

Il Fondo Italiano d'Investimento

di Antonio Ricciardi (*)

Nei prossimi mesi sarà operativo il Fondo Italiano di investimento, un fondo chiuso di private equity a sponsorship pubblica che ha l'obiettivo di sostenere i processi di patrimonializzazione di singole imprese nonché l'aggregazione tra imprese che vogliono condividere un progetto di sviluppo comune ed essere per questo affiancate dalle risorse umane e finanziarie del Fondo. Lo strumento potrebbe rappresentare, se gestito in maniera efficace, un sostegno concreto alle Pmi italiane, anche quelle localizzate in distretti e/o organizzate in reti di imprese, per superare questa fase di transizione e cogliere le opportunità dei deboli segnali di ripresa.

Il Fondo Italiano di Investimento: caratteristiche tecniche

A marzo 2010 è stata costituita la Sgr, con sede a Milano, che gestirà il nuovo Fondo Italiano d'Investimento per le piccole e medie imprese. Il Fondo sarà operativo nei prossimi mesi con una dotazione finanziaria pari a un miliardo di euro proveniente dalle quote paritetiche messe a disposizione da Cassa depositi e prestiti, Intesa Sanpaolo, Monte Paschi e UniCredit.

Si tratta di uno speciale fondo chiuso di private equity a sponsorship pubblica che mira a sostenere:

- i processi di patrimonializzazione di singole imprese;
- l'aggregazione tra imprese che vogliono condividere un progetto di sviluppo comune ed essere per questo affiancate dalle risorse umane e finanziarie del Fondo.

La dotazione finanziaria del Fondo potrà aumentare fino a tre miliardi anche grazie alla possibilità di sottoscrizioni esterne (finanziarie regionali, altri fondi, ecc.).

Il Fondo si rivolge ad imprese non in crisi, con buone prospettive di sviluppo e con fatturato compreso tra 10 e 100 milioni di euro (presentano queste caratteristiche circa 15mila imprese italiane, il 70% delle quali attive nel settore manifatturiero). Il Fondo ha una durata complessiva fino a 14 anni: 5 anni per la fase di investimento (che possono arrivare a 7) e 5 anni per la fase di disinvestimento (estendibili fino a 7).

Il Fondo potrà operare con diversi strumenti tipici del private equity:

- attraverso l'ingresso diretto con l'acquisto di quote di minoranza del capitale dell'impresa a condizione che l'operazione riguardi imprese con fatturato superiore a 20-30 milioni di euro;
- attraverso l'ingresso diretto di minoranza in coinvestimento con altri fondi specializzati che condividano esplicitamente nei loro regolamenti gli obiettivi del Fondo (in questo modo si potranno ridurre i costi di istruttoria);
- attraverso l'operatività diretta tramite strumenti flessibili quali finanziamenti subordinati convertibili e prestiti partecipativi;
- attraverso l'investimento in fondi già esistenti che condividano esplicitamente nei loro regolamenti gli obiettivi del Fondo.

Come si legge nel documento di presentazione il Fondo può operare utilizzando strumenti di intervento diretti e indiretti.

Strumenti diretti

Tra gli strumenti diretti sono indicati:

- la partecipazione al capitale sociale in forma di quota di minoranza per un periodo di 5-7 anni (investimento in equity). L'investimento in equity si configura come «capitale paziente», ossia capitale che può essere po-

Nota:

(*) Ordinario di Economia Aziendale - Università della Calabria

sto in aspettativa di remunerazione per tutta la durata dell'investimento. Nel caso di specie, l'investimento in equity, oltre al classico acquisto di azioni ordinarie, potrebbe essere realizzato anche tramite l'acquisto di azioni privilegiate che, come noto, conferiscono ai titolari privilegi in termini di ripartizione degli utili e/o nel rimborso del capitale in caso di scioglimento della società, ma possono presentare limitazioni nel diritto di voto, precluso ad esempio in quelle ordinarie. Questo consentirebbe al soggetto economico delle Pmi di continuare a mantenere la gestione dell'attività evitando effetti di diluizione del controllo nell'ambito dell'ordinaria amministrazione, pur a fronte di una patrimonializzazione dell'azienda;

