibile e del fattibile, a tematiche di carattere generale e di sistema Paese.

Veniamo ora al tema della natura "pubblico-privata" del soggetto gestore. Va infatti considerato che il ruolo del pubblico si estrinseca sia nella partecipazione alla SGR (del Tesoro direttamente e della CDP) sia nel Fondo come investitore (attraverso la CDP). Questo rende il soggetto gestore "atipico".

Tale scelta, quantunque comprensibile alla luce della struttura e della *ratio* ispiratrice del Fondo Italiano, pone tuttavia qualche problematicità riguardo ai ruoli che il soggetto pubblico e quello privato andranno a svolgere.

Avere “compattato” in un unico consiglio (quello della SGR responsabile delle gestione del fondo) sia i rappresentanti del soggetto pubblico che quelli del soggetto privato crea di fatto e di diritto un coinvolgimento diretto dello Stato (anche se in posizione di minoranza e prevalentemente solo sulle operazioni di maggiori dimensioni) anche nelle decisioni di investimento estendendone il ruolo ben oltre a quello di puro indirizzo, coordinamento e fissazione delle regole del gioco, come sarebbe usuale. Tale “atipicità” e “commistione” di ruoli potrebbe essere mitigata dalla presenza di un organismo di monitoraggio e valutazione esterno al consiglio stesso (Advisory Board) di cui parleremo più avanti.

Dal punto di vista operativo, come scelta strategica il Fondo Italiano si propone di operare sia come “investitore indiretto” agendo come “fondo di fondi” o in “co-investimento” in *partnership* con soggetti privati, sia come “investitore diretto” effettuando esso stesso degli investimenti.

La differenza esistente in termini di professionalità e strutture necessarie per operare con entrambe tali modalità sono evidenti. Basti pensare alle diverse responsabilità che vengono ad avere i membri del consiglio di amministrazione della SGR. Un conto è avere la responsabilità di selezionare e monitorare i soggetti gestori, peraltro in Italia già più che adeguatamente monitorati e controllati da Banca d'Italia. Diversa la responsabilità e la professionalità necessarie per decidere uno per uno sui singoli investimenti che per essere svolto responsabilmente e con adeguata conoscenza (anche in quanto non delegabile a terzi per legge) richiede, oltre che un lavoro a tempo “più che pieno” da parte dei componenti del CdA, anche una professionalità specifica sull'attività di investimento in *private equity*, raramente presente in chi si occupa, quantunque egregiamente, di tematiche di carattere pubblico, associativo o politico istituzionale. Tratteremo più avanti delle differenze che questi due approcci hanno anche a livello di struttura organizzativa. Qui ci preme solamente sottolineare la sostanziale diversità in termini di responsabilità e professionalità delle persone che si troveranno a sedere nel consiglio di amministrazione della società di gestione del Fondo Italiano. Basti pensare alle potenziali problematiche che potrebbero insorgere per il Fondo e per i suoi Amministratori in caso di fallimento delle società partecipate direttamente (cosa certamente possibile considerato l'elevato numero di investimenti che verranno effettuati) per sottolineare come tale aspetto vada molto attentamente valutato e gestito con estrema attenzione e con adeguate e rigorose procedure formali e sostanziali.

Senza entrare in alcuna valutazione delle professionalità degli specifici individui oggi prescelti, che potrebbero peraltro cambiare, rimane la sostanza della complessa problematica da gestire in termini di responsabilità derivante da tale scelta. La decisione di delegare ad un sotto insieme di amministratori (c.d. comitato esecutivo) gli investimenti di dimensioni più piccole, ad avviso di chi scrive, stante la regolamentazione delle SGR e il diritto societario italiano, quantunque possa in effetti agevolare la ge-

stione degli investimenti dal punto di vista operativo, non risolve il problema in termini di responsabilità degli amministratori.

7. Gestione delle situazioni di conflitto di interessi

Un altro tema di fondamentale importanza per qualsiasi fondo a capitale misto è quello di evitare i possibili conflitti di interesse tra investitori nel fondo, gestori (rappresentanti del CdA in primis) e società partecipate.

