

AIFI

Alcune domande e risposte sul come e perché investire in fondi di Private Equity



COMMISSIONE RAPPORTI CON GLI INVESTITORI ISTITUZIONALI

Si ringraziano:



KStudio
Associato

Gennaio 2008

Il presente documento è stato elaborato nell'ambito dei lavori della Commissione Rapporti con gli Investitori Istituzionali di AIFI.

In particolare, hanno contribuito alla stesura del documento: Alberto Barucci (Rasfin SIM), Paola Borracchini (MPS Venture SGR), Carlo Brambilla, Carlo Cangialosi (Efibanca Palladio Finanziaria SGR), Luigi Capello (Industria e Finanza SGR), Gabriele Cappellini (MPS Venture SGR), Walter Comelli (San Paolo IMI Fondi Chiusi SGR), Raffaele De Courten (Alto Partners SGR), Roberto Del Giudice (AIFI), Paolo Diprima (San Paolo IMI Fondi Chiusi SGR), Giovanna Dossena (AVM & Partners), Nicola Emanuele (Aksia Group), Paolo Gesess (360 Capital Partners), Amedeo Giurazza (Vertis SGR), Walter Ricciotti (Quadrivio SGR), Luigi Sala, Robert Tomei (Advanced Capital SGR).

AIFI

ASSOCIAZIONE ITALIANA DEL PRIVATE EQUITY E VENTURE CAPITAL

*Alcune domande e risposte
sul come e perché investire
in fondi di Private Equity*

COMMISSIONE RAPPORTI CON GLI INVESTITORI ISTITUZIONALI

AIFI

ASSOCIAZIONE ITALIANA DEL PRIVATE EQUITY E VENTURE CAPITAL

Come e perché investire in fondi di private equity

Questa sintetica guida si propone di illustrare agli Investitori Istituzionali, in forma estremamente pratica, le caratteristiche e le opportunità connesse agli investimenti in fondi di private equity italiani.

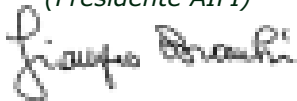
Negli ultimi anni il mercato italiano del private equity, al pari di quanto avvenuto a livello internazionale, ha continuato ad evolversi sia quantitativamente che qualitativamente e può contare oggi su oltre 120 operatori, diversificati per forma giuridica, ambito di intervento e caratteristiche operative.

Nella fase di raccolta dei capitali, la stragrande maggioranza di questi operatori si rivolge ad un pubblico di investitori qualificati che, nella fattispecie italiana, è stato fino ad oggi per lo più rappresentato da banche ed investitori privati in possesso di ingenti disponibilità finanziarie. A livello internazionale, molto più alta risulta, invece, la partecipazione di soggetti quali fondi pensione e compagnie assicurative (ma anche fondazioni e altri), che allocano ormai stabilmente parte dei loro patrimoni in fondi di private equity e che hanno nel tempo dimostrato anche una particolare attenzione e fiducia nei confronti degli operatori italiani.

Affinché anche in Italia ci sia un sempre maggiore coinvolgimento di tutte le categorie di Investitori Istituzionali nel mondo del private equity, nella piena consapevolezza delle caratteristiche di questa specifica asset class, AIFI ha da tempo costituito al suo interno una apposita Commissione di lavoro, finalizzata, appunto, alla facilitazione istituzionale dei rapporti tra fondi e potenziali categorie di sottoscrittori.

Questa guida, che, in funzione delle specifiche problematiche che via via emergeranno, si propone di essere aggiornata ed integrata nel tempo, vuole rappresentare un passo in questa direzione.

Giampio Bracchi
(Presidente AIFI)



Gabriele Cappellini
(Presidente Commissione Rapporti con gli
Investitori Istituzionali)



AIFI

ASSOCIAZIONE ITALIANA DEL PRIVATE EQUITY E VENTURE CAPITAL

Indice

| | |
|---|-----------|
| Le principali caratteristiche degli investimenti in private equity | 7 |
| La contabilizzazione degli investimenti in fondi di private equity | 14 |
| La valutazione degli investimenti, il valore del fondo e il calcolo della performance..... | 16 |
| Il confronto dei rendimenti degli investimenti in private equity..... | 18 |
| La liquidità di un investimento in fondi di private equity | 19 |
| I meccanismi di tutela degli investitori: la comunicazione e la trasparenza | 21 |
| I limiti normativi e l’impatto sul patrimonio degli investitori istituzionali..... | 24 |
| Il trattamento fiscale degli investimenti in private equity | 26 |
| Appendice 1: Elenco delle domande | 29 |
| Appendice 2: Glossario | 31 |

AIFI

ASSOCIAZIONE ITALIANA DEL PRIVATE EQUITY E VENTURE CAPITAL

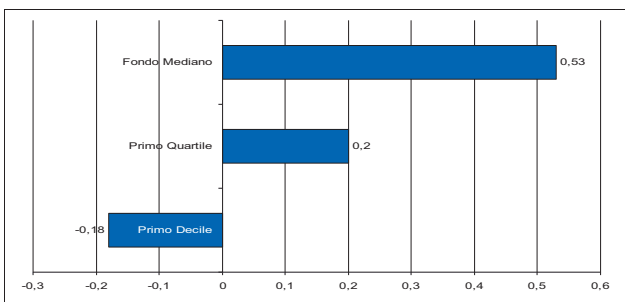
LE PRINCIPALI CARATTERISTICHE DEGLI INVESTIMENTI IN PRIVATE EQUITY

1. Perché si investe in private equity?

Il motivo principale di un investimento in private equity è l'attesa di un rendimento superiore a quello di altri strumenti finanziari più tradizionali disponibili sul mercato. Il maggiore rendimento è giustificato non tanto dal maggiore profilo di rischio che può caratterizzare gli investimenti di private equity, quanto in relazione alla minore liquidità rispetto ad altre tipologie di investimenti azionari che, di norma, si riferiscono a società quotate. Nel medio periodo i fondi di private equity hanno, infatti, storicamente mostrato rendimenti superiori a quelli dei mercati borsistici di riferimento considerati nello stesso lasso temporale. Peraltro, la presenza, anche nel nostro Paese, di un numero sempre maggiore di operatori ha consentito lo sviluppo di un importante ed efficace mercato "secondario", riducendo e semplificando i tempi di liquidabilità degli investimenti.

Per gli investitori istituzionali i fondi di private equity rappresentano anche un'opportunità di diversificazione del proprio portafoglio in una asset class meno correlata ai mercati azionari ed obbligazionari.

Indice di correlazione a 5 anni tra private equity e S&P 500

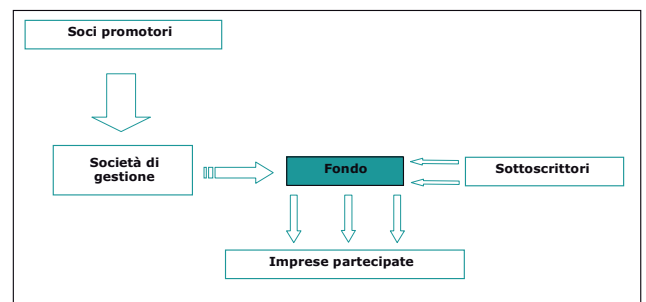


Fonte: McKinsey Excellence in Private Equity Initiative.

2. Quali sono in Italia i veicoli che permettono di investire in private equity?

Il fondo mobiliare chiuso rappresenta, in Italia, il veicolo più diffuso per gli interventi di private equity e venture capital. Per alcune sue caratteristiche, il fondo, gestito da una società di gestione dedicata, si configura come il modulo giuridico organizzativo che meglio si adatta al processo di selezione, monitoraggio e dismissione degli investimenti nel capitale di rischio delle imprese. Oltre a questo strumento, vi sono altri veicoli che permettono di sviluppare l'attività di private equity, come le società di partecipazione iscritte nell'elenco ai sensi degli articoli 106 e 107 del Testo Unico Bancario e i fondi di diritto internazionale.

La struttura di un fondo mobiliare chiuso



Fonte: Gervasoni A., Bechi A., I fondi chiusi di private equity nell'esperienza italiana, Il Mulino, 2007.

3. In cosa investono i fondi di private equity?

Generalmente, la politica di investimento dei fondi di private equity è rivolta verso l'acquisizione di partecipazioni nel capitale di rischio di imprese non quotate. Si tratta di interventi di medio termine (solitamente la durata è compresa tra i 3 ed i 5 anni), effettuati in aziende dotate di progetti e di un potenziale di sviluppo, con lo scopo di fornire capitali finanziari e, al tempo stesso, esperienze professionali e know how utili alla crescita dell'azienda stessa.

4. Esistono diverse tipologie di operazioni di private equity?

Sul fronte prettamente terminologico, secondo l'accezione internazionalmente riconosciuta, l'investimento istituzionale nel capitale di rischio, definito nella sua globalità "attività di private equity", si distingue genericamente tra attività di venture capital (investimenti in aziende nelle fasi iniziali della loro vita o durante periodi di sviluppo) e attività di buy out (acquisizioni di aziende mature o comunque consolidate).

Più nel dettaglio, le principali operazioni di private equity vengono distinte e classificate come:

- *start up*, cioè un investimento in tutte le prime fasi di vita dell'impresa, finalizzato all'avvio dell'attività;
- *expansion*, si tratta di investimenti nelle fasi di sviluppo dell'impresa, finalizzati ad espandere (geograficamente, merceologicamente, ...) l'attività. Il fondo di private equity acquisisce di norma una quota di minoranza;
- *replacement*, investimenti finalizzati alla ristrutturazione della base azionaria, in cui l'investitore istituzionale si sostituisce a uno o più soci di minoranza non più interessati a proseguire l'attività;
- *buy out*, ovvero investimenti finalizzati alla sostituzione o comunque alla modifica sostanziale della proprietà e degli assetti dell'impresa. Frequentemente per questo tipo di intervento si ricorre all'uso della leva finanziaria come strumento di acquisizione (leveraged buy out). Il fondo di private equity acquisisce di norma una quota di maggioranza o totalitaria.

5. Quali sono le dimensioni tipiche di un fondo di private equity?

Generalmente i fondi di private equity hanno dimensioni diverse a seconda dell'ambito geografico degli investimenti, in particolare si distinguono:

- fondi locali ("country funds"), la cui attività d'investimento è dedicata ad imprese localizzate all'interno dei confini nazionali. Tipicamente tali

fondi hanno dimensioni comprese fra i 50 milioni e i 500 milioni di Euro;

- fondi paneuropei, la cui attività d'investimento è dedicata ad imprese localizzate anche oltre i confini nazionali, ma entro i confini europei. Tipicamente tali fondi hanno dimensioni comprese fra i 500 milioni e i 5 miliardi di Euro;
- fondi globali, la cui attività d'investimento è dedicata ad imprese localizzate in qualsiasi mercato geografico. Tipicamente tali fondi hanno dimensioni comprese fra i 2 miliardi e 10 miliardi di Euro.

Tenuto conto delle dimensioni del singolo investimento, i fondi che effettuano operazioni di buy out sono di norma più grandi dei fondi che effettuano operazioni di venture capital.

6. Quali sono le fasi del ciclo di vita di un fondo di private equity?

L'attività di un fondo chiuso di private equity ha inizio, dopo che:

- è stata costituita ed autorizzata dalla Banca d'Italia la società di gestione necessaria per poter svolgere l'attività di investimento;
- è stato definito il team di gestione;
- è stato approntato ed autorizzato il regolamento del fondo;
- è stata completata la raccolta dei capitali (*fund raising*).

Successivamente il fondo potrà intraprendere il processo di investimento, individuando le imprese target, valutandole attentamente, con particolare attenzione alle loro prospettive economico-finanziarie e, quindi, acquisendone quota del loro capitale di maggioranza o di minoranza, a seconda dei casi.

Esaurita la fase di investimento vera e propria, il fondo segue costantemente l'andamento delle società partecipate, attraverso un accurato monitoraggio ed una gestione attiva delle stesse. Infine, una volta raggiunti gli obiettivi di creazione di valore all'interno delle aziende partecipate, il fondo procederà al disinvestimento delle partecipazioni, cercando di massimizzare la propria plusvalenza (*capital gain*).

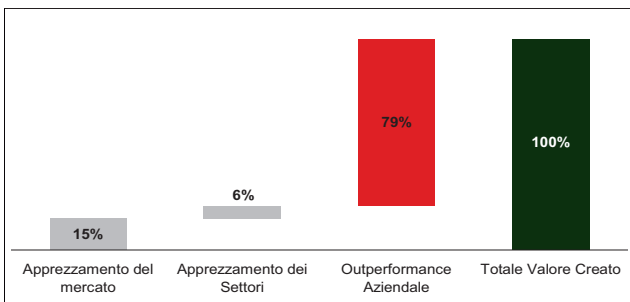
7. Quali sono le principali modalità di creazione di valore nell'impresa partecipata da parte di un fondo di private equity?

L'obiettivo di qualunque fondo di private equity è quello di realizzare nel medio termine un guadagno di capitale attraverso la valorizzazione e la successiva cessione della partecipazione acquisita. Per raggiungere tale obiettivo, il fondo di private equity deve necessariamente operare per sostenere la creazione di valore nell'impresa partecipata.

In particolare, la presenza di un investitore professionale nel capitale di rischio di un'impresa può favorire l'accelerazione dei programmi di crescita dell'impresa stessa, elevare l'affidabilità finanziaria e può fornire una rete di contatti utili, finanziari e non, in ambito nazionale e internazionale apportando, oltre alle risorse finanziarie, anche competenze manageriali ed organizzative.

Per raggiungere il suo scopo, infatti, il fondo esercita un'azione tendente ad incrementare la trasparenza e la qualità nella comunicazione dell'impresa partecipata, anche, se necessario, richiedendo l'introduzione di sistemi di pianificazione, controllo e monitoraggio dei risultati aziendali.

La creazione di valore in un'operazione di private equity



Fonte: McKinsey Excellence in Private Equity Initiative.

