



UNIVERSITÀ  
DI TORINO



UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI TORINO

Dottorato di ricerca in  
“BUSINESS AND MANAGEMENT”  
Ciclo 36

**Un nuovo modello di Private Capital a  
sostegno del territorio: la piattaforma  
“Infrastrutture, Innovazione, Impatto”  
Il caso EQUITER**

Tesi presentata da:

**Igor Calcio Gaudino**

\*\*\*\*\*

**Tutor:**

Prof. S. Bresciani

**Coordinatore del Dottorato:**

Prof. S. Bresciani

**Anni accademici:**

2020-2023

**Settore scientifico-disciplinare di afferenza:**

SECS-P/08

## **Dichiarazioni**

*Dichiaro che i contenuti e l'organizzazione di questa tesi costituiscono il mio lavoro originale e non compromettono in alcun modo i diritti di terzi, inclusi quelli relativi alla sicurezza dei dati personali.*

Igor Calcio Gaudino

2023

*Ex pluribus unum*

## Ringraziamenti

La redazione di questo elaborato è stata resa possibile grazie al contributo di alcuni professionisti di grande competenza cui va una speciale menzione.

Vorrei ringraziare innanzitutto il Prof. Stefano Bresciani, mio tutor e coordinatore del Dottorato, per la costante disponibilità e i preziosi consigli nei momenti cruciali della stesura di questo lavoro.

La mia gratitudine va anche al Consiglio di Amministrazione di Equiter, in particolare al Presidente Alessandro Albano e ai consiglieri Marco Casale e Francesca Culasso, che con coraggio e convinzione sostengono gli indirizzi strategici della società. Un plauso va anche ai vertici di Fondazione Compagnia di San Paolo, assoluta eccellenza italiana in materia di innovazione e impatto, e ai colleghi di Equiter, insostituibili compagni di un viaggio quotidiano che è tanto appassionante quanto ricco di soddisfazioni.

E poi ci sono gli amici di una vita. Il pensiero va ad Antonino Lo Sardo, Partner della società di consulenza Nagima, mentore che mi ha accompagnato in tutte le scelte professionali e maestro di vita che mi ha insegnato cosa significhi educare i figli. E non può mancare Stefano Molino, Responsabile del Fondo Acceleratori di CDP Venture Capital, che ringrazio per avermi dato il privilegio di essergli accanto nelle sfide di costruzione dell'ecosistema italiano del Venture Capital ma anche in quelle più dure e difficili cui la vita ci pone talvolta davanti.

Desidero ringraziare anche la mia famiglia: la mia compagna per la vita Silvia Pilati, encomiabile professionista della Direzione Partecipazioni e M&A di Intesa Sanpaolo e soprattutto meravigliosa mamma dei miei figli Asia e Mattia, ai quali cerco di insegnare con l'esempio i valori dello studio e della perseveranza. Un pensiero va anche a chi non c'è più, ma ha sempre creduto in me: ciao nonna, mamma e papà, ho portato a termine la promessa che vi avevo fatto.

# Sommario

Il progetto di ricerca intende delineare e analizzare un nuovo modello di piattaforma *multi-asset* che si propone di operare quale motore di sviluppo delle infrastrutture e delle filiere di produzione strategiche sul territorio italiano. Il modello si sviluppa attorno al trinomio “Infrastrutture, Innovazione, Impatto” e si fonda sull’adozione di un rationale di investimento di *social impact finance*, votato agli aspetti di sostenibilità e di innovazione come leve di creazione di valore e attento ai territori dove nel tempo si sono consolidati poli produttivi di eccellenza.

L’adozione del modello trova terreno ideale di applicazione in operatori di matrice istituzionale che abbiano una strategia di investimento ispirata alle sfide dell’Unione Europa, rivolta a progetti di economia reale secondo una prospettiva di medio-lungo termine e plasmata all’insegna di un ruolo proattivo nello sviluppo territoriale, da attuarsi con una chiara proposta di valore e una adeguata flessibilità operativa. L’elemento caratterizzante del modello è la realizzazione di una piattaforma *multi-asset* in grado di convogliare risorse finanziarie su ambiti di intervento altamente strategici per il Paese e ancora non adeguatamente presidiati, quali la realizzazione di infrastrutture con valenza territoriale e il supporto di PMI nelle fasi di avvio e sviluppo.

Gli investimenti alternativi godono di crescente apprezzamento da parte degli investitori istituzionali, grazie a caratteristiche peculiari tali da renderli particolarmente adatti all’ottimizzazione della frontiera efficiente di portafoglio (rendimento assoluto, diversificazione, minore volatilità e esigua correlazione ad altre attività). All’interno di questo vasto universo è possibile circoscrivere un numero ristretto di *asset class* che rientrano sotto la definizione di *Private Capital* e rivestono grande valenza nella mobilitazione del risparmio verso l’economia reale. Nonostante la significativa crescita osservata nell’ultimo decennio, il *Private Capital* rappresenta soltanto una esigua porzione dell’intero universo investibile, ancora largamente dominato da azioni e obbligazioni quotate sui listini borsistici. È evidente un potenziale, ancora largamente inespresso, per convogliare

l'abbondante disponibilità di capitale verso progetti tangibili a livello territoriale, in particolare in un paese come l'Italia che soffre di una cronica perdita di competitività a causa della mancanza di infrastrutture e della piccola dimensione delle imprese.

Esiste un modello in grado di dare una risposta efficace alle articolate esigenze degli attori del tessuto produttivo, una sorta di nuova via per il *Private Capital* italiano? Quali sono le caratteristiche peculiari che dovrebbe avere un operatore innovativo del *Private Capital* per cogliere le opportunità di posizionamento nell'attuale contesto italiano? È necessaria una specializzazione su singole *asset class* oppure è possibile attivare più strumenti in modo sinergico? La genesi del presente lavoro trae origine da queste domande e dalla convinzione che esempi virtuosi emergenti nel contesto italiano possano rappresentare un percorso alternativo di ispirazione per operatori di nuova generazione che si affacciano sul mercato. Un esempio emblematico è rappresentato dal percorso evolutivo di Equiter, *holding* di partecipazioni di matrice infrastrutturale che si è progressivamente trasformata in un innovativo operatore del *social impact finance* a seguito dell'ingresso nel capitale di alcune tra le più importanti fondazioni bancarie italiane, portatrici di una relazione consolidata con i territori di riferimento.

Il Capitolo 1 descrive le caratteristiche peculiari degli investimenti alternativi a confronto con quelli tradizionali, mettendo a fuoco il sottoinsieme dei mercati privati (*Private Market*) nella loro evoluzione storica, rilevanza quantitativa all'interno del risparmio gestito, modalità tipiche di intervento, profilo di rischio e rendimento e principale rationale di investimento da parte degli investitori istituzionali. Viene poi proposta una definizione più restrittiva di *Private Capital* tale da includere un numero ristretto di *asset class* (*Venture Capital*, *Private Equity*, *Private Debt* e *Infrastructure*) suscettibili di maggiore capacità di incidere sullo sviluppo dell'economia reale. Pur seguendo le tendenze in atto in Europa, la recente evoluzione del *Private Capital* in Italia suggerisce un percorso più personale e caratterizzato da alcuni elementi specifici che possono rappresentare una interessante opportunità di posizionamento per nuovi attori: la crescente ricerca di profili di innovazione e impatto nel rationale di investimento, la disponibilità di risorse finanziarie addizionali provenienti dal Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza, la preponderanza del segmento *mid-market*, la presenza di nicchie specialistiche ad elevata crescita, la diffusione delle piattaforme di aggregazione (*add-on*), l'emersione di nuovi operatori differenti dai tradizionali.

Il Capitolo 2 descrive il percorso evolutivo di Equiter, *holding* di partecipazioni che si sta affermando come uno dei più innovativi operatori del *Private Capital* in Italia, a valle di un lungo percorso di avvicinamento compiuto in venticinque anni di attività. Il nucleo originario dell'attuale Equiter risale a FIN.OPI, veicolo

societario creato dal San Paolo IMI nel 1998 per raggruppare le partecipazioni detenute nel settore delle concessioni pubbliche e poi trasformato in *holding* di investimento nel settore delle infrastrutture a seguito della nascita del Gruppo Intesa Sanpaolo nel 2006. Un primo punto di svolta per la società avviene nel 2008 con il cambio di denominazione in Equiter, a significare la nuova missione di investitore nel capitale di rischio di progetti territoriali, e con il lancio delle attività di *advisory* su fondi europei e fondi chiusi di matrice infrastrutturale. A partire dal 2015 ha inizio la trasformazione di Equiter in operatore di sviluppo territoriale con logiche di impatto, grazie all'ingresso nel capitale di alcune tra le maggiori fondazioni bancarie italiane: dapprima la *partnership* con la Fondazione Compagnia di San Paolo per la realizzazione di *Mission Related Investments* e successivamente il lancio del Progetto SIF (*Social Impact Finance*) con la Fondazione Cassa di Risparmio di Torino e la Fondazione Cassa di Risparmio di Cuneo. Nella seconda parte del Capitolo vengono analizzati alcuni progetti che hanno maggiormente connotato il percorso di sviluppo della società e che costituiscono solide premesse per un importante consolidamento negli anni a venire: il Fondo PPP Italia dedicato alle infrastrutture sociali, il Programma europeo JESSICA per la rigenerazione urbana, la *sub-holding* Equiter Energia per gli investimenti nel settore delle energie rinnovabili e il Fondo RIF per il supporto finanziario alla realizzazione di progetti di ricerca e innovazione.

Il Capitolo 3 propone un nuovo modello di investimento con missione orientata all'innovazione e all'impatto per lo sviluppo del territorio (approccio *social impact finance*), da realizzarsi su differenti ambiti di intervento (piattaforma *multi-asset*) secondo un disegno strategico integrato. Il modello delineato non è astrattamente analizzato ma trova concreta e attuale applicazione all'interno del Piano di Impresa 2022-2024 di Equiter: la consapevolezza del percorso svolto e dei risultati conseguiti dalla società ha aperto la strada a un progetto più ambizioso che consideri le attività caratteristiche di Equiter (investimenti diretti della *holding*, *advisory* di fondi comunitari, fondi chiusi infrastrutturali) non più come segregate e distinte, bensì altamente sinergiche se messe in relazione attiva e diretta, pur in ossequio alle rispettive peculiarità. L'intuizione affonda le proprie radici nella constatazione circa la cronica mancanza sul mercato italiano di operatori di matrice istituzionale con forti legami sul territorio, dotati di sufficiente flessibilità, con un approccio di capitale paziente attento alla crescita del tessuto imprenditoriale e in grado di servire differenti esigenze con strumenti adeguati alla tipologia di intervento. La prima parte del Capitolo definisce gli orientamenti strategici di riferimento (Europa, Innovazione, Conoscenza) per un compiuto posizionamento di Equiter come attore di riferimento nel *Private Capital* italiano che, attorno alla specializzazione infrastrutturale per la quale è più nota sul mercato, possa costruire una piattaforma *multi-asset* con caratteristiche assolutamente uniche nel panorama nazionale. La

seconda parte del Capitolo è invece dedicata all'analisi dei 6 cantieri operativi di lavoro di cui si compone l'implementazione del Piano d'Impresa lungo il triennio di riferimento, con la definizione delle azioni da intraprendere a livello di ciascuna *business unit* e altre attività ancillari di natura trasversale (integrazione di una *ESG policy*, creazione di un *Data Hub*, evoluzione del modello di servizio). L'implementazione in corso permette già di trarre indicazioni molto positive sulle scelte strategiche operate. Sono validi esempi in tal senso il lancio di un nuovo fondo infrastrutturale (Equiter Infrastructure), l'aggiudicazione come primo classificato di due bandi per la gestione di fondi PNRR nonché la strutturazione di un nuovo veicolo di investimento nel settore del *Venture Capital*.

L'originalità dell'elaborato è garantita dall'impegno in prima persona del candidato nella redazione del nuovo Piano di Impresa di Equiter, con responsabilità sulla definizione e attuazione della strategia di investimento diretto, ambito più caratterizzante della *holding*. Il progetto di ricerca si avvale di fonti documentali interne ed esterne che, opportunamente rielaborate e interpretate, hanno guidato il processo decisionale. Il lavoro è altresì arricchito da una costante e fitta collaborazione con centri di studio e di ricerca specialistici di primarie istituzioni, quali AIFI per le tematiche di *Private Capital*, la Direzione Studi e Ricerche di Intesa-Sanpaolo in relazione ai settori delle infrastrutture e della transizione ecologica, la Banca Europea per gli Investimenti con riferimento ai fondi europei e al PNRR, la Fondazione LINKS per l'analisi di progetti di innovazione e la Fondazione TIREZIA per l'analisi di profili di impatto.

# Indice

## **CAPITOLO 1** **1**

---

<b>IL PRIVATE CAPITAL</b>	<b>1</b>
1.1 GLI INVESTIMENTI ALTERNATIVI	1
1.1.1 Principali <i>asset class</i> di riferimento	3
1.1.2 Storia e dimensione del fenomeno	6
1.1.3 Attori di riferimento e modalità di investimento	9
1.1.4 Profilo di rischio e rendimento	11
1.1.5 Il Private Capital in Italia	15
1.2 TENDENZE PECULIARI IN ATTO	21
1.2.1 Impatto e innovazione	22
1.2.2 Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza	26
1.2.3 <i>Mid-Market</i>	29
1.2.4 Nicchie specialistiche ad elevata crescita	32
1.2.5 Piattaforme di aggregazione	35
1.2.6 Nuovi operatori emergenti	38
1.3 EVIDENZE SALIENTI E OPPORTUNITÀ	42

## **CAPITOLO 2** **43**

---

<b>LA HOLDING EQUITER</b>	<b>43</b>
2.1 PROFILO DELLA SOCIETÀ	43
2.1.1 Soci di riferimento	44
2.1.2 Missione	47
2.1.3 Modello di business	49
2.2 EVOLUZIONE STORICA	50
2.2.1 Nascita di FIN.OPI nel Gruppo Sanpaolo IMI	52
2.2.2 Evoluzione di FIN.OPI nel Gruppo Intesa Sanpaolo	56
2.2.3 Cambio di denominazione in Equiter	57
2.2.4 Progetto SIF e partnership con Compagnia di San Paolo	58

2.2.5 Ingresso della Fondazione CRT	62
2.2.6 Ingresso di Fondazione CRC	65
2.3 PROGETTI <i>FLAGSHIP</i>	68
2.3.1 Fondo PPP Italia	69
2.3.2 Programma JESSICA	73
2.3.2 Equiter Energia	76
2.3.4 Fondo RIF	79
2.4 VERSO UN MODELLO DI PIATTAFORMA <i>MULTI-ASSET</i>	83

---

## **CAPITOLO 3**

---

<b>UN NUOVO MODELLO DI SVILUPPO E POSIZIONAMENTO</b>	<b>85</b>
3.1 IL NUOVO PIANO INDUSTRIALE DI EQUITER	85
3.1.1 Raccordo con il precedente Piano di Impresa	87
3.1.2 Principi ispiratori	91
3.1.3 Linee guida e cantieri di lavoro	97
3.2 ADVISORY DI FONDI EUROPEI	100
3.2.1 Fondo di Fondi Ripresa e Resilienza Italia	101
3.2.2 Prospettive future dai Fondi Strutturali	107
3.3 INFRASTRUTTURE	109
3.3.1 Struttura del fondo Equiter Infrastructure II	111
3.3.2 Posizionamento del fondo Equiter Infrastructure II	114
3.3.3 Infrastrutture, Innovazione, Impatto	118
3.4 INVESTIMENTI DIRETTI	133
3.4.1 Venture Capital	136
3.4.2 Development capital	145
3.4.3 Transition Capital	149
3.5 ALTRE AZIONI DI SVILUPPO	154
3.5.1 Integrazione di una <i>ESG policy</i>	154
3.5.2 Sviluppo e implementazione di una <i>data strategy</i>	159
3.5.3 Evoluzione del modello di servizio	160
3.6 EVIDENZE PRELIMINARI DI VALIDITÀ DEL MODELLO	162

---

## **BIBLIOGRAFIA**

---

---

## **ELENCO DELLE FIGURE**

---

---

## **ELENCO DELLE TABELLE**

---

# Capitolo 1

## Il Private Capital

### 1.1 Gli investimenti alternativi

Gli investimenti alternativi, universalmente noti con il termine di *alternative assets*, si riferiscono ad una specifica categoria di attivi che non rientrano nelle tradizionali classi di investimento (azioni, obbligazioni o investimenti in liquidità) cui può accedere comunemente la maggior parte degli investitori, sia professionali che privati. A causa della loro natura alternativa, questi investimenti sono generalmente meno liquidi rispetto a quelli tradizionali, e possono richiedere un periodo di detenzione dello strumento più lungo prima che venga realizzato un valore materiale.

Gli investimenti tradizionali sono negoziati pubblicamente sui listini borsistici, quali il FTSE<sup>1</sup> e il NYSE<sup>2</sup>, dove le diverse categorie di investitori possono acquistare e vendere gli strumenti finanziari quotati. Questa tipologia di investimento è fortemente regolamentata da autorità finanziarie come la SEC (*Securities Exchange Commission*) o la FCA (*Financial Conduct Authority*).

Un investimento alternativo è un'attività finanziaria che non rientra in nessuna delle categorie di investimento tradizionali, mancando essenzialmente la trattazione su un listino borsistico e la conseguente possibilità di liquidare prontamente la posizione aperta. Gli investimenti alternativi sono complessi e soggetti a minore regolamentazione e obblighi informativi. Per questo motivo, la maggior parte degli

---

<sup>1</sup> FTSE (*Financial Times Stock Exchange*), indice azionario delle società quotate alla London Stock Exchange.

<sup>2</sup> NYSE (*New York Stock Exchange*), maggiore mercato azionario del mondo per capitalizzazione e per volume di scambi e secondo (dopo il Nasdaq) per numero di società quotate.

investimenti in attivi alternativi è detenuta da investitori istituzionali o individui accreditati e facoltosi (HNWI<sup>3</sup>).

La tabella seguente mostra le principali differenze tra gli investimenti alternativi e quelli tradizionali.

**Tabella 1** – Investimenti tradizionali e alternativi confronto

	<b>Tradizionali</b>	<b>Alternativi</b>
Liquidità	Investimenti liquidi (prezzo di mercato sui listini borsistici)	Investimenti largamente illiquidi (non prontamente smobilizzabili)
Investitori	Numerose tipologie che detengono l'investimento in modo passivo	Investitori specializzati che gestiscono attivamente l'investimento
Regolamentazione	Elevata regolamentazione	Limitata regolamentazione
Correlazione	Elevata correlazione con i listini di borsa	Esigua correlazione con i listini di borsa
Orizzonte temporale	Generalmente a breve termine, secondo opportunità di realizzo	Generalmente a medio-lungo termine, coerentemente con creazione di valore
Accesso	Aperto anche a investitori privati non qualificati	Prevalentemente riservato a investitori qualificati

Tra quelle indicate, le caratteristiche più esemplificative degli investimenti alternativi sono certamente il limitato grado di liquidità, l'approccio attivo nella gestione dell'investimento e la natura istituzionale o qualificata degli investitori.

<sup>3</sup> *High Net Worth Individuals.*

Con riguardo alla prima caratteristica, un attivo è definito illiquido quando ne risulti difficile la cessione a terzi attraverso un regolamento per cassa, come avviene invece con relativa facilità per gli strumenti quotati. Gli investimenti alternativi impongono infatti limitazioni temporali al riscatto del controvalore (*lock-up period*), entro i quali non è ammessa la liquidazione delle posizioni e con una durata mediamente pari a 10 anni o oltre.

La minore liquidità rappresenta una premessa fondamentale affinché il gestore abbia a disposizione un congruo arco temporale nel quale la strategia perseguita possa produrre i risultati attesi in termini di creazione di valore. Rispetto agli investimenti tradizionali, gli investitori assumono infatti un ruolo molto più attivo nella gestione della società o dell'attivo in cui investono, lavorando proattivamente per aumentarne il valore.

Infine, gli investimenti alternativi sono in genere disponibili solo per investitori istituzionali (es. fondi pensione, fondazioni e compagnie assicurative) o individui accreditati e qualificati in relazione al patrimonio disponibile oppure in base all'esperienza professionale maturata. Tale previsione, tra l'altro progressivamente smorzata a seguito di nuove riforme regolamentari, è volta prioritariamente a preservare il pubblico indistinto da posizioni di rischio tipiche di strumenti connotati da maggiore complessità e minore trasparenza.

### **1.1.1 Principali *asset class* di riferimento**

Pur in presenza di elementi comuni, quali quelli delineati nel precedente paragrafo, l'universo degli investimenti alternativi include in sé differenti *asset class* che differiscono tra loro per il profilo di rischio e per il sottostante dell'investimento.

In letteratura e nella prassi di mercato c'è sostanziale accordo nel ricomprendere le categorie indicate nella tabella seguente. Alcune banche d'affari sono solite ricomprendere negli investimenti alternativi anche altre categorie particolari (opere d'arte, *digital asset*, ecc.) non classificabili altrove.

**Tabella 2** – Investimenti alternativi: *asset class* di riferimento e perimetro del *Private Capital*

	<b>Asset class</b>	<b>Ambito di investimento</b>	<b>Principali Segmenti</b>
Private Capital in senso stretto	Private Equity	Partecipazioni in società private con adeguato grado di maturità	<i>buyout, expansion, replacement, turnaround</i>
	Venture Capital	Partecipazioni in società in fase iniziale di sviluppo ( <i>start-up</i> ) con elevate prospettive di crescita	<i>seed, early stage, late stage</i>
	Private Debt	Emissioni obbligazionarie o acquisizione di portafogli di crediti	<i>direct lending, leverage loans, distressed debt/NPL</i>
	Infrastructure	Attivi fisici essenziali per lo sviluppo economico (energia, trasporti, ospedali, telecomunicazioni, ecc.)	<i>greenfield, brownfield</i>
Altri investimenti alternativi	Real Estate	Immobili (residenziale, uffici, industriale, logistica, ecc.)	<i>core, core plus, value added, opportunistic</i>
	Natural Resources	Produzione o estrazione di materie prime e risorse naturali	<i>commodities, agriculture, timberland, water, metals, mining</i>
	Hedge Funds	Principalmente strumenti quotati (società, valute, derivati, ecc.) sfruttando disallineamenti di mercato	<i>long/short, arbitrage, event-driven, global macro, activist</i>
	Altri alternativi	Altri ambiti non classificabili nelle principali macrocategorie (es. investimenti in opere d'arte)	<i>art, crypto currency, NFT</i>

Il *Private Equity*, ossia l'acquisizione di quote di partecipazione in società non quotate e con risultati consolidati, è senza dubbio l'ambito più noto e dimensionalmente più importante. Da esso si distingue il *Venture Capital* che si focalizza sull'investimento in società in fase iniziale di sviluppo e con forti prospettive di crescita (*start-up*). Il termine *Infrastructure* designa invece quel complesso di beni capitali che, pur non utilizzati direttamente nel processo produttivo, forniscono una serie di servizi indispensabili per il funzionamento del

sistema economico (es. strade, linee ferroviarie, porti, scuole, ospedali, ecc.). Tutti gli ambiti citati ricadevano in passato sotto l'unica definizione di *Private Equity*, essendo comunque l'oggetto di intervento una acquisizione di partecipazioni in società non quotate, mentre oggi prevale l'utilizzo di una terminologia differenziata per l'ambito settoriale ed il ciclo di vita dell'impresa.

Con il termine *Private Debt* si indica una vasta gamma di strumenti di finanziamento con capitale di debito, dalle obbligazioni societarie con vario grado di subordinazione sino all'acquisizione di crediti non performanti, che sono sottoscritti da investitori istituzionali attraverso canali extra-bancari. Tali strumenti sono diventati negli ultimi anni sempre più centrali per il finanziamento di PMI<sup>4</sup> dinamiche e in rapida crescita, imprese che oggi riscontrano crescenti difficoltà ad accedere ai tradizionali canali creditizi, spesso più focalizzati sulle imprese di grande dimensione.

Il termine *Real Estate* indica tutto ciò che riguarda il mondo degli investimenti immobiliari, avendo ad oggetto diverse categorie di immobili (terreni grezzi, residenziali, industriali, commerciali e ad uso speciale). Il *Real Estate* si distingue dall'*Infrastructure* per la mancanza del carattere di essenzialità del progetto di investimento, proprio della definizione di infrastruttura, avendo dunque a oggetto interventi su singoli immobili la cui valenza è limitata ad un numero ristretto di fruitori. Le *asset class* dell'*Infrastructure*, del *Real Estate* e delle *Natural Resources*, quest'ultima dedicata ad investimenti in materie prime e risorse minerarie, vengono solitamente raggruppate sotto la definizione di *real assets* per sottolineare il valore intrinseco del sottostante dell'investimento, un attivo fisico e tangibile appunto, in contrapposizione alle altre forme di investimento che vertono invece su attivi intangibili di natura finanziaria, quali ad esempio un accordo contrattuale a lungo termine.