– il *mezzanine finance*, strumento ibrido quasi-equity composto da due componenti distinte: il debito subordinato, che generalmente ha la forma di un vero e proprio prestito; l'*equity kicker*, che rappresenta, invece, la parte avente natura di capitale di rischio. Il debito subordinato ha una durata generalmente compresa tra 7 e 10 anni e prevede spesso un periodo di preammortamento (durante il quale vengono pagati solo gli interessi sulla somma ricevuta, senza rimborsi di capitale), che può raggiungere i 5 anni. Il rimborso è postergato rispetto a un finanziamento primario e la remunerazione avviene secondo un saggio di interesse, fisso o variabile, calcolato in base ad un tasso di riferimento (quasi sempre l'Euribor) aumentato di 3-4 punti per tenere conto della maggiore durata e del maggior rischio insito nell'operazione. I tassi applicati nel debito subordinato sono quindi più elevati rispetto al normale costo del capitale di debito primario in quanto non prevede alcuna garanzia né di tipo reale né di tipo personale. L'*equity kicker* dà al finanziatore la possibilità di acquisire quote del capitale di rischio dell'impresa finanziata, al fine di consentirgli di beneficiare dei suoi eventuali apprezzamenti di valore. Si dà infatti al finanziatore la possibilità di sottoscrivere una determinata quantità di azioni o quote della società oggetto del finanziamento. Principale obiettivo del *mezzanine finance* consiste nel fornire fondi alle società finanziate, senza peraltro appesantire la posizione debitoria delle stesse, essendo remunerato in via subordinata rispetto al debito

ordinario, e senza diluire gli azionisti, se non dopo l'esercizio dell'*equity kicker*. In realtà, in genere, l'investitore non ha interesse a diventare realmente azionista dell'impresa finanziata, ma nel caso in cui l'operazione abbia generato valore, tenderà a realizzare la plusvalenza rivendendo il diritto d'esercizio o le azioni di nuova emissione all'azienda emittente. In particolare, per le PMI che non hanno accesso al mercato dei capitali è una soluzione che permette di sostenere lo sviluppo, con fondi assimilabili a capitale proprio, migliorando quindi la solidità patrimoniale e gli indicatori di bilancio;

– i prestiti partecipativi che rappresentano uno strumento particolarmente adatto a soddisfare i bisogni finanziari delle imprese che, a fronte di programmi di investimento e/o di sviluppo, vogliono diversificare le fonti di finanziamento, procedendo ad una «graduale ricapitalizzazione aziendale» senza diminuire la propria autonomia di gestione derivante dall'entrata di nuovi soci. I tratti fondamentali di questo strumento, che ne costituiscono anche l'aspetto innovativo, sono essenzialmente tre: remunerazione, rimborso, garanzie. Il pagamento degli interessi è legato in parte alle performance dell'impresa, in quanto l'ammontare complessivo da corrispondere a titolo di interesse è dato dalla somma di due componenti: la prima ha natura fissa (importo minimo garantito) ed è calcolata con riferimento a un tasso base (che generalmente è l'Euribor) maggiorato di qualche punto in relazione al rischio d'impresa; la seconda, invece, è assolutamente variabile e legata appunto ai risultati economici raggiunti dall'impresa. Il rimborso delle quote di capitale del prestito compete in via principale ai soci e solo in via subordinata alla società finanziata, che è obbligata in via diretta solo per il pagamento degli interessi. Il meccanismo usato per il servizio del debito prevede che siano i soci, attraverso versamenti periodici in «conto futuro aumento di capitale sociale», a fornire alla società le risorse necessarie per provvedere al rimborso delle rate del prestito. Il credito che i soci maturano in tal modo viene trasformato in capitale sociale alla fine dell'ammortamento del prestito partecipativo, il quale si configura come un'anticipazione del capitale di rischio. In sostanza tale strumento assume