8. Quali sono le modalità di disinvestimento?

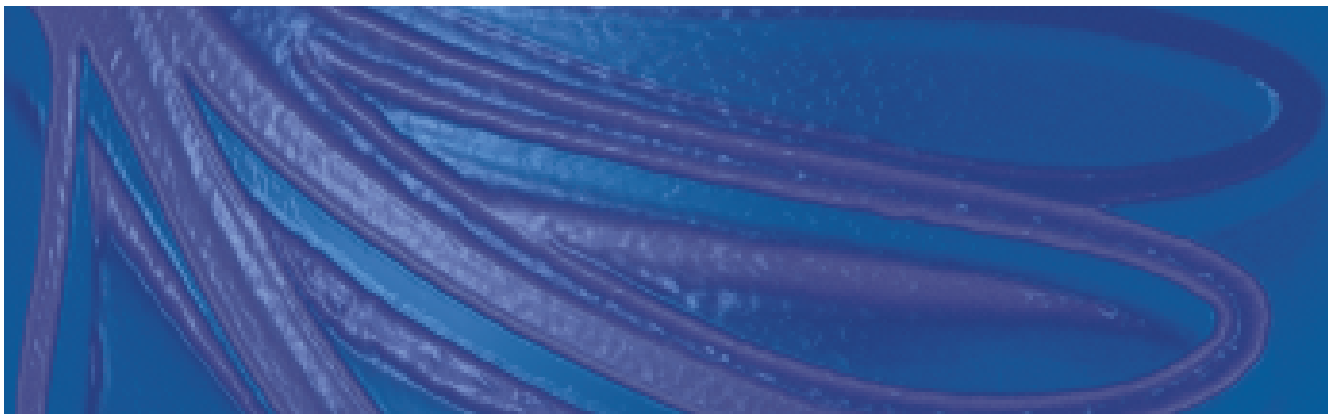
La fase di disinvestimento costituisce la parte finale della sequenza del processo di investimento. Le principali modalità di cessione della partecipazione a disposizione dell'investitore sono:

- la vendita delle azioni sul mercato borsistico, nella fase di prima quotazione (IPO) o successivamente;
- il trade sale, ossia la cessione della partecipazione a un soggetto di natura industriale;
- il secondary buy out, ossia la cessione a un altro operatore di private equity o venture capital;
- il buy back, ossia il riacquisto della partecipazione da parte del socio originario.

La fuoriuscita della partecipazione dal bilancio del fondo può avvenire anche nel caso di una sua svalutazione totale, definita *write off*.

9. Qual è la durata media dei fondi di private equity?

I fondi hanno solitamente durata compresa tra gli 8 e i 10 anni. Questo periodo può però essere scomposto in due momenti differenti: il periodo durante il quale è possibile effettuare investimenti, che va da un minimo di 3 anni ad un massimo di 7 (in genere 5 anni - *investment period*) e il periodo, fino alla scadenza del fondo, dedicato all'attività di disinvestimento, durante il quale il fondo procede al rimborso progressivo delle quote versate dai sottoscrittori man mano che le partecipate vengono cedute. Va ricordato, infine, che la durata del fondo può essere prorogata di due o tre anni (*grace period*) se il processo di disinvestimento non è stato concluso e se la maggioranza degli investitori è d'accordo.



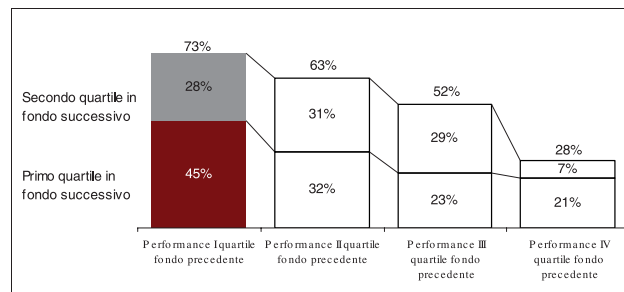
10. Esistono fondi riservati esclusivamente ad investitori istituzionali?

Per i fondi mobiliari chiusi di diritto italiano la normativa prevede una formale distinzione tra fondi "retail" e fondi "riservati". Questi ultimi sono fondi destinati esclusivamente ad investitori qualificati e, proprio in virtù di questa peculiarità, presentano alcune differenze rispetto ai fondi retail, cioè destinati alla generalità del pubblico. Per i fondi retail sono infatti previsti spazi di autonomia più ristretti, con norme più restrittive che hanno come funzione primaria quella della tutela degli investitori privati. I fondi riservati sono dedicati, come detto, esclusivamente ad investitori istituzionali o importanti investitori privati, dotati di particolare esperienza e competenza; per tale motivo le norme regolamentari sono sostanzialmente più "elastiche".

11. Quali sono i principali criteri seguiti dagli investitori istituzionali nella selezione dei fondi di private equity?

Il criterio principale per la selezione dei fondi di private equity è solitamente legato alle credenziali del management team della società di gestione con riferimento ai risultati ottenuti su un arco temporale storico medio-lungo (*track record*). La differenza di performance tra i gestori nel mercato di private equity è sensibilmente rilevante rispetto a quanto accade per il mercato obbligazionario e borsistico. Gli investitori devono pertanto valutare le credenziali del team di gestione, prestando particolare attenzione alla loro reputazione ed al loro personale track record, cioè ai risultati conseguiti nel passato.

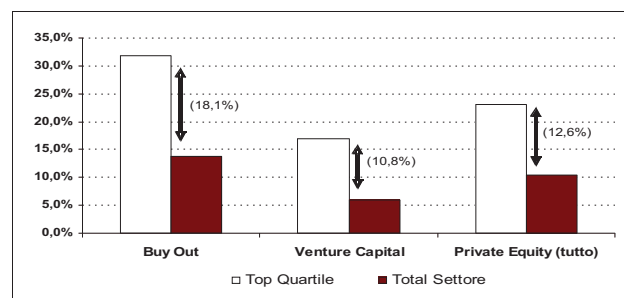
Probabilità di performance eccellenti



Fonte: McKinsey Excellence in Private Equity Initiative.

Infatti, nonostante i rendimenti netti dei fondi di private equity in Europa siano stati negli ultimi 25 anni comunque mediamente superiori al 10% annuo (ed in Italia i rendimenti storici sono stati ancora più elevati della media europea), vi è una forte varianza tra i fondi meno performanti ed i fondi migliori, avendo questi ultimi avuto rendimenti netti nello stesso periodo superiori al 20% annuo.

IRR Netti di Settore



Fonte: EVCA, Thomson Financial, dati Europa, 1980-2005.

12. Esistono dei soggetti che assistono gli investitori istituzionali a costruire un portafoglio di fondi di private equity?

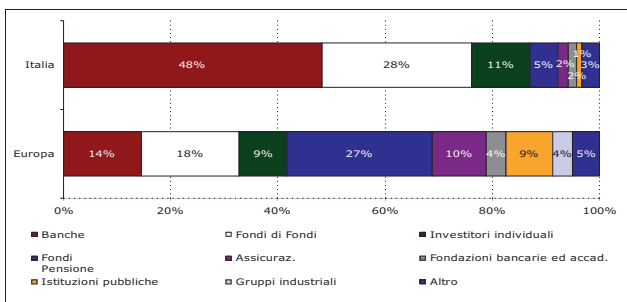
Esistono dei particolari soggetti, i cosiddetti "gatekeepers", i quali forniscono attività di consulenza ad investitori istituzionali con focus specifico sul private equity. I gatekeepers sono tipicamente di origine anglosassone e operano su base indipendente, fornendo agli investitori il loro know how pluriennale nel settore e l'accesso ai migliori fondi del mercato grazie ai rapporti esclusivi con tali fondi, maturati in anni di attiva frequentazione del mercato.

13. Chi sono i principali investitori in private equity?

I principali investitori in fondi di private equity sono le banche, i fondi pensione, le assicurazioni, le fondazioni, le casse previdenziali, nonché i privati investitori con disponibilità di capitale generalmente molto elevate (i cosiddetti *High Net Worth Individuals*). Sia negli Stati Uniti che in altri paesi europei il peso delle assicurazioni e fondi pensione negli investimenti in private equity è significativamente più importante di quanto sia in Italia, dove le banche sono ad oggi il principale investitore istituzionale, non solo per i propri fondi captive.

L'allocazione sul private equity da parte della maggior parte degli investitori istituzionali italiani risulta tuttavia in crescita.

Provenienza della raccolta dei fondi di private equity in Italia e in Europa nel 2006

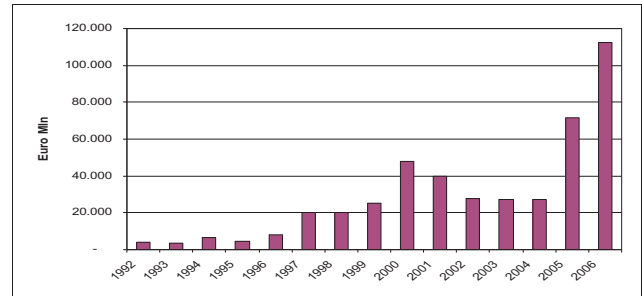


Fonte: AIFI, EVCA.

14. Qual é stato il riscontro del mercato del private equity negli ultimi anni?

Negli ultimi anni, a livello Europeo, l'attività di raccolta dei capitali (*fund raising*) da parte dei fondi di private equity ha registrato una accelerazione significativa. In particolare, nel 2006 si è raggiunta la quota record di 112 miliardi di Euro raccolti. I grandi investitori del private equity si trovano essenzialmente nel Regno Unito e negli Stati Uniti – che complessivamente hanno finanziato il 53% dei fondi di private equity – mentre l'Italia rappresenta circa il 2%.

L'attività di raccolta dei fondi di private equity in Europa, 1992 – 2006



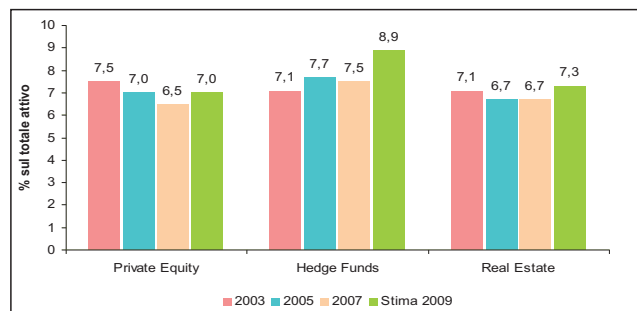
Fonte: EVCA.

Questa importante progressione del fund raising evidenzia da un lato la crescente comprensione dei prodotti di investimento alternativi e dall'altro la constatazione della bassa correlazione con l'andamento dei mercati borsistici.

15. Con quali altri prodotti finanziari si confronta l'asset allocation nel private equity?

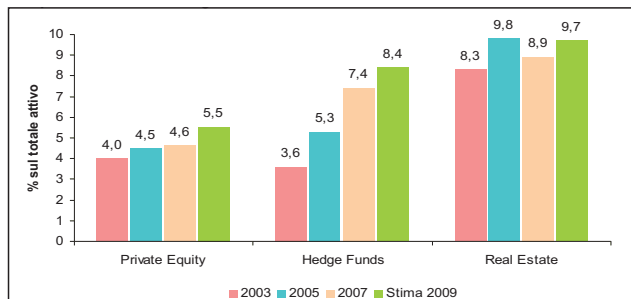
Normalmente il private equity viene inserito nella categoria degli investimenti alternativi, assieme al real estate, agli hedge funds ed ad altri investimenti (es. investimenti in opere d'arte, etc..). In USA e Canada il private equity rappresenta circa due terzi del totale dell'*asset allocation* degli investitori istituzionali in prodotti alternativi, in Europa al momento il real estate è invece l'investimento alternativo prevalente.

Nord America: allocazione strategica in investimenti alternativi



Fonte: The 2007-2008 Russell Survey on Alternative Investing.

Europa: allocazione strategica in investimenti alternativi



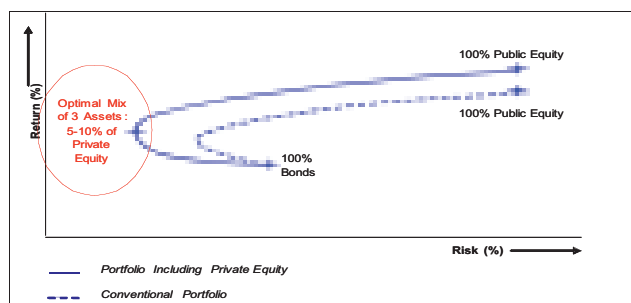
Fonte: The 2007-2008 Russell Survey on Alternative Investing.

16. Esistono dei dati di riferimento per la percentuale ottimale dell'asset allocation in private equity?

Non esistono dati ufficiali circa l'allocazione ottimale nel private equity da parte degli investitori istituzionali, ma si ritiene che una percentuale compresa tra il 5% ed il 10% del patrimonio gestito rappresenti il range più favorevole a tale diversificazione. Analisi empiriche, infatti, evidenziano come un portafoglio convenzionale, cioè composto da un mix di strumenti obbligazionari e azioni quotate, possa mantenere costante il rendimento atteso riducendo sensibilmente il rischio, allorché si introduca al suo interno una componente di private equity compresa proprio tra il 5% e il 10%.

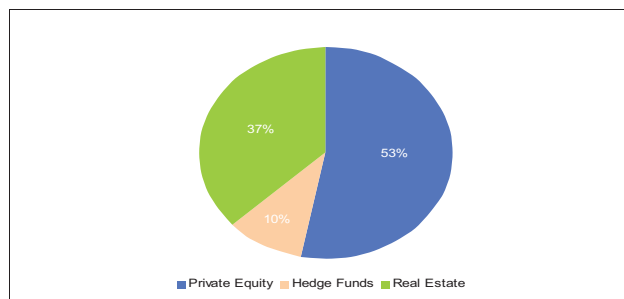
Come riferimento, fondazioni e fondi pensioni nell'America del Nord allocano circa l'8% dei propri asset in private equity, mentre in Europa, ad oggi, la percentuale è stimata essere vicina al 5%.

Allocazione in private equity: trade-off Rischio/Rendimento



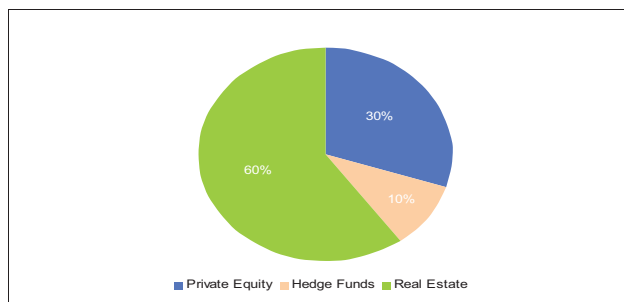
Fonte: EVCA.

Nord America: distribuzione percentuale degli investimenti alternativi



Fonte: The 2005-2006 Russell Survey on Alternative Investing.

Europa: distribuzione percentuale degli investimenti alternativi



Fonte: The 2005-2006 Russell Survey on Alternative Investing.

17. È preferibile investire direttamente in fondi di private equity oppure in fondi di fondi?

La scelta tra un approccio e l'altro dipende dall'importanza e l'impegno che l'investitore vuole dedicare all'asset class. L'investimento diretto in un portafoglio di fondi presuppone investimenti significativi in termini di risorse umane, di tempo e di know how, mentre l'investimento nei fondi di fondi - i quali investono il capitale dei sottoscrittori in quote di altri fondi - è utile per coloro che vogliono esporsi al private equity, ma hanno limitate conoscenze del mercato. La strada intermedia dei fondi di fondi limita inoltre il profilo di rischio dell'investitore, attraverso un'elevata diversificazione del portafoglio.

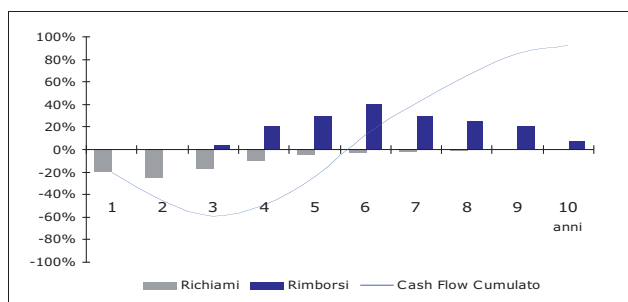
18. Come avviene la sottoscrizione di un fondo di private equity?