Gli *Hedge Fund* rappresentano una categoria a parte in quanto, benché rientranti a buon titolo negli investimenti alternativi, sono soliti investire prevalentemente in strumenti quotati. Recepiti nell'ordinamento italiano con il termine di "fondi speculativi", essi hanno un obiettivo legato al raggiungimento di un rendimento assoluto, anche quando i mercati finanziari sono in fase discendente, mettendo in campo particolari strategie come la vendita allo scoperto e l'attivazione della leva finanziaria.

---

<sup>4</sup> PMI, Piccole e Medie Imprese.

In seno agli investimenti alternativi è però possibile enucleare una definizione più restrittiva, quella dei mercati privati (*Private Market* o *Private Capital*<sup>5</sup>) che esclude tutti gli investimenti strettamente non disponibili su mercati quotati (*Public Market*). Ecco allora che dalle citate categorie viene certamente meno l'*asset class* degli *Hedge Fund*, in quanto molte delle strategie alla base dello strumento si fondano sulla compravendita di strumenti quotati, quali azioni o obbligazioni trattate sui listini borsistici. Lo stesso potrebbe dirsi a ragione con riferimento all'*asset class* delle *Natural Resources*, poiché la maggior parte delle materie prime gode di mercati sufficientemente liquidi e organizzati. Al netto di queste rettifiche, il perimetro di riferimento dei mercati privati si viene dunque a comporre di un nucleo più ristretto di categorie (*Private Equity*, *Venture Capital*, *Private Debt*, *Real Estate*, *Infrastructure*) che hanno in comune almeno un paio di caratteristiche univoche: un forte legame con l'economia reale, di cui sono preziosi strumenti di sviluppo, e un approccio attivo da parte dei gestori, essenziale per il processo di creazione di valore.

### 1.1.2 Storia e dimensione del fenomeno

Sebbene il termine *alternative asset* sia relativamente recente, le categorie di investimento in esso ricomprese non sono in realtà un fenomeno nuovo. I primi esempi si possono infatti già datare a metà dell'Ottocento, quando l'emergente borghesia iniziò a investire in importanti progetti infrastrutturali durante la Rivoluzione Industriale, quali la realizzazione delle prime linee ferroviarie su grandi distanze. A causa delle restrizioni al tempo imposte al sistema bancario, gli investimenti furono largamente finanziati da privati individui e famiglie facoltose.

All'inizio del '900 fu la volta del primo *leveraged buyout*<sup>6</sup>, realizzato dalla banca americana JP Morgan che acquisì la compagnia industriale Carnegie Steel per creare il conglomerato United States Steel, strutturando una operazione basata su forte ricorso alla leva finanziaria. Nel 1907 fu fondato il primo esempio di *family office* (Bessemer Trust) per la gestione di patrimoni personali. A metà del '900 ci fu un ulteriore passo in avanti nella creazione di nuovi strumenti finanziari, in particolare negli Stati Uniti, con il lancio del primo fondo di *Venture Capital* (American Research & Development Corporation and J.H. Whitney & Co.) e del primo fondo di fondi (Investors Overseas Services).

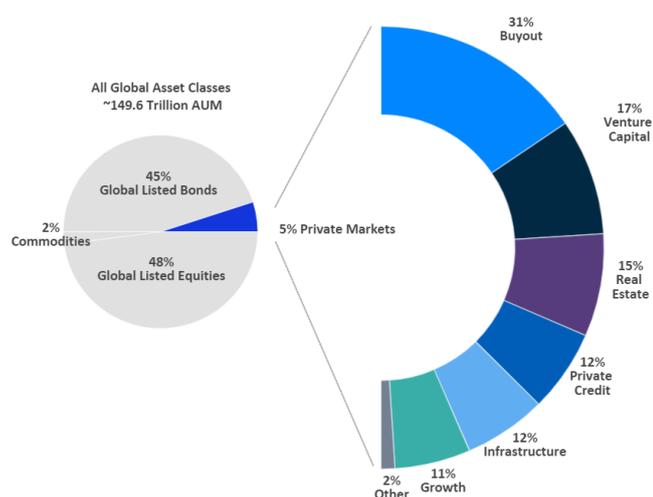
---

<sup>5</sup> Preqin fornisce la seguente definizione di mercati privati: "*Private capital is the umbrella term for investment, typically through funds, in assets not available on public markets. Preqin defines private capital as private investments encompassing the following asset classes: private equity, venture capital, private debt, real estate, infrastructure, and natural resources*".

<sup>6</sup> Operazione di acquisto di una società ricorrendo principalmente all'indebitamento.

La crescita degli investimenti alternativi ebbe una accelerazione molto significativa nella seconda metà del XX secolo, grazie alla necessità di ricostruzione durante il periodo post-bellico che vide la nascita di svariati operatori specializzati in operazioni di *Private Equity* e *Venture Capital*. La crisi finanziaria del 1974 fu poi un propellente per la crescita del settore, grazie a cambiamenti normativi attuati dal governo statunitense in favore dell'introduzione di misure che consentirono ai fondi pensione l'investimento in attività più rischiose, quali quelle dei mercati privati a supporto dell'economia reale. Gli anni '80 furono dominati da un crescente numero di acquisizioni con ricorso sistematico alla leva finanziaria, rendendo il *Private Equity* sempre più presente nei portafogli dei grandi investitori istituzionali e gettando le basi per l'industria moderna che oggi conosciamo.

Il volume degli attivi in gestione (*asset under management*), cumulato per le varie categorie rientranti nella definizione restrittiva di *Private Market*, ha superato stabilmente i 10 trilioni di dollari. La cifra è certamente ragguardevole, in continua ascesa e accelerazione, basti pensare che il valore è triplicato nel decennio 2010-2020 e che nel solo 2022 è cresciuto di un terzo rispetto all'anno precedente. Tuttavia, i mercati privati rappresentavano nel 2020 soltanto il 5% dell'intero universo investibile, ancora largamente dominato dalle azioni e dalle obbligazioni quotate<sup>7</sup>. Il *Private Market* ha pertanto davanti a sé importanti prospettive nei prossimi anni, con stime di crescita composta annua delle masse gestite dell'ordine del 10%, tendenza che porterebbe il peso relativo sull'universo investibile al 10%<sup>8</sup>.



**Figura 1** – *Private Market*: peso sulle masse gestite globali (Adams Street 2021)

<sup>7</sup> Preqin, McKinsey Global Private Markets Review 2021. As of June 30, 2020. Global listed equities: MSCI ACWI All Cap Index. Global listed bonds: Bloomberg Barclays.

<sup>8</sup> PricewaterhouseCoopers, "Private Markets Forecast to Grow to \$4.9TN Globally by 2025 and Make up 10% of Global Aum", January 13, 2021.

L'asset class più rappresentata rimane stabilmente quella del *Private Equity*, grazie in particolare a rendimenti superiori e costanti nel tempo del segmento *buyout*, che da solo vale un terzo dell'intero *Private Market*. I vari segmenti del *Private Equity* e del *Venture Capital* rappresentano congiuntamente circa due terzi del totale, con conseguenti interessanti margini prospettici di crescita anche per le altre *asset class* emergenti.

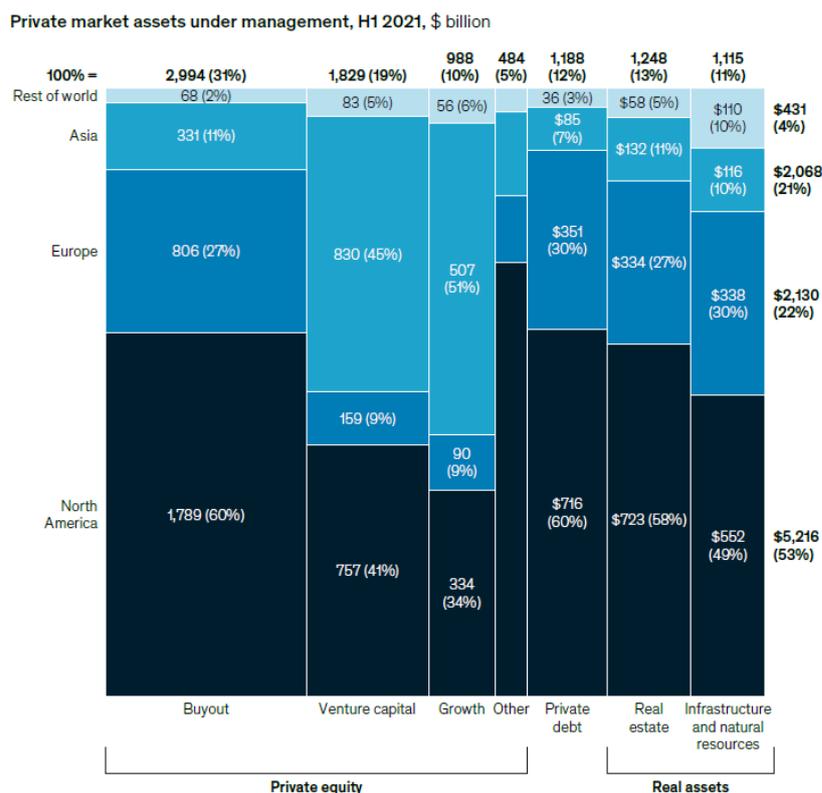


Figura 2 – Private Market: attivi in gestione (McKinsey 2022)

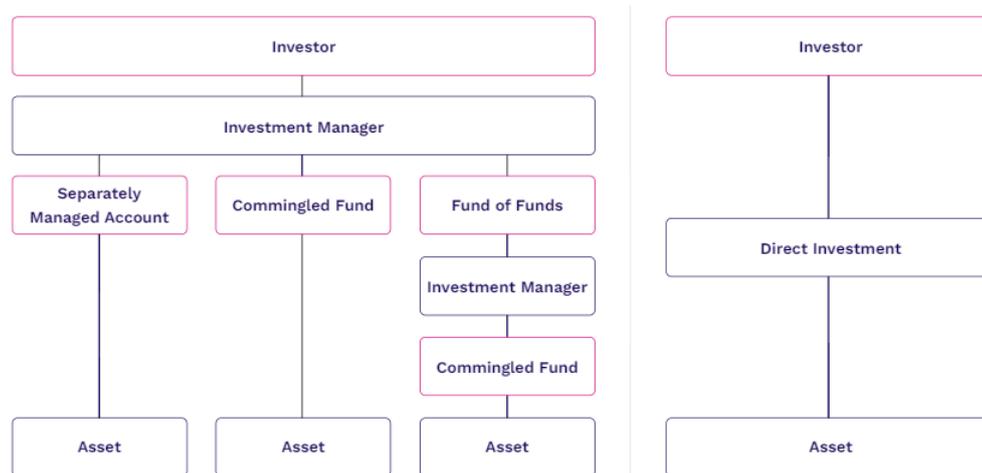
Una delle *asset class* cresciute più rapidamente in anni recenti è quella infrastrutturale. A conferma della crescente popolarità nei portafogli degli investitori, basti citare che a livello globale il *fund raising* di settore è cresciuto ad un tasso composto annuo di circa il 25% nel periodo 2020-2022. È stato però a partire dal 2016 che si è assistito ad una accelerazione sia nell'ammontare della raccolta annua (da 60 miliardi di dollari nel 2015 a oltre 180 miliardi di dollari nel 2022) sia nel numero di operatori attivi (da una quarantina nel 2015 a quasi 130 nel 2022)<sup>9</sup>.

<sup>9</sup> Hamilton Lane, rielaborazione di dati Cobalt al 12 gennaio 2023.

### 1.1.3 Attori di riferimento e modalità di investimento

L'accesso agli investimenti dei mercati privati è tipicamente strutturato nella modalità della *limited partnership* con gli investitori istituzionali (es. fondi pensione, casse previdenziali, fondazioni, compagnie di assicurazione), denominati appunto *Limited Partners (LPs)* per via della loro responsabilità limitata al capitale impegnato nel ruolo di soci accomandanti. D'altro canto, i *General Partners (GPs)* sono invece i soggetti che hanno in capo la gestione operativa degli investimenti (soci accomandatari), pertanto richiamano e impiegano il capitale sottoscritto da parte dei *LPs*.

Differentemente dai mercati pubblici, i gestori del *Private Market* rivestono un ruolo attivo nelle società e negli attivi detenuti in portafoglio. La natura, la dimensione e la struttura degli investimenti possono variare sensibilmente a seconda delle *asset class*, generalmente però il gestore contribuisce direttamente agli aspetti strategici dell'investimento, al fine di favorirne la creazione di valore attraverso opportunità di crescita, con l'obiettivo di assicurare un rendimento predeterminato per i propri investitori entro un arco temporale definito. L'investimento può essere realizzato in modo diretto o indiretto, potendo configurarsi in quest'ultimo caso secondo alcune modalità tipiche.



**Figura 3** – *Private Market*: differenti modalità di investimento (Prequin)

La modalità più diffusa sul mercato internazionale è quella del fondo di investimento (*commingled fund*), dove il gestore (*GP*) effettua una raccolta di adesioni presso una pluralità di investitori (*LPs*). In Italia la configurazione di riferimento è quella del fondo mobiliare chiuso per la gestione di investimenti

alternativi (FIA<sup>10</sup>), la cui gestione è in capo a soggetti regolamentati e titolari di specifiche autorizzazioni (GEFIA<sup>11</sup>), tipicamente una Società di Gestione del Risparmio (SGR). Una modalità più semplificata si può riscontrare qualora un singolo investitore incarichi un gestore per realizzare una determinata strategia di investimento attraverso una gestione separata (*separately managed account*), venendosi in questo caso a delineare un rapporto bilaterale avente ad oggetto un patrimonio segregato e distinto rispetto ad altri mandati di gestione in capo al *fund manager*. Dal punto di vista dell'investitore, una valida alternativa alla sottoscrizione di quote di un fondo chiuso è quella di optare per un fondo di fondi (FoF<sup>12</sup>), ossia di investire in un portafoglio di fondi con maggiore beneficio in termini di diversificazione, potendo scommettere sulle competenze di gestori differenti pur all'interno della medesima *asset class*.

**Tabella 3** – Fondo chiuso: vantaggi e svantaggi delle modalità di investimento alternative

	<b>Vantaggi</b>	<b>Svantaggi</b>
<b>Fondo di fondi</b> ( <i>Fund of Funds</i> )	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ maggiore grado di diversificazione</li> <li>▪ minore rischiosità e volatilità</li> <li>▪ esperienza del <i>fund manager</i> nella selezione</li> <li>▪ accesso ai migliori fondi e gestori</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ maggiori costi di gestione (<i>management fee</i>)</li> <li>▪ minore trasparenza (visibilità su andamento dei singoli investimenti nei fondi di riferimento)</li> </ul>
<b>Gestione separata</b> ( <i>Separately Managed Account</i> )	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ gestione altamente personalizzata sulle richieste dell'investitore</li> <li>▪ elevato livello di trasparenza e controllo</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ soglia di accesso (dimensione minima del patrimonio che giustifichi costi e diversificazione)</li> </ul>
<b>Investimento diretto</b> ( <i>Direct Investment</i> )	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ maggiore controllo del processo decisionale</li> <li>▪ minori costi di gestione (<i>management fee</i>)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ necessità di team interno competente e di soglia minima di investimento</li> <li>▪ limitato grado di diversificazione</li> <li>▪ maggiori costi operativi (<i>origination</i> ed <i>execution</i> delle transazioni)</li> </ul>

<sup>10</sup> Fondi di investimento alternativo, così definiti da Banca d'Italia: "Fondi comuni di investimento, Sicav e Sicaf che non rientrano nella categoria degli OICVM e che non sono armonizzati a livello europeo (salvo gli EuVECA, gli EuSEF e gli ELTIF)".

<sup>11</sup> Gestore di fondi di investimento alternativo, così definito da Banca d'Italia: "Società autorizzata alla gestione di FIA in Italia (SGR, Sicaf, Sicav), in uno Stato dell'UE diverso dall'Italia (GEFIA UE), ovvero in uno Stato non appartenente all'UE (GEFIA non UE)".

<sup>12</sup> Fund of Funds.

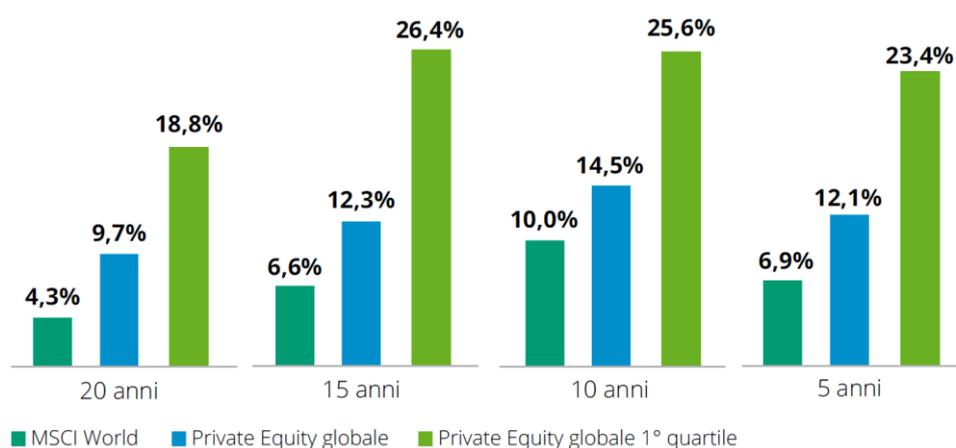
L'investimento diretto (*direct investment*) si configura quando l'investitore acquista una quota di una società o di un attivo senza far ricorso ad un *fund manager* o ad un veicolo di investimento con struttura equivalente ad un fondo. Si tratta di una modalità cui ricorrono tendenzialmente solo gli investitori dotati di una certa dimensione e di una adeguata esperienza su determinati ambiti di investimento. L'investimento diretto è comunque la modalità di elezione tipica delle *holding* di partecipazioni, che stanno tornando a riscuotere crescente interesse come poli di aggregazione di investitori di differente matrice che condividono una medesima strategia di investimento.

### 1.1.4 Profilo di rischio e rendimento

Gli investimenti nei mercati privati presentano certamente dei punti di attenzione, tra i quali vanno sottolineati principalmente:

1. minore trasparenza, in quanto trattandosi di società non quotate le informazioni disponibili sono esigue e conseguentemente è necessario un approfondimento mirato (*due diligence*) che richiede competenze specialistiche;
2. minore liquidità, in quanto il rationale di investimento risiede in un percorso di creazione di valore che si estende su più anni e non permette generalmente una uscita anticipata per gli investitori che abbiano esigenze di liquidità.

A parziale mitigazione della portata dei citati limiti, va peraltro notato come gli studi di finanza comportamentale abbiano dimostrato che investire in società conosciute, quali le società quotate in borsa, sia in genere una "scorciatoia mentale" in grado di generare l'illusione di avere un maggiore controllo, che in realtà l'investitore spesso non possiede. Inoltre, vari studi dimostrano come gli attivi illiquidi abbiano ottenuto storicamente risultati migliori rispetto alle equivalenti *asset class* liquide, grazie al cosiddetto premio di illiquidità. In altri termini, il maggiore rendimento conseguito non è giustificato da un maggiore profilo di rischio, bensì dalla minore liquidità rispetto ad altre tipologie di investimenti quotati, liquidi per definizione.



**Figura 4** – *Private Market*: premio di illiquidità (Cambridge Associates)

A fronte di una relativa minore liquidità e trasparenza, gli investimenti nei mercati privati godono però di una crescente popolarità nell'*asset allocation* degli istituzionali grazie alla loro capacità di generare un miglioramento sostanziale ottenibile nella frontiera efficiente di portafoglio attraverso l'ottimizzazione del rendimento assoluto e il contenimento del rischio. Un recente sondaggio<sup>13</sup>, condotto presso un ampio campione di investitori istituzionali internazionali, mostra come l'investimento nei mercati privati sia guidato da alcuni *driver* di riferimento, spesso comuni alla gran parte delle *asset class* considerate.



**Figura 5** – Investimenti alternativi: rationale degli investitori istituzionali (Preqin)

<sup>13</sup> Preqin (2023).

La diversificazione è universalmente riconosciuta come il principale beneficio conseguente all'inserimento di queste *asset class* all'interno del portafoglio di investimento. La circostanza per cui i fondi chiusi, illiquidi per definizione, investano in società non quotate secondo un orizzonte temporale di medio termine, rende questi strumenti meno legati alla volatilità di breve termine tipica del *public market* e permette di ottenere un importante beneficio in termini di diversificazione. Quest'ultima è dunque un fattore direttamente abilitante di ulteriori benefici ricercati dall'investitore, quali la minore correlazione con altre attività e la riduzione della volatilità complessiva del portafoglio.

La ricerca di un rendimento assoluto è un obiettivo altrettanto caratterizzante, nonché strettamente connesso al già citato premio di illiquidità: il minore profilo di liquidità richiede il conseguimento di rendimenti prospettici più elevati, a compensazione di una detenzione più lunga dello strumento in portafoglio. Il *Private Equity* è l'*asset class* in cui questo obiettivo è ricercato con maggiore frequenza, grazie alla stabilità degli extra rendimenti storicamente conseguiti, pur con un profilo di rischio non necessariamente più elevato rispetto ad altre *asset class* (si pensi al *Venture Capital* in particolare). Non va comunque trascurata la dispersione dei risultati conseguiti dai singoli gestori, laddove il primo quartile dei migliori è solito distanziare in modo significativo tutti gli altri (oltre dieci punti percentuali a favore del primo quartile dei fondi di *Private Equity* a livello globale secondo un orizzonte temporale decennale), a conferma di quanto una efficiente diversificazione di portafoglio e il conseguimento di rendimenti superiori sia dipendente, in ultima istanza, dalla selezione dei migliori gestori.

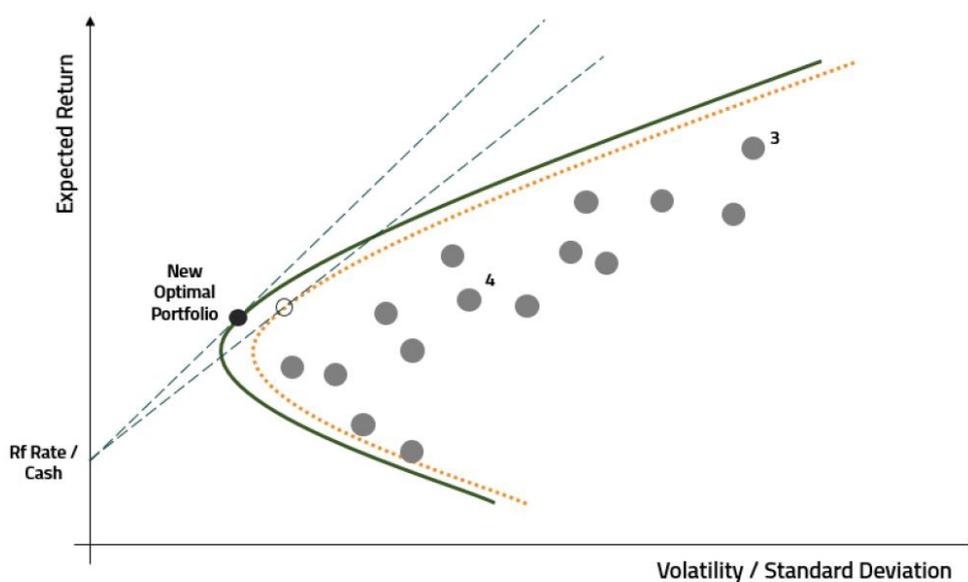
Un'altra importante ragione che spesso guida la scelta di investire nei mercati privati è la protezione contro le dinamiche inflattive, al pari della ricerca di un rendimento stabile, come avviene principalmente con riguardo all'*Infrastructure* e al *Real Estate*. In generale, gli investimenti nel *Private Market* ben si prestano al raggiungimento di questo obiettivo grazie alle loro caratteristiche peculiari:

1. orizzonte di investimento di medio-lungo termine;
2. diversificazione degli investimenti su diversi cicli economici;
3. flussi di cassa generalmente legati ai tassi di interesse e all'inflazione.

I rendimenti sono generalmente influenzati dall'evoluzione del contesto inflattivo, sovraperformando in scenari di *soft landing* e soffrendo invece di una maggiore volatilità in scenari di *hard landing* o di situazioni particolari in cui si verificano congiuntamente contrazione dell'economia e inflazione. In caso di *soft landing*, laddove crescita economica ed inflazione rientrino nei loro livelli di equilibrio secondo il *consensus* di mercato, i mercati privati possono faticare nel raggiungere risultati soddisfacenti. Diversamente, se la crescita dell'economia

subisce battute di arresto o volge verso una recessione più duratura, solo alcune *asset class* come l'*Infrastructure* e il *Private Debt* sono in grado di offrire una valida protezione. Infine, in uno scenario di stagflazione<sup>14</sup> può essere maggiormente premiante l'allocazione sul *Real Estate* e sul mondo delle risorse naturali.