Va da sé che, essendo le risorse del fondo sottoscritte da più soggetti, in parte pubblici ed in parte privati, non sarebbe accettabile che alcuni di questi possano trarre vantaggi “sperequati” rispetto agli altri soggetti appartenenti alla medesima categoria. Questo è un concetto che vale per tutti i comparti dell’economia e della finanza e che a maggiore ragione deve valere nel caso di utilizzo di denaro pubblico. Considerate le sue caratteristiche costitutive, nel Fondo Italiano questo problema rappresenta una delle maggiori criticità.

Nel Fondo Italiano, i soggetti investitori, nella fattispecie le banche tramite i loro rappresentanti in consiglio della SGR, saranno anche responsabili per le decisioni di investimento e disinvestimento. Stante la loro grande dimensione e presenza sul territorio, queste banche molto probabilmente si troveranno ad avere già come clienti, a vario titolo, molte delle società ove il fondo effettuerà i propri investimenti. Inoltre, come detto precedentemente, tutte queste banche svolgono anche in proprio attività di investimento in *private equity* e l’eventualità che il fondo possa co-investire con le banche stesse, o addirittura essere investitore in fondi a queste collegati pone delle evidenti aree di possibile conflitto che vanno chiarite e comunque gestite con grande attenzione e rigore sia formale che sostanziale. Potenziali conflitti possono in effetti sorgere anche a livello degli altri azionisti della SGR (Confindustria e Tesoro) ma quello a livello delle banche partecipanti è di gran lunga il più importante e potenzialmente preoccupante.

Insomma, una significativa serie di aree a potenziale rischio di conflitto di interessi e conseguentemente un problema di non facile soluzione che andrà comunque affrontato e gestito. Identificare delle soglie che definiscono “quantitativamente” il problema, quantunque certamente opportune e necessarie, non basterà a risolverlo. Corretta quindi la scelta di nominare un comitato per la gestione dei conflitti di interesse ove non partecipino i rappresentanti delle banche. Va da sé che il ruolo degli amministratori indipendenti assume, in tale complicato ed articolato scenario, una fondamentale importanza e carica sulle spalle di tali soggetti di una grande responsabilità sia a livello giuridico che di immagine personale.

In generale, come detto in apertura, questo aspetto rappresenta un punto molto delicato e critico del Fondo Italiano ed alla fine, al di là delle regole e dei comitati, saranno i comportamenti specifici posti in essere dagli amministratori, dalle banche e dai loro rappresentanti che consentiranno di giudicare, *ex post*, se tale potenziale rischio è rimasto tale o se si è poi concretizzato in azioni eticamente discutibili o in comportamenti non in linea con le dichiarazioni fatte dalle banche stesse riguardo alla “*ratio ispiratrice*” della loro partecipazione al Fondo Italiano.

8. Modalità di intervento e meccanismi di selezione per *partners* privati con i quali operare

Come già sottolineato, la modalità di investimento normalmente utilizzata dai fondi misti è tipicamente quella “indiretta” che vede il fondo agire come “*fund of funds*” o, alternativamente o contestualmente, come co-investitore assieme a soggetti privati adeguatamente identificati e selezionati. Ci sono anche esempi di intervento diretto, ma normalmente focalizzati su aree molto specifiche (società in fase di start-up o ad elevato contenuto tecnologico), come nel caso del fondo francese CDC Entreprises.

Come sappiamo, il Fondo Italiano ha deciso di utilizzare entrambe queste modalità di intervento: quelle “indirette” e quelle “dirette”. Il volere operare contemporaneamente ed a “tutto tondo” su entrambi tali fronti, al di là delle problematiche di responsabilità sopra evidenziate, pone numerose tematiche a livello organizzativo inclusi evidenti rischi di potenziale “concorrenza” tra le varie modalità di intervento qualora non fosse definita una specializzazione di qualche tipo.

Vediamo di capre meglio il discorso partendo dalla operatività come “fondo di fondi”.