La sottoscrizione di un fondo di private equity avviene attraverso l'adesione al regolamento del fondo mediante la firma di una scheda di sottoscrizione che ne regola tempistiche, costi, strategia e limiti di investimento, con contestuale impegno al versamento delle quote sottoscritte (*commitment*). Al momento della chiusura delle sottoscrizioni (*closing*) e dell'avvio del fondo viene normalmente corrisposta dall'investitore una commissione (*start-up fee*) destinata a rimborsare la società di gestione dei costi sostenuti per la strutturazione ed il lancio del fondo, nonché a copertura delle relative spese legali, che, generalmente, varia tra lo 0,5% e l'1,0% dell'ammontare del commitment.

19. Come avviene il versamento delle quote sottoscritte nei fondi di private equity?

I fondi di private equity non detengono normalmente liquidità, se non in misura molto contenuta e finalizzata al pagamento dei costi a carico del fondo. Pertanto il versamento avviene a fronte di successive richieste da parte della società di gestione (*draw downs*), che vengono fatte agli investitori normalmente al momento in cui il fondo ha deliberato un nuovo investimento (o un aumento di capitale sulle società già in portafoglio) ed è prossimo alla chiusura del deal.

Esempio di struttura dei flussi finanziari collegabili ad un investimento in un fondo di private equity



Fonte: EVCA.

Spesso il totale complessivo dei versamenti netti non raggiunge il valore del commitment sottoscritto inizialmente dagli investitori. Ciò, di norma, avviene in quanto il fondo comincia a distribuire capitale e plusvalenze a fronte di disinvestimenti prima di aver completato il periodo di investimento. In ogni caso, il valore netto dei versamenti degli investitori è mediamente inferiore al totale del commitment. Si può affermare che di norma il picco massimo per l'impegno di tesoreria netta per l'investitore è pari al 60-70% del suo commitment nel fondo.

20. Come sono strutturati i costi di gestione e le fee generalmente previste dai fondi di private equity?

I costi a carico di un fondo di private equity si possono dividere tra costi di gestione e *performance fee*.

Tra i primi sono ricomprese le commissioni di gestione (*management fee*) che il fondo corrisponde, normalmente ogni semestre in via anticipata, alla società di gestione. Le management fee sono calcolate solitamente come una percentuale, di norma compresa tra l'1,5% e il 2,5%, dell'intero valore sottoscritto, durante il periodo di investimento (normalmente primi 3-4 anni), e del valore netto contabile del fondo (NAV), per il periodo successivo fino alla scadenza.

Altri costi di gestione a carico del fondo sono riconducibili alla certificazione dei rendiconti periodici, alle spese per la banca depositaria ed a quelle accessorie sostenute per analizzare e finalizzare un investimento (*due diligence*, costi legali, costi notarili, etc.), quando queste non siano addebitate direttamente all'azienda acquistata. Gli stessi costi, quando sono relativi ad operazioni di investimento non completate (*broken deal cost o abort cost*), normalmente vengono sostenuti non dal fondo ma dalla società di gestione. I regolamenti dei fondi in ogni caso disciplinano la competenza dei vari costi.

Per quanto riguarda la *performance fee* (anche chiamata *carried interest*) questa è calcolata come una percentuale, generalmente pari al 20%, della plusvalenza netta realizzata dai sottoscrittori del fondo, da corrispondersi normalmente solo per la parte eccedente un rendimento minimo prefissato da riconoscere ai sottoscrittori (*hurdle rate*), che di solito varia tra il 5% e l'8% composto annuo.

LA CONTABILIZZAZIONE DEGLI INVESTIMENTI IN FONDI DI PRIVATE EQUITY

21. Come deve essere contabilizzato l'investimento iniziale in un fondo di private equity?

Le regole di contabilizzazione variano in relazione alla natura del soggetto possessore delle quote dei fondi di private equity, al cui interno le tipologie prevalenti sono le tre seguenti:

- a) imprese tenute all'applicazione degli IAS; in questo caso le quote di fondi chiusi di private equity ricadono negli strumenti finanziari trattati dallo IAS 39 e vengono classificate fra le Attività finanziarie disponibili per la vendita (Available for sale – AFS). Faeccezione il caso, peraltro non frequente, in cui il fondo sia sottoposto al controllo di un soggetto economico, che è quindi obbligato a consolidarlo nel suo bilancio (vedi successivo punto 23);
- b) imprese non tenute all'applicazione degli IAS; le quote di fondi vengono classificate fra i Titoli a reddito variabile, di norma nel portafoglio immobilizzato;
- c) fondazioni; le quote di fondi vengono iscritte fra le Immobilizzazioni finanziarie.

22. Come deve essere valutato in bilancio l'investimento in fondi di private equity per le imprese IAS compliant?

Di norma la valutazione deve avvenire al *fair market value*. Ove però il fair value non sia determinabile in misura attendibile, la valutazione avviene al costo, con obbligo peraltro di esplicitare in Nota Integrativa le ragioni dell'impossibilità di valutare l'asset al fair value ed eventualmente, ove possibile, un range all'interno del quale è ipotizzabile che si collochi il fair value.

Un fair value attendibile può essere rappresentato dal prezzo di eventuali compravendite recenti dello strumento, se con caratteristiche (indipendenza delle parti, mancanza di vincoli o convenienze collaterali in capo a ciascuna di esse) atte a rendere significativo il prezzo formatosi, e sempre che questo sia noto al mercato. Per i rari fondi quotati, il fair value è determinabile in misura attendibile nel prezzo rilevato l'ultimo giorno del periodo di riferimento solo se lo spessore delle contrattazioni sul mercato sia sufficiente per rendere significativi i prezzi formati.

In assenza di valori significativi espressi dal mercato, la determinazione del fair value si può basare sulla

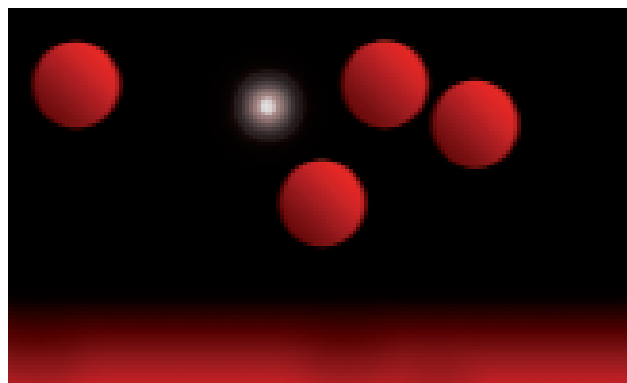
reportistica fornita dal gestore (NAV, ovvero fair value se fornito), comprese le informazioni collaterali al rendiconto redatto a fini Banca d'Italia, dichiarando i criteri adottati dal gestore nelle proprie valutazioni.

Le variazioni del valore di fair value vengono iscritte in contropartita nell'apposita riserva di valutazione fra le poste del patrimonio, senza incidere sul Conto Economico fino al momento del realizzo della plusvalenza/minusvalenza, salvo il caso di differenze negative che, per effetto dell'impairment test, siano considerate come perdite durevoli, in tal caso le perdite vengono imputate direttamente a Conto Economico. Trattandosi di titoli di capitale, non è consentita una eventuale successiva ripresa di valore con contropartita a Conto Economico.

23. E nel caso di un fondo di private equity controllato da un soggetto economico?

Qualora uno stesso soggetto economico abbia il governo delle politiche economico-finanziarie del fondo e ottenga i benefici prevalenti dalla sua attività, l'investimento nel fondo va contabilizzato alla stregua di un'entità rientrante nel bilancio consolidato di Gruppo.

Ciò avviene, ad esempio, nel caso in cui un fondo di private equity sia gestito da una management company appartenente allo stesso Gruppo che ha sottoscritto la maggioranza del patrimonio del fondo. Pertanto, se il Gruppo redige il bilancio secondo gli IAS, si applica il principio n. 27, in base al quale gli assets detenuti dal fondo concorrono a formare il bilancio consolidato del Gruppo di riferimento come se fossero detenuti direttamente dalla Capogruppo, secondo le regole tipiche di ciascun asset.



24. Come valutano l'investimento nel fondo di private equity le imprese non IAS e le Fondazioni?

Di norma viene mantenuto il valore di costo, salvo il caso in cui si formino perdite durevoli di valore, che richiedono di rettificare il costo con una svalutazione a carico del Conto Economico.

Qualora i motivi della perdita fossero venuti meno si rileva una ripresa di valore a Conto Economico nei limiti delle svalutazioni apportate.

In Nota Integrativa va peraltro espressa anche la valutazione al fair value.

25. Come si contabilizzano i versamenti a fronte di successivi richiami?

I versamenti per richiami degli impegni, compresi quelli destinati a coprire spese di gestione (ad es. management fees), vanno ad aumentare il costo della quota, qualsiasi sia la natura del soggetto investitore.

26. Come deve essere contabilizzato il commitment ai fondi di private equity?

Il valore dell'investimento iscritto nell'attivo dello Stato Patrimoniale corrisponde all'importo versato (salvo le variazioni per valutazione), senza considerare gli impegni per richiami futuri, che vanno indicati solo in Nota Integrativa.

27. Come vengono contabilizzate le cessioni?

Per le imprese che devono redigere il bilancio secondo i principi IAS, le cessioni di quote di fondi sul mercato secondario producono minusvalenze o plusvalenze per effetto del rigiro a Conto Economico della riserva da valutazione aggiornata sulla base del prezzo di vendita.
Per le imprese non IAS compliant e le Fondazioni le vendite determinano minusvalenze o plusvalenze imputate direttamente a Conto Economico.

28. Come devono essere contabilizzate le distribuzioni parziali ricevute dai fondi di private equity?

Si possono seguire due metodi alternativi:

a) aderenza alla qualificazione della distribuzione espressa dal gestore.

Secondo questa alternativa, ove il gestore dichiara, in coerenza con il rendiconto di periodo del Fondo, che la somma è distribuita (in tutto o in parte) a titolo di provento netto di gestione, l'incasso per il sottoscrittore va contabilizzato (in tutto o in parte) a Conto Economico alla voce "Dividendi e proventi assimilati", nella quale confluisce anche il credito di imposta da contabilizzare in contropartita del credito di imposta verso l'erario.

Per tutte le altre distribuzioni l'incasso va contabilizzato dal sottoscrittore a riduzione del valore dell'investimento iscritto nello Stato Patrimoniale;

b) approccio al fondo di private equity come progetto unitario misurabile solo sui risultati complessivi.

Presupposto di questa seconda alternativa è che quando si investe in un fondo chiuso di private equity si punta su un progetto unitario nel quale ha effettiva rilevanza non il risultato di un singolo investimento, ma la somma algebrica di tutte le componenti positive e negative prodotte dalla gestione e misurabile solo in sede di liquidazione del Fondo, o, comunque, dopo aver almeno rimborsato il capitale investito.

Tale impostazione è di norma avvalorata dalle priorità di distribuzione previste nei regolamenti dei fondi, che attribuiscono le distribuzioni nel corso della vita del Fondo prioritariamente al rimborso del capitale e, solo successivamente, al riconoscimento di un rendimento privilegiato agli investitori (*hurdle rate*) e del carried interest per il gestore.

Pertanto, indipendentemente dalle dichiarazioni espresse dal gestore in base ai rendiconti di periodo, tutte le distribuzioni dei fondi vengono sempre portate prioritariamente ad abbattimento del capitale investito e, solo dopo l'avvenuto azzeramento di quest'ultimo, vengono registrate e Conto Economico.

Resta inteso che, indipendentemente dall'alternativa contabile seguita, il trattamento della distribuzione ai fini fiscali è regolato dalle norme tributarie pro-tempore vigenti, specificatamente riferibili alla categoria giuridica a cui appartiene l'investitore.



LA VALUTAZIONE DEGLI INVESTIMENTI, IL VALORE DEL FONDO E IL CALCOLO DELLA PERFORMANCE

29. Come vengono valutati dai fondi di private equity gli investimenti in portafoglio?

Per la valutazione delle partecipazioni da parte dei fondi di private equity, la metodologia internazionale prevede che si utilizzino le linee guida proposte dalla European Private Equity and Venture Capital Association (EVCA) e condivise da tutte le principali Associazioni nazionali di categoria. Si tratta di disposizioni che non rappresentano principi rigidi, ma suggeriscono una serie di criteri operativi da utilizzare.

Gli elementi alla base di tali best practice sono rappresentati dal valutatore, rispetto al quale le International Valuation Guidelines sottolineano l'approccio discrezionale e prudenziale, e dal ricorso al criterio del fair market value, sia per quanto riguarda le partecipazioni in società quotate che quelle in società non quotate¹.

A livello italiano, invece, il riferimento per le SGR che gestiscono fondi mobiliari chiusi è il Regolamento di Banca d'Italia, che indica una serie di linee guida e sottolinea l'importanza di porre ogni attenzione affinché il valore delle attività rifletta le condizioni economiche, patrimoniali e finanziarie delle imprese partecipate, tenuto conto che la logica alla base di tali investimenti è di medio-lungo periodo.

Il Regolamento di Banca d'Italia distingue i criteri di valutazione a seconda che l'investitore detenga una partecipazione in una società quotata o meno; nel primo caso, infatti, il valore è determinato in base all'ultimo prezzo disponibile rilevato sul mercato di negoziazione; nel secondo caso, invece, le partecipazioni devono essere valutate al costo di acquisto, eventualmente da svalutare o rivalutare.

30. Come viene valutato il valore netto del fondo e il valore unitario della quota del fondo?

Sulla base della normativa italiana e della prassi internazionale, il fondo calcola almeno semestralmente il Net Asset Value (NAV). Il valore complessivo netto del fondo è pari al valore corrente, alla data di riferimento della valutazione, delle attività che lo compongono, al netto delle eventuali passività, ed il calcolo si basa sui criteri di valutazione indicati da Banca d'Italia (come sopra precisati), che devono essere mantenuti costanti nel tempo.

Per quanto attiene al valore unitario di ogni singola quota di partecipazione, il calcolo è pari al valore complessivo netto del fondo, diviso per il numero delle quote in circolazione.

31. Quali sono gli indicatori di performance utilizzati dai fondi?

I due indicatori di performance maggiormente utilizzati per il calcolo della performance da parte dei fondi sono l'IRR ed il Cash Multiple.

L'IRR² (*Internal Rate of Return*) è il tasso implicito di rendimento composto annuo degli investimenti. L'IRR può essere calcolato sia sul valore dell'intero fondo che sui singoli investimenti.

Il *Cash Multiple* è il rapporto tra il valore degli investimenti realizzati ed il valore investito. Anche il *Cash Multiple* si può calcolare sia sul singolo investimento che sul valore totale del fondo.

32. Come viene calcolato l'IRR?

L'IRR è il rendimento che eguaglia il valore attuale dei flussi di cassa in uscita alla sommatoria dei valori dei flussi di cassa in entrata attualizzati e del valore attuale degli investimenti non ancora realizzati.