Tutti i benefici indicati si sintetizzano, nella prospettiva dell'investitore, in una ottimizzazione della frontiera efficiente del portafoglio di investimento. L'introduzione di *asset class* quali il *Private Equity* e l'*Infrastructure* all'interno del portafoglio, in parziale sostituzione alla classica allocazione (60% azioni e 40% obbligazioni) alla base della moderna teoria di portafoglio, permette infatti maggiori combinazioni possibili nel portafoglio grazie alla presenza di attivi che non sono correlati agli altri strumenti quotati. Il risultato che ne consegue, come sintetizzato nell'illustrazione grafica seguente, è uno spostamento a sinistra della frontiera efficiente del portafoglio, a significare l'assunzione di un profilo di rischio inferiore (volatilità) in relazione ad un obiettivo di rendimento.



**Figura 6** – *Private Market*: beneficio sulla frontiera efficiente (Time Partners)

<sup>14</sup> Combinazione dei termini stagnazione ed inflazione, indica la situazione nella quale sono contemporaneamente presenti nel mercato sia un aumento generale dei prezzi (inflazione), sia una mancanza di crescita dell'economia in termini reali (stagflazione economica).

### 1.1.5 Il Private Capital in Italia

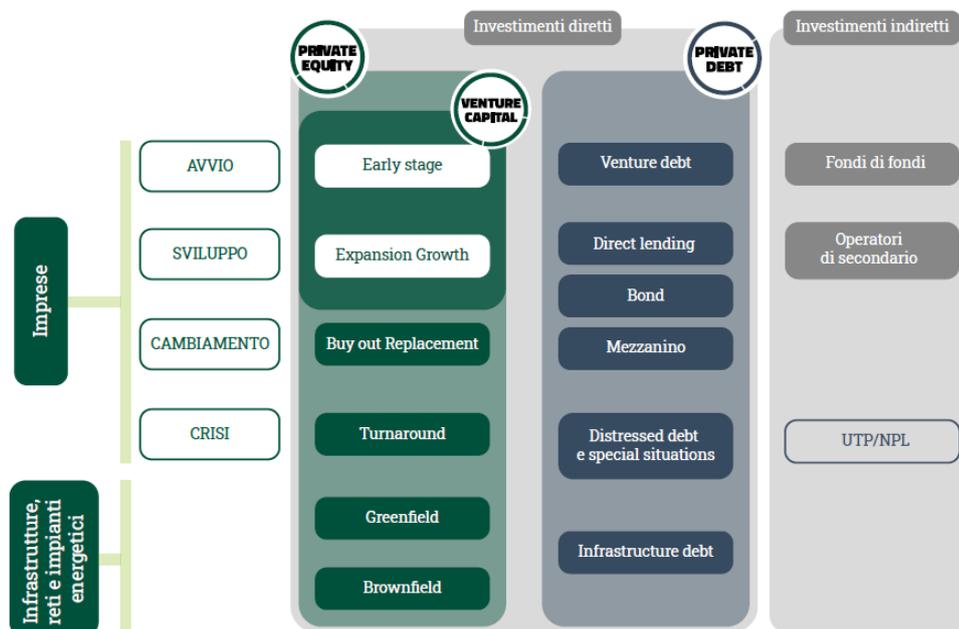
Il contesto italiano, seppure con il consueto ritardo rispetto a paesi con un sistema finanziario più sviluppato, è stato anch'esso contraddistinto in anni recenti da una importante crescita del *Private Capital*<sup>15</sup>, sia in termini di interesse da parte degli investitori istituzionali domestici che in relazione ai volumi delle transazioni realizzate.

A conferma del fenomeno vi è anche l'evoluzione osservata nel perimetro di riferimento di AIFI<sup>16</sup>, l'associazione che storicamente rappresenta gli operatori attivi nei mercati privati in Italia, passata progressivamente da un focus quasi esclusivo sul *Private Equity* all'accoglimento delle altre *asset class* includibili nella definizione più stringente di mercati privati e cresciute in modo sostanziale nell'ultimo decennio, quali il *Venture Capital*, il *Private Debt* e l'*Infrastructure*. AIFI rappresenta dunque il punto di riferimento italiano per il *Private Capital*, mappando e monitorando costantemente l'evoluzione del settore grazie ad una solida presenza di associati in rappresentanza di operatori di varia estrazione e operatività. L'universo del *Private Capital* definito da AIFI si compone di differenti segmenti di intervento, definiti dall'incrocio tra la natura del *target* che è oggetto di investimento (impresa o infrastruttura), la tipologia dell'intervento (capitale di rischio o di debito) e la modalità di realizzazione del medesimo (investimento diretto o indiretto).

---

<sup>15</sup> Nonostante la sostanziale equivalenza dei termini, AIFI predilige l'utilizzo del termine *Private Capital* in luogo di *Private Market*, più utilizzato a livello internazionale.

<sup>16</sup> AIFI nasce nel maggio del 1986 per sviluppare, coordinare e rappresentare, in sede istituzionale, i soggetti attivi sul mercato italiano nel *private equity* e nel *venture capital*. Dal 2014, l'Associazione ha esteso ai fondi di *private debt* l'opportunità di aderire, divenendo Associazione Italiana del *Private Equity*, *Venture Capital* e *Private Debt*. Oltre a rappresentare i propri associati a livello istituzionale ed essere un punto di riferimento per le principali analisi e ricerche in tema di investimenti alternativi, svolge un importante ruolo di diffusione culturale in materia di mercati finanziari.



**Figura 7** – *Private Capital*: segmenti di riferimento in Italia (AIFI)

L'investimento nel capitale di rischio di imprese permette di distinguere sostanzialmente il *Venture Capital* in senso stretto, proprio della fase di avvio di nuove iniziative imprenditoriali con elevate prospettive di crescita (*early stage*), dai vari segmenti rientranti nell'attività classica di *Private Equity*. Con riguardo a quest'ultimo, è infatti possibile distinguere interventi volti al finanziamento dello sviluppo incrementale di imprese già sufficientemente consolidate (*expansion/growth*), da quelli aventi ad oggetto imprese mature con flusso di cassa stabile e soggette a cambiamenti nella compagine societaria che portino alla cessione della maggioranza a fondi specialistici (*buyout*) oppure a piani di successione (*replacement*). Una categoria a parte è infine quella relativa alla gestione di situazioni speciali, come la ristrutturazione di imprese in crisi con l'obiettivo di rilanciarne l'attività (*turnaround*).

L'investimento in infrastrutture in senso ampio, inclusivo anche delle reti e degli impianti energetici, si distingue principalmente in base alla maturità dell'iniziativa sottostante: il segmento *greenfield* contraddistingue le infrastrutture ancora da realizzare o in fase iniziale di costruzione, comportando per l'investitore il finanziamento delle spese in conto capitale (*CapEx*), mentre quello *brownfield* ha ad oggetto infrastrutture già pienamente in attività e generatrici di un flusso di cassa, che possono essere oggetto di cessione sul mercato secondario.

Il *Private Debt* segue una dinamica simile ma focalizzandosi sull'erogazione di capitale di debito, con strumenti adattati alla fase di sviluppo dell'impresa: il *venture debt* per la fase di avvio, i prestiti obbligazionari o mini-bond (*direct lending e bond*) per le fasi di sviluppo, i finanziamenti *mezzanine* con clausole di conversione in *equity* principalmente nelle fasi di cambiamento, quali il passaggio generazionale, e altri finanziamenti strutturati con logiche simili alla finanza di progetto per il mondo infrastrutturale (*infrastructure debt*).

Per ciò che concerne infine gli investimenti indiretti, i principali strumenti disponibili sono quelli relativi ai fondi di fondi (investimento in un portafoglio di fondi) o agli operatori di mercato secondario (acquisizione di quote di fondi da terze parti). Esclusivamente sul versante del debito, negli ultimi anni sono nati operatori specializzati nella gestione e nella valorizzazione di portafogli di crediti problematici (*UTP/NPL*<sup>17</sup>), generalmente acquisiti in blocco da banche o operatori finanziari.

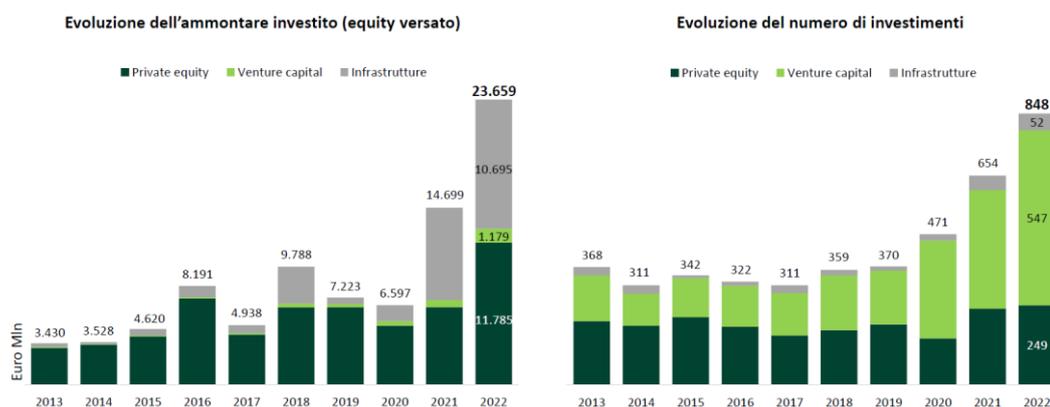
I dati consuntivi 2022 di AIFI<sup>18</sup> sul mercato del *Private Equity*, del *Venture Capital* e delle Infrastrutture fotografano un ruolo sempre più importante della finanza alternativa in seno all'economia reale italiana: sono circa 2.000 le aziende in portafoglio ai fondi che occupano oltre mezzo milione di dipendenti e generano un fatturato annuo complessivo pari a 200 miliardi di euro, equivalente al PIL del Portogallo e al fatturato aggregato dell'intero settore agroalimentare italiano.

Nel 2022 sono stati investiti 23,7 miliardi di euro in 848 operazioni, con una crescita del 60% rispetto al 2021 che rappresenta un massimo storico. Tale valore è in controtendenza con il dato mondiale che ha invece visto una contrazione dell'ammontare investito rispetto al record raggiunto nel 2021. A sostegno del mercato italiano ha contribuito principalmente il segmento delle infrastrutture, con alcune operazioni di dimensione significativa concluse nel 2022 nel settore autostradale e delle telecomunicazioni.

---

<sup>17</sup> L'acronimo UTP sta per *unlikely to pay*, definiti da Banca d'Italia come "crediti erogati a debitori le cui difficoltà di rimborso possono essere superate attraverso la ristrutturazione della posizione debitoria o la concessione di nuova finanza". L'acronimo NPL sta per *non-performing loans*, definiti da Banca d'Italia come "esposizioni verso soggetti che, a causa di un peggioramento della loro situazione economica e finanziaria, non sono in grado di adempiere in tutto o in parte alle proprie obbligazioni contrattuali".

<sup>18</sup> Convegno annuale AIFI "Il Private Capital nel mondo: processi di internazionalizzazione" (20 marzo 2023).

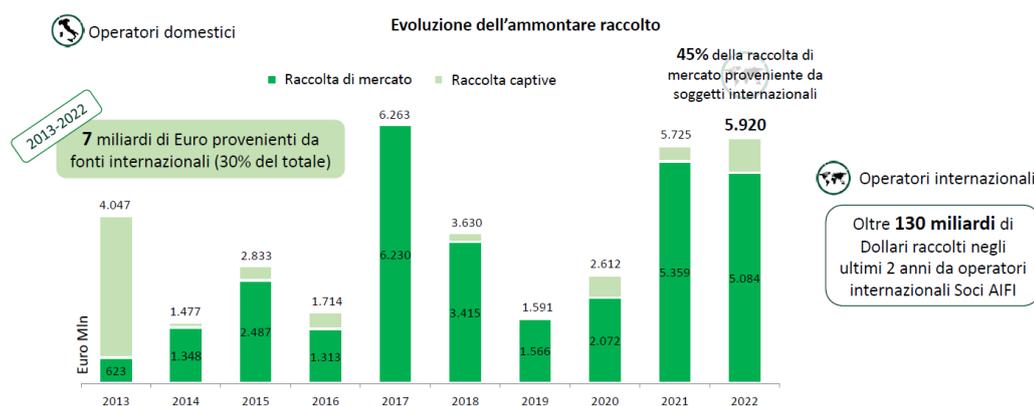


**Figura 8** – *Private Capital*: ammontare investito e numero di transazioni in Italia (AIFI)

Cresce anche il numero delle operazioni di ammontare superiore ai 150 milioni di euro, così come le operazioni nel segmento delle infrastrutture, 52 in totale (+16%) per un ammontare investito pari a 10,7 miliardi di euro (+39%). L'ammontare investito in *buyout*, storicamente il più rilevante, è raddoppiato attestandosi a 11 miliardi di euro, con 185 operazioni realizzate nel 2022 (+16%). A fronte della crescita delle operazioni di maggioranza, è invece ancora diminuita l'attività nel segmento *expansion*, attestatosi a 483 milioni di euro (-44%) investiti in 46 operazioni (-23%), a conferma della cronica mancanza di un sufficiente numero di operatori specializzati in operazioni in sinergia con imprenditori per accompagnare la crescita di PMI di minore dimensione<sup>19</sup>.

Pur in un contesto di mercato caratterizzato da instabilità di vario genere (onda lunga della pandemia COVID-19, conflitti bellici, spinte inflattive, rialzo dei tassi, ecc.), la raccolta nel 2022 è stata di 5,9 miliardi di euro, in leggera crescita rispetto all'anno precedente (+3%) e non lontana dal massimo dell'ultimo decennio raggiunto nel 2017.

<sup>19</sup> In occasione della presentazione dei dati AIFI 2022, il Presidente Innocenzo Cipolletta ha dichiarato: "Se da un lato vediamo la crescita degli investimenti soprattutto da parte di questi operatori, dall'altro non possiamo non notare che serve un'azione sistemica delle Istituzioni per spingere la crescita dei fondi italiani per numero e dimensione, permettendo così la nascita di nuovi soggetti che possano investire anche in quote di minoranza, e nelle attività di turnaround che nel 2022 ha visto solo concludersi solo nove operazioni".



**Figura 9 – Private Capital: andamento della raccolta in Italia (AIFI)**

Un altro dato positivo è la crescente presenza degli operatori non domestici nel *Private Capital* italiano: il 27% dei soci AIFI a fine 2022 erano internazionali e hanno raccolto oltre 130 miliardi di dollari negli ultimi due anni. Il peso degli operatori internazionali sull'ammontare investito in Italia è in forte ascesa, in particolare nel biennio 2021-2022 gli operatori di matrice estera hanno investito 27 miliardi di euro nelle imprese italiane su un totale di 57 miliardi di euro impegnati nell'arco di dieci anni, a conferma dell'attrattività delle imprese di eccellenza del tessuto imprenditoriale italiano.

Permangono invece ancora ampi margini di miglioramento in termini di raccolta presso gli investitori istituzionali – quali le casse di previdenza, i fondi pensione, le assicurazioni e le fondazioni bancarie – in quanto le varie *asset class* del *Private Capital* sono ancora poco conosciute e presenti nei portafogli dei *Limited Partners* basati in Italia. Oltre la metà della raccolta complessiva nel 2022 rimane saldamente in capo a investitori di matrice assicurativa/previdenziale o bancaria, quest'ultima destinata a essere in prospettiva sempre più residuale alla luce del crescente assorbimento di capitale sul patrimonio di vigilanza. Un sondaggio<sup>20</sup> condotto presso gli attori chiave del sistema previdenziale italiano (casse di previdenza, fondi pensione preesistenti e fondi pensione negoziali) stima una allocazione sul *Private Capital* pari all'11% del patrimonio complessivo. Poiché si tratta della categoria di investitori più rappresentativa sul totale, tale percentuale è presumibilmente destinata a scendere una volta incluse anche le altre categorie di investitori istituzionali, quali le fondazioni bancarie.

<sup>20</sup> AIFI e Terzi&Partners, "Investitori Istituzionali Italiani e Private Capital", 2021.

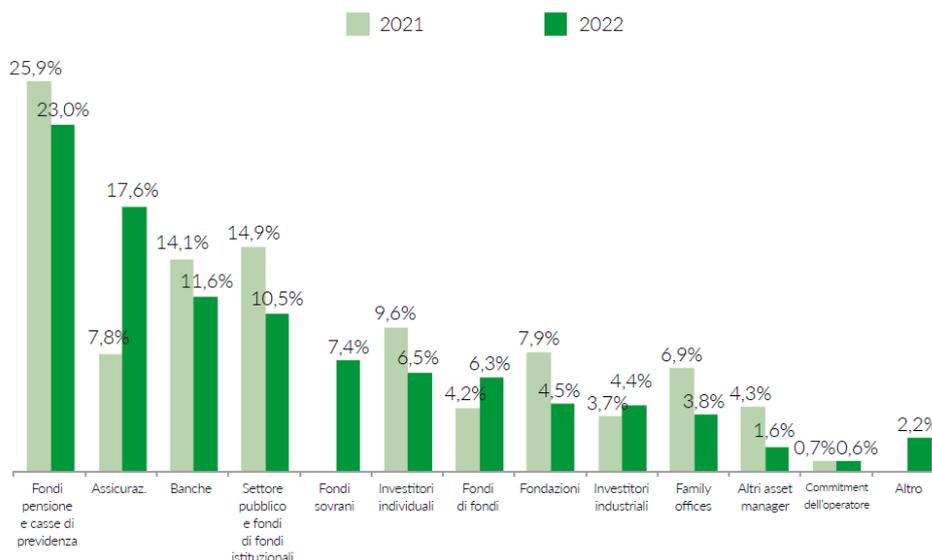


Figura 10 – Private Capital: origine della raccolta in Italia (AIFI)

A titolo di raffronto, basti rammentare come il *Private Equity* francese negli ultimi cinque anni abbia raccolto da fondi pensione e casse previdenziali ben 9,9 miliardi di euro (contro 3,4 miliardi di euro in Italia), dalle assicurazioni 18,3 miliardi di euro (contro 2,1 miliardi di euro in Italia) e da investitori individuali e *family office* 14,4 miliardi di euro (contro 2,2 miliardi di euro dell'Italia).

È dunque evidente quanto possa essere rilevante l'attivazione di risorse addizionali sul *Private Capital* in Italia ad un livello almeno comparabile a quello di un *peer* europeo come la Francia.

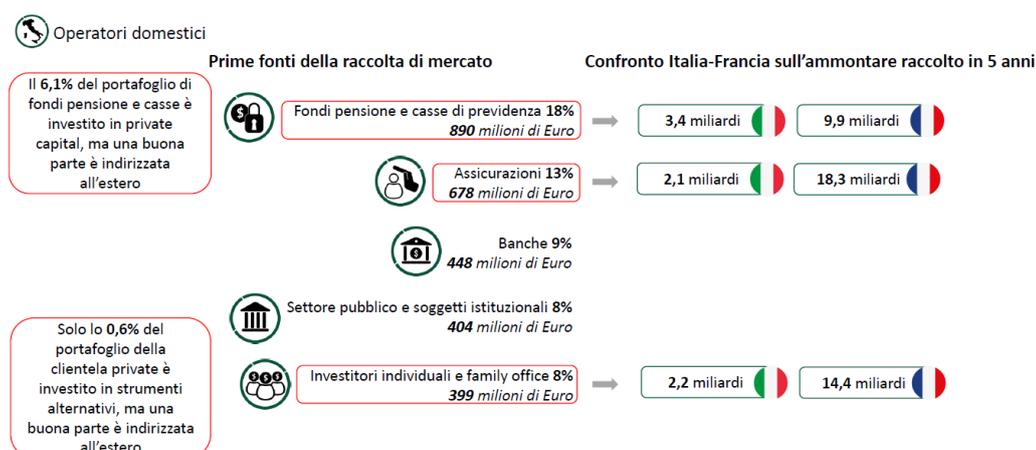


Figura 11 – Private Capital: andamento della raccolta in Italia (AIFI)

## 1.2 Tendenze peculiari in atto

Il *Private Capital* in Italia è in forte sviluppo, tanto in termini di ammontare investito quanto in relazione al numero di transazioni. Pur seguendo le dinamiche del mercato europeo, il contesto italiano è caratterizzato da alcune tendenze proprie, più marcate rispetto ad altri paesi, che affondano le radici nella struttura del tessuto produttivo domestico.

Le tendenze chiave in atto spaziano da una maggiore sofisticazione degli investitori, alla ricerca di opportunità distintive attorno alle quali realizzare attivamente strategie di creazione di valore, sino all'opportunità di attivare risorse finanziarie addizionali a supporto di progetti legati al territorio, volti a ridurre le storiche carenze infrastrutturali e idonei a creare un indotto di qualità per le società attive in filiere in cui l'Italia è già protagonista.

**Tabella 4 – Private Capital: principali tendenze in Italia**

<b>Ambito</b>	<b>Tendenze di mercato</b>
<b>Impatto e innovazione</b>	Crescente ricerca di profili <i>ESG</i> e di elementi di innovazione tecnologica da parte degli investitori, come parte integrante del rationale di investimento e della creazione di valore
<b>PNRR</b>	Disponibilità di un significativo ammontare di risorse attivabili nei prossimi anni per sostenere progetti strategici a livello infrastrutturale (es. transizione ecologica e digitale)
<b>Mid-market</b>	Elevata necessità di capitale su società di dimensione medio-piccola e su progetti infrastrutturali di matrice territoriale, non ancora adeguatamente soddisfatta dagli investitori
<b>Nicchie specialistiche ad elevata crescita</b>	Significativa presenza di PMI di eccellenza caratterizzate da elevata propensione all'export e all'innovazione, nonché da un crescente grado di apertura al mercato dei capitali
<b>Piattaforme di aggregazione</b>	Creazione di poli produttivi, spesso integrati verticalmente e concentrati in un singolo territorio, attraverso l'aggregazione di differenti realtà produttive ( <i>build-up</i> )
<b>Nuovi operatori</b>	Emersione di operatori finanziari dotati di maggiori competenze industriali, visione di medio-lungo termine (capitale paziente) e flessibilità

## 1.2.1 Impatto e innovazione

L'attenzione nei confronti degli investimenti sostenibili e responsabili nonché la conseguente necessità di misurarne, gestirne e mitigarne i rischi ambientali, sociali e di *governance*, comunemente noti come *ESG*<sup>21</sup>, sono sensibilmente cresciute negli ultimi anni nel panorama europeo ed internazionale e sono destinate a ricoprire un ruolo sempre più rilevante.

Con il termine “investimenti sostenibili e responsabili”<sup>22</sup> s'intende una strategia d'investimento che integri l'analisi finanziaria tradizionale con aspetti non-finanziari, quali l'impatto ambientale, sociale e di buon governo. Tale strategia si basa su una visione a più ampio spettro delle attività di impresa, che tiene in considerazione la rete complessa di relazioni che lega l'impresa medesima agli altri portatori d'interesse (*stakeholder*), coinvolti a vario titolo nella propria attività (investitori, dipendenti, clienti, fornitori, collettività, ambiente, ecc.). L'elemento caratterizzante è pertanto una visione a lungo termine dell'investimento, finalizzata certamente a creare profitti per gli investitori ma riducendo al contempo l'esposizione ai rischi *ESG*. L'adozione di criteri di sostenibilità e responsabilità può essere infatti un'arma a doppio taglio, cioè premiare le migliori prassi di mercato ma anche generare effetti reputazionali nefasti per coloro che adottino comportamenti opportunisti (es. *green washing*), fenomeno che sfocia sempre più frequentemente in cause legali<sup>23</sup>.

PWC stima un valore di masse gestite *ESG-related* a livello globale pari a 33,9 trilioni di dollari al 2026, contro un valore di 18,4 trilioni di dollari nel 2021<sup>24</sup>, seguendo una progressione accelerata rispetto all'industria del *wealth management* nel suo complesso.