Poiché il Fondo investirà senza esasperare i ritorni, è evidente che la sua partecipazione diretta come investitore in fondi privati assieme ad altri investitori potrebbe risultare problematica. Dipende da dove si collocherà l’asticella dei ritorni attesi.

In ogni caso, è possibile che senza adeguati meccanismi di incentivazione a favore dei soggetti privati diventi complesso agire in *partnership* con gli stessi, a meno che questi non abbiano altri obbiettivi che non quello del ritorno sull’investimento. Ma se è comprensibile che tali “altri obbiettivi” possano valere per chi gestisce la SGR (Stato, CDP, Confindustria e il sistema bancario nazionale) è difficile pensarlo per investitori privati “normali” o addirittura internazionali, peraltro neanche coinvolti nella gestione del fondo stesso.

C’è da dire che, in un momento come questo, di grande difficoltà di *fund raising*, in particolare da parte dei fondi di minori dimensioni (o di minore successo) questo problema potrebbe in gran parte essere mitigato dalla carenza di potenziali investitori rendendo accettabile per alcuni condizioni che forse in altri momenti non sarebbero state di interesse. Ma bisogna però assolutamente evitare che questo mec-

canismo funzioni come una “selezione in negativo” e faccia scaturire come potenziali partner del Fondo Italiano solamente gli operatori più deboli ed in difficoltà in quanto di minore successo ed esperienza. Questo sarebbe negativissimo e minerebbe alla radice lo scopo principale del Fondo Italiano che è quello di offrire quanto di meglio possibile, anche a livello di esperienza, professionalità e network, per supportare lo sviluppo delle imprese e la loro crescita sia a livello nazionale che (si potrebbe dire, soprattutto) internazionale. Ma per non fermarsi alle dichiarazioni e farlo veramente, è necessario che i soggetti identificati dispongano delle necessarie strutture, competenze ed esperienze specifiche e di successo.

E’ quindi assolutamente fondamentale ed imprescindibile per il successo del Fondo Italiano che i meccanismi di selezione dei *partners* privati con i quali co-investire (o investire come fondo di fondi) siano posti in essere per il tramite di un processo strutturato e trasparente che consenta di identificare i gestori più esperti e qualificati in relazione alla specifica tipologia di investimenti che il Fondo Italiano intende effettuare.

In generale, per l’attività di investimento “indiretta” è probabile ed auspicabile che la scelta ricada prevalentemente su soggetti privati di medie dimensioni, che operano in Italia per il tramite di una SGR (e quindi, già monitorati da Banca d’Italia, cosa che rappresenterebbe comunque una ulteriore garanzia) e che abbiano una comprovata esperienza pluriennale e di dimostrabile successo nella effettuazione di investimenti di minoranza in società di piccole e medie dimensioni.

In questo senso, la decisione di operare in collaborazione con il Fondo Europeo per gli Investimenti (FEI), che svolge da anni tale attività, potrebbe effettivamente agevolare il processo di identificazione e selezione dei potenziali *partners*, rendendolo inoltre più trasparente e coerente con le procedure e le *best practice* internazionali.

Per quando riguarda invece l’attività di investimento diretto, l’ordine delle problematiche è completamente differente.

Innanzitutto, investire direttamente è molto più costoso per il Fondo in quanto si deve dotare di una struttura e di professionalità adeguate ed in numero sufficiente, mentre nel caso dell’operatività “indiretta” si “sfruttano” le risorse umane e professionali dei *partners* privati.

Se obbiettivo del Fondo italiano sarà di effettuare circa 70-100 investimenti in un orizzonte temporale quinquennale si tratta comunque di un significativo numero di operazioni che necessita di una adeguata struttura.

Sarà inoltre opportuno che l’operatività come investimento diretto non si sovrapponga, o peggio, entri in concorrenza, con quella effettuata nell’ambito delle altre modalità di intervento. Sarebbe curioso che sulla stessa società “*target*” arrivassero in concorrenza delle offerte sia direttamente dal fondo, che da soggetti per il tramite dei quali il fondo agisce come fondo dei fondi. Anche tali aree di poten-

ziale conflitto è auspicabile vengano regolamentate, magari attraverso apposite clausole di “non concorrenza”.