Analiticamente, il calcolo esatto dell'IRR, basato cioè sugli effettivi flussi di cassa verificatisi, è possibile solo quando tutte le partecipazioni sono state dismesse, ma affinché il gestore di un fondo possa monitorare l'andamento delle proprie partecipazioni, non esclusivamente al termine della vita del fondo, EVCA si è occupata di formalizzare ed elencare tre diversi livelli di calcolo dell'IRR.

¹ I dettagli delle International Private Equity and Venture Capital Valuation Guidelines sono scaricabili dal sito www.privateequityvaluation.com

² KPMG Corporate Finance e AIFI ogni anno sviluppano un'analisi volta a monitorare le performance registrate dalle operazioni di private equity e venture capital che hanno coinvolto i principali operatori attivi in Italia. Tutte le ricerche finora realizzate sono scaricabili dal sito di AIFI (www.aifi.it).

L'IRR di primo livello (Rendimento lordo sugli investimenti realizzati) prende in considerazione le uscite di cassa (tipicamente il valore dell'investimento) e le entrate di cassa (disinvestimenti ed eventuali dividendi distribuiti durante il periodo di investimento) intercorsi fra il fondo ed il suo investimento realizzato. L'IRR di secondo livello (Rendimento lordo su tutti gli investimenti) prende in considerazione i seguenti fattori:

- le uscite di cassa (investimenti effettuati) e le entrate di cassa (disinvestimenti, inclusi i valori realizzati, pagamenti di interessi e dividendi o restituzione in conto capitale di mutui concessi) che si realizzano tra il fondo e gli investimenti interamente realizzati, gli investimenti parzialmente realizzati, nonché gli investimenti non ancora realizzati;
- la valutazione del portafoglio non realizzato, costituito dall'insieme delle partecipazioni non ancora disinvestite.

L'IRR di terzo livello (Rendimento netto per il sottoscrittore) calcola la misura del rendimento ottenuto dal sottoscrittore del fondo. Tale considerazione implica che, ai fini del calcolo dell'IRR, si terrà conto dei seguenti elementi:

- la valutazione della parte di portafoglio non ancora realizzata deducendo i carried interest impliciti;
- i flussi di cassa che si verificano tra il fondo e i sottoscrittori (ovvero considerando i flussi di cassa derivanti dalla gestione del portafoglio al netto, per definizione, dei carried interest, delle commissioni corrisposte dai sottoscrittori alla società di gestione ed, infine, di ogni altro compenso od onere pagato alla società di gestione nel corso della gestione e relativamente alle operazioni di investimento e disinvestimento del portafoglio).

33. Come viene calcolato il Cash Multiple?

Il Cash Multiple (o *Distribution to Paid-In, D/PI Ratio*) misura il rendimento cumulativo distribuito (ovvero realmente realizzatosi) dell'investimento sul totale del capitale investito (al netto di costi di gestione e di eventuali commissioni).

La formula di riferimento è:

$$\frac{D}{PI} = \frac{C_{out}}{C_{in}}$$

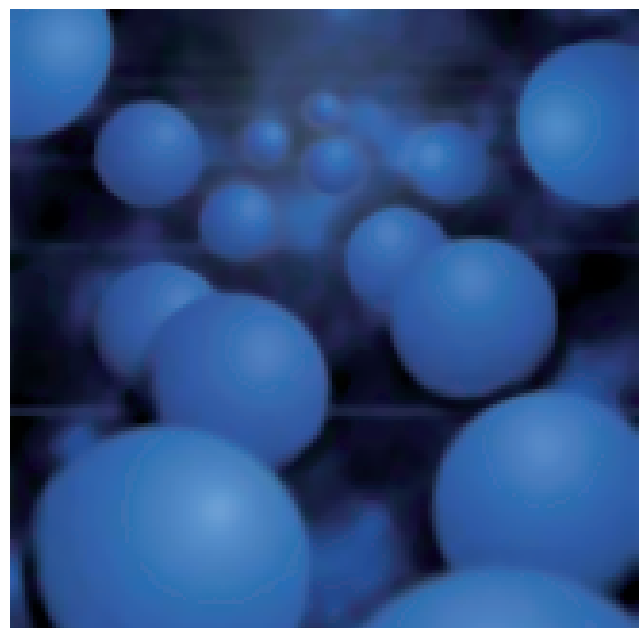
dove C_{out} rappresenta l'ammontare totale distribuito relativo all'operazione e C_{in} è il valore totale versato dall'investitore.

Analogamente, il *Residual Value to Paid-In (RV/PI Ratio)* indica il valore residuo investito (al netto delle commissioni di gestione e dei carried interest) sul totale dell'equity del fondo.

In questo caso, la formula di riferimento è:

$$\frac{RV}{PI} = \frac{R_{in}}{C_{in}}$$

dove R_{in} è il valore dell'investimento residuo (non ancora distribuito agli investitori) e C_{in} è il valore totale versato dall'investitore.



IL CONFRONTO DEI RENDIMENTI NEGLI INVESTIMENTI IN PRIVATE EQUITY

34. Cosa si intende per benchmark?

Il benchmark – o parametro oggettivo di riferimento – è un indicatore utile al fine di verificare puntualmente nel tempo l’abilità del gestore del fondo, in relazione alla performance del mercato di riferimento. Essendo il benchmark un indicatore che sintetizza la performance media di un mercato finanziario, esso ha lo scopo di caratterizzare il prodotto offerto in termini di rischiosità e redditività prevedibile in relazione ai mercati e ai settori presi in considerazione dal gestore del fondo. Tale strumento può essere utilizzato dal risparmiatore/investitore per effettuare scelte più consapevoli e più coerenti con il proprio profilo rischio-rendimento, ma anche per valutare in maniera maggiormente oggettiva l’abilità del gestore, in termini di qualità e stile gestionale.

35. Esiste un benchmark per gli investimenti in private equity?

Nell’ambito degli investimenti in private equity, si possono distinguere due tipologie di benchmark. Il primo tipo (c.d. “benchmark interno”) è utilizzato come termine di paragone tra i diversi fondi, quindi può essere considerato come il benchmark per un fondo di private equity. La seconda tipologia (c.d. “benchmark esterno”) è un indicatore di riferimento con cui confrontare la performance di un investimento in private equity all’interno del proprio portafoglio, quindi può essere considerato come il benchmark per un investitore in private equity.

36. Come si costruisce un benchmark interno?

Il metodo più intuitivo è quello di mettere a confronto fondi che hanno un profilo di rischio molto simile, ad esempio che abbiano lo stesso stile di investimento (buy out, venture capital, distressed - in tal caso si parla di peer group) che sono stati avviati nello stesso periodo e che quindi sono esposti al medesimo ciclo economico. A tal proposito, infatti, i database relativi all’attività dei fondi di private equity (come ad esempio quello di Venture Economics o di Cambridge Associates) organizzano i loro dati secondo gli anni di lancio del fondo (c.d. “vintage year”).

37. Come si costruisce un benchmark esterno?

Il benchmark esterno è un parametro di riferimento delle performance di una serie di investimenti in private equity che rientrano nel portafoglio di un investitore. Non esistendo un benchmark oggettivo, molto spesso

gli obiettivi di performance sono definiti come sovrapprestazione rispetto ad un indice azionario di riferimento (per esempio Russell 3000, Dow Jones, FTSE, MIBTEL, MIDEX,...) in un arco temporale di lungo periodo (tipicamente decennale). A seconda del livello di rischio implicito, anche per effetto della componente di illiquidità tipica dei fondi di private equity, il benchmark sarà definito pari ad un valore compreso tra i 3 e i 5 punti percentuali netti in più rispetto all’indice azionario che si è preso a riferimento.

38. Da cosa dipende la scelta dell’indice azionario di riferimento quando si costruisce un benchmark esterno?

La determinazione dell’indice azionario rispetto al quale è determinata la sovraperformance dipende dalla tipologia di investimento in private equity (venture capital o buy out) e dalla esposizione geografica degli investimenti sottostanti. Così, ad esempio, se si ha un portafoglio costituito da fondi di venture capital che investono prevalentemente negli Stati Uniti, si potrebbe prendere a riferimento l’indice Russell 2000 che riguarda le azioni delle imprese a bassa capitalizzazione (“small-cap”) degli USA.

39. Perché il benchmark per un investitore è definito come sovraperformance rispetto ad un indice azionario di riferimento?

Il premio al rischio (di solito, tra +3% e +5% netto) rispetto ad un indice azionario di riferimento sconta tre tipologie di rischio:

- Rischio di liquidità; gli investimenti in private equity non sono liquidi ed hanno un orizzonte temporale di lungo periodo; il premio al rischio rispetto all’indice deve riflettere il costo-opportunità di investire in un’attività poco liquida e non in titoli quotati sui mercati con prezzi determinati quotidianamente ed elevata trasferibilità.
- Rischio finanziario; per l’acquisizione delle partecipazioni si fa ricorso alla leva finanziaria, che può portare ad una volatilità maggiore rispetto ad altre tipologie di investimenti. Ad esempio, nelle operazioni di leveraged buy out si utilizzano di solito livelli di indebitamento superiori a quelli medi di mercato.
- Rischio operativo e di business; alcune tipologie di investimenti in private equity implicano un rischio operativo e di business superiore alla media. Ad esempio, gli investimenti in venture capital spesso implicano rischi associati a sviluppo di nuovi prodotti, ingresso in nuovi mercati, utilizzo di tecnologie giovani e non testate.

LA LIQUIDITÀ DI UN INVESTIMENTO IN FONDI DI PRIVATE EQUITY

40. Un investimento in fondi di private equity è liquido?

In termini finanziari si definisce liquidità l'attitudine di un investimento a trasformarsi in denaro rapidamente e, possibilmente, senza perdite riconducibili all'atto stesso dello smobilizzo. Solitamente, l'investimento in fondi di private equity è illiquido in quanto, prima del termine della vita di un fondo (e a prescindere dalle distribuzioni che il fondo stesso può effettuare nel corso della propria vita) risulta difficile per un investitore trasferire a terzi le proprie quote.

41. È possibile liquidare anticipatamente un investimento in un fondo di private equity?

Nonostante il profilo temporale di medio lungo termine, nel passato più recente si sono diffusi, a livello sia nazionale che internazionale, operatori specializzati nel rilevare quote di fondi di private equity da investitori interessati a liquidarle anticipatamente rispetto alla chiusura del ciclo di vita del fondo. In tal caso, si parla di mercato secondario. Tali operatori specializzati sono, quasi sempre, anch'essi dei fondi (c.d. "fondi di secondario") che acquisiscono le quote di un fondo di private equity da chi le vuole dismettere, pagando un prezzo stabilito tramite negoziazione.

42. Esistono delle caratteristiche tipiche a cui sono riconducibili le transazioni effettuate sul mercato secondario?

Sulla base della prassi di mercato, alcune delle caratteristiche tipiche di una transazione sul mercato secondario delle quote di fondi di private equity, possono essere così riassunte:

- il fondo deve essere preferibilmente investito almeno al 50-60%;
- gli asset del fondo devono avere in media un holding period non inferiore a 2 anni;
- si deve poter prevedere, in media, il disinvestimento nel corso dei successivi 3 anni;
- il prezzo della quota si calcola con riferimento alla valutazione dei singoli asset del fondo e, di norma, si determina a sconto (o, in alcuni casi, a premio) rispetto al net asset value (NAV) o al fair market value (FMV) combinato degli asset stessi;
- la dimensione della transazione normalmente non deve essere inferiore a 20 milioni di Euro per un portafoglio e a 2-3 milioni di Euro per fondi singoli.

43. Quali cause possono determinare, da parte di un investitore, la necessità di trasferire a terzi la propria quota?

Le ragioni che portano un investitore a vendere quote del proprio portafoglio includono:

- Necessità di liquidità; fattori esterni, come condizioni economiche avverse, o interni, come cambiamenti nella strategia, spesso determinano una necessità di denaro liquido non prevista.
- Modifiche regolamentari introdotte dalle autorità di vigilanza; interventi normativi o regolamentari possono determinare la necessità o la convenienza a dismettere i propri investimenti in private equity.
- Operazioni di merger & acquisitions, ristrutturazioni e ricapitalizzazioni; cambi nell'assetto organizzativo del soggetto sottoscrittore possono determinare una revisione degli investimenti in essere.
- Sovraesposizione verso il private equity; un investitore si potrebbe ritrovare sovraesposto nei confronti dell'asset class a seguito di un cambiamento della strategia di portafoglio. Allo stesso modo, la necessità di allocare risorse in fondi successivi a quelli in essere ("follow-on funds") senza però aumentare l'esposizione complessiva in private equity, potrebbe portare a dismettere alcuni investimenti.

44. Esistono altre vie alla liquidità oltre al mercato secondario animato dai fondi specializzati?

Possibili alternative per attenuare il problema della liquidità degli investimenti in private equity possono essere rappresentate dall'investimento in:

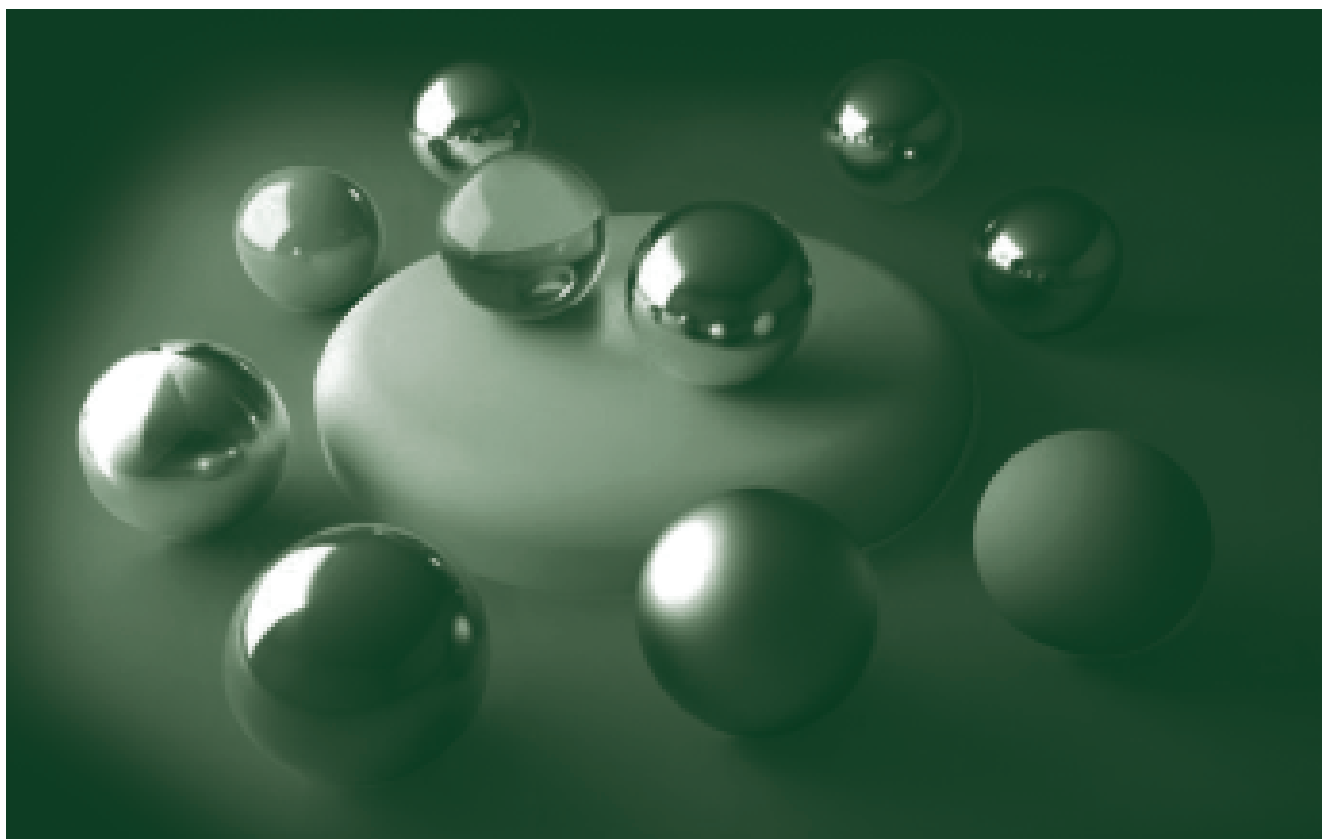
- a) fondi di private equity quotati;
- b) prodotti strutturati.