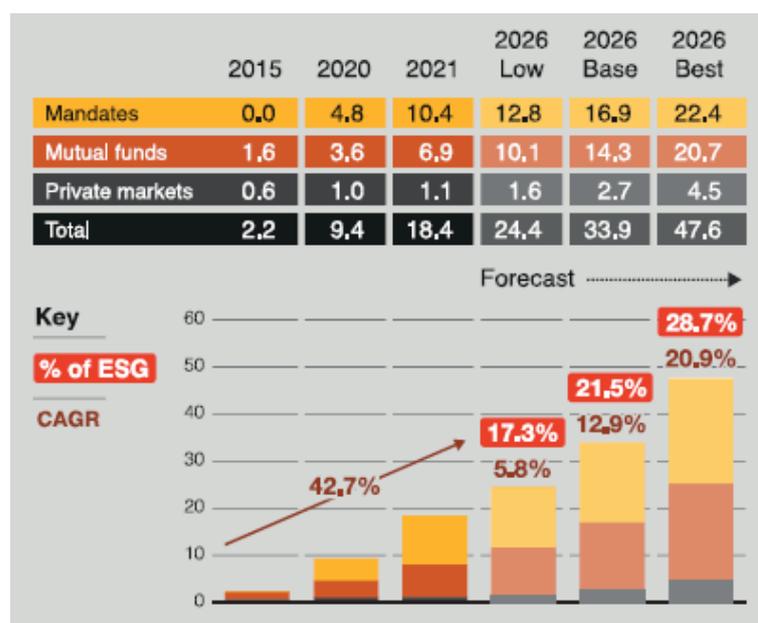
---

<sup>21</sup> *Environmental, Social and Governance*.

<sup>22</sup> Traduzione dall'inglese di *Social Responsible Investments*, comunemente abbreviato con la sigla *SRI*.

<sup>23</sup> Sul tema S&P ha dichiarato: “*In 2022, efforts to integrate ESG into corporate policies and investment decisions faced diverging pressures, either for lack of or inadequate action or for going too far. This has been reflected in more litigation, with an increasing number of climate-related lawsuits against corporates. While most cases have been against companies and investors for not doing enough on climate issues, we have seen an increase in lawsuits pushing back against ESG-related work or investment policies*” (S&P, “Key sustainability trends that will drive decision-making in 2023”).

<sup>24</sup> Asset and Wealth Management Revolution 2022 report, PWC (2022).



**Figura 12** – Investimenti *ESG-related*: massa gestita a livello globale (PWC)

L'Europa è storicamente l'area geografica che tributa maggiore attenzione alla *ESG policy* all'interno della propria strategia di investimento, in pieno ossequio al forte accento sulle tematiche da parte dell'Unione Europea<sup>25</sup>.

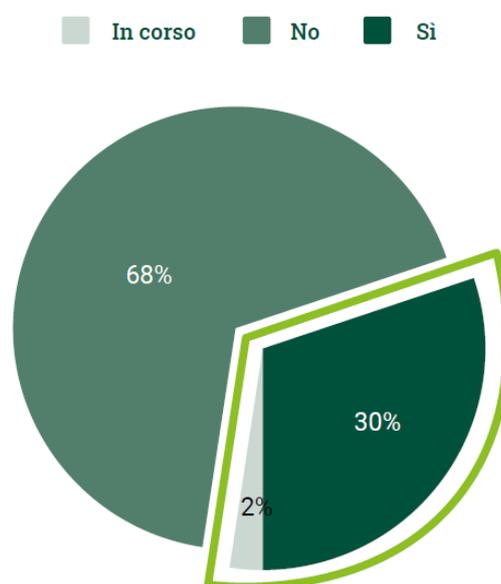


**Figura 13** – *ESG policy*: livello di adozione a livello mondiale (Harvard)

<sup>25</sup> Harvard Law School Forum on Corporate Governance, *ESG Global Study 2022*.

In linea con la tendenza europea, anche il mercato italiano degli investimenti sostenibili è guidato dagli investitori istituzionali, in particolare da quelli con maggiore vocazione allo sviluppo dei territori di riferimento, quali le fondazioni bancarie. Cresce tuttavia anche l'interesse dei piccoli risparmiatori a tenere in considerazione i temi *ESG* nelle proprie scelte d'investimento, come confermato dall'incremento di prodotti dedicati a questo segmento di clientela. In tale contesto, l'integrazione di criteri *ESG* nella valutazione degli investimenti di *Private Capital* rappresenta un'opportunità per gli operatori di settore, che si interfacciano tipicamente con aziende non quotate e con una reportistica di sostenibilità spesso assente o limitata: l'analisi di elementi *ESG* permette di individuare rischi non finanziari precedentemente non monitorati e promuovere un incremento nella trasparenza dell'impresa, con conseguente migliore accesso al credito.

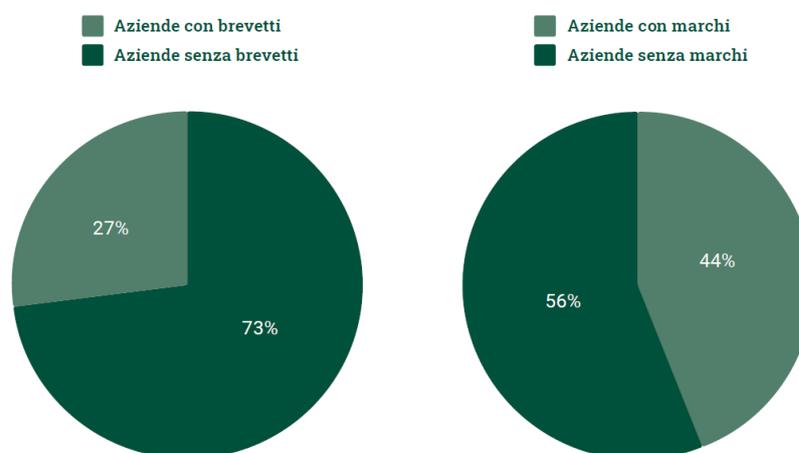
Non sorprende dunque che l'adozione esplicita di una *ESG policy* sia una pratica più diffusa nelle imprese oggetto di investimento da parte di un *Private Capital* rispetto alle altre. Tuttavia, il fenomeno rimane ancora confinato soltanto ad un terzo del campione in Italia, contro un valore doppio raggiunto per le imprese partecipate da un operatore estero. Gli ambiti con maggiore integrazione di profili *ESG* in Italia sono quelli della chimica e dei materiali, dei trasporti, dell'energia e ambiente e il settore finanziario.



**Figura 14** – *ESG policy*: livello di adozione in Italia (AIFI)

Anche l'innovazione, intesa come la scoperta di nuove tecnologie o il miglioramento incrementale di processi e prodotti, rappresenta un canale essenziale di creazione di valore nel *Private Capital* nonché uno dei motori chiave della crescita economica.

Uno studio condotto dall'Università LIUC<sup>26</sup> su un campione rappresentativo di circa 300 operazioni in imprese lombarde realizzate nel periodo 2013-2018, mostra il concreto contributo del *Private Capital* al rafforzamento dei profili di innovazione delle PMI. In particolare, l'attività di brevettazione del campione in analisi è risultato significativamente più elevato della media italiana: le aziende con brevetti sono più di una su quattro (27% del campione), a fronte di una media del 5% sul panorama nazionale. A ciò si aggiunge che quasi la metà delle aziende incluse nel campione può ritenersi sufficientemente innovativa in termini di registrazione di marchi. A tale risultato contribuisce certamente la selezione a monte da parte degli operatori del *Private Capital*, che cercano imprese dotate di vantaggi competitivi di natura tecnologica rispetto alla concorrenza, ma anche la propensione dei medesimi nel rafforzare le imprese stesse finanziando percorsi di sviluppo improntati all'innovazione.



**Figura 15** – *Private Capital*: grado di innovazione nelle imprese (LIUC)

A determinare questi risultati non sono solamente le *start-up* oggetto di attenzione da parte del *Venture Capital*, bensì anche le aziende in fasi di sviluppo più mature. In termini assoluti, sono le società del segmento *buyout* a mostrare un numero maggiore di brevetti depositati e di marchi registrati. Tuttavia, in termini

<sup>26</sup> LIUC, "Monitor Sviluppo Capitali e Innovazione", 2020.

relativi è il segmento *expansion* ad avere un maggiore grado di penetrazione quanto a deposito di brevetti tra le imprese di tale tipologia di investimento. Una ulteriore interessante indicazione proviene anche dall'analisi settoriale, che mostra come il settore manifatturiero sia quello con maggiore propensione all'innovazione.

Si conferma dunque una certa correlazione positiva tra la classe dimensionale dell'impresa e la relativa attitudine all'innovazione, dove uno dei fattori abilitanti è anche la disponibilità di una maggiore capacità di spesa in ricerca e sviluppo. D'altro canto, si ha però anche evidenza di come la forza del tessuto imprenditoriale italiano sia costituito da PMI che, pur avendo dimensione esigua, riescono a competere sui mercati internazionali facendo leva sulla propria capacità di innovare costantemente.

### 1.2.2 Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza

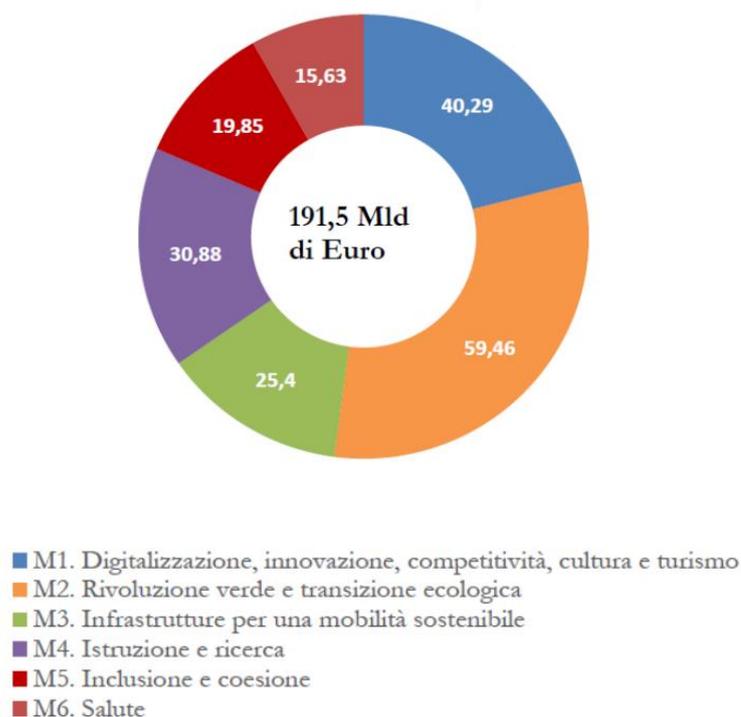
Il Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza (PNRR) è un pacchetto di investimenti e riforme varato dal governo italiano con l'obiettivo di accedere alle risorse messe a disposizione dal *Next Generation EU*.

Il *Next Generation EU* rappresenta lo strumento di riferimento a livello europeo per sostenere l'economia dei paesi membri dell'Unione Europea dagli ingenti danni economici e sociali causati dalla pandemia di coronavirus. Con una dotazione pari 806,9 miliardi di euro, il programma si fonda sui pilastri della transizione verde, ecologica e digitale, così come delineata nel *Green Deal* europeo. Il capitolo di spesa di maggiore entità riguarda il dispositivo per la ripresa e la resilienza<sup>27</sup> che, grazie a una dotazione 723,8 miliardi di euro in prestiti e sovvenzioni, intende sostenere gli stati membri sulla base di piani nazionali, noti come Piani Nazionali di Ripresa e Resilienza (PNRR), che devono delineare un adeguato programma di riforme e investimenti nel periodo post-pandemia (2021-2026).

Nell'ambito del proprio PNRR, il Governo italiano ha richiesto e ottenuto il massimo delle risorse stanziabili, pari a 191,5 miliardi di euro (di cui 68,9 miliardi di euro in sovvenzioni e 122,6 miliardi euro in prestiti), allocati sulle 6 missioni che compongono il piano. Oltre metà delle risorse disponibili è destinato al supporto di progettualità nella transizione digitale (M1) ed ecologica (M2), quest'ultima destinataria dell'ammontare più rilevante (quasi 60 miliardi di euro). Le altre missioni sono invece indirizzate al sostegno di settori chiave per la competitività (infrastrutture e istruzione) e la coesione sociale del Paese (inclusione e salute).

---

<sup>27</sup> Traduzione dall'inglese *Recovery and Resilience Facility (RRF)*.



**Figura 16** – PNRR Italia: missioni e relativa dotazione

Alle citate risorse stanziare per l'Italia dal programma *Next Generation EU*, se ne aggiungono ulteriori provenienti da altre misure (*React EU* e Fondo Nazionale Complementare) che portano la dotazione complessiva a 235 miliardi di euro. Si tratta dunque di una opportunità senza precedenti per il nostro Paese, tanto in termini di ammontare di risorse disponibili quanto per la valenza strategica delle progettualità indicate che vanno a insistere sui punti deboli che storicamente condizionano lo sviluppo dell'Italia, in particolare la dotazione infrastrutturale.

Al tempo stesso, il PNRR richiede la mobilitazione coordinata di un ampio spettro di attori e il rispetto di tempistiche sull'attuazione del piano di investimenti sui cui ci si è impegnati. L'Italia avrà infatti facoltà di avanzare richiesta all'UE per l'approvazione dei finanziamenti spettanti su base semestrale soltanto a fronte di un effettivo conseguimento di obiettivi e traguardi intermedi, secondo una sequenza temporale predefinita e concordata con le istituzioni europee che stabilisce tempi di realizzazione stringenti, decisamente più rapidi di quelli usuali.

Tabella 5 – PNRR Italia: dettaglio delle Missioni 1 e 2

Missione PNRR	M1	M2
<b>Denominazione della missione</b>	Digitalizzazione, innovazione, competitività, cultura e turismo	Rivoluzione verde e transizione ecologica
<b>Obiettivi</b>	Ridurre i divari strutturali di competitività, produttività e digitalizzazione	Realizzare la transizione verde ed ecologica della società e dell'economia per rendere il sistema sostenibile e garantire la sua competitività
<b>Totale destinato PNRR</b>	40,29 miliardi di euro (21,05% dell'importo totale del PNRR)	59,47 Mld miliardi di euro (31,05% dell'importo totale del PNRR)
<b>Integrazione al PNRR con il Piano Complementare</b>	8,74 miliardi di euro	9,16 miliardi di euro
<b>Esempi di investimento</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Transizione 4.0</li> <li>▪ Abilitazione e facilitazione migrazione al Cloud</li> <li>▪ Innovazione e tecnologia della Microelettronica</li> <li>▪ Investimento Sistema della Proprietà Industriale</li> <li>▪ Politiche industriali di filiera e internazionalizzazione</li> <li>▪ Strategia digitale e piattaforme per il patrimonio culturale</li> <li>▪ Tecnologie satellitari ed economia spaziale</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Supporto a <i>start-up</i> e <i>venture capital</i> attivi nella transizione ecologica</li> <li>▪ Bus elettrici e filiera industriale</li> <li>▪ Installazione di infrastrutture di ricarica elettrica</li> <li>▪ Interventi su resilienza climatica reti</li> <li>▪ Isole verdi</li> <li>▪ Progetti di economia circolare</li> <li>▪ Promozione impianti innovativi (incluso <i>off shore</i>)</li> <li>▪ Rafforzamento <i>smart grid</i></li> <li>▪ Rinnovabili e batterie</li> <li>▪ Rinnovo flotte bus e treni verdi</li> <li>▪ Sviluppo agrivoltaico</li> <li>▪ Sviluppo biometano</li> <li>▪ Sviluppo trasporto rapido di massa</li> </ul>

In ogni caso, per l'intera industria del *Private Capital* il PNRR rappresenta un valido alleato sugli investimenti nell'economia reale, un canale complementare alle risorse private in grado di abbassare la soglia di rischio dei progetti più innovativi oppure di imprimere una accelerazione alla crescita delle imprese che offrono beni o servizi per le missioni di intervento (es. componenti per le infrastrutture della transizione ecologica).

L'*asset class* che si candida a maggiori benefici da parte del PNRR è certamente quella infrastrutturale, grazie soprattutto all'importanza degli investimenti previsti nella transizione ecologica e ambientale. Nonostante la raccolta di capitale nell'*asset class* infrastrutturale a livello globale stia premiando

la nascita di fondi con una dotazione sempre più grande, la maggioranza delle transazioni nel comparto continua ad aver luogo su infrastrutture appartenenti al segmento *mid-market*: il 96% delle transazioni completate nel 2022 ha riguardato infatti *asset* con un valore inferiore a 2,5 miliardi di dollari, con il 78% del totale realizzato su operazioni con valore inferiore a 500 milioni di dollari e quasi il 40% su infrastrutture con valore inferiore a 100 milioni di dollari<sup>28</sup>. Il contesto italiano è ancora più polarizzato sulla piccola dimensione, con l'aggravante che la mancanza di operatori specializzati nel *mid-market* lascia largamente non servita una domanda di capitale su progetti territoriali ad elevato valore aggiunto. Le risorse del PNRR andrebbero pertanto prioritariamente indirizzate a questa tipologia di progetti, attivando interessanti sinergie tra pubblico e privato.

### 1.2.3 Mid-Market

Il *Private Capital* è per definizione uno strumento di sostegno e di sviluppo dell'economia reale. Ad avere però risonanza mediatica sono soprattutto le operazioni di dimensione più rilevante, note anche con i termini di *large deal* (*equity* versato compreso tra 150 e 300 milioni di euro) e di *mega deal* (*equity* versato superiore a 300 milioni di euro). Nel 2022 sono state 24 le transazioni nelle due categorie, che insieme hanno rappresentato il 76% dell'ammontare complessivo investito nell'anno (17,9 miliardi di euro), mentre nel 2021 ne erano state realizzate 8 per un ammontare pari a 9,8 miliardi (67% del totale). La polarizzazione su un numero esiguo di transazioni, singolarmente di valore considerevole come l'Opa di Edizione-Blackstone su Atlantia realizzata alla fine del 2022<sup>29</sup>, è ancor più evidente se si considera che il numero complessivo di operazioni è stato di 848 nel 2022 e di 654 nell'anno precedente.

I *large deal* e i *mega deal* tendono a essere guidati prevalentemente da operatori finanziari esteri, anche in ragione delle grandi risorse finanziarie necessarie che sono raramente disponibili per gli operatori domestici. Quest'ultimi mostrano storicamente una predilezione per il *Private Equity* tradizionale, in particolare per il segmento *buyout*, con una posizione forte nella *governance* dell'impresa, rilevando un pacchetto di azioni o quote che assicuri la maggioranza del capitale e liquidando il socio cedente (imprenditore o fondo). Si tratta comunque sempre di una fattispecie di transazione in cui l'operatore finanziario va alla ricerca di *target* già sufficientemente strutturate e consolidate sul mercato, con un flusso di cassa

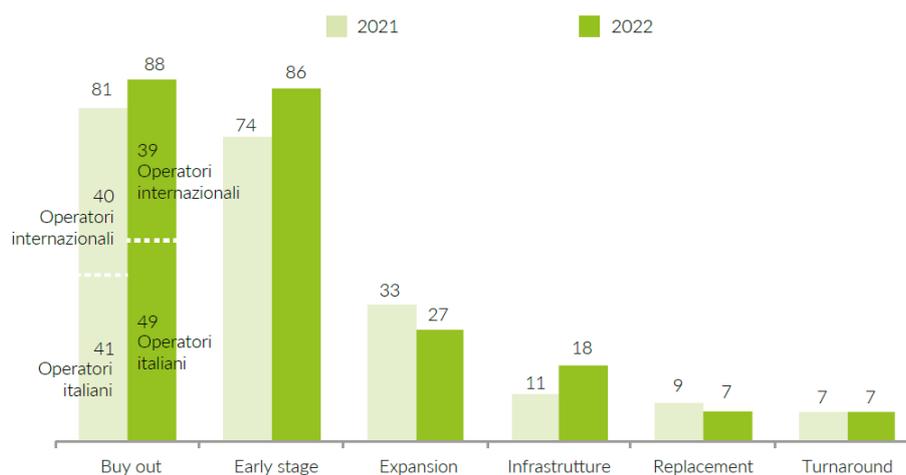
---

<sup>28</sup> Inframation (Gennaio 2023). Valutazioni in termini di *Enterprise Value*.

<sup>29</sup> *Equity Value* totale di circa 19 miliardi di euro.

stabile che non richiede nuova iniezione di liquidità, salvo il caso della realizzazione di una strategia accelerata di M&A (*build-up*).

Pur a fronte di un tessuto imprenditoriale caratterizzato da un'ampia numerosità di PMI, il contesto di riferimento in Italia è caratterizzato da una relativa scarsità di operatori specializzati in transazioni di *mid-market*, vale a dire nelle classi dimensionali più piccole delle imprese. Il mercato M&A su dimensioni più piccole è molto dinamico, ma dominato dalle acquisizioni di *target* da parte di operatori industriali, spesso internazionali, che non raramente finiscono per depauperare la competitività del territorio quando i centri direzionali sono localizzati altrove. Tale circostanza può rappresentare una interessante opportunità di posizionamento per operatori finanziari domestici, dotati di una proposta di valore attenta al tessuto imprenditoriale del territorio e di competenze idonee nell'approcciare imprese di matrice familiare, spesso restie all'apertura del capitale a terzi, e nel realizzare un percorso di crescita condivisa dotando la società di risorse finanziarie fresche.



**Figura 17** – *Private Capital*: operatori attivi nei vari segmenti (AIFI/PWC)

Non mancano però le difficoltà, come confermano i dati di mercato relativi al segmento *expansion capital*<sup>30</sup>, quello delle operazioni di *Private Equity* dove l'operatore finanziario – *holding* o fondo di investimento – acquisisce una quota di minoranza in una PMI a fronte di un aumento di capitale riservato, dando origine

<sup>30</sup> AIFI definisce l'*expansion capital* in qualità di “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”. Definizioni alternative, e sostanzialmente equivalenti, sono anche *development capital* e *growth capital*.

ad una *partnership* con l'imprenditore per favorire la realizzazione di un salto dimensionale dell'impresa e l'innalzamento delle competenze gestionali.

Il numero di operatori attivi in questo segmento, nazionali ed esteri, è stato mediamente di una trentina nel biennio 2021-2022, in contrazione ed esiguo se rapportato non solo al *buyout* ma anche al *Venture Capital*, che ha visto crescere in modo importante il numero degli operatori attivi in realtà più giovani e innovative. Una nota positiva è riscontrabile nel comparto infrastrutturale, dove si riscontra una interessante crescita del numero di operatori attivi, buona parte dei quali si posiziona nel *mid-market* e costituisce un valido strumento alla realizzazione di progetti essenziali per determinati ambiti territoriali, a complemento delle usuali grandi infrastrutture del Paese in grado di raccogliere più agevolmente la finanza necessaria.

La necessità di approcciare il *mid-market* attraverso adeguate competenze distintive, atte a mitigare il maggior profilo di rischio insito in realtà caratterizzate da un minore livello di trasparenza e di sofisticazione organizzativa, trova conferma nella volatilità dei rendimenti conseguiti con riguardo alle realtà dimensionalmente più piccole (fatturato inferiore a 50 milioni di euro).

Fatturato (Euro mln)	2019		2020		2021	
	N°	IRR	N°	IRR	N°	IRR
<50	42	18,8%	41	-1,6%	<b>31</b>	<b>9,2%</b>
50 - 250	9	10,4%	7	32,7%	<b>17</b>	<b>20,3%</b>
> 250	5	29,1%	8	36,8%	<b>&lt; 4</b>	<b>&gt; 40%</b>

**Figura 18** – *Private Equity*: IRR per classe di fatturato dell'impresa (KPMG)

Tuttavia, il segmento più votato allo sviluppo delle PMI (*expansion*, noto anche come *development* o *growth*) ha dimostrato una certa resilienza anche durante il periodo della pandemia, pur però con una discontinuità di rendimento rispetto al più stabile *buyout* (MBO/MBI).

	Early Stage		Development		Replacement		MBO/MBI	
	2020	2021	2020	2021	2020	2021	2020	2021
N° transazioni	22	<b>12</b>	17	<b>14</b>	1	<b>6</b>	16	<b>18</b>
IRR Lordo Aggregato	-15,4%	<b>4,0%</b>	38,2%	<b>8,4%</b>	-	<b>8,4%</b>	30,4%	<b>27,0%</b>

**Figura 19** – *Private Equity*: IRR per tipologia di intervento (KPMG)

I dati di mercato segnalano, infine, come vi sia una correlazione diretta tra il rendimento conseguito (IRR lordo aggregato) e il grado di *governance* detenuta dall'operatore finanziario (quota nel capitale), a dimostrazione dell'inegabile maggiore complessità nella creazione di valore e nella relazione con l'imprenditore in presenza di quote di minoranza.

