

COMMENTI & ANALISI

Cos'è e come agisce il Permanent capital al servizio dell'economia reale

Uno degli obiettivi da tempo all'ordine del giorno dell'agenda legislativa ed economica del Paese è costituito dalla ricerca di strumenti rivolti a potenziare in modo efficiente gli investimenti nell'economia reale, intesa come la platea delle piccole e medie imprese su cui principalmente si fonda il tessuto produttivo italiano. Un concetto vincente quando si parla di investimenti nell'economia reale è quello del capitale paziente, ossia l'impostazione di una politica di investimento che permetta l'immissione nelle aziende di capitali volti allo sviluppo dell'impresa secondo una logica che privilegi il mantenimento nel medio/lungo termine, piuttosto che la valorizzazione mediante disinvestimento nel breve.

Una tipologia di schema di investimento che incarna il concetto di capitale paziente è il cosiddetto Permanent capital, già presente ed affermato in Europa e Usa e riguardo al quale sta crescendo l'interesse anche nel mercato italiano. Esso è dotato di caratteristiche attigue al private equity ma se ne differenzia per alcuni aspetti, tra cui appunto un orizzonte temporale di medio/lungo termine sia con riferimento alla raccolta del capitale (gli investitori immettono capitale paziente nel Permanent capital) sia per quanto concerne il periodo di mantenimento degli investimenti sottostanti (il Permanent capital a sua volta immette capitale paziente nelle imprese target). A ciò può comunque essere abbinata anche una serie di investimenti con un ciclo di vita tipico del private equity (3-5 anni) cui si accompagnino meccanismi di recycling, in modo da favorire un tasso costante di diversificazione. Considerati i limiti regolamentari

DI FABIO BRUNELLI
E ANDREA TONON*

posti dalla normativa in materia di attività riservata, il Permanent capital che preveda la raccolta sul mercato di capitali destinati a essere gestiti in monte sulla base di una politica d'investimento predeterminata dovrà essere strutturato quale fondo d'investimento alternativo (in forma contrattuale o di sicaf) di tipo chiuso (sarebbe possibile adottare la forma aperta solo ove l'investimento in attività non quotate riguardasse al massimo il 20% del patrimonio, il che tuttavia allontanerebbe dal target principale). Concentrandosi sulla strutturazione che un Permanent capital può avere alla luce del quadro regolamentare italiano, si possono quindi segnalare alcuni elementi distintivi:

- 1) una durata lunga (20-50 anni, anche più), corrispondente a un mantenimento prolungato degli investimenti e a più cicli di investimento;
- 2) dei criteri di distribuzione incentrati sul margine incrementale del valore degli asset (prevedendo che possano essere distribuiti ammontari in funzione dell'incremento di valore realizzato rispetto al costo storico degli asset), più che sulla generazione di cassa da singoli disinvestimenti;
- 3) strutture commissionali riferite al valore complessivo degli asset;
- 4) dei meccanismi di performance fee collegati al margine incrementale del valore degli asset anno su anno più che al risultato di un ciclo definito di investimenti; ciò può avvenire ad esempio prevedendo distribuzioni non proporzionali a favore della classe di quote destinata al gestore anche senza previa restituzione del

capitale (più hurdle) agli investitori; tale porzione del valore, infatti, è destinata a rimanere all'interno del Permanent capital e non trova espletamento per gli investitori, se non in termini di prezzo delle azioni/quote sul mercato secondario o di valore di liquidazione/redemption;

- 5) delle previsioni specifiche sull'uso della liquidità generata, che non essendo destinata principalmente alla distribuzione deve essere investita in strumenti che, pur di facile liquidazione, favoriscano ritorni adeguati;
- 6) la possibile quotazione delle azioni/quote del Permanent capital, per dotarle di quella liquidità e negoziabilità che tipicamente è limitata nei fondi chiusi; in caso di quotazione, risulta essere preferibile sul mercato degli investitori l'adozione della forma di sicaf, più che di fondo contrattuale (non risultano esservi tuttavia limitazioni di tipo regolamentare).

Sotto il profilo fiscale il Permanent capital è inquadrato come un Oicr e dunque gli investitori possono beneficiare del differimento della tassazione al momento della distribuzione dei proventi o della cessione delle azioni/quote. A certe condizioni inoltre il Permanent capital può costituire una possibilità di impiego per i Pir, ponendosi come strumento per canalizzare questi investimenti agevolati verso le imprese non quotate. A tal riguardo sarebbe peraltro auspicabile che la disciplina dei Pir fosse adeguata allo scopo di facilitare in generale l'effettivo afflusso di capitale verso l'economia reale attraverso il comparto degli Oicr alternativi, che per sua natura può garantire in un contesto regolamentato i profili gestionali più idonei all'obiettivo. (riproduzione riservata)

*Di Tanno e Associati