45. Cosa sono i fondi di private equity quotati?

Si tratta di fondi le cui quote di partecipazione sono negoziate su un mercato regolamentato, successivamente ad un processo di offerta pubblica. In tal modo le quote hanno un prezzo (e quindi un valore) fissato giornalmente sul mercato e sono liberamente e più facilmente trasferibili.

46. Cosa si intende e come funzionano i prodotti strutturati?

I prodotti strutturati su investimenti in private equity sono prodotti finanziari sintetici, la cui performance generalmente riflette quella di alcune attività di private equity sottostanti e che sono stati creati al fine di incontrare specifiche necessità degli investitori che non possono trovare risposta in strumenti finanziari tradizionali. Ne esistono di vari tipi e non solo nel mondo del private equity, dove essi sono utilizzati come alternativa ad un investimento diretto in un fondo.



I MECCANISMI DI TUTELA DEGLI INVESTITORI: LA COMUNICAZIONE E LA TRASPARENZA

47. Quali sono i meccanismi di tutela dell'investitore?

Negli investimenti gestiti da una SGR i meccanismi di tutela per l'investitore si rinvergono nel regolamento del fondo, mentre per gli investitori in holding di partecipazione (società di capitali iscritte negli elenchi 106 e 107 dell'Ufficio Italiano Cambi) essi si rinvergono tanto nello statuto quanto nei patti parasociali. Si precisa in proposito che lo statuto rimane in vigore per l'intera vita della società mentre i patti parasociali decadono nel termine di 5 anni.

Le principali previsioni che nel loro insieme tali contratti dovrebbero contenere circa la tutela degli investitori riguardano:

- l'informativa che i gestori rendono disponibile all'investitore circa l'evoluzione degli investimenti;
- i meccanismi di tutela attiva, ossia le possibilità che gli investitori possano esprimere direttamente taluni pareri vincolanti o debbano essere sentiti riguardo a questioni afferenti particolari momenti della gestione;
- i meccanismi di tutela passiva, ossia l'insieme delle norme la cui operatività a favore degli investitori si produce automaticamente al ricorrere di un determinato evento.

48. In che cosa consiste l'informativa?

In tema di informativa assumono particolare rilevanza:

- i contenuti;
- i tempi;
- la certificazione.

Con riferimento ai contenuti si impone che essi espongano in modo completo le informazioni rilevanti, ossia quelle idonee a chiarire all'investitore lo stato e l'evoluzione dell'investimento effettuato in ciascuna delle società investite.

Debbono essere rese note non solo informazioni relative alla società, alla sua posizione competitiva, all'entità e alle modalità dell'investimento, alla congiuntura e all'evoluzione della gestione, ma altresì, alla luce di tali considerazioni, informazioni relative alla valorizzazione dell'investimento.

Con riferimento ai tempi di erogazione dell'informazione è importante che essi prevedano un aggiornamento almeno trimestrale e che, comunque, in occasione di qualsiasi fatto rilevante (aumenti di capitale, ingresso di nuovi soci, acquisizioni, interventi sulla struttura operativa o manageriale della società, variazioni dello scenario competitivo, ecc.) sia data tempestiva ed

autonoma informazione.

Con riferimento infine alla certificazione dell'informazione è ormai prassi che essa interessi tanto l'informativa societaria delle società target come di tutti i veicoli intermedi, quanto taluni singoli elementi della comunicazione del gestore (ad esempio il valore dell'investimento).

49. In che cosa consistono i meccanismi di tutela attiva?

Tra i meccanismi di tutela attiva ci si riferisce, in particolare, alla presenza tra gli organi di riferimento nello schema di investimento, di un Comitato degli Investitori. Esso sta diventando una prassi diffusa nel contesto internazionale.

A tale Comitato sono in generale attribuite finalità consuntive relative al ricorrere di particolari condizioni:

- casi di conflitto di interesse dei gestori rispetto all'attività di gestione o all'investimento in una specifica società;
- pareri circa decisioni eventualmente in deroga rispetto alle previsioni dei contratti stipulati con gli investitori qualora ad esempio tali decisioni si prospettassero per ragioni di convenienza di portafoglio, investimento o disinvestimento;
- sostituzione di uno o più membri del management team e questioni relative alla presenza e all'attività delle "key people" nel gruppo di gestione.

50. In che cosa consistono i meccanismi di tutela passiva?

In tale categoria rientra un insieme eterogeneo di possibili clausole, tra le quali si ricordano:

- la gestione del default degli investitori;
- escrow account e garanzie in favore degli investitori;
- chiarezza e precisione nella estensione di regolamenti e patti parasociali.

Ciò tanto al fine di verificare se in effetti la vita del fondo si svolga secondo quanto ex ante pattuito, quanto al fine di "non subire", e perciò dover accettare, eventuali mutamenti di strategie e politiche di investimento e disinvestimento.

In particolare devono risultare ben identificati:

- la tipologia degli investimenti target;
- la tipologia ed il mix delle operazioni possibili;
- il grado di diversificazione del portafoglio;
- la concentrazione del capitale su ciascuna operazione o su operazioni di investimento in società direttamente o indirettamente collegate;
- le modalità di finanziamento, indebitamento e garanzie che i gestori possono assumere;
- le norme di governance attraverso le quali lo schema di investimento è gestito e gli investimenti effettuati, con specifica indicazione della gestione delle situazioni di blocco;
- la struttura e l'entità dei costi a carico dell'investitore;
- le modalità di attribuzione e la distribuzione dei proventi di gestione;
- la definizione di responsabilità e manleve nei riguardi dei gestori.

51. Esiste una normativa in materia di comunicazione da parte dei gestori di fondi mobiliari chiusi?

In base alla normativa italiana, gli obblighi di comunicazione relativi alla gestione di fondi comuni di investimento chiusi di tipo mobiliare comprendono sia le segnalazioni statistiche e di vigilanza, che le società di gestione devono trasmettere alla Banca d'Italia, che le relazioni e i rendiconti di gestione destinati agli investitori.

52. In cosa consistono gli obblighi di comunicazione verso la Banca d'Italia?

Gli obblighi di comunicazione verso la Banca d'Italia sono disciplinati dal Manuale delle Segnalazioni Statistiche e di Vigilanza per gli OICR (Organismi di Investimento Collettivo del Risparmio), pubblicato nella Circolare n. 189 del 21 ottobre 1993. Nell'ultima versione del 28 febbraio 2005, il Manuale contiene gli schemi e le regole aggiornate per le segnalazioni statistiche e di vigilanza delle SGR e dei fondi mobiliari chiusi alla Banca d'Italia.

Gli obblighi di comunicazione in capo alle SGR consistono in una relazione semestrale della situazione dei conti, del patrimonio di vigilanza e dei requisiti patrimoniali della SGR stessa e in un rendiconto di gestione annuale. Per ciascun fondo mobiliare chiuso gestito, la SGR deve comunicare alla Banca d'Italia la data di inizio e di fine dell'operatività e trasmettere, su base semestrale, una segnalazione dei dati patrimoniali, della composizione del portafoglio, della situazione e del valore delle quote e della struttura commissionale del fondo stesso. Alla fine di ogni esercizio la SGR predispone altresì la redazione di un rendiconto del fondo con il dettaglio del portafoglio, da trasmettere alla Banca d'Italia.

53. In cosa consistono gli obblighi di comunicazione verso gli investitori ed il mercato?

Gli obblighi di comunicazione verso gli investitori sono disciplinati dal Regolamento della Gestione Collettiva del Risparmio, emanato nel Provvedimento della Banca d'Italia del 14 aprile 2005, che prevede la rappresentazione della situazione patrimoniale e reddituale e del valore complessivo netto del fondo mobiliare chiuso nella relazione semestrale e nel rendiconto di gestione annuale.

54. Quali sono le informazioni chiave contenute nei prospetti semestrali?

Le principali informazioni fornite agli investitori sono il valore complessivo netto del fondo e la composizione del portafoglio. In tale ambito, la Banca d'Italia disciplina la modalità di pubblicazione e redazione dei prospetti semestrali.

La relazione al 30 giugno (denominata Relazione Semestrale del fondo) è composta quanto meno dalla relazione degli amministratori (in cui è indicato l'ammontare degli importi richiamati e da richiamare, l'ammontare dei rimborsi effettuati o dei proventi distribuiti, gli investimenti effettuati, le dismissioni perfezionate ed alcune informazioni sull'andamento delle società in portafoglio) e dalla situazione patrimoniale (con indicazione del valore complessivo netto del fondo), nonché dalle principali informazioni sull'andamento delle società in portafoglio.

La relazione al 31 dicembre (denominata Rendiconto del fondo) comprende, oltre alla relazione degli amministratori ed alla situazione patrimoniale, la situazione reddituale e la nota integrativa in cui sono fornite varie indicazioni sul fondo (andamento del valore della quota, criteri di valutazione adottati, dettagli sulle singole poste, nonché schede informative relative a ciascuna società partecipata non quotata, inclusi alcuni dati dagli ultimi bilanci di esercizio approvati). Il Rendiconto del fondo è accompagnato dalla relazione della società di revisione.

55. Esistono delle best practices di reportistica a livello internazionale?

A livello internazionale, le principali associazioni di categoria hanno sottoscritto una sorta di manuale relativo alle Reporting Guidelines, che prevede un'informativa su base almeno semestrale, non limitata alla rappresentazione dell'andamento generale del Fondo, ma contenente una sezione specifica dedicata anche all'analisi delle singole società in portafoglio.

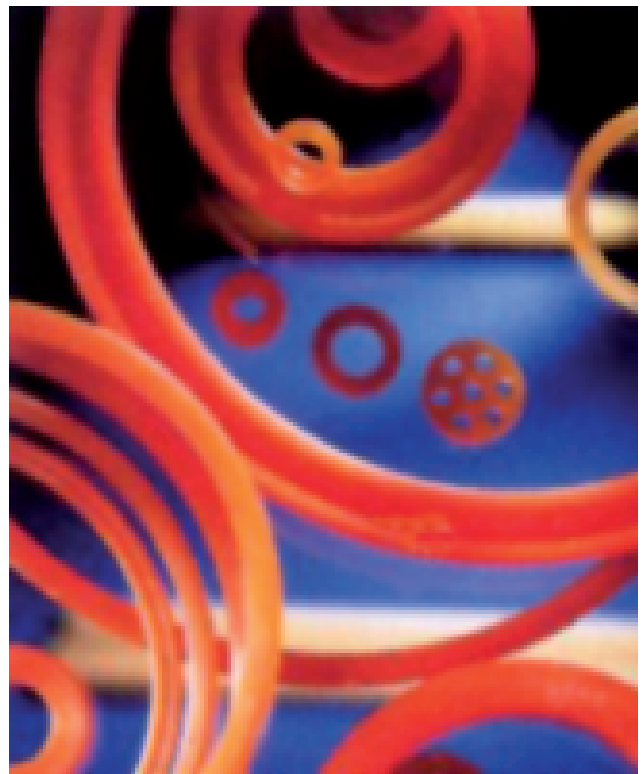
56. Che rapporto c'è tra quanto previsto dalla Banca d'Italia e le guidelines internazionali?

Le International Reporting Guidelines non hanno valore vincolante e non possono sostituire la normativa di Banca d'Italia vigente in materia di comunicazione dei fondi di private equity verso gli investitori.

Tuttavia, esse costituiscono una best practice di settore che anche i fondi italiani di private equity hanno la facoltà di applicare per aumentare il livello di trasparenza e di qualità del reporting rispetto agli standard imposti da Banca d'Italia; del resto, proprio quest'ultima riserva ai fondi la facoltà di ampliare il contenuto dei documenti informativi purché le integrazioni apportate non diminuiscano la chiarezza della reportistica.

57. Esistono dei codici di comportamento per i gestori di fondi di private equity che tutelano gli interessi degli investitori?

AIFI ha condiviso con le Autorità di Vigilanza del mercato, Consob in primis, dei documenti che contengono best practice a cui i gestori di fondi di private equity si attengono nelle proprie procedure operative e nella propria corporate governance. Queste regole di condotta, disciplinate dal Protocollo di Autonomia e dal Codice interno di comportamento per SGR di private equity, indicano i presidi organizzativi che i gestori devono adottare a tutela della loro autonomia, con l'obiettivo di monitorare i potenziali conflitti di interesse (numero minimo di Consiglieri Indipendenti, presenza di un Comitato per gli Investimenti...). Gli obblighi sono più stringenti per le SGR di tipo captive, dove l'appartenenza a un gruppo può essere un fattore particolarmente sensibile per l'autonomia della SGR e nel caso di fondi retail, offerti a investitori non professionali, che devono essere maggiormente tutelati³.



³ Entrambi i documenti sono scaricabili dal sito di AIFI (www.aifi.it).

I LIMITI NORMATIVI E L'IMPATTO SUL PATRIMONIO DEGLI INVESTITORI ISTITUZIONALI

58. Le banche italiane possono investire in fondi di private equity?

La normativa di vigilanza sulle attività di investimento delle banche italiane non prevede divieti specifici alla detenzione da parte delle banche stesse, di quote di fondi chiusi dedicati ad attività di private equity che di fatto vengono ricompresi nella categoria definita OICR.

59. Quale è l'impatto patrimoniale dell'investimento in fondi mobiliari chiusi da parte delle banche?

Sino ad oggi, in virtù del sistema di regole definito "Basilea I" qualunque investimento della banca in fondi di private equity comporta un assorbimento del "patrimonio di vigilanza" pari all'8% del capitale investito.