#### 1.2.4 Nicchie specialistiche ad elevata crescita

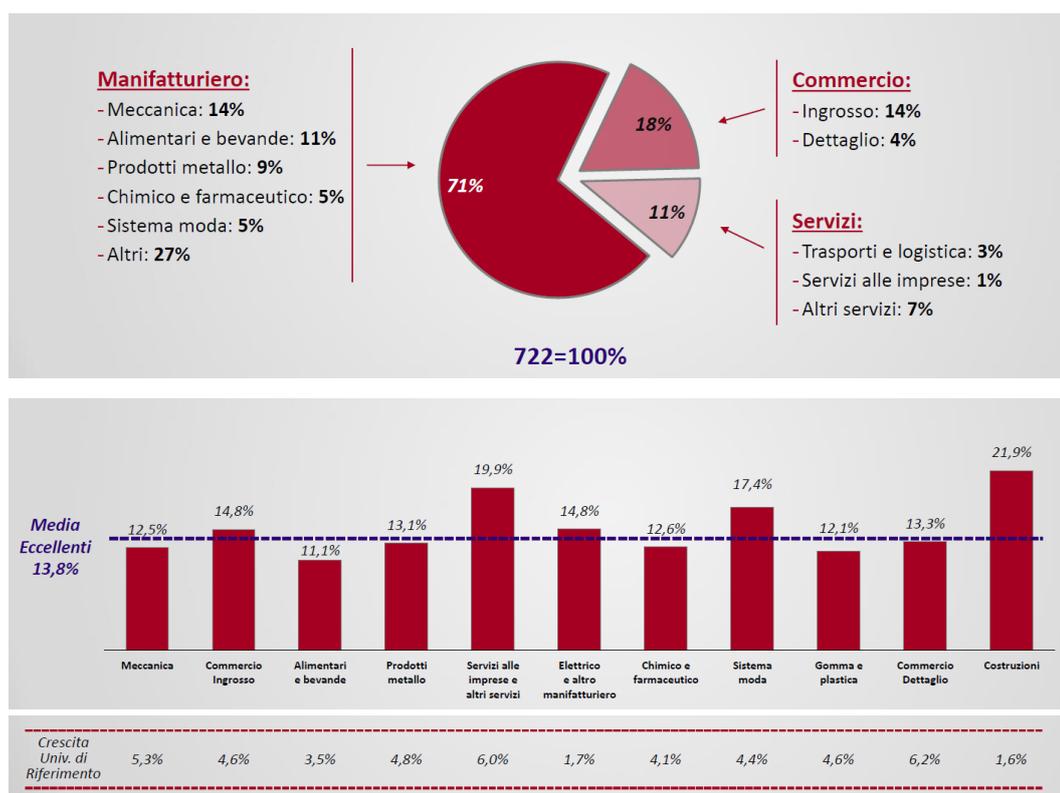
Sebbene il *Private Capital* sia cresciuto in maniera consistente nell'ultimo decennio, si stima che in Italia ci siano ancora 6.000 imprese familiari che valgono un terzo dell'economia del Paese, crescono più del Pil e non hanno ancora un investitore finanziario nel loro capitale<sup>31</sup>. Si tratta di industrie di nicchia note come *specialized industrials* o anche "multinazionali tascabili", definizioni utili a designare le eccellenze italiane di vari settori (es. meccanica, elettronica, energia, ecc.) che, a discapito di una dimensione contenuta, sono in grado di competere nel mondo grazie ad una superiore capacità di innovazione.

In ragione dell'importanza delle PMI nel tessuto imprenditoriale italiano, nel tempo sono nati numerosi osservatori per monitorare le dinamiche e le prospettive dell'universo italiano. L'Osservatorio PMI della società di consulenza Global Strategy è uno dei più longevi e ha il pregio di combinare dati quantitativi e qualitativi, frutto di interviste dirette alle società. L'ultimo studio<sup>32</sup> rilasciato si è concentrato sull'identificazione delle eccellenze italiane "capaci, ben più della media del proprio settore, di generare valore, investire in innovazione, essere competitive sui mercati internazionali e creare posti di lavoro". Il metodo di selezione si basa sull'analisi di un database contenente informazioni anagrafiche e bilanci degli ultimi cinque anni di oltre 60.000 aziende di capitali con un fatturato superiore a 5 milioni di euro. Di queste sono circa 10.800 le imprese che costituiscono l'universo di riferimento delle aziende di media capitalizzazione (*mid-cap*), con un fatturato compreso tra 20 e 250 milioni di euro nel settore della manifattura e dei servizi e tra 20 e 500 milioni di euro nel settore del commercio.

---

<sup>31</sup> XXII NOVA MBA Conference, New York, intervista a Fabio Canè (co-founder e partner di NB Renaissance), Novembre 2022.

<sup>32</sup> Global Strategy, "OsservatorioPMI 2019: eccellenze italiane", Settembre 2019.



**Figura 20** – PMI eccellenti: distribuzione e performance settoriale (Global Strategy)

Le principali risultanze dello studio portano a identificare circa 700 PMI italiane che eccellono in termini di performance economico-finanziaria, ma il campione si restringe a 500 se si guarda al solo comparto manifatturiero, dove si rileva una sensibile concentrazione su alcuni settori (meccanica, alimentare, metallo, chimico-farmaceutico e moda). Le PMI di eccellenza mostrano tassi di crescita sensibilmente accelerati, in media 3 volte maggiori rispetto alla media di settore (CAGR superiore al 10%), e hanno crescente patrimonializzazione (una su due è *cash positive*, con il 70% degli utili reinvestiti). Oltre il 70% è localizzato nel Nord Italia, con maggiore concentrazione in alcune regioni (Lombardia, Emilia-Romagna e Veneto) ed esigua rilevanza in altre rispetto al PIL generato (Piemonte e Lazio). Nonostante la minore numerosità, le PMI di eccellenza del Centro-Sud Italia hanno comunque tassi di crescita spesso superiori a quelli osservati nel Nord Italia. Le imprese più piccole trascurano ancora gli aspetti *ESG*, generalmente visti come elemento di promozione reputazionale rispetto a reale leva per la creazione di valore. I modelli organizzativi e i processi della strategia *ESG* sono dunque ancora rari a causa della mancanza di competenze specialistiche, ma la tendenza è in aumento almeno sulla sostenibilità ambientale.

Tabella 6 – PMI eccellenti: principali caratteristiche ed evidenze di mercato

Caratteristiche	Evidenze di mercato
<b>Governance forte e in evoluzione</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Aziende familiari (85%) con Proprietà coinvolta nella gestione</li> <li>▪ 3 su 4 hanno un CdA con in media 1 membro indipendente</li> </ul>
<b>Relazione efficace tra Proprietà e Management</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ almeno 1 top manager esterno nel 40% dei casi approfonditi</li> <li>▪ struttura manageriale fedele (anzianità superiore a 10 anni nel 60% dei casi)</li> </ul>
<b>Attente al territorio</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ produzione in prevalenza in Italia (più di 30.000 nuovi posti di lavoro creati in 5 anni)</li> <li>▪ oltre il 70% ha formalizzato ESG policy su almeno un aspetto</li> </ul>
<b>Focalizzate su nicchie di mercato</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ mercati maturi e tradizionali</li> <li>▪ strategie di differenziazione di prodotto/servizio per conseguire leadership in nicchie ad alto valore aggiunto</li> </ul>
<b>Con vocazione internazionale</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ export medio superiore al 40% del fatturato annuo</li> <li>▪ presidio del mercato sempre più diretto e meno intermediato</li> </ul>
<b>Predisposte all'innovazione</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 5% del fatturato destinato a R&amp;D</li> <li>▪ interazione con clienti/fornitori/università (80% dei casi)</li> <li>▪ aumentano i casi di Corporate Venture Capital (&gt;7%)</li> </ul>
<b>Continue negli investimenti</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ il 90% ha aumentato gli investimenti nell'ultimo triennio (nuovi prodotti, nuovi mercati, capacità produttiva)</li> <li>▪ sviluppo commerciale, HR e riduzione impatto ambientale</li> </ul>
<b>Aperte a operazioni straordinarie</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ ~40% ha effettuato operazioni di M&amp;A nell'ultimo triennio</li> <li>▪ ~50% è disposto ad aprire il capitale (% raddoppiata in 10 anni) per supportare progetti di sviluppo internazionale</li> </ul>
<b>Tempestive e reattive sul mercato</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ il 65% ha indicato tra i fattori critici del proprio successo il saper rispondere velocemente e spesso anticipare clienti e mercato (% quasi raddoppiata in 10 anni)</li> </ul>
<b>Orientate al Cliente</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ maggiore ricerca di relazione diretta rispetto al passato</li> <li>▪ innovazione digitale vista sia come opportunità che minaccia</li> </ul>

Uno degli aspetti di maggiore rilevanza è certamente l'internazionalizzazione delle imprese: l'intervento da parte di un operatore di *Private Capital* è in grado di creare valore per l'impresa finanziata incrementandone il grado di internazionalizzazione, in termini sia di quota di esportazioni che di fatturato conseguito all'estero, portando ad un conseguente incremento del profilo

competitivo delle imprese. I dati aggregati<sup>33</sup> degli associati AIFI hanno evidenziato come nell'82% delle operazioni completate il *Private Equity* abbia contribuito a migliorare i processi di internazionalizzazione, introducendoli nel 45% delle realtà imprenditoriali senza presenza all'estero. Per ciò che concerne le modalità di espansione all'estero, la scelta prediletta appare l'apertura di una nuova sede, seguita dalla contrattualizzazione di agenti e distributori locali e dall'acquisizione di una società concorrente già attiva nel mercato di interesse.

### 1.2.5 Piattaforme di aggregazione

Negli ultimi anni gli operatori del *Private Equity* stanno perseguendo sempre più attivamente la strategia di *add-on*, termine con il quale si designa la realizzazione di un percorso di crescita delle società in portafoglio per linee esterne, tramite operazioni seriali di acquisizione.

Tale processo di aggregazione consente alle imprese partecipate di diventare più competitive e internazionali, di identificare nicchie profittevoli di mercato a elevata crescita prospettica, di integrarsi nella filiera di approvvigionamento conseguendo importanti sinergie di ricavo, di costo o di natura finanziaria, accrescendo in ultima istanza il proprio valore. Nel corso dell'ultimo decennio sono nati diversi "poli di eccellenza" specializzati su determinate filiere merceologiche, dei quali un valido esempio è rappresentato dal distretto del *packaging* in Emilia-Romagna, dove si concentrano le aziende che producono macchine per l'assemblaggio di prodotti per vari settori che spaziano dall'alimentare al tabacco, dalla chimica alla cosmesi e alla farmaceutica.

La strategia di *add-on* è prevalentemente diffusa nel *Private Equity* e in particolare nel segmento *buyout*, essendo più frequente in contesti di maggiore dimensione, dove l'operatore finanziario detiene una forte posizione nella *governance* della partecipata che consente i necessari margini di manovra. Un interessante ambito di sviluppo prospettico per questa strategia è però anche l'*Infrastructure*, che si presta in modo naturale alla creazione di piattaforme tematiche attraverso l'aggregazione di *asset* omogenei per tipologia. Ne sono esempi i veicoli societari attivi nel campo delle energie rinnovabili che sviluppano nuove autorizzazioni o acquistano impianti sul mercato secondario, creando economie di scala e sinergie di costo nella gestione congiunta di parchi fotovoltaici.

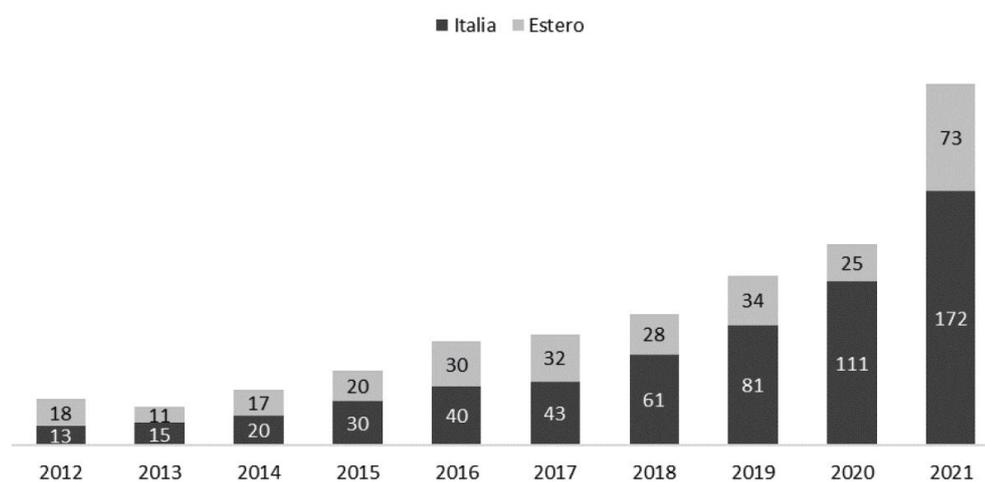
Secondo un'ottica più squisitamente di impatto territoriale, le strategie di *add-on* possono rappresentare anche un valido strumento di politica industriale per

---

<sup>33</sup> Atti del convegno "Internazionalizzarsi per crescere: il ruolo del private equity a supporto delle imprese italiane" (ottobre 2019) a cura di LIUC.

supportare il tessuto imprenditoriale dei distretti italiani, caratterizzati da eccellenze che necessitano di un salto dimensionale per poter essere protagoniste di un contesto in continua evoluzione e non diventare loro stesse prede ideali di gruppi multinazionali non legati al territorio di riferimento.

Un recente studio a cura della commissione tecnica di AIFI<sup>34</sup> ha analizzato il peso di questo fenomeno nel mercato italiano nell'orizzonte temporale 2012-2021: sono 874 le operazioni di *add-on* identificate nel corso del decennio, due terzi delle quali sono state realizzate in Italia, con un percorso di crescita costante e resiliente anche negli anni della pandemia. Il 2021 è stato un anno particolarmente significativo, con quasi 250 operazioni di *add-on* concluse (+80% rispetto all'anno precedente).



**Figura 21** – *Private Equity*: evoluzione nel numero di operazioni *add-on* in Italia (AIFI)

La crescente importanza di questa strategia si evince ancor più chiaramente rapportando le operazioni realizzate tramite piattaforme sul totale delle operazioni realizzate nel periodo dai fondi di *Private Equity*: il peso sul totale è sostanzialmente quadruplicato nel decennio analizzato, passando dal 12% nel 2012 al 40% del totale nel 2021, restando stabile nel biennio 2020-2021.

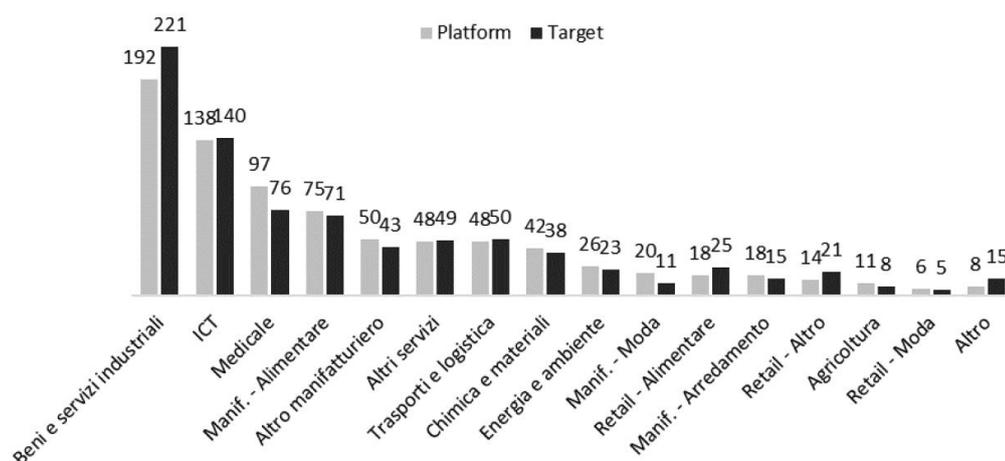
<sup>34</sup> AIFI, “Le strategie di add-on nel private equity”, 2022.



**Figura 22** – *Private Equity*: peso delle operazioni *add-on* in Italia (AIFI)

La strategia di *add-on* non è ugualmente perseguita, bensì emerge una certa polarizzazione sia con riguardo alle singole piattaforme che in relazione agli operatori di *Private Equity*. Sul primo versante, si osserva che il 17% delle piattaforme ha realizzato 3 o più operazioni di *add-on* ciascuna, ma solo un terzo di queste (5% del totale e 25 complessivamente) ha effettuato 5 o più investimenti nel periodo in oggetto. Viene pertanto in luce il ruolo della crescita per linee esterne come strategia per la creazione di valore, che determina spesso la creazione di poli di eccellenza in alcuni settori. In merito invece agli operatori di mercato, nel periodo analizzato sono stati 189 i soggetti che hanno realizzato almeno un *add-on*, per una media di oltre 4 operazioni ciascuno. Tuttavia, i primi 10 operatori per attività sull'*add-on* (5% del totale) sono stati responsabili di quasi il 25% dell'attività complessiva realizzata nell'arco temporale di riferimento, segno che per un numero ristretto di operatori tale strategia rappresenta, più degli altri, una leva strategica cui ricorrono per la creazione di valore delle proprie partecipate.

Con riguardo alla distribuzione settoriale, il primo settore per numero di acquisizioni è stabilmente quello industriale, principale protagonista di un tessuto imprenditoriale votato alla manifattura, seguito da quello delle telecomunicazioni e poi da quello medicale e alimentare. Gli investimenti incrementali tendono a essere nei medesimi settori di partenza, o comunque affini, prediligendo dunque la creazione di poli merceologicamente omogenei rispetto ad una diversificazione più spinta. Tuttavia, gli ambiti di investimento non sono confinati a comparti tradizionali ma includono anche quelli più innovativi.



**Figura 23** – *Private Equity*: distribuzione settoriale degli *add-on* in Italia (AIFI)

Un'altra evidenza che merita di essere sottolineata è che la strategia di aggregazioni seriali è più frequentemente perseguita da imprese di una certa soglia dimensionale, alla ricerca di *target* con dimensione più contenuta: quasi il 40% delle società che acquistano *target* italiane ha un fatturato superiore a 100 milioni di euro, mentre la maggior parte delle società che sono obiettivo di acquisizione hanno un fatturato inferiore a 30 milioni di euro. La propensione alla strategia di *add-on* è dunque positivamente correlata alla classe dimensionale della piattaforma, in virtù di maggiori risorse finanziarie disponibili ma anche di competenze di M&A. La creazione di valore nell'aggregazione di più *target* è funzione sia delle sinergie realizzate sia dell'arbitraggio sui multipli di valutazione, che tendono ad essere a sconto per le realtà di classe dimensionale minore.

### 1.2.6 Nuovi operatori emergenti

Il mercato del *Private Capital* è cambiato profondamente negli ultimi anni e accanto ai tradizionali operatori, tipicamente i fondi chiusi di investimento alternativo, sono sorte nuove tipologie di attori, generalmente meno strutturati e frutto dell'iniziativa di investitori privati.

Tabella 7 – *Private Capital*: nuovi attori emergenti

Tipologia	Provenienza capitali	Numero operazioni
<i>Club deal</i>	Investitori individuali, famiglie facoltose	Singola operazione o più operazioni
<i>Family office</i>	HNWI (High net worth individuals)	Singola operazione o più operazioni
<i>Search fund</i>	Investitori individuali, famiglie facoltose	Singola operazione
<i>SPAC</i>	Mercato ( <i>IPO</i> <sup>35</sup> )	Singola operazione
<i>Investment company</i>	Investitori individuali, HNWI e istituzionali	Più operazioni
<i>Permanent Capital</i>	Investitori individuali, HNWI e istituzionali	Più operazioni
<i>Corporate Venture Capital</i>	Investitori industriali	Più operazioni

L'esempio più emblematico è quello del *club deal*, strumento molto flessibile attraverso cui gruppi di investitori individuali investono nello sviluppo di imprese di piccola e media dimensione fornendo capitali attraverso strutture modulabili. Se in passato il ricorso a questo genere di strumento era per lo più occasionale, oggi giorno si sta imponendo come attività strutturata e seriale, nonché condotta con un approccio professionale nella selezione e gestione delle partecipate. La ricerca di rendimenti assoluti e di una maggiore diversificazione di portafoglio, con un appiglio da capitale paziente, ha portato alla ribalta dei mercati privati anche il *family office*, strutture dedicate alla gestione di patrimoni di una o più famiglie facoltose.

Il *search fund* è un veicolo di investimento utilizzato per finanziare l'acquisizione di una piccola impresa. Il concetto è nato negli Stati Uniti negli anni '80 e da allora si è diffuso in altri paesi, tra cui l'Italia. Tali veicoli di investimento forniscono finanziamenti agli imprenditori che cercano di acquisire una piccola

<sup>35</sup> *Initial Public Offering*, tipologia di offerta pubblica di vendita o di sottoscrizione finalizzata all'ammissione alla quotazione su un mercato regolamentato.

azienda e trasformarla in un'impresa più grande. Il modello è diventato popolare negli ultimi anni in Italia, grazie all'abbondanza di piccole e medie imprese con potenziale di crescita e spesso al bivio di un passaggio generazionale. La tipica struttura del *search fund* coinvolge un piccolo gruppo di investitori che raccolgono fondi per finanziare la ricerca di un *target* di acquisizione, attività solitamente condotta da uno o più imprenditori che hanno esperienza di gestione e sono interessati ad acquisire e far crescere una PMI. Una volta identificato l'obiettivo di acquisizione, gli investitori del veicolo forniscono il capitale necessario per acquistare l'attività.

Uno dei vantaggi di questo modello è quello di offrire agli imprenditori una modalità a basso rischio per entrare nel mondo della proprietà aziendale. Sfruttando l'esperienza degli investitori, gli imprenditori possono navigare più facilmente nelle complessità della gestione di un'impresa. Inoltre, il modello consente agli imprenditori di concentrarsi sulla crescita del business piuttosto che sulla raccolta di capitali, attività che può richiedere molto tempo e distrarre dalla gestione operativa. Inoltre, il *search fund* offre agli investitori l'opportunità di lavorare a stretto contatto con gli imprenditori che guidano l'attività acquisita, una preziosa esperienza di apprendimento che può aiutare gli investitori a costruire relazioni con imprenditori emergenti.

Ci sono, tuttavia, alcune sfide associate alla diffusione del modello in Italia. Una di queste è la dimensione relativamente ridotta delle imprese del mercato italiano, che può limitare il numero di potenziali *target* di acquisizione disponibili. Inoltre, data la natura frammentata del contesto imprenditoriale italiano, può essere difficile trovare il *target* con le caratteristiche desiderate. Il *search fund* è comunque una promettente opzione di investimento in Italia: con un numero crescente di PMI con potenziale di crescita, il modello potrebbe fornire agli imprenditori i finanziamenti necessari per acquisire queste attività e trasformarle in imprese più grandi e di maggior successo. Sebbene esistano sfide associate al modello, i potenziali vantaggi sia per gli imprenditori che per gli investitori lo rendono un'opzione interessante per coloro che desiderano entrare o espandere la propria presenza nell'ecosistema imprenditoriale italiano.

Di filosofia non dissimile al *search fund* sono le *SPAC* (*Special Purpose Acquisition Company*), veicoli quotati in borsa e privi di attività operative, costituiti con il solo scopo di raccogliere fondi tramite una *IPO* per acquisire e incorporare una singola società operativa non quotata, consentendo in un'ultima istanza una semplificazione del percorso di quotazione. La ricerca del *target* da incorporare deve avvenire in un orizzonte temporale definito (12-24 mesi), oltre il quale il capitale va rimborsato. A seguito invece dell'approvazione e del completamento dell'acquisizione, la *SPAC* esaurisce il proprio scopo e incorpora l'impresa

operativa mutando la propria ragione sociale. Il modello in questione ha goduto di buona considerazione nell'ultimo decennio, soprattutto negli Stati Uniti, tuttavia nell'ultimo biennio il ricorso a questo strumento ha subito una forte battuta di arresto, complici anche alcune operazioni speculative su *start-up* di settori innovativi con valutazioni proposte al mercato di difficile giustificazione.

In Italia, e non solo, si sta poi assistendo ad un ritorno di attenzione nei confronti delle società di investimento (*investment company*), sempre più preferite alla modalità del fondo chiuso quando non sia necessaria un'attività di raccolta di capitali sul mercato. L'elemento maggiormente apprezzato risiede nella flessibilità operativa, che non deve sottostare ai rigidi regolamenti dei fondi chiusi, ivi compresa una durata temporale predefinita. La creazione di veicoli di investimento tematici è spesso una modalità gradita non solo agli investitori individuali e facoltosi, i medesimi di riferimento per *club deal* o *family office*, ma anche agli investitori istituzionali per condurre e gestire coinvestimenti diretti.

L'adozione di una visione di lungo termine è soprattutto caratteristica saliente del *permanent capital* che, diversamente dai fondi di *Private Equity*, non prevede la restituzione del capitale agli investitori entro una scadenza predefinita ma l'investimento originale va a costituire una fonte permanente di capitale per produrre un flusso di reddito costante. Il modello del *permanent capital* si presta molto bene per il *Venture Capital*, in quanto la maturazione di iniziative ad elevato contenuto innovativo e tecnologico richiede necessariamente un orizzonte temporale di lungo termine. Sempre restando nella medesima *asset class*, un altro operatore emergente degno di nota è il *Corporate Venture Capital*, diretta emanazione di gruppi industriali impegnati in programmi di *open innovation*, alla ricerca di opportunità di rafforzamento prospettico del proprio *core-business*, che spesso affiancano i consueti fondi in operazioni di minoranza su *start-up*.