Potrebbero forse anche essere identificate delle specializzazioni di qualche tipo, ma non sarebbe comunque una cosa semplice. L’agire con entrambi i “cappelli” (direttamente ed indirettamente) comporterà necessariamente dei potenziali problemi che in qualche modo dovranno essere gestiti e risolti.

Non ci dilungheremo molto sulla quarta modalità di intervento dichiarata effettuabile attraverso investimenti in strumenti flessibili, quali finanziamenti subordinati convertibili e prestiti partecipativi, in quanto non ancora sufficientemente specificata e declinata e, per sua natura, abbastanza ibrida e estremamente variabile in funzione degli specifici strumenti che alla fine il Fondo deciderà di adottare.

9. Meccanismi di disinvestimento e di realizzazione delle partecipazioni (*exit policy*)

Come per qualsiasi fondo chiuso di investimento, anche il Fondo Italiano, dovrà necessariamente definire come intende gestire l’uscita dagli investimenti, in che tempi e a quali condizioni.

Per l’attività di investimento “indiretta” questo non rappresenta un problema del Fondo in senso stretto, in quanto il Fondo Italiano non potrà che adeguarsi alle politiche stabilite dal partner gestore, che verrà valutato e selezionato anche in base ad esse. Per quanto riguarda invece l’attività di investimento diretto il problema è tutt’altro che semplice e comunque di totale responsabilità del Fondo e dei suoi amministratori e manager. Trattandosi di investimenti di minoranza in aziende al di sotto dei 100 milioni di Euro di fatturato questo problema, per il Fondo Italiano, sarà di fondamentale importanza. E’ infatti indispensabile che le società ove il Fondo si troverà ad investire sappiano, nel dettaglio e prima di accettare tale investimento, in che modo ed in che tempi il Fondo desidera uscire dall’investimento e soprattutto come opererà nel caso in cui le cose non dovessero andare nel migliore dei modi o comunque non in linea con le aspettative ed i *business plan* redatti in sede di effettuazione dell’investimento. Infatti, se le cose andranno bene, la soluzione potrebbe essere abbastanza semplice, quantunque certamente di non banale né di immediata realizzazione, e potrebbe prevedere meccanismi di riacquisto da parte dell’azionista di maggioranza già in qualche modo preconcordati e finanziati (se non altro, come principio) dal sistema bancario. Potrebbero anche essere studiati degli strumenti partecipativi di nuova concezione che in qualche modo contengano tale genere di pattuizioni magari con già incluse nel regolamento le tipiche tutele che vengono date ad un azionista finanziario di minoranza (rappresentanza in consiglio, maggioranze qualificate, diritti di veto, *drag-along*, *tag-along*, diritti di covendita, etc..) in modo da “omogeneizzare” la tipologia e la struttura degli interventi, semplificando di molto il processo negoziale su tali punti ed evitando eccessive diversità di trattamento a livello di singoli interventi.

In alcuni casi, come uscita ci potrà essere anche la quotazione in Borsa. Ma considerate le dimensioni delle imprese oggetto di investimento e l'esperienza del settore in merito, è ragionevole ipotizzare che saranno casi abbastanza limitati e comunque solamente ipotizzabili in situazioni di estremo successo e previo consenso dell'azionista di maggioranza, che potrebbe non esserci.