la forma di un rapporto triangolare tra l'ente finanziatore, l'impresa finanziata e i suoi soci. Di norma non sono previste garanzie reali a favore del soggetto finanziatore. L'unica forma di garanzia che accompagna il prestito è di tipo personale e di natura individuale o collettiva (generalmente fidejussioni solidali da parte dei soci o di altri soggetti coobbligati: garanzia integrativa del Confidi per almeno il 45% del prestito). Tuttavia spesso il finanziatore si assicura una tutela indiretta sul buon esito del suo investimento facendo sottoscrivere all'impresa richiedente delle clausole contrattuali (dette covenants), che obbligano l'impresa a tenere certi comportamenti quali la non distribuzione degli utili per tutta la durata del finanziamento e/o l'impegno a non modificare la compagine societaria senza previa autorizzazione. La durata del finanziamento varia generalmente tra i 5 e i 10 anni. Il piano di rimborso è strutturato in base a rate trimestrali o semestrali e spesso prevede un periodo di preammortamento da 1 a 3 anni. Il vantaggio principale offerto da questo strumento è rappresentato dalla progressività del suo costo complessivo. Infatti in virtù dell'elemento partecipativo, che rappresenta la principale attrattiva per il finanziatore, il costo base (fisso) è piuttosto contenuto, e permette di

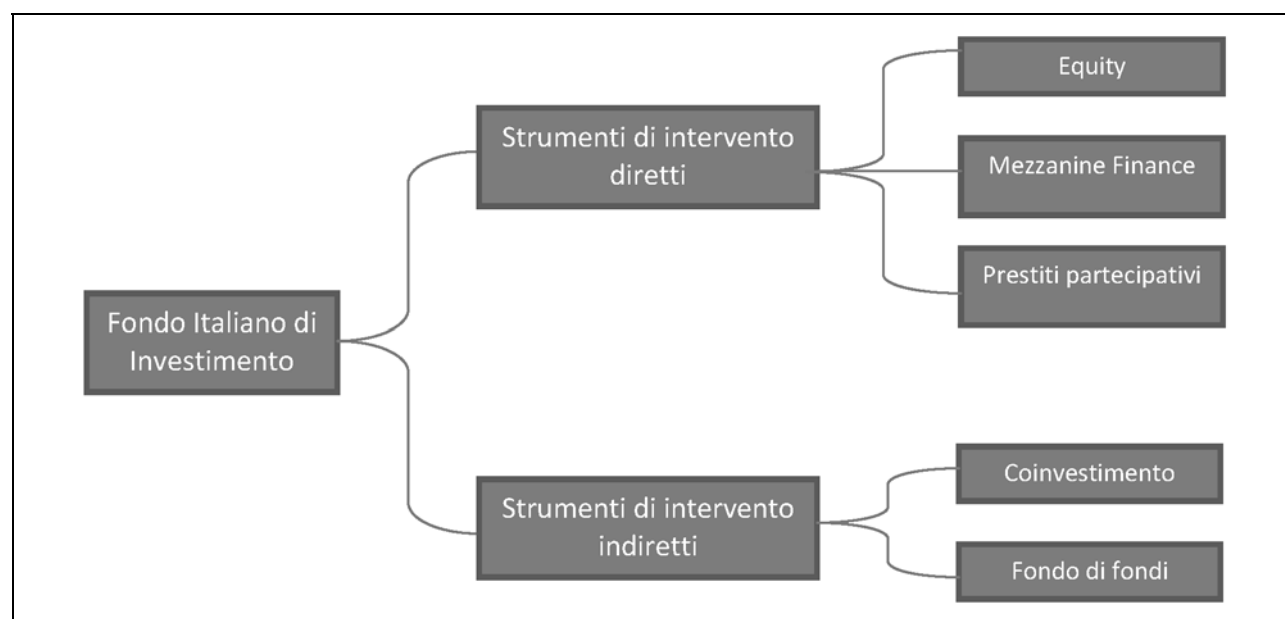
sostenere l'onere del finanziamento. In tal modo l'impresa può ottenere sin dall'inizio le risorse necessarie per la sua operatività e indebitarsi, anche per importi consistenti, senza irrigidire eccessivamente la sua struttura finanziaria, ovvero senza immobilizzare una parte troppo consistente dei risultati operativi al servizio del debito.