### 1.3 Evidenze salienti e opportunità

Le tendenze chiave in corso nel *Private Capital* italiano (innovazione e impatto, PNRR, *mid-market*, nicchie specialistiche ad elevata crescita, piattaforme di aggregazione, nuovi operatori) rappresentano il contesto di riferimento con cui gli operatori di mercato, sia imprese che investitori, dovranno confrontarsi nei prossimi anni.

Ciascuna di esse, singolarmente considerata, è portatrice di interessanti opportunità, anziché di vincoli. L'attuale contesto economico, caratterizzato da continue e repentine turbolenze geopolitiche con inevitabili riflessi nell'economia e nella finanza, mostra come l'instabilità sia sempre più un elemento endogeno con cui doversi rapportare. Nella prospettiva dell'investitore diviene dunque premiante l'adozione di un razionale di investimento più votato agli aspetti di sostenibilità e di innovazione come leve di creazione di valore, e più attento ai territori dove nel tempo si sono consolidati poli produttivi di eccellenza. Ma è piuttosto secondo una visione di insieme, attraverso la combinazione complessiva e sinergica di tutte le citate tendenze, che emerge una opportunità di posizionamento per un operatore di mercato innovativo che abbia le seguenti caratteristiche:

1. natura di investitore istituzionale, con soci di riferimento attenti al territorio e orizzonte di investimento a medio-lungo termine;
2. prospettiva europea, allineando la propria strategia di investimento a quelle che sono le linee guida e le sfide dell'Unione Europea e abilitando l'attivazione di risorse addizionali (PNRR);
3. focalizzazione esclusiva su progetti nell'economia reale, in particolare nel segmento *mid-market* delle infrastrutture e delle PMI, supplendo alla carenza di operatori con ruolo attivo e chiara proposta di valore;
4. flessibilità operativa, quale capacità di strutturare strumenti finanziari di differente natura adattabili alle necessità della controparte;
5. razionale di investimento più sofisticato, integrando i profili di innovazione e di impatto all'interno dell'obiettivo di ritorno finanziario.

L'identikit delineato porta a distogliere lo sguardo dai tradizionali operatori del *Private Capital* italiano, tendenzialmente focalizzati su un limitato numero di *asset class* e con un assetto organizzativo tradizionale (fondo chiuso/SGR), per guardare a operatori emergenti che stanno sperimentando nuove strade per essere davvero attori dello sviluppo in Italia, attivando sinergie con le eccellenze presenti sul territorio. L'esempio più emblematico di questo genere è quello di Equiter, *holding* di partecipazioni che si sta affermando come piattaforma *multi-asset* a valle di un percorso unico di trasformazione.

## Capitolo 2

# La holding EQUITER

### 2.1 Profilo della società

Equiter è una *holding company* che opera sul mercato italiano in qualità di investitore e *advisor* nei settori delle infrastrutture, dell'innovazione e della ricerca. Si propone come *hub* di conoscenze e competenze verso tutti gli *stakeholder* che condividono la vocazione per lo sviluppo territoriale e intende agire come motore di sviluppo specializzato nella realizzazione e nella gestione di progetti infrastrutturali e innovativi.

La denominazione “Equiter” vuole esprimere proprio questa missione, estrinsecata dall'unione della parola “equity”, cioè capitale di rischio, con quella di “territorio”. In particolare, Equiter realizza e gestisce investimenti diretti e indiretti in capitale di rischio volti a generare, oltre ad un rendimento finanziario, anche un impatto sociale sostenibile e misurabile nel tempo, con la finalità di promuovere lo sviluppo sociale ed economico del territorio (c.d. *mission-related investments*).

Tra le varie opzioni possibili di struttura societaria<sup>36</sup>, Equiter si configura quale “*holding* finanziaria” in quanto la sua principale finalità è la detenzione e la gestione di partecipazioni in altre società, sulla base di quote variabili nel capitale da cui consegue un legame più o meno stringente. Non svolge pertanto direttamente

---

<sup>36</sup> Le principali fattispecie di *holding* sono: “*holding* finanziaria o pura” (es. Exor), “*holding* operativa o mista (Mediobanca)”, “*holding* capogruppo” (Intesa-Sanpaolo), “*holding* gestoria” (Fiat Chrysler Automobiles), “*holding* di famiglia” (Fininvest).

alcuna attività di produzione o scambio di beni o servizi, attività quest'ultime che possono comunque essere svolte dalle società detenute in portafoglio.

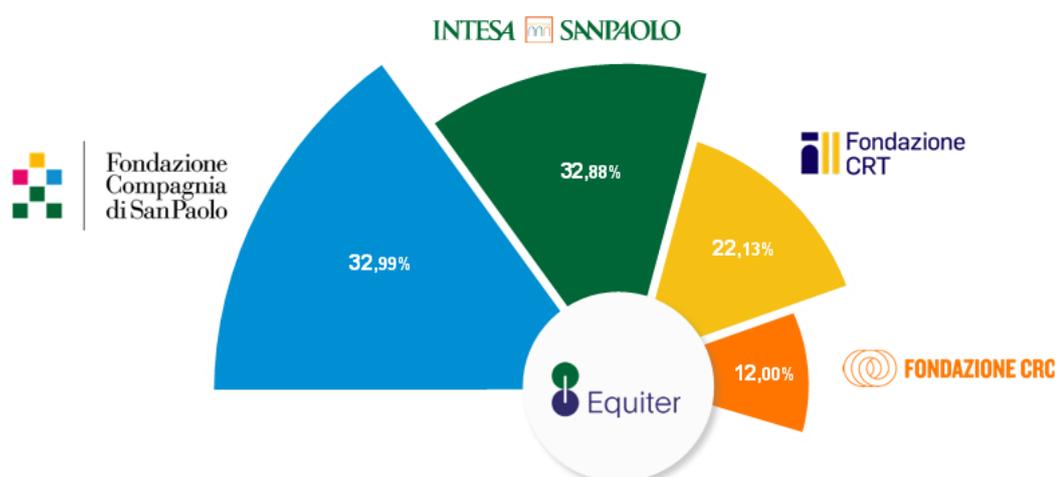
La *holding* finanziaria si caratterizza normalmente per lo svolgimento, nei confronti delle società aderenti al gruppo o comunque partecipate, di un controllo e coordinamento sulle attività operative e strategiche da queste svolte. L'attività caratteristica è dunque quella di investimento, con la finalità ultima di conseguire un guadagno in conto capitale derivante dalla cessione delle partecipazioni sul mercato, oppure di beneficiare di un flusso periodico attraverso dividendi rinvenienti dalla distribuzione di utili da parte delle società partecipate.

L'oggetto sociale di Equiter, usuale per le *holding* di partecipazioni, prevede la sottoscrizione, l'acquisto e la vendita di quote partecipative ed interessenze in società ed enti, di quote di fondi comuni di investimento e di strumenti finanziari in genere. Nell'ambito dello svolgimento di tale attività, Equiter può anche orientare i suoi investimenti al fine di promuovere, in particolare nell'ambito del territorio del Nord-Ovest dell'Italia, lo sviluppo economico e l'accrescimento della capacità competitiva del sistema territoriale, la valorizzazione e lo sviluppo del capitale umano, la capacità di attrarre competenze, il trasferimento tecnologico alle imprese ed il rafforzamento delle produzioni e dei servizi che presentino peculiarità riconoscibili nel territorio, favorendo in ultima istanza la capacità di creare sistemi.

Equiter svolge inoltre attività di consulenza ed assistenza amministrativa e gestionale in genere, anche attraverso l'effettuazione di studi, analisi e ricerche e la gestione di progetti, con espressa esclusione comunque delle attività riservate per legge a specifici operatori.

### **2.1.1 Soci di riferimento**

L'attuale compagine societaria di Equiter vede la presenza nel capitale di primari attori istituzionali, protagonisti nel panorama finanziario italiano: tre delle maggiori fondazioni italiane di origine bancaria (Fondazione Compagnia di San Paolo, Fondazione Cassa di Risparmio di Torino, Fondazione Cassa di Risparmio di Cuneo) e Intesa Sanpaolo, gruppo bancario di assoluta rilevanza a livello europeo.



**Figura 24** – Equiter: attuali azionisti di riferimento

L'attuale assetto societario è frutto di una lunga evoluzione che si è compiuta soltanto in anni recenti e che ha visto il progressivo ingresso nel capitale da parte delle fondazioni di matrice bancaria, con conseguente diluizione dell'iniziale socio unico Intesa Sanpaolo. Da società *captive* in seno al Gruppo Intesa Sanpaolo (e già del Gruppo Sanpaolo IMI in precedenza), Equiter può dunque oggi beneficiare di una *governance* con una composizione molto originale e più articolata, da cui possono conseguire rilevanti sinergie.

Il socio con la quota relativa di maggiore entità è la Fondazione Compagnia di San Paolo (32,99%), immediatamente seguita da Intesa-Sanpaolo (32,88%), mentre la restante parte del capitale, circa un terzo, è detenuto dalla Fondazione CRT (22,13%) e dalla Fondazione CRC (12,00%).

La prima fondazione ad entrare nel capitale di Equiter è stata la Fondazione Compagnia di San Paolo, stabilmente presente tra i maggiori azionisti di Intesa-Sanpaolo, che ha iniziato un percorso di *partnership* con il gruppo bancario per rafforzare l'azione nei propri territori di riferimento (Nord-Ovest).

La Fondazione Compagnia di San Paolo, tra le maggiori fondazioni private europee di origine bancaria, trae origine da una confraternita costituita nel 1563<sup>37</sup>. Ai sensi del suo Statuto, “la Compagnia persegue finalità di utilità sociale, allo scopo di favorire lo sviluppo civile, culturale ed economico”. Questa definizione generale trova applicazione nelle “grandi aree tematiche” della Cultura, della Ricerca e Sanità e delle Politiche sociali. Lo Statuto non specifica un riferimento

<sup>37</sup> Le informazioni riportate sono pubblicamente disponibili sul sito istituzionale della Fondazione Compagnia di San Paolo.

geografico all'attività della Compagnia, che ha tuttavia una marcata specializzazione territoriale a Torino, in Piemonte, Liguria e Valle d'Aosta. La sua struttura si è più volte trasformata nel corso dei secoli, mantenendo però sempre una vocazione di sostegno allo sviluppo civile, culturale ed economico della comunità in cui opera. La Fondazione Compagnia di San Paolo è una fondazione filantropica privata, senza fine di lucro, indipendente e dotata di piena autonomia statutaria, nell'ambito di un quadro normativo complesso che si è evoluto alla fine degli anni '90<sup>38</sup>. Sulla base del nuovo quadro normativo introdotto dalla Legge "Amato-Carli", alla fine del 1991 ha avuto luogo la separazione tra:

1. attività commerciali e creditizie dell'Istituto Bancario San Paolo di Torino, affidate a una società per azioni;
2. attività filantropiche, in capo all'ente che ha recuperato l'antico nome di Compagnia di San Paolo, con il valore delle attività bancarie a costituire il patrimonio filantropico della fondazione.

Se all'inizio di questa grande trasformazione il patrimonio della Fondazione Compagnia di San Paolo era pertanto composto esclusivamente dalla totalità delle azioni dell'istituto bancario, nel corso di quasi un trentennio, a seguito dell'evoluzione della banca e delle scelte di investimento della fondazione, esso è giunto a presentare una equilibrata composizione che affianca alla partecipazione in Intesa San Paolo (oltre il 6% delle azioni della gruppo bancario, che fanno della fondazione il principale singolo azionista) altri *asset* diversificati che compongono i due terzi del patrimonio stesso, pari a circa 8 miliardi di euro alla fine del 2022.

Il Gruppo Intesa Sanpaolo è uno dei principali gruppi bancari in Europa, con un forte impegno sulle tematiche *ESG*, un posizionamento ai vertici mondiali per l'impatto sociale e grande focus sul clima. È il maggiore gruppo bancario in Italia, con 13,6 milioni di clienti e oltre 3.600 filiali, leader nelle attività finanziarie per famiglie ed imprese. Ha inoltre una presenza internazionale strategica, con oltre 950 sportelli e 7,1 milioni di clienti, collocandosi tra i principali gruppi bancari anche in diversi Paesi del Centro-Est Europa e nel Medio Oriente e Nord Africa grazie alle proprie controllate locali. Il Gruppo Intesa Sanpaolo ha chiuso il 2022 con ricavi per 21,5 miliardi, un utile netto di 4,4 miliardi e una capitalizzazione di mercato pari a circa 45 miliardi di euro.

La Fondazione CRT è un ente privato *non profit* che da oltre 30 anni rappresenta un attore di sviluppo e crescita del Piemonte e della Valle d'Aosta<sup>39</sup>.

---

<sup>38</sup> La normativa di riferimento ha come proprio fulcro il D. Lgs 153/99 e le sentenze della Corte Costituzionale n. 300 e n. 301- 2003, nonché il Protocollo di intesa ACRI-MEF del 2015.

<sup>39</sup> Le informazioni riportate sono pubblicamente disponibili sul sito istituzionale della Fondazione Cassa di Risparmio di Torino.

Nata nel 1991, la Fondazione CRT è la terza fondazione di origine bancaria italiana per entità del patrimonio, pari a 2,3 miliardi di euro alla fine del 2022, e ha erogato complessivamente più di 2 miliardi di euro dalla sua nascita, su oltre 42.000 progetti per l'arte, la ricerca, la formazione, il welfare, l'ambiente, l'innovazione nel Nord Ovest. La Fondazione sperimenta anche interventi nella logica dell'*impact investing* a livello sociale e ambientale, impegnandosi costantemente nella valorizzazione dei beni artistici e culturali, nella ricerca scientifica e la formazione dei giovani, l'imprenditoria sociale e l'assistenza, la salvaguardia dell'ambiente e delle persone. Uno dei principali esempi a livello europeo è l'operazione di rigenerazione urbana delle OGR Torino, le ex Officine Grandi Riparazioni dei treni, riqualificate dalla Fondazione CRT e riconvertite, con un investimento di oltre 100 milioni di euro, in un innovativo centro internazionale per l'arte e la cultura. La Fondazione CRT è inoltre attiva nelle principali reti internazionali della filantropia come EVPA (*European Venture Philanthropy Association*) e Philea (*Philanthropy Europe Association*), che raggruppa oltre diecimila fondazioni ed enti filantropici europei e statunitensi. Collabora inoltre con le Nazioni Unite e altre organizzazioni su scala globale, tra cui Rockefeller Philanthropy Advisors, per rafforzare l'integrazione degli Obiettivi di Sviluppo Sostenibile nei propri interventi.

La Fondazione Cassa di Risparmio di Cuneo è anch'essa un ente *non profit*, privato e autonomo, che persegue scopi di utilità sociale e di promozione dello sviluppo economico, attraverso erogazioni di contributi e attraverso progetti promossi direttamente, in partenariato con soggetti del territorio, nei settori dell'educazione, del welfare, dell'arte e della cultura, dello sviluppo locale, della salute pubblica e della ricerca scientifica<sup>40</sup>. La fondazione opera in provincia di Cuneo, prevalentemente nelle zone di principale operatività relative alle aree dell'Albese, del Braidese, del Cuneese, del Monregalese. La Fondazione CRC è dotata di un patrimonio netto di 1,3 miliardi di euro, che la pone tra le prime dieci in Italia e che è investito in attività diversificate, dai cui utili derivano le risorse per sostenere l'attività progettuale ed erogativa. Nel 2019 è stata protagonista della fusione con la Fondazione CR Bra, diventando la prima fondazione in Italia a sperimentare un processo di aggregazione tra fondazioni bancarie che potrebbe fare da apripista ad altre operazioni del genere nei prossimi anni.

### 2.1.2 Missione

Equiter è investitore in capitale di rischio e *advisor* finanziario nei settori delle infrastrutture, sia fisiche che digitali, della rigenerazione urbana, della ricerca e

---

<sup>40</sup> Le informazioni riportate sono pubblicamente disponibili sul sito istituzionale della Fondazione Cassa di Risparmio di Cuneo.

dell'innovazione, attento a coniugare rendimenti di mercato con obiettivi di impatto sociale e ambientale, secondo le logiche della finanza d'impatto.

La promozione dello sviluppo inclusivo delle economie locali e della crescita sostenibile nel lungo termine (c.d. *long-term equity*) rappresentano infatti la principale *mission* della società, in linea con gli obiettivi prioritari dei propri azionisti. In tale ottica si inserisce anche il nuovo Piano di Impresa 2022-2024 di Equiter, che trae ispirazione dai principi del piano europeo *Next Generation EU* e dalle direttrici di trasformazione alla base del Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza (PNRR). Il Piano di Impresa definisce obiettivi, strategie ed azioni del triennio, con specifico riferimento alla transizione digitale, alla transizione verde e alla transizione inclusiva, evidenziando una particolare attenzione verso le tematiche *ESG*. L'impegno fattivo nei confronti di tali obiettivi è anche testimoniato dalla sottoscrizione nell'ottobre 2022 dei *Principles for Responsible Investments*, iniziativa delle Nazioni Unite finalizzata a promuovere l'integrazione dei principi *ESG* nelle decisioni di investimento, nell'ottica di contribuire allo sviluppo di un sistema finanziario globale più sostenibile.

In virtù della propria storia e dei soci di riferimento, Equiter è a pieno titolo un operatore di *impact investing*. La “nuova” Equiter, nata dalla *partnership* tra Intesa Sanpaolo e le fondazioni bancarie del territorio, ha posto un forte accento su questa missione all'interno del Progetto SIF (*Social Impact Finance*). L'*impact investing*<sup>41</sup> si riferisce alla categoria di investimenti il cui impatto è intenzionale, misurabile e addizionale rispetto agli investimenti tradizionali: oltre alla consueta ricerca di un rendimento finanziario, l'investitore integra nel processo di investimento anche la ricerca attiva di un impatto positivo sulla società e sull'ambiente. Numerose ricerche<sup>42</sup> dimostrano peraltro come la ricerca di un impatto positivo non soltanto non sia dirimente per il conseguimento di un rendimento finanziario positivo, ma rappresenti nella maggior parte dei casi una leva efficace all'ottenimento di un ritorno finanziario superiore alla media.

---

<sup>41</sup> “Impact investing is a type of sustainable investing strategy where an investor seeks financial returns alongside a measurable positive impact on society or the environment” (Credit Suisse).

<sup>42</sup> Una ricerca del 2018 a cura del fondo tedesco DWS e dell'Università di Amburgo (*Digging deeper into the ESG corporate financial performance relationship*) ha passato in rassegna circa duemila studi riscontrando nel 63% dei casi una forte correlazione tra le performance *ESG* e i rendimenti positivi, contro un esiguo 10% che evidenzia un effetto negativo. Un'altra analisi pubblicata nel 2015 dal *Journal of Sustainable Finance & Investment* aggrega i dati di 2.200 pubblicazioni scientifiche: il 90% sostiene che l'attenzione ai fattori *ESG* abbia un impatto positivo o nullo sulle performance finanziarie.

### 2.1.3 Modello di business

Sotto il profilo operativo, il modello di business di Equiter si caratterizza per l'elevato livello di resilienza che combina:

1. attività di investimento diretto e indiretto su fondi propri;
2. consulenza finanziaria specializzata su fondi di terzi.

L'attività di investimento si realizza nella creazione e successiva gestione di un portafoglio proprietario diversificato, costituito da investimenti diretti e indiretti aventi ad oggetto infrastrutture fisiche e digitali, progetti di rigenerazione territoriale e imprese con forte potenziale di crescita dimensionale, vocazione all'export e capacità innovativa.

La consulenza finanziaria specializzata su fondi di terzi si articola su due ambiti, il cui sviluppo è frutto della scelta strategica di Equiter di incrementare la redditività da servizi, anche in funzione anticiclica:

1. *advisory* a favore di SGR/fondi specializzati in *asset* alternativi;
2. *advisory* per la gestione di fondi comunitari, nello specifico fondi UE in settori a forte impatto socioeconomico.

Con riferimento al primo ambito, conclusa nel 2020 la consulenza in favore di Fondaco SGR per la gestione del Fondo PPP Italia, fondo chiuso infrastrutturale dedicato al partenariato pubblico-privato, l'attività attualmente prestata da Equiter in tale contesto si concretizza nell'*advisory* esclusiva a favore del nuovo fondo Equiter Infrastructure II, istituito e gestito da Ersel Asset Management SGR, che vede Equiter anche nel ruolo di *anchor investor* con un impegno di investimento diretto di 50 milioni di euro. Inoltre, Equiter è anche impegnata nella gestione del veicolo di investimento RIF-T, controllato al 100% e dedicato al supporto finanziario di progetti di ricerca e innovazione nel Nord e Centro Italia, avente una dotazione di 18 milioni di euro, messi a disposizione dalla Fondazione Compagnia di San Paolo attraverso la sottoscrizione di strumenti finanziari partecipativi.

Con riferimento al secondo ambito, Equiter si occupa della gestione di fondi UE in settori a forte impatto socioeconomico. In particolare, Equiter è *advisor*, per conto della Banca Europea per gli Investimenti (BEI) e del Ministero dell'Università e della Ricerca (MUR), del più grande fondo italiano dedicato a investimenti in progetti di ricerca e innovazione, la cui dotazione è stata incrementata nel corso del 2022 da 141 a 166 milioni di euro provenienti dal Programma Operativo Nazionale "Ricerca e Innovazione" 2014-2020. Inoltre, Equiter svolge tuttora l'attività di *advisory* a favore di tre fondi di sviluppo urbano promossi dalle Regioni Sicilia, Campania e Sardegna nell'ambito del Programma

“JESSICA 2007-2013”, strumento di intervento ideato dalla Commissione Europea e dalla BEI allo scopo di promuovere investimenti sostenibili di rigenerazione ed efficienza energetica nelle aree urbane. L’attività di *advisory* per la gestione di fondi comunitari sta sperimentando una fase di forte sviluppo: a fine 2022 Equiter è risultata prima aggiudicataria della gestione di risorse del PNRR italiano per un totale di 343,6 milioni di euro, allocati su due fondi tematici a supporto del settore turistico e dei piani urbani integrati.

## 2.2 Evoluzione storica

La storia di Equiter ha avuto inizio nel 1998, con la creazione di una *holding* di partecipazioni in seno al Gruppo San Paolo IMI: la denominazione originaria della società era FIN.OPI (Finanziaria per le Opere Pubbliche e le Infrastrutture), nella quale confluirono inizialmente alcune partecipazioni pubbliche nel settore infrastrutturale detenute dal gruppo bancario.

All’inizio degli anni 2000, FIN.OPI iniziò un percorso di sviluppo in nuovi ambiti scegliendo di svolgere un ruolo attivo nel processo di privatizzazione allora in corso nei servizi di pubblica utilità. Nel periodo 2003-2006 viene avviato il primo ciclo di investimenti, con un portafoglio riconducibile ai servizi in concessione, e lanciato il Fondo PPP Italia, il primo fondo dedicato alle piccole e medie infrastrutture in Italia. A partire dal 2007, con la nascita di Intesa Sanpaolo a seguito della fusione dei due gruppi bancari, la *holding* diviene una vera e propria divisione del nuovo gruppo dove vengono concentrate le partecipazioni detenute nei settori delle *utilities*, dell’ambiente, delle infrastrutture e dell’immobiliare pubblico.

Nel 2008 FIN.OPI cambia la propria denominazione in Equiter, a significare anche un nuovo indirizzo strategico che affianca alla consueta attività di investimento in partecipazioni anche quella di prestazione di servizi di *advisory* per la gestione di fondi di terzi. Gli anni successivi portano a compimento questa transizione e vedono Equiter aggiudicarsi, nel ruolo di *frontrunner* del Gruppo Intesa Sanpaolo, la gestione di fondi europei di sviluppo urbano nell’ambito del Programma Comunitario JESSICA.

La “nuova Equiter”, fuori dal perimetro di consolidamento di Intesa Sanpaolo sino ad allora unico socio, nasce nel febbraio 2015 come *partnership* innovativa tra Intesa Sanpaolo e Fondazione Compagnia di San Paolo per la realizzazione di investimenti nel capitale di rischio di infrastrutture. Questo è stato il primo passo nel percorso di trasformazione di Equiter in un veicolo di investimento del *social impact finance*, proseguito in anni recenti nel progressivo allargamento della compagine azionaria ad altre fondazioni del territorio, dapprima la Fondazione CRT

nel 2016 e poi la Fondazione CRC nel 2017. Nel 2018 lo sviluppo di Equiter continua con l'avvio dell'attività di *advisory* per il Fondo RIF, promosso dal Ministero dell'Istruzione, dell'Università e della Ricerca a sostegno di progetti di Ricerca e Innovazione nelle otto Regioni del PON R&I 2014-2020.