Il problema di più difficile soluzione sarà tuttavia la gestione della dismissione delle quote azionarie detenute dal Fondo Italiano nell'ambito di situazioni che, per varie ragioni, registreranno risultati negativi o comunque inferiori alle aspettative e quindi non sia possibile per l'azionista di maggioranza attivare dei finanziamenti volti a consentirgli il riacquisto delle quote del Fondo e questi non voglia (o non possa) effettuare il riacquisto con le proprie risorse personali. In questi casi, normalmente, il settore privato fa scattare le c.d. clausole di vendita del 100% che costringono l'imprenditore a vendere il 100% delle azioni al migliore offerente nell'ambito di una procedura d'asta definita e preconcordata. Quantunque molto raramente tale clausola venga attivata nel concreto (anche perché, se la società va male, il suo valore potrebbe ragionevolmente essere anche molto basso se non addirittura negativo) la sua presenza è fondamentale per evitare comportamenti "opportunistici" da parte dell'azionista di maggioranza. E nel caso del Fondo Italiano, considerata la presenza diretta dello Stato nell'azionariato e nella SGR di gestione, il rischio che l'assenza di tale pattuizione possa dare adito ad azioni strumentali è ancora più alto in quanto potrebbe indurre a pensare che lo Stato possa svolgere una funzione di "garante" della sopravvivenza della società anche in situazioni di estrema difficoltà se non addirittura di fallimento, inducendo a comportamenti che taluni definirebbero di "*moral hazard*".

Nel momento in cui si scrive, non è ancora nota la "policy" che il fondo si vorrà dare per tali situazioni, ma è evidente che un chiaro orientamento su tale specifico punto dovrà essere preso al più presto (comunque prima dell'inizio dell'attività di investimento) e per ovvie ragioni di equità e correttezza, reso noto e soprattutto messo in pratica (a livello di clausole contrattuali) sin dal primo investimento.

10. Meccanismi di controllo, monitoraggio e valutazione della performance

Quantunque il Fondo Italiano si sia dotato di una serie di "pesi e contrappesi" volti a mitigare le aree di criticità nell'ambito delle decisioni di investimento e di disinvestimento in considerazione dei molteplici obiettivi, anche di politica economica, che si pone e sia tenuto comunque a rendere noti i suoi risultati in quanto soggetto alle normative sulle SGR, ad avviso di chi scrive, potrebbe essere opportuno che il fondo si dotasse di un organismo di supervisione e controllo esterno senza poteri formali (una sorta di *Advisory Board*) ma composto da soggetti estremamente autorevoli e di riconosciuta esperienza e spessore, che con cadenza semestrale valutasse l'andamento del fondo e dell'attività condotta in relazione agli obiettivi prefissati (inclusi quelli di natura strategica e di politica-economica) e redigesse una dettagliata relazione ed opinione, da rendere nota al pubblico.

La presenza di tale organismo, oltre che dare un esempio concreto di trasparenza, sottolineerebbe ulteriormente la caratteristica di “unicità” del Fondo stesso, ricordando sempre quali sono i suoi obiettivi costitutivi e, soprattutto, monitorandone e rendendone noti a tutti i risultati in modo continuativo corredati da una opinione qualificata e autorevole.

Affinchè tale organismo possa svolgere efficacemente le sue funzioni, sarà necessario definire con chiarezza i parametri che verranno utilizzati per la valutazione definendo con precisione quando una operazione deve essere considerata “di successo”. Tra questi parametri di valutazione, anche se certamente non unico, il ritorno effettivamente realizzato sull’investimento (misurato in termini di IRR o multiplo dell’investimento all’exit) dovrà comunque essere un elemento di fondamentale importanza.

11. Conclusioni

Iniziamo subito con il dire che gli autori di questo contributo sono convinti che, risolte le aree di criticità evidenziate, il Fondo sia un utile ed efficace strumento a supporto delle nostre PMI e della nostra economia e fornisca un valido esempio di una “nuova politica economica” che veda nella collaborazione tra pubblico e privato un elemento di fondamentale importanza da “sfruttare” nel migliore dei modi. Se l’esperienza avrà successo, potrebbe rappresentare una utilissima base di partenza per iniziative simili aventi come oggetto anche altri settori dell’economia.

In questo senso, è importante in conclusione sottolineare che, indipendentemente dalle caratteristiche che ha assunto il Fondo Italiano (che in alcuni casi abbiamo visto essere atipiche), in generale e volendo estendere il discorso a qualsiasi iniziativa che veda opportuna la costituzione di fondi misti pubblico-privato, indipendentemente dalle modalità con cui verrà svolta l’attività di investimento e dai settori economici che si vorranno di volta in volta affrontare, è opportuno che si rispettino alcuni concetti fondamentali che, anche alla luce delle numerose esperienze internazionali, si sono rivelati essenziali per il loro corretto funzionamento. Vediamo in estrema sintesi quali sono.