Strumenti indiretti

Tra gli strumenti indiretti sono indicati:

- il coinvestimento da realizzare attraverso la stipulazione di accordi di investimento tra il fondo proponente e altri fondi di private equity già operanti sul medesimo universo di imprese target del fondo proponente. L'obiettivo principale di questa partnership consiste nel ridurre i costi fissi trasformandoli in commissioni da pagare ai fondi di private equity in caso di successo delle fasi di analisi e istruttoria;
- l'investimento in altri fondi chiusi mediante fornitura di equity, garanzie o prestiti a fondi di private equity o ad altri intermediari finanziari accreditati, che hanno il compito di rendere disponibili tali risorse alle Pmi selezionate. Analogamente al caso del coinvestimento, è necessario che esista un'esplicita condivisione degli obiettivi impliciti nel regolamento del fondo di fondi e quelli dei

Tavola 1 - Schema del Fondo Italiano di Investimento



Fonte: Ns. elaborazione

fondi/ intermediari finanziari accreditati ed è altresì necessario stabilire il criterio in base al quale avviene l'accreditamento (ad es. asta).

I vantaggi per le aziende

Il Fondo può rappresentare una valida risposta ai due maggiori limiti delle Pmi che spesso ne ostacolano lo sviluppo:

- le criticità della gestione finanziaria;
- la difficoltà a sviluppare e/o acquisire adeguate capacità manageriali.

Per quanto riguarda il primo aspetto, il limitato apporto di capitale proprio ed il basso livello di autofinanziamento da utili netti, l'eccessivo indebitamento verso le banche, il ricorso prevalente a finanziamenti a breve rappresentano le principali cause delle criticità della gestione finanziaria delle imprese italiane di piccole e medie dimensioni.

Le criticità della gestione finanziaria delle Pmi sono evidenziate in maniera accurata dalle periodiche indagini della Centrale di bilanci e della Banca d'Italia e confermate da alcune indagini empiriche.

Per finanziare gli investimenti, le imprese di minori dimensioni preferiscono indebitarsi piuttosto che ricorrere al capitale proprio: il rapporto Debiti finanziari/Capitale investito risulta infatti per le imprese con fatturato fino a 10 milioni di euro pari al 57,9% nell'anno 2007 contro il 50,9% delle imprese con fatturato superiore a 50 milioni di euro. Nel periodo di riferimento, l'indebitamento totale delle imprese è stato pari al 55% del Pil con un incremento di oltre il 10% rispetto al livello del 2003 (1), superiore alla media dell'area Euro (49,4%) e rispetto ai principali paesi europei (33,6% in Inghilterra, 35,5% in Germania, 40,4% in Francia).

Per finanziare gli investimenti si ricorre prevalentemente ad indebitamento bancario (Debiti bancari/debiti finanziari 75%) e questo avviene soprattutto mediante l'erogazione di crediti a breve scadenza (Debiti bancari a breve/Debiti bancari 78,6%).

La prevalenza dei debiti a breve scadenza nell'ambito della struttura finanziaria costituisce motivo di preoccupazione, giacché influisce negativamente sulle condizioni di equilibrio della gestione per la forte incidenza degli oneri finanziari, che determinano

una minore flessibilità nelle scelte d'investimento e una maggiore fragilità finanziaria nelle fasi avverse del ciclo economico come quella attuale. In questa fase congiunturale, caratterizzata da una forte volatilità dei tassi e una bassa redditività delle imprese, l'eccessivo indebitamento rappresenta un rischio per le nostre Pmi in quanto aumenta la probabilità della leva finanziaria negativa ($Roi < \text{oneri finanziari}$) e, quindi, di ulteriore ridimensionamento del Roe (utili netti/capitale proprio). Nelle imprese di minori dimensioni, a causa dell'eccessivo indebitamento a breve, gli oneri finanziari hanno inciso, nel 2007, per il 26,6% sul MOL contro il 21,5% delle imprese con fatturato superiore a 50 milioni di euro.

Al riguardo, in base a dati della Bce, sui tassi medi 2006 i finanziamenti fino a 1 milione di euro e di durata superiore a 5 anni sono costati in Italia il 25% in più rispetto alla Francia e il 20% in più rispetto alla Germania.