**Tabella 8** – Equiter: tappe principali ed evoluzione cronologica

Anno	Eventi caratterizzanti
1998	Nasce FIN.OPI, società nella quale vengono concentrate le partecipazioni in infrastrutture del Gruppo Sanpaolo IMI.
2002	Si specializza come <i>holding</i> di partecipazioni nel settore delle infrastrutture, delle utilities e dell'ambiente.
2006	Sviluppa un nuovo <i>business model</i> : agli investimenti partecipativi affianca le attività di <i>advisory</i> . Lancio, <i>fundraising</i> e avvio del periodo di investimento del Fondo PPP Italia in <i>partnership</i> con Fondaco SGR.
2008	FIN.OPI cambia la propria denominazione in Equiter: oltre agli investimenti in partecipazioni, la società si specializza nelle attività di <i>advisory</i> .
2011	Equiter consolida ed amplia la propria attività di consulenza su fondi destinati a progetti di rigenerazione urbana ed efficienza energetica in Sicilia, Sardegna e Campania nell'ambito del Programma comunitario Jessica, realizzato in <i>partnership</i> con la Banca Europea per gli Investimenti.
2015	Accordo strategico tra Gruppo Intesa Sanpaolo e Compagnia di San Paolo che focalizza la mission di Equiter sui <i>Mission Related Investment</i> .
2016	Partnership estesa alla Fondazione CRT. Equiter si consolida come <i>hub</i> per l' <i>impact investing</i> : una società dedicata all'investimento in imprese e fondi con l'obiettivo di generare – accanto al rendimento finanziario – un impatto sociale, ambientale ed economico misurabile.
2017	L'ingresso della Fondazione Cassa di Risparmio di Cuneo nell'azionariato di Equiter rafforza ulteriormente l'attività di investimento e consulenza nei settori delle infrastrutture, della ricerca e dell'innovazione.
2018	Avvio dell'attività di <i>advisory</i> per il Fondo promosso dal MIUR a sostegno di progetti di ricerca nelle 8 Regioni target del Programma Operativo Nazionale Ricerca e Innovazione 2014-2020.
2020	Lancio e avvio del periodo di investimento dell'iniziativa RIF-T in <i>partnership</i> con Compagnia di San Paolo e Banca Europea per gli Investimenti.
2021	In <i>partnership</i> con Ersel Asset Management SGR, lancia Equiter Infrastructure II, fondo dedicato all'investimento in capitale di rischio di asset infrastrutturali in Italia, con una particolare attenzione ai temi dell'innovazione, dell'impatto sociale e ambientale.
2022	Equiter è prima aggiudicataria della gestione di risorse del PNRR italiano per un totale di 343,6 milioni di euro, allocati sui Fondi Tematici Turismo e Piani Urbani Integrati.

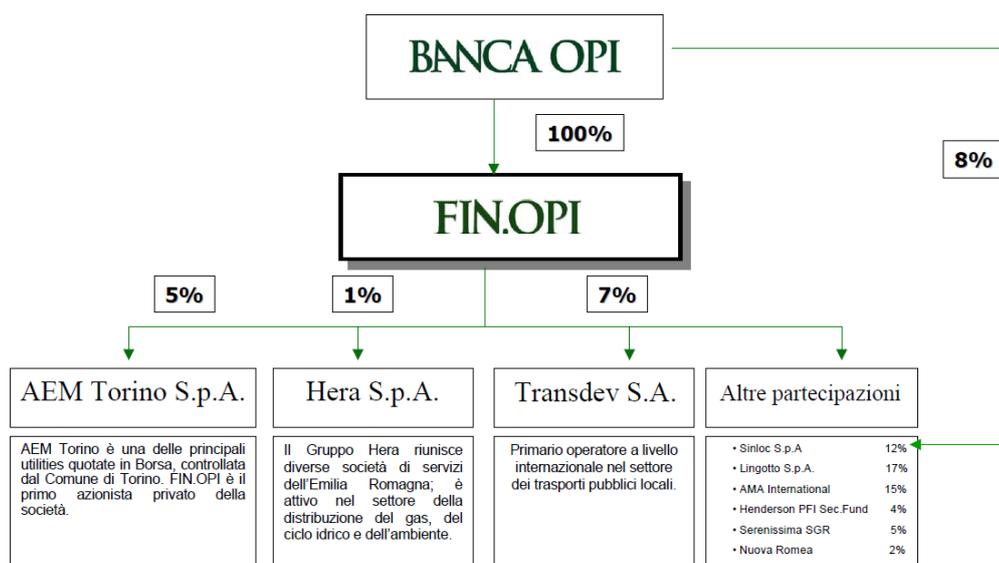
### 2.2.1 Nascita di FIN.OPI nel Gruppo Sanpaolo IMI

Il nucleo originario dal quale si è sviluppata l'attuale Equiter risale alla fine degli anni '90, ai tempi della fusione avvenuta nel 1998 tra il San Paolo di Torino, istituto di credito ordinario, e l'IMI (Istituto Mobiliare Italiano), istituto di credito a medio e lungo termine del Ministero del Tesoro. Al processo di privatizzazione e quotazione in borsa del nuovo Gruppo San Paolo IMI, seguì poi una progressiva strutturazione che vide la nascita di società specialistiche, tra le quali FIN.OPI S.p.A. attiva nel settore delle infrastrutture.

FIN.OPI, nome abbreviato di "Finanziaria per le Opere Pubbliche e le Infrastrutture", era un intermediario finanziario iscritto nell'elenco generale degli intermediari finanziari ai sensi dell'art.113 del D.Lgs. 1.9.1993. Strutturata come *holding* di partecipazioni, nei primi anni di attività svolse esclusivamente il ruolo di cassaforte delle partecipate istituzionali detenute dal gruppo bancario nel settore pubblico.

Fu a partire dal 2003 che FIN.OPI cominciò ad operare sul mercato in modo più attivo nella veste di *equity investor* del settore pubblico. In particolare, il Gruppo San Paolo IMI creò un presidio denominato "Enti e Aziende Pubbliche", a diretto riporto della direzione generale, cui era affidata la missione di "coordinare, sviluppare e monitorare le attività dell'intero Gruppo nei confronti della clientela pubblica", con una logica di prossimità alle esigenze di finanza locale al fine di cogliere sul nascere nuove opportunità di sviluppo.

Il principale braccio operativo del citato presidio era Banca OPI, la banca del Gruppo specializzata nel campo del finanziamento alle opere pubbliche in Italia, con particolare riferimento ai settori dei trasporti, del ciclo dell'acqua, della salvaguardia del territorio e della tutela ambientale. Banca OPI era anche socio unico di FIN.OPI che, nel proprio ruolo di *equity investor* specializzato nell'ambito del settore pubblico e del partenariato pubblico-privato (PPP), operava in collegamento strategico e funzionale con la controllante Banca OPI, completandone l'offerta sul mercato con strumenti di capitale di rischio.



**Figura 25** – Banca OPI e FIN.OPI: assetto organizzativo nel 2004 (Sanpaolo IMI)

Il triennio 2003-2005 fu caratterizzato da una iniziale attività di costruzione del portafoglio partecipativo, allora già inclusivo di società del settore *utility* (AEM Torino e Hera) e trasporti (Transdev), con l’acquisizione di quote in una società di progetto per la realizzazione di un nuovo tronco autostradale nel Nord Est (Pedemontana Veneta S.p.A.) e in altre società concessionarie autostradali (Autostrada Brescia-Verona-Vicenza-Padova S.p.A. e Autovie Venete S.p.A.), nonché l’acquisizione di una piccola quota in una società quotata operante sull’intero ciclo della filiera idrica (Acque Potabili S.p.A.) nell’ambito di un collocamento privato. L’incremento del portafoglio partecipativo di FIN.OPI fu però guidato maggiormente da esigenze di razionalizzazione del Gruppo Sanpaolo IMI, che fece acquisire a FIN.OPI partecipazioni direttamente detenute dalla Capogruppo, anziché da una attiva e compiuta strategia di investimento sul mercato.

Alla fine del 2005, FIN.OPI iniziò a mettere a fuoco le linee guida per il proprio sviluppo prospettivo e il proprio ruolo di investitore specialistico. FIN.OPI individuò tre settori prioritari di intervento nel capitale di rischio: le infrastrutture gestite in partenariato pubblico-privato, i progetti ambientali e le società di servizio pubblico locale. Sino a quel momento l’investimento diretto della *holding* era stata la modalità prediletta di intervento, ma FIN.OPI intendeva anche attivare e sviluppare la propria attività attraverso fondi chiusi specializzati, sottoscritti da investitori istituzionali.

Tabella 9 – FIN.OPI: nuovo posizionamento nel 2005 (Sanpaolo IMI)

Settore	Razionale	Modalità
<p><b>Infrastrutture in partenariato pubblico-privato</b></p>	<p>La necessità di adeguare la dotazione infrastrutturale e di contenere la spesa pubblica ha determinato in Europa, un crescente interesse per lo sviluppo di iniziative di Partenariato Pubblico-Privato (PPP). In particolare, in Italia, dove si sconta uno storico <i>gap</i> infrastrutturale, i programmi governativi per il rilancio degli investimenti pubblici prevedono un consistente contributo da parte dei privati.</p>	<p>FIN.OPI, che beneficia dell'esperienza maturata da Banca OPI nel <i>project financing</i>, si propone in qualità di investitore in <i>equity</i>, a fianco degli operatori industriali, nelle società di progetto che avranno il compito di realizzare le opere infrastrutturali. Nelle iniziative di partenariato pubblico-privato FIN.OPI si prefigge di sviluppare innanzitutto lo strumento dei fondi chiusi, al fine di coinvolgere negli investimenti altri operatori del mercato, in particolare investitori istituzionali italiani ed internazionali. FIN.OPI, come prima iniziativa, sta promuovendo un fondo destinato allo sviluppo del PPP in Italia. Il Fondo PPP Italia ha un target di raccolta di 80/100 milioni di euro e sarà gestito dalla Fondaco SGR, società di gestione del risparmio controllata da fondazioni bancarie.</p>
<p><b>Società di servizi pubblici locali</b></p>	<p>Il settore dei servizi pubblici locali è interessato da tempo da un processo di riforma, caratterizzato da una crescente liberalizzazione nell'accesso al mercato e da una progressiva industrializzazione della gestione dei servizi. Permane ancora una forte frammentazione fra gli operatori del settore, insieme a divari di efficienza ed elevate componenti di partecipazione pubblica. Questi aspetti lasciano spazio a operazioni di concentrazione e razionalizzazione tra le società a controllo pubblico locale.</p>	<p>FIN.OPI partecipa al processo in corso con quote azionarie di minoranza in società che operano nel settore dei servizi pubblici locali, in particolare in occasione di gare per l'apertura del capitale o per il rinnovo di concessioni. Con queste azioni FIN.OPI integra il consolidato ruolo di leadership di Banca OPI nel finanziamento alle <i>public utilities</i> locali. Il programmato Fondo PPP Italia investirà non solo nelle infrastrutture, ma anche nel processo di apertura del capitale delle società di gestione dei servizi pubblici, controllate dagli Enti Locali.</p>

<p><b>Progetti ambientali</b></p>	<p>La realizzazione di progetti in campo ambientale è spesso ostacolata dalla mancanza di adeguate fonti di finanziamento. Senza opportuni incentivi o garanzie pubbliche, il mercato finanziario incontra difficoltà a sostenere iniziative i cui elevati costi spesso si accompagnano a incertezze sulla redditività.</p>	<p>Per operare in questo ambito complesso, FIN.OPI ha costituito un'unità con sede a Milano, specializzata nell'analisi e nella strutturazione finanziaria dei progetti in campo ambientale. Nell'ambito delle problematiche relative al Protocollo di Kyoto, FIN.OPI ha collaborato con CDC IXIS alla strutturazione di un fondo di investimento, promosso dalla <i>Caisse des Dépôts et Consignations</i>, specializzato in quote di emissione inquinanti. Con l'entrata in vigore del Protocollo di Kyoto e con l'avvio dello <i>European Trading Scheme</i> nel 2005, FIN.OPI intende giocare un ruolo attivo nell'importante mercato dei diritti di emissione, che non mancherà di svilupparsi.</p>
-----------------------------------	---	--

A fine 2005 il portafoglio partecipativo includeva investimenti per circa 145 milioni euro, con uno stock di liquidità residuante di 123,2 milioni di euro (181 milioni di euro a fine 2004) pari al 46% dell'intero attivo investito<sup>43</sup>.

Le posizioni su società quotate erano inerenti a *utilities* attive nell'erogazione di servizi pubblici locali (AEM Torino, Hera, Acque Potabili), mentre le partecipazioni non quotate erano pressoché concentrate su società di progetto titolari di concessioni autostradali.

---

<sup>43</sup> FIN.OPI, Bilancio 2005.

PARTECIPAZIONI IN SOCIETA' QUOTATE	quota azionaria in %	Costo di acquisto	Valore di carico IAS compliant
AEM Torino S.p.A.	4,85%	35.192.465	46.332.998
Warrant AEM Torino S.p.A.		910.713	1.845.815
HERA S.p.A.	1,06%	15.879.404	24.252.624
Acque Potabili S.p.A.	1,61%	1.225.561	1.356.234
<b>Totale</b>		<b>53.208.144</b>	<b>73.787.670</b>

PARTECIPAZIONI IN SOCIETA' NON QUOTATE	quota azionaria in %	Costo di acquisto	Valore di carico IAS compliant
Autostrada BS-PD S.p.A.	5,80%	45.700.000	45.700.000
Transdev S.A.	7,00%	12.286.909	13.934.682
SINLOC S.p.A.	11,85%	4.819.555	4.819.555
Autovie Venete S.p.A.	0,76%	4.000.000	3.913.862
AMA International S.p.A.	14,98%	1.597.320	1.597.320
Serenissima SGR S.p.A.	4,89%	88.000	88.000
Nuova Romea S.p.A.	1,98%	75.240	75.240
Pedemontana Veneta S.p.A.	2,00%	60.000	60.000
Sicilsud Leasing S.p.A. (in liquidazione)	100,00%	1.141.820	1.141.820
<b>Totale</b>		<b>69.768.844</b>	<b>71.330.479</b>

FONDI CHIUSI INFRASTRUTTURALI	quota azionaria in %	Costo di acquisto	Valore di carico IAS compliant
Henderson PFI Secondary Fund	1,52%	921.711	789.473
<b>Totale</b>		<b>921.711</b>	<b>789.473</b>

**Figura 26** – FIN.OPI: partecipazioni al 31/12/2005

### 2.2.2 Evoluzione di FIN.OPI nel Gruppo Intesa Sanpaolo

Il 2006 fu un anno cruciale per l'inaugurazione di una nuova fase di sviluppo per FIN.OPI, innescata dalla riorganizzazione societaria conseguente alla fusione del Sanpaolo IMI con Banca Intesa.

Trattandosi di due tra i principali gruppi bancari presenti in Italia, con un'ampia gamma di servizi specialistici e una sensibile capillarità territoriale, si creò immediatamente l'opportunità di realizzare sinergie tra strutture differenti, prima in concorrenza tra loro. In tale contesto, nel 2008 si realizzò l'operazione di integrazione di Banca OPI (Sanpaolo IMI) con Banca Intesa Infrastrutture e Sviluppo (Banca Intesa) che diede vita a BIIS, la nuova *business unit* di riferimento nel *public finance* del neocostituito Gruppo Intesa Sanpaolo. L'operazione fu condotta attraverso una scissione di ramo d'azienda di Banca OPI in favore di BIIS,

con contestuale assegnazione di alcune partecipazioni a FIN.OPI che non rientrò nel perimetro dell'operazione, restando indipendente da BIIS e direttamente controllata dalla capogruppo Intesa Sanpaolo.

L'attribuzione della partecipazione di FIN.OPI ad Intesa Sanpaolo costituì il primo passo di un progetto di sviluppo che portò la controllata ad ampliare il proprio ruolo di “finanziaria di partecipazioni” a quello di “investment management & advisory firm” specializzata nei settori delle infrastrutture e delle *public utilities*. Tale evoluzione avrebbe consentito a FIN.OPI, nell'orbita del nuovo gruppo bancario, un livello ottimale di segregazione tra attività di erogazione di finanziamenti del settore pubblico e l'attività di investimento nel capitale di realtà di emanazione pubblica, aprendo anche alla possibilità di costituzione di fondi chiusi di investimento destinati allo sviluppo infrastrutturale, in linea con l'azione dei grandi gruppi bancari europei (es. Deutsche Bank, Goldman Sachs, HSBC, Credit Agricole).

Il trasferimento del controllo azionario di FIN.OPI direttamente alla Capogruppo consentì anche di dare al mercato un forte segnale di convinzione sulle prospettive di crescita dell'*equity* pubblico, cui sarebbe seguita una coerente concentrazione di quote partecipative detenute dal Gruppo Intesa Sanpaolo che fossero afferenti ai settori caratteristici di intervento della società.

### 2.2.3 Cambio di denominazione in Equiter

Gli anni successivi portarono ad un *rebranding* di FIN.OPI in Equiter, una nuova denominazione coerente con la missione della società all'interno del Gruppo Intesa Sanpaolo: investire capitale di rischio per sviluppare il territorio e il partenariato pubblico privato, dunque sempre all'insegna del binomio “capitali privati, infrastrutture pubbliche”.

La strategia di investimento nel capitale di rischio era focalizzata in 4 settori strategici: infrastrutture, *utilities*, ambiente e fondi. Le controparti di riferimento non erano più soltanto enti pubblici ma anche aziende private, con le quali ci si proponeva di realizzare coinvestimenti e *partnership*. In quest'ottica, Equiter si proponeva di adottare strumenti operativi flessibili, identificati sulla base della tipologia di progetto da realizzare: dall'investimento diretto alla finanza di progetto, inclusa la sponsorizzazione e *advisory* di fondi chiusi.

**Tabella 10** – Equiter: strategia di investimento nel Gruppo Intesa Sanpaolo

Settori	Tipologia di investimenti
<b>INFRASTRUTTURE</b>	Realizzazione di operazioni in Partenariato Pubblico Privato, finalizzate alla costruzione di scuole, autostrade, aeroporti, parcheggi, ospedali, residenze socioassistenziali, impianti sportivi.
<b>UTILITIES</b>	Investimento nei settori pubblici locali: energia, acqua, rifiuti, gas.
<b>AMBIENTE</b>	Sviluppo delle fonti energetiche rinnovabili (fotovoltaico, eolico, biomasse). Investimento in progetti eco-sostenibili e in progetti di efficienza energetica. Compravendita di crediti su emissione di anidride carbonica ( <i>carbon assets</i> ).
<b>FONDI</b>	Partecipazione a progetti complessi in campo infrastrutturale e ambientale. Valorizzazione del patrimonio immobiliare pubblico. Riqualificazione di zone urbane e riconversione di immobili in nuove infrastrutture economiche e sociali. Gestione di fondi strutturali comunitari nell'ambito del Progetto JESSICA.

Dopo il lancio del Fondo PPP Italia alla fine nel 2006, Equiter ha inaugurato nel 2009 il proprio percorso di gestore di fondi strutturali comunitari con il Progetto JESSICA, meccanismo UE ideato per favorire uno lo sviluppo urbano sostenibile, realizzato in sinergia con la Banca Europea per gli Investimenti.

Il portafoglio di Equiter, concentrato principalmente sul mercato italiano, si caratterizzava in quegli anni per il peso significativo delle società non quotate, per la rilevanza degli investimenti nei settori infrastrutture e *utilities* e per la prevalenza di “quote qualificate” in termini di presenza di rappresentanti nei consigli di amministrazione delle partecipate. A fine 2011 Equiter deteneva nel complesso 21 partecipazioni con un attivo di bilancio di 333 milioni di euro.

#### **2.2.4 Progetto SIF e partnership con Compagnia di San Paolo**

Nel 2015 si consuma un cambio epocale nella storia di Equiter, che vede per la prima volta l'ingresso di un nuovo azionista a fianco di Intesa Sanpaolo, sino ad allora socio unico della *holding*.

Viene infatti varato il Progetto SIF, una *partnership* con Compagnia di San Paolo per trasformare Equiter in un attore del *Social Impact Finance*. Pur in presenza di un legame già solido tra i soci della nuova *governance*, essendo la Compagnia di San Paolo<sup>44</sup> tra i primi azionisti di Intesa Sanpaolo, si trattò di un passaggio rilevante nell'acquisizione di una maggiore indipendenza di Equiter dalle logiche del gruppo bancario, cui la società era appartenuta sino a quel momento.

L'operazione si inseriva nel crescente interesse del mondo delle fondazioni di origine bancaria nei confronti dei cosiddetti *Mission Related Investments* (MRI), che rappresentavano un valore di 3,7 miliardi di euro<sup>45</sup> (7% del totale attivi delle fondazioni) a fine 2012, nell'ambito di un progressivo ridimensionamento dell'erogazione a fondo perduto a favore di una logica di sostenibilità finanziaria dei progetti del territorio. I MRI vengono dunque a rappresentare una nuova e importante occasione di incontro tra fondazioni e banche dove innestare un sentiero di collaborazione in cui mettere a fattor comune investimenti e know-how.

Il rationale strategico alla base del progetto risiedeva per la fondazione nel creare una società partecipata con la banca e destinata a:

1. gestire in ottica unitaria, sinergica ed efficiente il portafoglio di attivi risultante dall'operazione con un team di specialisti dedicati;
2. promuovere e gestire investimenti di sviluppo dell'economia locale coniugando obiettivi di rendimento di mercato, tipiche di un gruppo bancario, con le esigenze di sviluppo socioeconomico del territorio, tipiche delle fondazioni;
3. diventare in prospettiva un polo aggregante di soggetti bancari, fondazioni e investitori istituzionali, in modo da aumentare la dimensione e l'impatto degli investimenti.

Il Progetto SIF prevedeva una importante discontinuità a livello societario, in quanto l'ingresso della fondazione bancaria sarebbe avvenuto in una società di nuova costituzione, secondo un perimetro del portafoglio partecipativo più circoscritto rispetto a quello detenuto da Equiter sino a quel momento. L'operazione sarebbe stata perfezionata con la costituzione di una "NewCo SIF" attraverso conferimenti di rami d'azienda e compendi patrimoniali.

Da parte di Equiter, il conferimento ha riguardato un ramo d'azienda composto da attivi (prevalentemente investimenti e cassa, in parte per finanziare impegni già

---

<sup>44</sup> Compagnia di San Paolo, al tempo seconda fondazione bancaria italiana per patrimonio gestito (5,7 miliardi di euro a fine 2013), era prima azionista di Intesa Sanpaolo con il 9,708% del capitale ordinario (dato al 1° luglio 2014).

<sup>45</sup> Rapporto ACRI 2013.

deliberati), relative posizioni fiscali e personale (4 persone con relativo fondo TFR, oltre a 11 distacchi da altre società del Gruppo Intesa Sanpaolo). A livello di *business unit*, il ramo d'azienda includeva le attività di *advisory* e gestione conto terzi produttive di uno stabile margine commissionale, mentre il portafoglio investimenti escludeva invece le partecipazioni di Equiter rientranti in una strategia di finanziamento complessiva a livello del gruppo bancario, o comunque previste in via di dismissione nel breve termine. Da parte di Compagnia San Paolo, il conferimento ha avuto ad oggetto un compendio patrimoniale composto da attivi (fondi chiusi di investimento) e risorse liquide destinate a finanziare gli impegni già deliberati con i fondi oggetto di conferimento.

Per ciò che concerne gli aspetti societari, in ragione del valore relativo di conferimento leggermente a favore della banca, la nuova società sarebbe stata ancora controllata dal Gruppo Intesa Sanpaolo, mantenendo la precedente denominazione di Equiter. Al completamento dell'operazione, in una prospettiva di ulteriore semplificazione, la società preesistente priva del ramo d'azienda conferito<sup>46</sup> sarebbe stata incorporata nella capogruppo. Il Progetto SIF ha costituito per Intesa Sanpaolo un'opportunità di miglioramento del rendimento del complesso di beni del ramo d'azienda in termini di:

1. efficacia degli interventi sul territorio, in quanto l'operazione andava a creare un soggetto innovativo nel crescente mercato dei MRI, capace di coniugare e sfruttare al meglio le competenze ed il know-how detenuto dalle parti;
2. apprezzabili ritorni finanziari attesi, grazie alla prospettiva di sviluppare le attività di *advisory* sfruttando la reputazione degli azionisti e di migliorare il rendimento atteso dagli investimenti attraverso una gestione attiva degli stessi;
3. diluizione dell'impegno diretto e dell'esposizione del Gruppo, poiché la "NewCo SIF" intendeva diventare un polo di aggregazione per altri gruppi bancari e fondazioni nel settore dei MRI, in prospettiva con possibile deconsolidamento della partecipazione o cessione di quote ai nuovi azionisti.