60. Cosa cambia con l'applicazione degli accordi di Basilea II?

L'adozione di quanto pattuito negli accordi di Basilea II porterà ad alcune modifiche sensibili in base al metodo di classificazione degli asset che ciascuna banca deciderà di adottare. In particolare, a tal proposito si dovrà distinguere tra:

- banche che adotteranno il metodo IRB (Internal Rating Based approach) e che si prevede siano principalmente la banche di medie e grande dimensione;
- banche che adotteranno il metodo standardizzato e che si prevede siano principalmente la banche di piccola dimensione.

61. Quali sono le implicazioni per le banche che adotteranno il metodo IRB?

Esiste una prima disciplina che si applica agli investimenti in fondi di private equity esistenti al 31 dicembre 2007. In questo caso, si ritiene che la determinazione dei nuovi requisiti patrimoniali possa essere "prorogata" poiché tali investimenti ricadono nel trattamento che prevede, per tali asset, il mantenimento del requisito di capitale dell'8% a valere fino al 31 dicembre 2017. Per i nuovi investimenti in fondi di private equity che la banca effettuerà a partire dal 1° gennaio 2008, e comunque per tutto lo stock di investimenti in fondi di private equity in essere a partire dal 1° gennaio 2018, chi adotta l'IRB potrà scegliere tra tre metodi:

- metodo della scomposizione integrale, si usa quando la banca è a conoscenza di tutte le effettive esposizioni sottostanti e il fondo di private equity (OICR) soddisfa alcune condizioni di vigilanza e trasparenza (ad esempio l'OICR è gestito da una società vigilata dalla Banca d'Italia; il regolamento include le categorie di investimento permesse; ecc..).
- A questo punto, la banca applica il metodo IRB a ciascuna esposizione sottostante ed ottiene il requisito patrimoniale puntuale per quel tipo di investimento;
- metodo della ponderazione semplice, in questo caso la banca suddivide gli strumenti di capitale in tre tipologie, con tre diversi fattori di ponderazione che di fatto vanno ad aumentare la base di capitale a cui applicare l'8% standard. I fattori di ponderazione sono rispettivamente pari al 190% per gli strumenti di private equity detenuti in forma sufficientemente diversificata, al 290% per gli strumenti di capitale quotati e al 370% per gli altri strumenti di capitale;
- metodo del fattore di ponderazione medio, in questo caso la banca, anche mediante un soggetto terzo, può usare un fattore medio, moltiplicando l'ammontare delle esposizioni in quote di fondi di private equity detenute per i relativi fattori di ponderazione medi, determinati facendo riferimento alle esposizioni sottostanti alle quote stesse.

62. Quali sono le implicazioni per le banche che adotteranno il metodo standardizzato?

Per tali tipologie di banche, in linea di principio, le quote di OICR prevedono che la base di applicazione del requisito patrimoniale dell'8% sia ponderata al 100% del capitale investito, ma la Banca d'Italia può stabilire una ponderazione del 150% per quelle considerate più rischiose.

63. Esistono altre possibilità?

Il nuovo impianto di classificazione dei requisiti patrimoniali previsti da Basilea II per investimenti in fondi di private equity ha previsto una importante ulteriore casistica che di fatto può riguardare un buon numero di banche che per strategia investono con maggiore intensità in tale asset class. Infatti, per le esposizioni riferite ad unità operative o classi di esposizione non rilevanti in termini di dimensioni e di rischio, esiste anche una soglia di materialità pari al 10% del patrimonio di vigilanza della Banca (5% ove il numero delle esposizioni in strumenti di capitale sia inferiore a 10 emittenti). Ogni investimento per classe di esposizione omogenea che ricade entro questa soglia di materialità, e i fondi di private equity avrebbero questa caratteristica, verrà trattato con una ponderazione pari al 100%, da cui un requisito di capitale dell'8% che di fatto mantiene, in questo caso, una totale continuità con i requisiti patrimoniali previsti per il passato.

64. Le compagnie di assicurazione italiane possono investire in fondi di private equity?

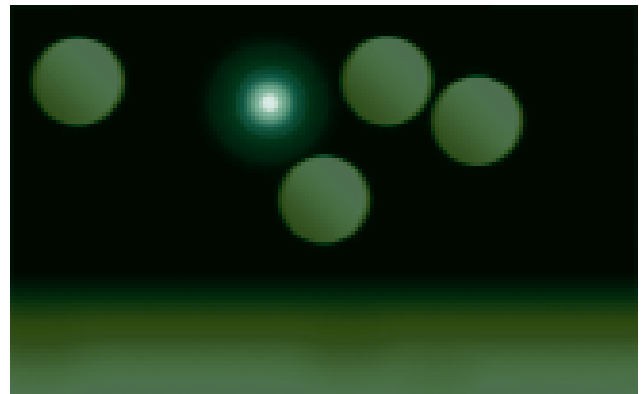
Secondo il Provvedimento n. 2530 del 3 luglio 2007 emanato da ISVAP (Istituto per la Vigilanza sulle Assicurazioni Private e di Interesse Collettivo), le compagnie di assicurazione italiane possono investire sia in fondi mobiliari chiusi italiani non negoziati in un mercato regolamentato, sia in fondi di diritto estero, qualora abbiano ottenuto l'autorizzazione alla negoziazione sul mercato italiano da parte di Banca d'Italia o, se non autorizzati alla commercializzazione, siano insediati in Paesi EU e rispettino le condizioni per il rilascio dell'autorizzazione stabilite dalla Banca d'Italia. I fondi mobiliari chiusi non quotati insieme ai fondi riservati e speculativi sono ammessi nel limite massimo complessivo del 5% delle riserve tecniche. L'esposizione verso un singolo fondo non può eccedere l'1% delle riserve tecniche da coprire.

65. I fondi pensione italiani possono investire in fondi di private equity?

Secondo quanto previsto dal Decreto del Ministero del Tesoro n. 703 del 1996 ai fondi pensione, sia chiusi che aperti, è consentito sottoscrivere quote di fondi chiusi di private equity.

66. Esistono dei limiti agli investimenti dei fondi pensione in fondi di private equity?

Lo stesso DMT n. 703/96 precisa che il fondo pensione può investire in quote di fondi di private equity un ammontare che può arrivare fino al 20% del patrimonio del fondo pensione e fino al 25% del patrimonio del fondo di private equity. La normativa sarà ridefinita per il recepimento della Direttiva Europea che si ispira a criteri di diversificazione prudenziali di carattere generale piuttosto che a specifici vincoli quantitativi.



IL TRATTAMENTO FISCALE DEGLI INVESTIMENTI IN PRIVATE EQUITY

67. Qual é il regime fiscale dei fondi mobiliari chiusi di diritto italiano?

Il regime fiscale dei fondi mobiliari chiusi di diritto italiano, come stabilito dall'art. 11 della Legge 14 agosto 1993, n. 344, prevede l'applicazione di un'aliquota del 12,5% sul risultato della gestione, maturato dal fondo nel corso dell'anno. Non vengono, quindi, applicate le imposte ordinarie sui redditi (Irpaf, Ires, Irap).

68. In casi particolari opera qualche regime differente?

Nel caso in cui le quote del fondo siano sottoscritte esclusivamente da soggetti non residenti qualificati, il fondo è esente dall'imposta sostitutiva sul risultato della gestione ed è fiscalmente trasparente.

Un'altra eccezione riguarda la circostanza in cui il fondo investa almeno due terzi del proprio attivo in società di piccola e media capitalizzazione quotate su mercati regolamentati all'interno dell'Unione Europea: in questo caso l'aliquota dell'imposta sostitutiva è pari al 5%.

Un altro caso, di incidenza marginale, prevede l'applicazione di un'imposta sostitutiva del 27%, in presenza di determinate condizioni, che devono essere verificate contemporaneamente: i proventi sono collegati a partecipazioni qualificate, il fondo deve avere meno di 100 partecipanti e gli investitori qualificati rappresentano meno del 50% della raccolta.

69. Qual é il trattamento fiscale riservato agli investitori residenti in Italia non imprenditori?

Se l'investitore detiene quote di un fondo al di fuori dell'esercizio dell'attività d'impresa, allora queste non concorreranno alla formazione del suo reddito imponibile. La medesima considerazione va anche fatta nel caso di enti non commerciali, qualora questi non detengano quote del fondo nell'esercizio di un'attività commerciale.

70. Qual é il trattamento fiscale riservato ad investitori residenti che operano in regime d'impresa?

In questa categoria rientrano quei soggetti che hanno sottoscritto o acquistato quote di un fondo nell'ambito dell'esercizio di un'impresa commerciale: in particolare, questa classificazione comprende i soggetti di cui all'art. 5 del D.P.R. 917/1986 (società di persone commerciali), quelli di cui all'art. 73, lettera a) e b) dello stesso decreto (società di capitali ed enti commerciali) e quelli di cui all'art. 73 lettera d) e 152, comma 1 (società ed enti non residenti, ma con stabile organizzazione in Italia). Inoltre, vengono inseriti nella classificazione anche gli enti non commerciali, ma solo per l'ammontare di azioni o quote detenute nell'esercizio di un'attività commerciale.

L'eventuale provento derivante dalle quote andrà a concorrere alla formazione del reddito nel periodo d'imposta in cui è percepito e si applica un credito d'imposta del 15% sul totale dei proventi (anche se maturati con il rimborso delle quote): il credito è circoscritto all'incremento di valore delle quote nel periodo di possesso. Nel caso in cui venga realizzato un extra profitto (distribuzione di proventi di ammontare superiore all'incremento di valore delle quote nel periodo di possesso), questa eccedenza è soggetta al trattamento ordinario delle plusvalenze e quindi senza possibilità di applicare il credito d'imposta.



71. Quale regime fiscale si applica ai partecipanti non residenti in Italia che detengono quote di un fondo italiano?

Come già detto, nel caso in cui le quote del fondo siano sottoscritte esclusivamente da investitori non residenti qualificati, il fondo è esente dall'imposta sostitutiva sul risultato della gestione.

In generale, gli investitori non residenti sono soggetti ad imposizione fiscale nel proprio Paese di residenza, senza che nessuna aliquota venga applicata in Italia. Se si tratta di investitori qualificati, inoltre, questi potranno richiedere direttamente alla società di gestione del fondo una somma (pari al 15% dei proventi netti percepiti) a titolo di rimborso dell'imposta sostitutiva pagata dal fondo.

Affinché gli investitori possano essere compresi nella suddetta categoria di investitori qualificati, i Paesi d'origine devono consentire un adeguato scambio d'informazioni con l'Italia, a tutela della trasparenza (Paesi appartenenti alla c.d. white list).

72. Il rimborso per l'investitore non residente spetta sempre?

Il rimborso non spetta qualora i proventi siano derivati dalla cessione delle quote ad un terzo e quindi operi il regime impositivo sulle plusvalenze.

Le condizioni alle quali l'investitore ha diritto al rimborso sono che depositi le quote di partecipazione presso una banca o una SIM italiana o una stabile organizzazione di banca o SIM estera in Italia, che formuli la richiesta di pagamento alla SGR entro il 31 dicembre dell'anno di percezione dei proventi e, infine, che autocertifichi l'esistenza dei requisiti essenziali per il rimborso (essere investitore qualificato non residente in Italia).

73. Gli investitori non residenti e non soggetti a vigilanza devono integrare l'autocertificazione con altri documenti?

A questi investitori (tramite il rappresentante legale) viene chiesto di dichiarare la propria competenza ed esperienza in operazioni in strumenti finanziari, oltre al fatto che l'ente non è finalizzato alla gestione di investimenti di un numero ristretto di partecipanti che risiedono in Italia, ovvero in un paese appartenente alla black list.



AIFI

ASSOCIAZIONE ITALIANA DEL PRIVATE EQUITY E VENTURE CAPITAL

Appendice 1: Elenco delle domande

Le principali caratteristiche degli investimenti in private equity

1. Perché si investe in private equity?
2. Quali sono in Italia i veicoli che permettono di investire in private equity?
3. In cosa investono i fondi di private equity?
4. Esistono diverse tipologie di operazioni di private equity?
5. Quali sono le dimensioni tipiche di un fondo di private equity?
6. Quali sono le fasi del ciclo di vita di un fondo di private equity?
7. Quali sono le principali modalità di creazione di valore nell'impresa partecipata da parte di un fondo di private equity?
8. Quali sono le modalità di disinvestimento?
9. Qual è la durata media dei fondi di private equity?
10. Esistono fondi riservati esclusivamente ad investitori istituzionali?
11. Quali sono i principali criteri seguiti dagli investitori istituzionali nella selezione dei fondi di private equity?
12. Esistono dei soggetti che assistono gli investitori istituzionali a costruire un portafoglio di fondi di private equity?
13. Chi sono i principali investitori in private equity?
14. Qual è stato il riscontro del mercato del private equity negli ultimi anni?
15. Con quali altri prodotti finanziari si confronta l'asset allocation nel private equity?
16. Esistono dei dati di riferimento per la percentuale ottimale dell'asset allocation in private equity?
17. È preferibile investire direttamente in fondi di private equity oppure in fondi di fondi?
18. Come avviene la sottoscrizione di un fondo di private equity?
19. Come avviene il versamento delle quote sottoscritte nei fondi di private equity?
20. Come sono strutturati i costi di gestione e le fee generalmente previste dai fondi di private equity?

La contabilizzazione degli investimenti in fondi di private equity

21. Come deve essere contabilizzato l'investimento iniziale in un fondo di private equity?
22. Come deve essere valutato in bilancio l'investimento in fondi di private equity per le imprese IAS compliant?
23. E nel caso di un fondo di private equity controllato da un soggetto economico?
24. E Come valutano l'investimento nel fondo di private equity le imprese non IAS e le Fondazioni?
25. Come si contabilizzano i versamenti a fronte di successivi richiami?
26. Come deve essere contabilizzato il commitment ai fondi di private equity?
27. Come vengono contabilizzate le cessioni?
28. Come devono essere contabilizzate le distribuzioni parziali ricevute dai fondi di private equity?

La valutazione degli investimenti, il valore del fondo e il calcolo della performance

29. Come vengono valutati dai fondi di private equity gli investimenti in portafoglio?
30. Come viene valutato il valore complessivo netto del fondo e il valore unitario della quota del fondo?
31. Quali sono gli indicatori di performance utilizzati dai fondi?
32. Come viene calcolato l'IRR?
33. Come viene calcolato il Cash Multiple?

Il confronto dei rendimenti negli investimenti in private equity

34. Cosa si intende per benchmark?
35. Esiste un benchmark per gli investimenti in private equity?
36. Come si costruisce un benchmark interno?
37. Come si costruisce un benchmark esterno?
38. Da cosa dipende la scelta dell'indice azionario di riferimento quando si costruisce un benchmark esterno?
39. Perché il benchmark per un investitore è definito come sopra-prestazione rispetto ad un indice azionario di riferimento?