1. Le risorse pubbliche dovranno essere utilizzate sempre e solo in parallelo a risorse private ed entrambi i soggetti, sia quello pubblico che quello privato, dovranno essere egualmente esposti ai successi ed agli insuccessi dell’attività di investimento senza meccanismi di protezione “a piè di lista” o altri vantaggi, diretti o indiretti, a favore dei soggetti privati.
2. Di converso, al fine di attrarre la partecipazione degli investitori privati, devono essere strutturati adeguati meccanismi di incentivazione, auspicabilmente improntati alla logica del c.d. upside leverage scheme, che consentano, in caso di successo, il raggiungimento di ritorni per questi accettabili, sempre che lo Stato abbia prima recuperato quantomeno tutte le risorse investite ed un minimo di remunerazione del capitale.
3. I soggetti che si troveranno nel concreto a prendere le decisioni di investimento e disinvestimento dovranno essere dotati della totale autonomia operativa e decisionale anche al fine di evitare le potenziali aree di conflitto di interesse che si potrebbero creare a vari livelli tra i soggetti investitori nel fondo e le società partecipate.

4. Dovranno essere chiaramente definiti gli obiettivi da raggiungere (sia di ritorno atteso dagli investimenti che in generale di politica economica), le tempistiche entro cui tali ritorni dovrebbero essere realizzati nonché le modalità di uscita del fondo dall'investimento. Trattandosi normalmente di fondi di tipo "chiuso" e quindi per definizione a "scadenza", questi aspetti devono essere concordati sin dal momento in cui si andranno ad effettuare gli investimenti. E' infatti fondamentale che il soggetto finanziato conosca e soprattutto condivida gli obiettivi del fondo (anche in termini di ritorni attesi) le sue tempistiche e modalità di disinvestimento. Se così non fosse, il rischio di trovarsi pericolosamente disallineati rispetto alle società partecipate sarebbe altissimo.
5. Il coinvolgimento di soggetti terzi, sia per il co-investimento che come "fondo dei fondi", dovrà essere assolutamente trasparente ponendo in primo piano la valutazione della loro effettiva competenza, esperienza e track record con specifico riferimento all'attività di investimento di volta in volta presa in considerazione come obiettivo di politica economica.
6. Dovranno infine essere definiti ed attivati adeguati meccanismi di monitoraggio e di controllo dell'attività svolta dai soggetti gestori in modo che sia possibile misurare in modo trasparente e strutturato il raggiungimento o meno degli obiettivi prefissati.

Specificamente sul punto 2. riguardante i meccanismi di incentivazione degli investitori privati che abbiamo visto non essere contemplati dal Fondo Italiano, considerate le sue particolari caratteristiche, è opportuno riflettere se essi vadano inseriti nel caso di eventuali future iniziative simili, in particolare se ci si intende rivolgere anche agli investitori internazionali.

L'inserimento di tali meccanismi, attivabili per il tramite di un investimento diretto da parte dello Stato (o altri enti o istituzioni a questo assimilabili), renderebbe a parere di chi scrive attraente ed economicamente giustificabile la partecipazione da parte dei soggetti privati anche internazionali.

Se venisse seguito l'approccio "*up side leveraged*" sopra descritto, che lo Stato accetti un ritorno più basso (ma che ci dovrà comunque essere!) rispetto agli altri partecipanti, sarebbe considerato assolutamente normale ed in linea con le pratiche internazionali e il suo sforzo sarebbe inoltre molto contenuto in quanto: (a) i versamenti (*draw down*) andrebbero effettuati nell'arco di un periodo quinquennale e; (b) non si tratterebbe di un investimento a fondo perduto ma anzi, di un investimento che dovrebbe comunque ritornare nella casse dello Stato, magari per poi essere riutilizzato in altre iniziative simili e con anche un ritorno (quantunque minimo) a livello di tasso di interesse. E nel caso in cui lo Stato non recuperasse, o recuperasse solo in parte tale investimento, lo stesso accadrebbe agli investitori privati, che perderebbero i loro soldi esattamente nella stessa proporzione dell'investitori pubblico. Una imprescindibile protezione per assicurare un oculato ed attento utilizzo delle risorse pubbliche! Il coinvolgimento diretto dello Stato anche come investitore giustificerebbe inoltre un ancora maggiore controllo sulla *governance* e sui potenziali conflitti di interessi