L'elevata dipendenza dai finanziamenti bancari ha maggiormente esposto le aziende agli effetti del credit crunch conseguenti alla recente crisi economico-finanziaria. La tendenza delle banche a ridurre il credito ha riguardato in prevalenza le Pmi con meno di 20 addetti. In base ad una recente indagine promossa da Unioncamere e Movimprese su un campione di Pmi (settembre 2009), è stato rilevato che il 20,7% ha registrato difficoltà di accesso al credito bancario, il 35,9% non ha effettuato alcuna richiesta di prestiti e finanziamenti, il 43,3% non registra alcun aggravio delle condizioni poste dalle banche. Le difficoltà ad ottenere finanziamenti da parte delle Pmi sono legate all'incremento degli spread, all'allungamento dei tempi di concessione ed alla richiesta di garanzie reali sempre più onerose. Inoltre, dalle interviste alle imprese emerge che i grandi gruppi bancari si sono dimostrati meno disponibili a concedere credito rispetto alle piccole banche locali e a quelle di credito cooperativo. La restrizione della concessione dei finanziamenti alle Pmi, secondo la Banca d'Italia, potrebbe compromettere, o addirittura interrompere, il processo di ristrutturazione av-

Nota:

(1) Fonte: Abi - Centro Studi e Ricerche.

viato fin dagli inizi del 2000 che ha coinvolto più di 30 mila imprese che, avendo deciso di accrescere scala dimensionale, intensità tecnologica e apertura internazionale si sono indebitate e affrontano ora la crisi con il prosciugarsi dei flussi di cassa, l'irrigidirsi dell'offerta del credito bancario e la forte difficoltà ad accedere al mercato dei capitali.

Sotto questo profilo, il Fondo Italiano di Investimento, rafforzando la struttura patrimoniale delle Pmi, potrebbe favorire una riduzione dell'indebitamento, un abbattimento degli oneri finanziari e il consolidamento degli investimenti necessari per fronteggiare adeguatamente le sfide competitive.

Le Pmi, inoltre, presentano punti di debolezza soprattutto nelle funzioni in cui è determinante la dimensione organizzativa, come ad esempio nell'applicazione delle innovazioni.

Occorre, infine, considerare che le difficoltà a sviluppare e/o acquisire professionalità specializzate si traducono per le Pmi in un deficit di cultura manageriale che induce le imprese a trascurare aspetti gestionali fondamentali come l'efficienza della struttura organizzativa e la finanza d'impresa. La piccola dimensione, infatti, non permette di fronteggiare il fabbisogno finanziario degli investimenti e il rischio connesso all'incertezza associata al lungo differimento temporale del recupero degli esborsi finanziari. L'innovazione tecnologica richiede investimenti iniziali cospicui, a cui possono far fronte con minori difficoltà le imprese di grandi dimensioni che, a loro volta, detengono le capacità per avviare progetti di ricerca e per applicare e diffondere i risultati. Di converso, nelle piccole imprese il controllo familiare, determinante per l'avvio di nuovi progetti imprenditoriali e per la prima fase di sviluppo, risulta spesso di ostacolo alla successiva espansione dell'attività, per carenza di capitale e incapacità a innovare e/o a sfruttare adeguatamente le innovazioni.

Tenuto conto dei limiti delle Pmi, il ricorso al Fondo Italiano di Investimento consentirebbe, da un lato, di rafforzare la dotazione patrimoniale che favorirebbe anche l'applicazione di innovazioni tecnologiche e, dall'altro lato, di disporre delle competenze di manager esperti e capaci di introdurre nelle

aziende, anche di piccole dimensioni, modelli organizzativi innovativi.

In questa prospettiva, avere come azionista di rilievo un investitore istituzionale garantisce alle Pmi di:

- accrescere il potere contrattuale;
- sviluppare nuove sinergie con altri imprenditori del settore al fine di realizzare possibili partnership;
- migliorare l'immagine e la visibilità dell'azienda e dell'imprenditore nei confronti delle banche e del mercato finanziario;
- agevolare il reperimento di ulteriori finanziamenti per gli investimenti;
- concretizzare più rapidamente i progetti di sviluppo.

I vantaggi del private equity sono, tra l'altro, dimostrati dai risultati di un'indagine empirica condotta dall'Aifi su un campione di 33 aziende familiari oggetto di investimento dei fondi private equity in Italia nel periodo 2000-2005, dai quali si rileva che:

- per il 70% delle imprese, il fatturato è incrementato del 10%; per il 12% delle imprese del 90%; per il 18% ha registrato una flessione;
- l'utile netto è aumentato mediamente del 14,78%; tuttavia il 24% del campione ha registrato perdite (al riguardo, è opportuno precisare che le perdite sono state determinate soprattutto dagli ammortamenti);
- il 73% registra un incremento degli addetti mentre il restante 27% una diminuzione.