La liquidità di un investimento in fondi di private equity

40. Un investimento in fondi di private equity è liquido?
41. È possibile liquidare anticipatamente un investimento in un fondo di private equity?
42. Esistono delle caratteristiche tipiche a cui sono riconducibili le transazioni effettuate sul mercato secondario?
43. Quali cause possono determinare, da parte di un investitore, la necessità di trasferire a terzi la propria quota?
44. Esistono altre vie alla liquidità oltre al mercato secondario animato dai fondi specializzati?
45. Cosa sono i fondi di private equity quotati?
46. Cosa si intende e come funzionano i prodotti strutturati?

I meccanismi di tutela degli investitori: la comunicazione e la trasparenza

47. Quali sono i meccanismi di tutela dell'investitore?
48. In che cosa consiste l'informativa?
49. In che cosa consistono i meccanismi di tutela attiva?
50. In che cosa consistono i meccanismi di tutela passiva?
51. Esiste una normativa in materia di comunicazione da parte dei gestori di fondi mobiliari chiusi?
52. In cosa consistono gli obblighi di comunicazione verso la Banca d'Italia?
53. In cosa consistono gli obblighi di comunicazione verso gli investitori ed il mercato?
54. Quali sono le informazioni chiave contenute nei prospetti semestrali?
55. Esistono delle best practices di reportistica a livello internazionale?
56. Che rapporto c'è tra quanto previsto dalla Banca d'Italia e le guidelines internazionali?
57. Esistono dei codici di comportamento per i gestori di fondi di private equity che tutelano gli interessi degli investitori?

I limiti normativi e l'impatto sul patrimonio degli investitori istituzionali

58. Le banche italiane possono investire in fondi di private equity?
59. Qual è l'impatto patrimoniale dell'investimento in fondi mobiliari chiusi da parte delle banche?
60. Cosa cambia con l'applicazione degli accordi di Basilea II?
61. Quali sono le implicazioni per le banche che adotteranno il metodo IRB?
62. Quali sono le implicazioni per le banche che adotteranno il metodo standardizzato?
63. Esistono altre possibilità?
64. Le compagnie di assicurazione italiane possono investire in fondi di private equity?
65. I fondi pensione italiani possono investire in fondi di private equity?
66. Esistono dei limiti agli investimenti dei fondi pensione in fondi di private equity?

Il trattamento fiscale degli investimenti in private equity

67. Qual è il regime fiscale dei fondi mobiliari chiusi di diritto italiano?
68. In casi particolari opera qualche regime differente?
69. Qual è il trattamento fiscale riservato agli investitori residenti in Italia non imprenditori?
70. Qual è il trattamento fiscale riservato ad investitori residenti che operano in regime d'impresa?
71. Quale regime fiscale si applica ai partecipanti non residenti in Italia che detengono quote di un fondo italiano?
72. Il rimborso per l'investitore non residente spetta sempre?
73. Gli investitori non residenti e non soggetti a vigilanza devono integrare l'autocertificazione con altri documenti?

Appendice 2: Glossario

Di seguito si riporta un glossario recante una selezione dei termini maggiormente utilizzati nel settore del private equity e del venture capital.

A

Abort cost

Spese di diverso tipo (per lo più onorari e spese per consulenti) sostenute dall'investitore istituzionale per valutare opportunità di investimento non andate a buon fine.

Accordo di riservatezza

Accordo scritto con il quale investitore e imprenditore si impegnano a non rivelare a terzi soggetti, non direttamente coinvolti nell'operazione, i contenuti della trattativa in corso e tutte le notizie acquisite nell'ambito di essa.

AIFI

Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital, che dal 1986 riunisce la gran parte degli investitori istituzionali nel capitale di rischio presenti in Italia. Oltre a rappresentare i suoi associati, AIFI svolge un importante ruolo di diffusione, verso le imprese, della cultura del capitale di rischio e delle opportunità ad esso collegate. Per potere avere informazioni più precise sugli operatori associati ad AIFI si può consultare il sito web dell'Associazione, all'indirizzo www.aifi.it.

B

Bridge financing

Finanziamento "ponte" concesso da istituzioni di natura bancaria a supporto di operazioni di finanza straordinaria complesse ed immediatamente rimborsato all'atto della conclusione dell'operazione ovvero in un periodo immediatamente successivo.

Business plan

Documento nel quale un progetto di impresa, o un piano di sviluppo, viene esposto in termini di linguaggio aziendale, con riferimento alle variabili strategiche, tecnologiche, commerciali ed economico-finanziarie. Esso è la base per la richiesta del capitale di rischio e quindi è, spesso, per l'imprenditore il primo strumento di contatto con l'investitore istituzionale.

Buy back

Riacquisto di azioni proprie da parte di una società. Utilizzato comunemente anche per definire il riacquisto delle azioni possedute dall'investitore nel capitale di rischio da parte degli altri soci.

Buy or Sell Clause

Clausola tra azionisti che imponga ad una delle parti (A) di fissare un prezzo per azione (quota) e obblighi l'altra parte (B) alternativamente a: i) vendere tutte le sue azioni (quote) ad A a quel prezzo; ovvero ii) a comprare tutte le azioni (quote) detenute da A, sempre sulla base del medesimo prezzo. Questa clausola è particolarmente utile in situazioni in cui la compagine sociale è formata sia da investitori istituzionali che strategici.

C

Call option

Diritto ad acquistare da un soggetto determinato la partecipazione nell'impresa da quest'ultimo detenuta, a condizioni prefissate, ad una certa data oppure al verificarsi di determinati eventi.

Capital gain

Differenza tra il prezzo di acquisto di una partecipazione e il ricavo derivante dalla sua vendita. Rappresenta la fonte di ricavo principale di un investitore nel capitale di rischio.

Capital under management

Con riferimento ad una società di gestione di Fondi, rappresenta l'ammontare complessivo di fondi disponibili per future operazioni, sommato ai fondi già investiti (considerati al costo) e non ancora disinvestiti.

Carried interest

Incentivo riconosciuto ai gestori di un Fondo, sulla base della performance complessiva fatta registrare dall'attività di investimento. Nella prassi si aggira intorno al 20% del capital gain realizzato e si applica solamente qualora venga superato un livello minimo di rendimento (*hurdle rate*).

D

Cash flow

Flussi di cassa monetari derivanti da attività di impresa, che naturalmente possono essere positivi o negativi.

Closing

Momento della conclusione di un'operazione di investimento, generalmente coincidente con la girata delle azioni (quote) della società acquisita e il conseguente versamento del prezzo di acquisto da parte dell'investitore.

Cluster venture

Operazione di investimento finalizzata al raggruppamento (cluster) di più società operative indipendenti, integrabili verticalmente od orizzontalmente, e caratterizzate da similitudini in termini di prodotti, mercati e tecnologie.

Commitment

Termine con il quale si identifica, in modo generale, "l'impegno ad investire e/o a gestire" di una parte rispetto ad un'iniziativa o a un progetto.

Corporate governance

Insieme delle regole che definiscono i comportamenti da rispettare per il buon governo dell'impresa e i rapporti tra i soci e il management.

Corporate venturing

Attività di Venture Capital promossa e realizzata da gruppi industriali con l'obiettivo di acquisire partecipazioni in aziende sinergiche, sotto il profilo strategico, tecnologico o commerciale, con l'attività svolta dalla capo-gruppo.

Covenant

Clausola di un contratto di finanziamento a tutela del finanziatore. Nel caso in cui i limiti previsti in sede contrattuale vengano superati dall'impresa affidata, è prevista l'immediata esigibilità delle somme ancora dovute.

Deal

Investimento effettuato da un investitore nel capitale di rischio.

Deal breakers

Fattori che possono determinare la mancata realizzazione di un'operazione di investimento, generalmente emergenti durante il processo di due diligence (si veda la voce corrispondente) o di negoziazione.

Deal flow

Flusso delle opportunità di investimento individuate e analizzate da un investitore nel capitale di rischio.

Debito senior

Finanziamento a titolo di capitale di debito, il cui rimborso è privilegiato rispetto a tutte le altre forme di finanziamento e la cui remunerazione è correlata ad un tasso di interesse, fisso o variabile, definito al momento dell'erogazione del finanziamento.

Debito subordinato

Finanziamento a titolo di capitale di debito, definito anche junior debt, il cui rimborso è subordinato al preventivo rimborso di altre forme di debito (definite senior).

Default

Caso di esigibilità anticipata dei prestiti. Interviene quando un covenant non risulta rispettato.

Delisting

Rappresenta il processo inverso rispetto alla quotazione e comporta la cancellazione di una società quotata dal listino della borsa. Viene anche definito public to private.

Development capital

Investimento in capitale di rischio effettuato nelle fasi di sviluppo dell'impresa, realizzato attraverso un aumento di capitale e finalizzato ad espandere (geograficamente, merceologicamente, ...) un'attività già esistente (definito anche *Expansion financing*).

Disinvestimento

Cessione, totale o parziale, della partecipazione detenuta dall'investitore al termine di un'operazione di investimento e una volta raggiunti gli obiettivi di creazione di valore all'interno dell'azienda partecipata.

Drag along option

Diritto dell'investitore nel capitale di rischio di obbligare gli altri soci alla vendita del controllo dell'impresa, in genere qualora le previste, alternative modalità di disinvestimento non siano state perseguibili da parte dell'investitore entro un termine concordato (definito anche Diritto di trascinarsi).

Due diligence

Insieme di attività, svolte direttamente dall'investitore o per mezzo di consulenti esterni, volte ad approfondire, preventivamente all'investimento, "lo stato di salute" dell'impresa e la corrispondenza dei contenuti del *business plan*.

E

Early stage financing

Investimento in capitale di rischio effettuato nelle prime fasi di vita di un'impresa (comprendente sia le operazioni di seed che quelle di *start up*).

Earning Before Interest and Taxes (EBIT)

Termine anglosassone per indicare il Margine Operativo Netto di un'impresa, inteso come il risultato della gestione ordinaria caratteristica definito dalla differenza tra i ricavi, i costi operativi e gli ammortamenti, esclusi gli interessi passivi netti e le imposte.

Earning Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization (EBITDA)

Termine anglosassone per indicare il Margine Operativo Lordo di un'impresa, inteso come il risultato della gestione ordinaria caratteristica, definito dalla differenza tra i ricavi e i costi operativi, esclusi gli ammortamenti, gli interessi passivi netti e le imposte.

Earn out

Formula attraverso la quale parte del pagamento del prezzo di acquisto di un'impresa o di una quota di essa viene vincolata al verificarsi di determinate condizioni economiche, finanziarie o patrimoniali future.

Employees buy out

Operazioni di acquisizione di un'impresa al termine della quale la proprietà risulta distribuita, in maniera diffusa, tra i dipendenti della stessa (definita anche *Workers buy out*).

Equity

Capitale proprio dell'azienda, versato, generalmente, attraverso la sottoscrizione di titoli azionari o quote. La sua remunerazione dipende dalla redditività e dal successo dell'iniziativa, sia in termini di utile prodotto e distribuito ai soci tramite dividendi, sia in termini di aumento di valore delle azioni.

Equity kicker

Opzione concessa a particolari categorie di finanziatori a titolo di capitale di debito, che consiste nella possibilità di sottoscrivere una partecipazione minoritaria al capitale di rischio, generalmente in sede di disinvestimento da parte dell'investitore.

EVCA

European Private Equity and Venture Capital Association, è l'associazione che riunisce tutti gli operatori di Private Equity e Venture Capital presenti sul mercato a livello europeo.

Exit

Termine generico con il quale si identifica il disinvestimento.

Exit ratchet

Meccanismo di incentivazione per l'imprenditore/manager che permette a quest'ultimo, in sede di disinvestimento congiunto, di ottenere una parte dei proventi derivanti dalla cessione della partecipazione ceduta dall'investitore.

Expansion financing

Si veda la voce *Development capital*.

F**Financial rounds**

Successivi finanziamenti apportati da un investitore a titolo di capitale di rischio ad una impresa (si definiscono *first, second, ...*).

Follow on investment

Successivo investimento nel capitale di rischio di un'impresa già partecipata dallo stesso investitore nel capitale di rischio.

Fondo mobiliare chiuso

Strumento finanziario che raccoglie capitali presso investitori istituzionali (quali banche, fondazioni, compagnie assicurative, fondi pensione) e presso privati, per investirli nel capitale di rischio di imprese non quotate.

Fund of funds (Fondo di fondi)

Rappresenta un fondo che investe in altri fondi. In questo modo, scegliendo fondi differenti ed in paesi differenti, si ha la possibilità di ridurre il rischio di portafoglio.

H**Hands off (approccio)**

Approccio dell'investitore nella gestione della partecipazione, caratterizzato dall'assenza di alcun coinvolgimento nella gestione dell'impresa.

Hands on (approccio)

Approccio dell'investitore nella gestione della partecipazione, caratterizzato da un attivo coinvolgimento alla gestione d'impresa.

Hurdle rate

Tasso di rendimento minimo, sopra il quale scattano i meccanismi di incentivazione per i gestori dei fondi chiusi (*carried interest*).

I**Impairment test**

Valutazione circa l'eventuale perdita durevole di valore di un bene o di una partecipazione iscritta a bilancio.

Information memorandum

Documento che riassume le caratteristiche generali di un'impresa o di un fondo a beneficio di un potenziale investitore.

Initial Public Offering (IPO)

Offerta pubblica di vendita o di sottoscrizione di azioni di un'impresa, finalizzata ad avviare il processo di quotazione in Borsa.

Internal Rate of Return (IRR)

Tasso interno di rendimento, indica il rendimento annuo composto di un'attività di investimento ed è calcolato mediante il confronto tra le uscite relative all'investimento e le entrate da questo derivanti. Rappresenta il metodo di valutazione delle performance utilizzato nel settore degli investimenti in capitale di rischio ed è calcolabile sia con riferimento ad un singolo investimento, sia rispetto all'intero portafoglio dell'investitore.

Investimento in sindacato

Investimento effettuato in compartecipazione da più investitori nel capitale di rischio.

Investitore captive

Operatore nel capitale di rischio posseduto per una quota di maggioranza da un'istituzione finanziaria o industriale, che ne definisce le linee strategiche e operative, e gli fornisce i capitali necessari per l'attività di investimento. Si contrappone all'investitore "indipendente" (vedi voce).

Investitore indipendente

Operatore nel capitale di rischio non riconducibile, in termini sia di emanazione che di provenienza dei capitali utilizzati, ad un'altra istituzione finanziaria o industriale, mantenendo, pertanto, totale autonomia strategica e gestionale.

L

Lead Investor

Investitore istituzionale che assume il ruolo di leadership in operazioni di investimento in sindacato con altri investitori che seguono a ruota, detti *followers*.

Lettera di intenti

Documento nel quale vengono definiti, in via preliminare, i principali aspetti economici, legali e societari dell'operazione di investimento, che dovranno essere poi ripresi e rielaborati in dettaglio nel contratto di investimento.

Leveraged buy out

Tecnica finanziaria diretta all'acquisizione di un'impresa mediante il ricorso prevalente al capitale di debito, che verrà per lo più rimborsato con l'utilizzo dei flussi di cassa positivi generati dall'impresa stessa.

Lock-up

Accordo tra i soci di una società in base al quale tutti o parte di questi si impegnano a non cedere le proprie partecipazioni prima di una predeterminata scadenza.