Se verranno rispettati questi principi fondamentali che ad avviso di chi scrive sono validi in generale e per qualsiasi delle modalità operative di investimento prospettate o dei settori che si intenderanno affrontare, questi interessanti ed efficaci strumenti di collaborazione tra pubblico e privato partiranno nella giusta direzione.

Tornando al Fondo Italiano, è comunque evidente che, in ultima analisi, il suo successo o insuccesso sarà esclusivamente legato, come per qualsiasi fondo di investimento, privato o pubblico che sia, alla capacità dei gestori di effettuare investimenti oculati in società meritevoli che abbiano prospettive di sviluppo creando conseguentemente dei posti di lavoro qualificati e in grado di permanere nel tempo, contribuendo così effettivamente ed in modo sano e duraturo allo sviluppo economico e sociale del Paese, non in modo assistenzialistico ma valorizzando il merito e la capacità di competere e di crescere.

Trattandosi di un fondo misto pubblico-privato e non di un istituto assistenziale di natura pubblica, è necessariamente su tale terreno, quello dell'effettivo risanamento, rilancio e valorizzazione delle imprese partecipate e quindi dei ritorni effettuati sugli investimenti (anche se più contenuti e su tempi lunghi) che alla fine si dovrà misurare il successo o l'insuccesso di tale importante iniziativa.

Bibliografia

- Bolton J.E., *Report of the Committee of Enquiry on Small Firms*, Bolton Report, London, 1971.
- Commissione Europea, *Aiuti di Stato e capitale di rischio*, 2001.
- Commissione Europea, *Best Practices of Public Support for Early-Stage*, 2005
- Cressy, R., *Funding Caps*, The Economic Journal, vol. 106, n. 434, 2002
- EVCA, *Policy Priorities for Private Equity*, internal working paper, Zaventem 2001
- Gervasoni A., Sattin F.L., *Private equity e venture capital*, Guerini e Associati, Quarta Ed. Milano, 2008
- Gualandri E., Schwizer P., *Bridging the Equity Gap: il caso delle PMI innovative*, Studi e Note di Economia, 2008
- H.M. Treasury Small Business Service, *Bridging the Finance Gap: Next Steps in Improving Access to Growth Capital for Small Businesses*, December 2003
- Harding R., *Venture Capital and Regional Development: Towards a Venture Capital System*, Venture Capital, vol. 2, n. 4., Routledge, Taylor & Francis Group, October 2000
- Jääskeläinen M., Maula, M., Murray, M., *Public Financing of Young Innovative Firms in Finland*, MTI Publications, Helsinki, 2007.
- Lerner J., *The Government as Venture Capitalist: The Long Run Impact of the SBIR Program*, Harvard University, 1998.
- Macmillian H., *Report of the Committee on Finance and Industry*, London, 1931
- Mason C., Harrison R., *Venture Capital and Regional Development*, London 1999
- Nicolai M., *I Fondi di fondi pubblico-privati per la creazione di nuove imprese tecnologiche*, Aifi 2006

O'Shea M., *Governments as Venture Capitalists*, OECD Observer, Vol. A., 1998

Sattin F.L., Gervasoni A., *Private Equity e settore pubblico: una possibile sinergia per le PMI*, Il Sole 24 Ore, ottobre 2009

Unione Europea, Banche Mercati e Imprese, *Orientamenti comunitari sugli aiuti di Stato destinati a promuovere gli investimenti in capitale di rischio nelle piccole e medie imprese*, 2006