È opportuno, tuttavia, rilevare che avere come socio un fondo private equity determina vantaggi ma anche rischi. In particolare, entra nella società un soggetto terzo che richiede costantemente informazioni, che partecipa al CdA e che genera timori di perdita di controllo. Inoltre, in alcuni casi i fondi private equity impongono una cultura aziendale in tempi non adeguati all'organizzazione dell'azienda. Infine, esiste il problema di trovare le risorse per permettere l'uscita del fondo (molto spesso si è costretti a indebitarsi).

L'intervento del Fondo a favore dei distretti e delle reti di imprese

Il Fondo Italiano di Investimento dovrebbe avere quali imprese target anche le Pmi localizzate in distretti e/o organizzate in reti di

imprese. Le imprese distrettuali e/o reticolari, infatti, grazie alla cooperazione ottengono numerosi vantaggi e se adeguatamente patrimonializzate, finanziate e dotate di professionalità specializzate meglio delle altre possono svilupparsi e contribuire a migliorare la competitività del sistema economico italiano.

Le reti di imprese, grazie alla combinazione di alcuni fattori (economie di scala e di apprendimento ed innovazioni di processo) comportano una riduzione complessiva dei costi operativi rispetto a quelli sopportati nel caso che l'attività venisse svolta internamente da parte di ogni singola impresa. Sotto questo profilo, si rileva anche una minore incidenza dei costi fissi, per cui la struttura dei costi si presenta più flessibile, con riflessi positivi sul rischio operativo e, conseguentemente, sul valore dell'impresa. In secondo luogo, si riduce il fabbisogno finanziario delle imprese, sia per la componente del capitale circolante sia per quella fissa. In terzo luogo, la condivisione di investimenti determina un frazionamento del rischio tra le imprese partner. Questi vantaggi sono più evidenti nelle reti di imprese localizzate nei distretti. Le imprese distrettuali, infatti, operando in una stessa area geografica e sviluppando interazioni tra loro beneficiano sia delle opportunità legate all'agglomerazione territoriale sia dei vantaggi delle reti di imprese. Per quanto riguarda i vantaggi connessi all'agglomerazione territoriale, si nota che operare in un territorio ben definito agevola il radicarsi, in quello stesso territorio, di un sistema di valori e regole condivise dalla comunità che agevola la cooperazione ed incrementa la competitività delle imprese. Quest'ultima deriva, poi, dalla stessa organizzazione produttiva dei distretti: la scomposizione (spaziale e temporale) del ciclo produttivo in fasi di lavorazioni e la specializzazione nell'esecuzione di ciascuna fase produttiva assicurano competitività sui costi, elevati livelli di flessibilità e capacità di innovazione.

Gli effetti dell'intervento del Fondo Italiano di Investimento in queste tipologie di imprese potrebbero essere di gran lunga più efficaci e raggiungere risultati in termini di redditività molto più elevati.

Conclusioni

Il private equity si configura quale strumento adeguato sia ad offrire supporto alle imprese in questo particolare momento di restrizione del credito sia a garantire possibilità di sviluppo futuro. Inoltre, i fondi di private equity possono stimolare la cultura dell'operare in rete. Al riguardo, «i fondi stessi sono di fatto soggetti che aggregano più realtà imprenditoriali differenti, e tramite la condivisione di know-how - di tipo tecnico e gestionale - sono in grado di creare quelle economie di scala e quelle sinergie che imprese singole e di piccole dimensioni non riescono a sviluppare» (2). Lo strumento appena varato del Fondo Italiano di Investimento potrebbe rappresentare, se gestito in maniera efficace, un sostegno concreto alle Pmi italiane per superare questa fase di transizione e cogliere le opportunità dei deboli segnali di ripresa.

Nota:

(2) Giampio Bracchi, *Private Equity e imprese dopo la crisi*, Relazione al Convegno Aifi 2010.