M

Management buy in (MBI)

Operazioni di acquisizione di un'impresa al termine della quale nella proprietà risulta coinvolto un gruppo di manager precedentemente esterni alla stessa. Nel caso in cui l'operazione avvenga con l'utilizzo prevalente di capitale di debito, si definisce Management leveraged buy in (MLBI).

Management buy out (MBO)

Operazioni di acquisizione di un'impresa al termine della quale nella proprietà risulta coinvolto un gruppo di manager interni alla stessa. Nel caso in cui l'operazione avvenga con l'utilizzo prevalente di capitale di debito, si definisce Management leveraged buy out (MLBO).

Management fee

Commissione che spetta ai gestori di fondi chiusi per i servizi – di *origination*, consulenza e gestione delle partecipazioni – realizzati a favore di tali investitori istituzionali. Si colloca tra il 2 ed il 2,5% annuo sull'ammontare dei fondi gestiti.

Mezzanine finance

Il termine identifica una modalità di finanziamento con caratteristiche in parte simili al debito ed in parte simili a una partecipazione al capitale di rischio. Prende generalmente la forma di obbligazioni convertibili o di *warrants*. La sua remunerazione è in genere superiore al senior debt per effetto del maggior rischio legato alla postergazione rispetto al debito classico (da 1 a 3% in più) e dispone di una possibilità di partecipazione al capitale (*equity kicker*).

P

Patti parasociali

Insieme di contratti che regolano i rapporti tra i diversi soci e le loro modalità di partecipazione agli organi collegiali della società.

Portfolio company

Impresa presente nel portafoglio di un investitore nel capitale di rischio.

Price on earning

Multiplo borsistico derivante dal rapporto tra il valore della capitalizzazione di Borsa di un'impresa e il suo risultato netto.

Private equity

Termine utilizzato più frequentemente per indicare, in modo generale, "il mestiere" dell'investitore nel capitale di rischio, facendo specifico riferimento alle operazioni di investimento realizzate in fasi del ciclo di vita delle aziende successive a quella iniziale.

Put option

Diritto a vendere a un soggetto determinato la propria partecipazione nell'impresa, a condizioni prefissate, ad una certa data oppure al verificarsi di determinati eventi.

R

Replacement capital

Investimento finalizzato alla ristrutturazione della compagine societaria di un'impresa, in cui l'investitore nel capitale di rischio si sostituisce, temporaneamente, a uno o più soci non più interessati a proseguire l'attività.

Reporting

Insieme delle informazioni periodiche richieste dall'investitore nel capitale di rischio e prodotte dalla società partecipata, per permettere un monitoraggio continuo dell'investimento in quell'impresa.

S

Seed financing

Investimento nella primissima fase di sperimentazione dell'idea di impresa, quando è ancora da dimostrare la validità tecnica del prodotto/servizio.

Spin-off

Creazione di una società indipendente ed autonoma, derivante dallo scorporo di uno o più determinati rami d'azienda (*spin-off* industriale), ovvero di uno o più prodotti derivanti dall'attività di ricerca (*spin-off* di ricerca, o accademico). (Definito anche *Carve out*).

Start up financing

Investimento finalizzato all'avvio di un'attività imprenditoriale, quando non si conosce ancora la validità commerciale del prodotto/servizio, ma esiste già almeno un prototipo.

Stock option

Opzione che permette, a chi la possiede, di acquisire a condizioni vantaggiose e a una certa data (o al verificarsi di alcune condizioni) azioni (quote) della società. Abitualmente vengono distribuite tra il management della società.

Success fee

Commissione riconosciuta a consulenti esterni in caso di conclusione dell'operazione di investimento.

Syndication

Si veda la voce Investimento in sindacato.

T

Tag along option

Diritto dell'investitore nel capitale di rischio di partecipare, pro-quota, alla vendita, nel caso in cui gli altri soci decidano di cedere la loro partecipazione nell'impresa (definito anche Diritto di covendita).

Target company

Impresa oggetto di investimento da parte di un investitore nel capitale di rischio.

Track record

Risultati professionali ottenuti in precedenza da un investitore nel capitale di rischio, utilizzati per valutarne la professionalità e lo standing.

Trade sale

Modalità di disinvestimento, attraverso la quale la partecipazione detenuta dall'investitore nel capitale di rischio viene ceduta ad un acquirente industriale, determinato all'acquisto in virtù di una motivazione strategica.

Turnaround financing

Operazione con la quale un investitore nel capitale di rischio acquisisce un'impresa in dissesto finanziario, al fine di ristrutturarla e renderla nuovamente profittevole.

V

Venture backed company

Impresa che è stata oggetto di investimento da parte di un *Venture capitalist*.

Venture capital

Attività di investimento in capitale di rischio realizzata da operatori professionali e finalizzata ad operazione c.d. di *Early stage (Seed financing o Start up financing)*.

W

Way out

Si veda la voce *Exit*.

Write down

Investimento non performante secondo le aspettative dell'investitore di rischio e dunque parzialmente svalutato nel portafoglio di quest'ultimo.

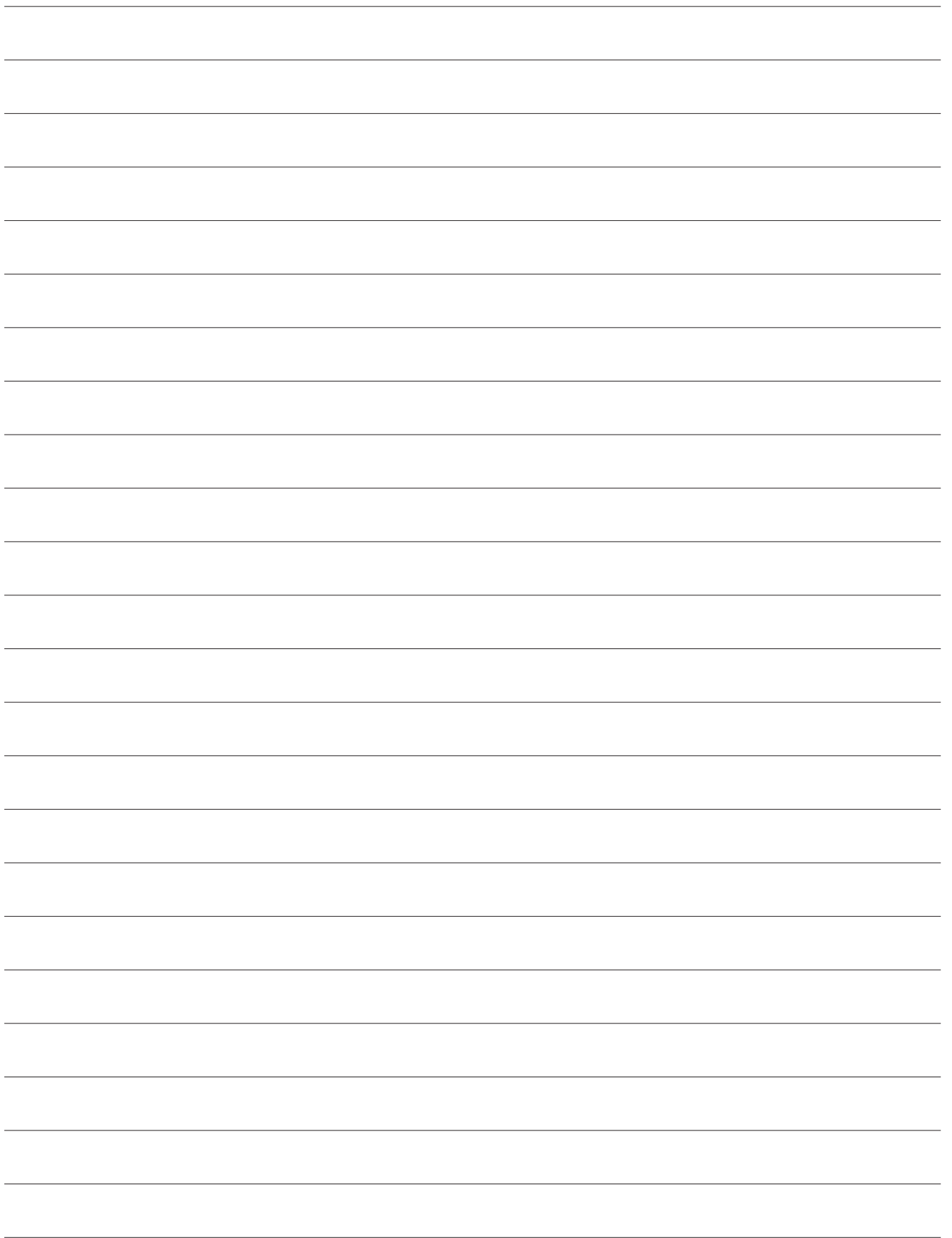
Write off

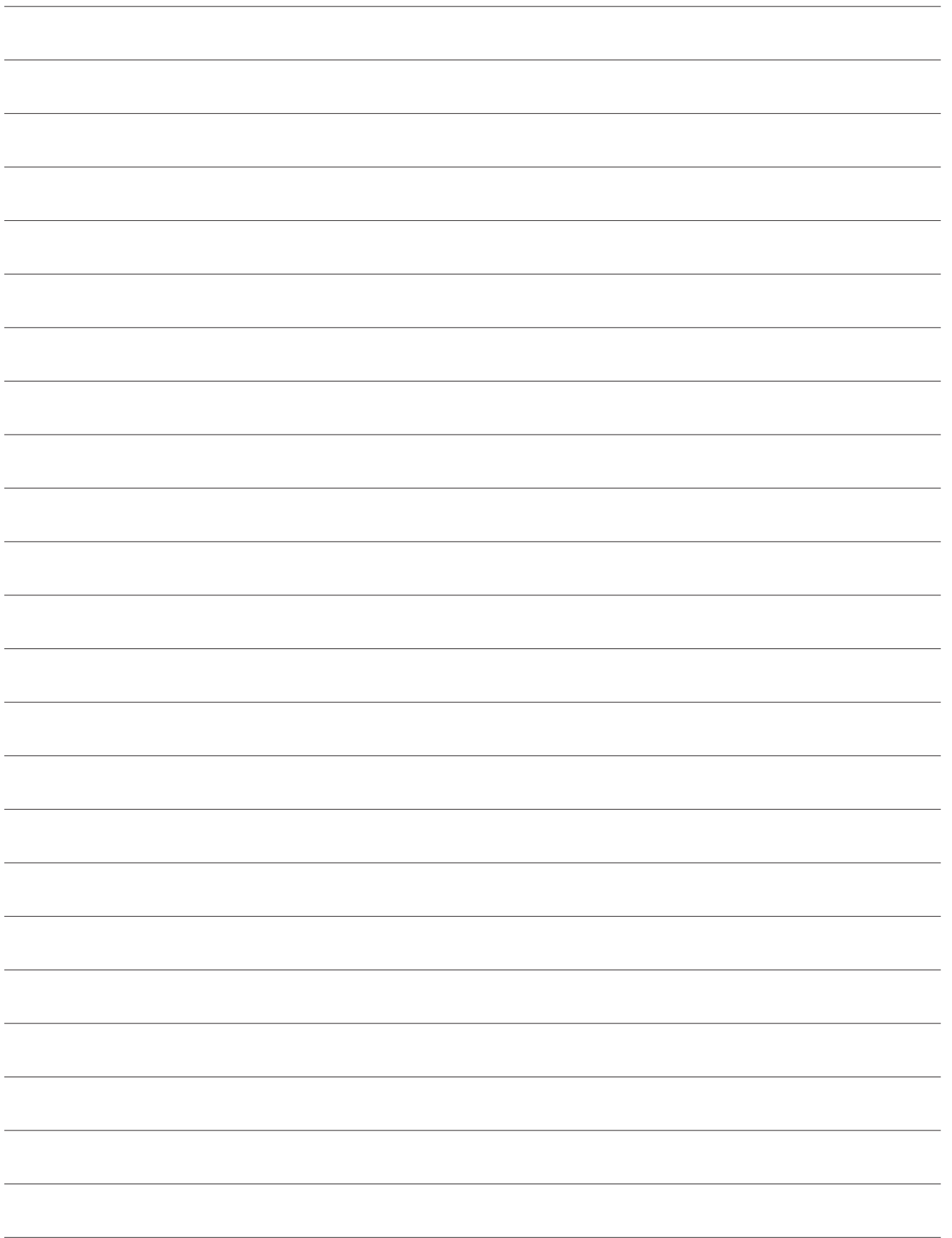
Abbattimento totale del valore della partecipazione detenuta da un investitore nel capitale di rischio, a seguito della perdita di valore permanente della società partecipata ovvero della sua liquidazione o fallimento.

Y

Yield

Dividendi espressi in percentuale del prezzo delle azioni.





AIFI, Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital, è stata istituita nel maggio 1986 al fine di sviluppare, coordinare e rappresentare, in sede istituzionale, i soggetti attivi sul mercato italiano dell'investimento in capitale di rischio. L'Associazione è un'organizzazione stabile di istituzioni finanziarie che stabilmente e professionalmente effettuano investimenti in aziende, sotto forma di capitale di rischio, attraverso l'assunzione, la gestione e lo smobilizzo di partecipazioni prevalentemente in società non quotate, con un attivo sviluppo delle aziende partecipate. Nella compagine AIFI si trovano: società finanziarie di partecipazione, società di gestione di fondi chiusi italiani e advisory companies di fondi chiusi internazionali, banche italiane e internazionali aventi una divisione dedicata all'attività di private equity, finanziarie regionali, società pubbliche per la nascita e lo sviluppo di attività imprenditoriali. Sono inoltre associati ad AIFI, associazioni, enti, istituti di ricerca, studi professionali, società di revisione e consulenza, interessati allo sviluppo del mercato italiano del capitale di rischio.

KPMG è un network globale di società di servizi professionali, attivo in 145 paesi del mondo con oltre 123 mila persone.

L'obiettivo di KPMG è quello di trasformare la conoscenza in valore per i clienti, per la propria comunità e per i mercati finanziari.

Le società aderenti a KPMG forniscono alle aziende clienti una vasta gamma di servizi multidisciplinari, secondo standard d'eccellenza omogenei. In Italia, il network KPMG, aderente all'AIFI, è rappresentato da diverse entità giuridiche attive nella revisione e organizzazione contabile, nel business advisory, e nei servizi fiscali e legali.

KStudio Associato opera nel campo della consulenza legale e fiscale come corrispondente in Italia di KPMG International.

Con circa 300 professionisti, tra avvocati e dottori commercialisti e 15 sedi dislocate nelle principali città italiane, KStudio Associato è una delle principali organizzazioni professionali operanti sul territorio nazionale. I professionisti di KStudio Associato sono in grado di offrire servizi integrati e multidisciplinari attraverso gruppi di lavoro specializzati per materia e settore di attività.

AIFI

ASSOCIAZIONE ITALIANA DEL PRIVATE EQUITY E VENTURE CAPITAL

Via Pietro Mascagni, 7 - 20122 Milano
Tel. 027607531 - Fax 0276398044
E-mail: segreteria@aifi.it - web site: www.aifi.it