Va sottolineato che, a seguito di una preventiva riassegnazione interna di parte del portafoglio partecipativo, Intesa Sanpaolo conferì nella società di nuova costituzione soltanto un ristretto numero di partecipazioni, costituito da quote in società (Iren, Sagat, Enerpoint Energy) o in fondi chiusi (tra i quali il Fondo PPP

---

<sup>46</sup> OLDEQUITER, nome con il quale venne ribattezzata la società preesistente una volta completata l'operazione di conferimento del ramo d'azienda nel veicolo societario di nuova costituzione.

Italia), dalle attività di gestione di fondi di terzi (tra i quali JESSICA) e altra liquidità. La stima del valore economico del ramo conferito, definito sulla base di perizia a cura di una primaria società di revisione, fu quantificato in circa 95 milioni di euro.

Asset	Analisi valutative	%	31/08/2014		31/12/2014		Determinazione del valore
			Valore contabile	Valore economico	Valore contabile	Valore economico	
Iren	Analisi andamento del titolo e Target Price espressi dagli analisti	2,5%	27,5	31,2	27,5	29,0	Prezzo di borsa al 31 dicembre 2014 (media 6 mesi)
Sagat	DCF, Multipli di Borsa, Multipli di M&A, Opzione Put/Call	12,4%	17,6	15,0	15,0	15,0	Opzione Call
Enerpoint Energy	DDM/DCF sui singoli progetti	50,0%	6,4	7,7	6,3	8,5	DDM/DCF sui singoli progetti
Fondo PPP Italia	DDM/DCF sui singoli investimenti, Data investimento, Analisi valori EVCA, Analisi multipli settoriali	12,3%	11,4	11,0	11,2	11,7	DDM/DCF sui singoli investimenti sulla base del rendimento del portafoglio specificato nell'offerta non-vincolante
Fondo Henderson	Analisi valori NAV	1,5%	9,7	9,7	9,9	9,9	Conferma NAV
Liquidità			20,0	20,0	20,8	20,8	
Attività di gestione fondi PPP e Jessica	Metodo Reddittuale/DCF			1,4		1,2	Metodo Reddittuale/DCF
Altre attività e passività (TFR ed attività e passività fiscali)			(1,2)	(1,1)	(1,1)	(1,3)	
<b>Totale</b>			<b>91,4</b>	<b>94,9</b>	<b>89,6</b>	<b>94,8</b>	
Rapporto partecipativo a NewCo SIF				50,52%		50,52%	

Nota: La quotazione del titolo Iren nel periodo tra gennaio e febbraio 2015 è sostanzialmente in linea con la media registrata negli ultimi 6 mesi del 2014.

**Figura 27** – Equiter: valore del ramo conferito da Intesa San Paolo al 31/12/2014

Il compendio oggetto di conferimento da parte del conferente Compagnia di Sanpaolo alla società conferitaria (“NewCo SIF”) era costituito da investimenti in quote di fondi chiusi (*private equity*, *venture capital* e infrastrutture), più la cassa e disponibilità liquide conferite destinate alla copertura degli impegni non ancora richiamati degli investimenti. La perizia di stima indipendente ha stabilito, sulla base di opportune metodologie valutative (multipli di borsa, DCF<sup>47</sup>, DDM<sup>48</sup>, ecc.) un valore di mercato del compendio pari 92,8 milioni di euro, leggermente a premio rispetto al valore contabile corrispondente, metà del quale costituito da liquidità a fronte dei futuri richiami dei fondi conferiti.

Asset	Analisi valutative	%	31/12/2014		Determinazione del valore
			Valore contabile	Valore economico	
Fondo Centro Impresa	Multipli di Borsa, Prezzo di vendita	5,0%	1,5	1,6	Conferma valori EVCA
Fondo Mezzogiorno	DCF, Multipli di Borsa, Prezzo di vendita	5,0%	1,0	1,1	Conferma valori EVCA
Fondo PPP Italia	DDM/DCF sui singoli investimenti, Data investimento, Analisi valori EVCA, Analisi multipli settoriali	14,6%	11,2	14,0	DDM/DCF sui singoli investimenti sulla base del rendimento del portafoglio specificato nell'offerta non-vincolante
Fondo Arcadia Small Cap	Data investimento, Analisi valori NAV, Analisi multipli settoriali	15,1%	1,9	2,0	Conferma valori NAV
Fondo Innogest Capital II	Data investimento, Analisi valori NAV, Analisi multipli settoriali	12,1%	0,7	0,7	Conferma valori NAV
Secondo Fondo F2i	Data investimento, Analisi valori NAV, Analisi multipli settoriali	7,9%	24,3	24,3	Conferma valori NAV
Liquidità			49,0	49,0	
<b>Totale</b>			<b>89,8</b>	<b>92,8</b>	

**Figura 28** – Equiter: valore del compendio di Compagnia di San Paolo al 31/12/2014

<sup>47</sup> Discounted Cash Flow.

<sup>48</sup> Dividend Discount Model.

I valori relativi del ramo d'azienda di Intesa Sanpaolo e del compendio di Compagnia di San Paolo hanno fatto sì che la società di nuova costituzione fosse ancora controllata dal gruppo bancario, con una percentuale pari al 50,52%.

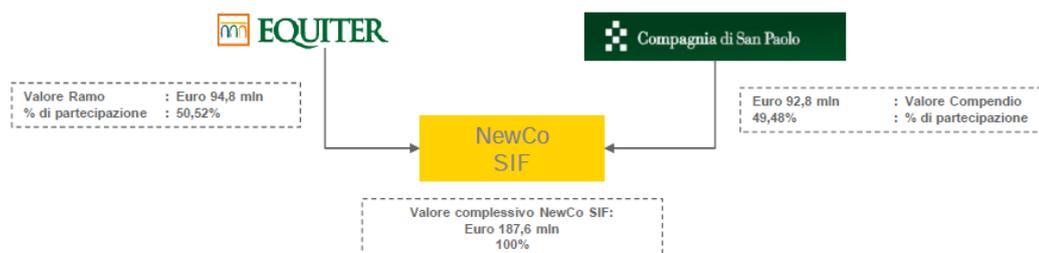


Figura 29 – Equiter: azionariato post conferimento di Compagnia di San Paolo

## 2.2.5 Ingresso della Fondazione CRT

Sin dalla propria genesi, il Progetto SIF si poneva l'obiettivo di associare all'iniziativa altri soggetti fondazionali, per rafforzare le sinergie operative e la capacità di investimento sul territorio.

Nel 2016 è giunto a maturazione un importante accordo con un'altra fondazione bancaria del territorio, anch'essa tra le maggiori in Italia: la Fondazione Cassa di Risparmio di Torino (Fondazione CRT), dimostratasi interessata ad entrare nel capitale apportando propri investimenti complementari e sinergici con il portafoglio di Equiter, in particolare le quote detenute nel Fondo Nord Ovest e nel Fondo F2i, oltre alla liquidità necessaria alla copertura degli impegni sottoscritti sugli stessi.



Figura 30 – Equiter: sintesi dell'operazione strategica con Fondazione CRT

L'esperto indipendente, incaricato della valutazione di congruità del citato conferimento, ha confermato per Equiter sia l'approccio metodologico sia i risultati - con i necessari aggiornamenti dei valori - del lavoro valutativo già svolto da una primaria società di revisione nel 2015, in occasione dell'operazione di concentrazione che riguardò gli iniziali *Sponsor* del Progetto SIF. Il valore economico del ramo in apporto è stato determinato sulla base del NAV calcolato secondo gli standard EVCA. Da notare è il relativo allineamento tra valore economico (204 milioni di euro) e valore contabile (193 milioni di euro), giustificato dall'ancora recente operazione di conferimento nella società di nuova costituzione di attivi a valore di mercato da parte di Intesa San Paolo e Compagnia di San Paolo.

dic-15					
Asset	Quota (%)	Valore contabile (€m)*	Valore economico (€m)**	Delta valore (%)	Metodologia adottata
Iren	2,45%	27,54	40,99	48,8%	Prezzi di Borsa (media 6 mesi)
Sagat	12,40%	15,03	15,04	-	Opzione call/put verificata con DCF e multipli di Borsa
Enerpoint Energy	50,00%	6,26	9,70	54,9%	Perizia KPMG (confermato valore con reperforming)
<b>Partecipazioni</b>		<b>48,83</b>	<b>66,73</b>	<b>34,6%</b>	
Fondo PPP Italia	26,83%	26,05	26,05	-	EVCA con valorizzazione singoli progetti con DCF
Fondo F2i II	4,83%	23,37	21,78	(6,8%)	EVCA
Fondo Centro Impresa	5,00%	1,42	1,42	-	EVCA
Fondo Sviluppo Mezzogiorno	5,00%	0,76	0,76	-	EVCA
Fondo Arcadia Small Cap	15,09%	4,80	4,80	-	NAV
Fondo Innogest Capital II	9,28%	0,66	0,67	0,4%	NAV
<b>Fondi chiusi</b>		<b>57,06</b>	<b>55,47</b>	<b>(2,8%)</b>	
<b>Totale portafoglio</b>		<b>105,90</b>	<b>121,20</b>	<b>14,4%</b>	
Liquidità		90,14	90,14		
Altre attività e passività <i>Adj differite per Fondo F2i II</i>		(2,73)	(2,30)		
Dividendo 2015 deliberato			(5,00)		
<b>Patrimonio Netto Equiter</b>		<b>193,31</b>	<b>204,05</b>	<b>5,6%</b>	

\*Dati patrimoniali al 31.12.15 per la predisposizione della segnalazione FINREP da parte della Capogruppo ISP  
\*\*Valori Netto Per ove applicabile

**Figura 31** – Equiter: *Fair Value* nell'operazione di conferimento di Fondazione CRT

I valori economici relativi ai fondi oggetto di conferimento da parte di Fondazione CRT hanno portato ad una valorizzazione complessiva, inclusa la liquidità per impegni residui, pari a 65,3 milioni euro.

Asset	Quota (%)	Valore contabile 31/12/2015 (€m)	Valore economico (€M)	Delta valore (%)	Metodologia adottata
Fondo F2i I	3,3%	42,0	57,3	36,4%	EVCA
Fondo Nord Ovest	17,2%	2,4	2,2	(8,0%)	NAV
<b>Totale portafoglio conferito</b>		<b>44,4</b>	<b>59,5</b>	<b>34,0%</b>	
<b>Impegni residui</b>			<b>5,8</b>		
Fondo F2i I			5,6		
Fondo Nord Ovest			0,2		
<b>Valore economico conferito</b>			<b>65,3</b>		

**Figura 32** – Equiter: valore del compendio di Fondazione CRT

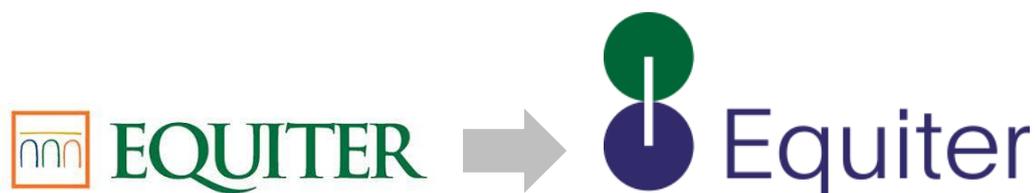
Nel ramo in apporto non erano presenti risorse umane. Equiter avrebbe dunque continuato a svolgere la propria attività con la propria struttura organizzativa (sia dipendenti propri che distaccati dai soci Intesa San Paolo e Compagnia di San Paolo).

Stante le valutazioni indicate per Equiter nel suo complesso e per il perimetro conferito da Fondazione CRT, quest'ultima ha acquisito una quota di circa il 24% della società, con relativa diluizione delle quote detenute dai soci preesistenti.

	Azionariato ante		Azionariato post		Valore economico (€)
	Ante (#)	Ante (%)	Post (#)	Post (%)	
ISP	50.520.000	50,5%	50.520.000	38,27%	204.047.974
CSP	49.480.000	49,5%	49.480.000	37,48%	
CRT	-	-	32.003.599	24,24%	65.302.694
<b>TOTALE</b>	<b>100.000.000</b>	<b>100%</b>	<b>132.003.599</b>	<b>100,00%</b>	<b>269.350.668</b>

**Figura 33** – Equiter: azionariato post conferimento di Fondazione CRT

L'ingresso di Fondazione CRT, con conseguente diluizione proporzionale della partecipazione detenuta dagli azionisti preesistenti, ha comportato l'uscita di Equiter dal perimetro di consolidamento del Gruppo Intesa San Paolo e il venir meno per quest'ultima delle funzioni tipiche di "direzione e coordinamento" della Capogruppo. Tuttavia, la partecipazione conservata dal gruppo bancario è rimasta tale da configurare la sussistenza di un'influenza notevole, pertanto Equiter sarebbe stata inclusa nel perimetro delle parti correlate e dei soggetti collegati di Intesa Sanpaolo. Il venir meno dell'inclusione nel perimetro di consolidamento del gruppo bancario comportò comunque la necessità di revisione grafica del marchio, senza però cambio della denominazione sociale.



**Figura 34** – Equiter: revisione grafica del logo

### 2.2.6 Ingresso di Fondazione CRC

Nel dicembre 2017 si compie l'ultimo passo nel raggiungimento dell'attuale configurazione della *governance* di Equiter, con la realizzazione di una nuova operazione straordinaria che ha visto il conferimento di partecipazioni e di quote di fondi d'investimento da parte della Fondazione Cassa di Risparmio di Cuneo (Fondazione CRC) a favore di Equiter.

L'obiettivo dell'operazione, al pari della precedente realizzata con l'intervento della Fondazione CRT, era quello di far sì che Equiter potesse gestire in ottica unitaria, sinergica ed efficiente il portafoglio di *asset* oggetto del conferimento, attraverso una struttura di professionisti specializzati in operazioni di partenariato pubblico-privato e al tempo stesso essere un gestore attivo di investimenti strategici per lo sviluppo delle economie locali. Al termine della prospettata operazione, la nuova compagine sociale avrebbe detenuto una percentuale di partecipazione nel capitale sociale di Equiter determinata in funzione del *fair value* di Equiter (per i soci Fondazione CRT, Compagnia di San Paolo e Intesa Sanpaolo già presenti nel capitale) e degli *asset* oggetto di trasferimento a favore di Equiter (per il nuovo socio entrante Fondazione CRC).

Il valore economico di Equiter, determinato da parte di una primaria società di consulenza, risultava pari a circa 335 milioni di euro.

Equiter S.p.A.							
Asset	Quota Equiter (%)	Valore contabile 30.06.2017 (€m)	Variazioni post 30.06.2017 (€m)	Valore contabile aggiornato (€m)	Fair Value (€m)	Delta valore (%)	Metodo Valutativo
<b>Partecipazioni in imprese</b>							
Iren S.p.A.	1,9%	21,9	(0,1)	21,8	53,5	145,0%	Prezzo di mercato + Opzione Call
Equiter Energia S.r.l.	100,0%	7,0	-	7,0	12,4	77,7%	Fair Value
PEX (24% sul 5%)*					(0,3)		
<b>Partecipazioni in imprese al netto dell'effetto fiscale</b>		<b>28,9</b>	<b>(0,1)</b>	<b>28,8</b>	<b>65,6</b>	<b>127,9%</b>	
<b>Titoli d'investimento</b>							
Valutazione obbligazione ISP		10,0	-	10,0	10,0	0,0%	Prezzo di mercato
Quote di Fondi comuni d'investimento specifico		89,7	9,4	99,1	161,5	62,9%	
Fondo PPP Italia	26,8%	18,2	(0,9)	17,2	35,1	103,5%	Fair Value
Fondo F2i I	3,3%	47,2	(1,6)	45,6	68,9	51,0%	Fair Value
Fondo F2i II	4,8%	15,2	11,9	27,1	44,0	62,5%	Fair Value
Fondo Arcadia Small Cap	15,1%	0,3	0,0	0,3	4,3	n.s.	Fair Value
Fondo J-Village	8,9%	5,0	-	5,0	5,5	9,8%	NAV
Fondo Mezzogiorno	5,0%	0,1	-	0,1	0,1	45,0%	NAV
Fondo Nord Ovest**	17,2%	1,3	(0,4)	0,9	0,8	-8,1%	Fair Value
Fondo Centro Impresa	5,0%	0,6	-	0,6	0,7	28,0%	NAV
Fondo Innogest Capital II	9,3%	2,0	0,4	2,4	2,1	-13,5%	Fair Value
Effetto fiscale su plusvalore fondi (24%)*					(14,7)		
<b>Titoli d'investimento al netto dell'effetto fiscale</b>		<b>99,7</b>	<b>9,4</b>	<b>109,1</b>	<b>156,7</b>	<b>43,6%</b>	
<b>Totale Portafoglio</b>		<b>128,6</b>	<b>9,3</b>	<b>137,9</b>	<b>222,4</b>	<b>61,2%</b>	
<b>Variazioni post 30 giugno 2017</b>							
Investimento nel Fondo Tages Helios	3,2%	-	4,4	4,4	4,6		NAV
Effetto fiscale plusvalore Fondo Tages Helios (24%)*					(0,0)		
Investimento nel Fondo Tages Helios al netto dell'effetto fiscale					4,6		
Liquidità		118,8	(13,7)	105,2	105,2		
Altre attività nette		2,2	-	2,2	2,2		
<b>Patrimonio Netto Equiter Adj</b>		<b>249,7</b>			<b>334,4</b>		

\* L'effetto fiscale è stato determinato su plusvalori rispetto ai valori di carico fiscali aggiornati degli asset valutati forniti da Equiter  
 \*\* E' stata considerata la svalutazione del Fondo Nord Ovest per € 0,4m avvenuta dopo il 30.06.2017

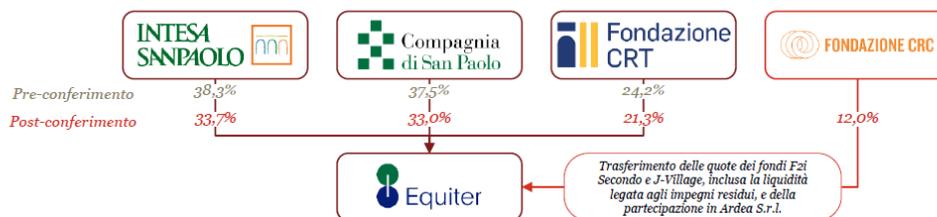
**Figura 35** – Equiter: *Fair Value* nell'operazione di conferimento di Fondazione CRC

Il conferimento effettuato da Fondazione CRC, con *fair value* stimato di 45,6 milioni di euro, includeva una partecipazione in una azienda attiva nel settore dell'energia rinnovabile (Ardea Energia) e due fondi di matrice infrastrutturale (Fondo F2i II) e immobiliare (Fondo J-Village), oltre a liquidità connessa agli impegni residui su quest'ultimi.

Portafoglio oggetto di conferimento							
Asset oggetto di conferimento	Quota CRC (%)	Valore contabile 31.12.2016 (€m)	Variazioni post 31.12.2016 (€m)	Valore contabile aggiornato (€m)	Fair Value (€m)	Delta valore (%)	Metodo Valutativo
Ardea Energia S.r.l.	22,3%	2,7	-	2,7	2,7	-1,3%	Opzione Put
Finanziamento soci		0,5	-	0,5	0,5		Valore nominale
Fondo F2i II	2,4%	7,8	6,0	13,8	23,4	69,6%	Fair Value
Fondo J-Village	8,9%	2,9	2,1	5,0	5,5	9,8%	Fair Value
<b>Totale Portafoglio Conferito</b>		<b>14,0</b>	<b>8,1</b>	<b>22,0</b>	<b>32,1</b>	<b>45,6%</b>	
<b>Impegni residui</b>							
Fondo F2i II					13,5		
<b>Fair Value Conferimento</b>					<b>45,6</b>		

**Figura 36** – Equiter: *Fair Value* degli asset conferiti da Fondazione CRC

La figura sotto riportata illustra gli effetti sulla struttura azionaria di Equiter a seguito del conferimento di *asset* da parte di Fondazione CRC sulla base delle stime di *fair value* effettuate, con il nuovo entrante detentore di una partecipazione del 12%.



Azionisti Equiter	Azionariato ante		Azionariato post		Fair Value (€)
	Ante (#)	Ante (%)	Post (#)	Post (%)	
Intesa Sanpaolo	50.520.000	38,3%	50.520.000	33,7%	
Compagnia di Sanpaolo	49.480.000	37,5%	49.480.000	33,0%	334.372.813
Fondazione Cassa di Risparmio di Torino	32.003.599	24,2%	32.003.599	21,3%	
Fondazione Cassa di Risparmio di Cuneo			18.000.418	12,0%	45.596.110
<b>TOTALE</b>	<b>132.003.599</b>	<b>100,0%</b>	<b>150.004.017</b>	<b>100,0%</b>	<b>379.968.923</b>

Figura 37 – Equiter: azionariato post conferimento di Fondazione CRC

## 2.3 Progetti *flagship*

Lungo le trasformazioni vissute negli anni, Equiter ha più volte cambiato pelle sia a livello societario che di posizionamento, arricchendosi sempre in termini di attività e di competenze.

Sono 4 i progetti chiave che hanno maggiormente connotato il percorso di sviluppo della società e che costituiscono oggi solide premesse per un importante consolidamento negli anni a venire.

**Tabella 11** – Equiter: progetti *flagship* (1998-2021)

Progetto	Attività	Specializzazione
<b>PPP Italia</b>	Fondi chiusi	PPP e infrastrutture sociali
<b>JESSICA</b>	Advisory fondi UE	Rigenerazione urbana
<b>Equiter Energia</b>	Investimenti diretti	Energia rinnovabile
<b>RIF</b>	Advisory fondi UE	Ricerca e innovazione

Il primo progetto in ordine cronologico è stato il Fondo PPP Italia, annoverato tra gli esempi più precoci in Italia di fondo chiuso specializzato nel settore infrastrutturale. Lanciato nel 2006, con Equiter nel duplice ruolo di gestore e investitore, il fondo è stato completamente liquidato alla fine del 2020, conseguendo un ottimo ritorno sugli investimenti che ha supportato il lancio di un nuovo progetto strategico nel solco degli investimenti infrastrutturali (Equiter Infrastructure).

Nel 2011 Equiter inaugura la propria diversificazione nel settore dell'*advisory* di fondi comunitari, svolgendo attività di consulenza su fondi destinati a progetti di rigenerazione urbana ed efficienza energetica in Sicilia, Sardegna e Campania nell'ambito del Programma JESSICA, realizzato in *partnership* con la Banca Europea per gli Investimenti. L'esperienza di gestione su strumenti finanziari comunitari, sia di capitale di rischio che di debito, è risultata estremamente preziosa per la reputazione e la competenza conseguita da Equiter, ponendo le basi per l'accrescimento delle masse gestite su fondi comunitari nel 2023.

Equiter Energia, creata nel 2015 come *sub-holding* di Equiter, ha permesso ad Equiter di investire una parte della liquidità disponibile in un segmento di mercato con grandi prospettive, quale quello delle energie rinnovabili. L'arco temporale in

cui sono stati completati e dismessi gli investimenti (2015-2020) è stato particolarmente propizio, beneficiando di una finestra temporale favorevole grazie a sovvenzioni tariffarie agli impianti e a opportunità di rifinanziamento a tassi di interesse più bassi.

Infine, risale al 2018 l'avvio dell'attività di *advisory* per il Fondo RIF, promosso dal MIUR a sostegno di progetti di ricerca nelle 8 Regioni target del Programma Operativo Nazionale Ricerca e Innovazione 2014-2020. Tale progetto riveste profili di grande interesse per lo sviluppo della strategia di Equiter, rappresentando non solamente un primo consolidamento della società nella gestione di fondi comunitari ma anche l'ingresso in un ambito specialistico (ricerca e innovazione) dotato di grande valenza di impatto territoriale, quale il *Venture Capital*.

### 2.3.1 Fondo PPP Italia

Il Fondo PPP Italia è un fondo chiuso di diritto italiano, della durata di 12 anni, attivo nel settore delle infrastrutture sociali, secondo il modello del “Partenariato Pubblico-Privato” e della generazione di energia da fonti rinnovabili. Il Fondo si propone di acquisire partecipazioni, principalmente di minoranza qualificata, in società non quotate situate sul territorio italiano.

Il Fondo PPP Italia è stato il primo fondo chiuso in Italia interamente dedicato alle infrastrutture in Partenariato Pubblico-Privato: costituito nel 2006 con una dotazione di 120 milioni di euro, raccolti presso primari investitori istituzionali italiani e internazionali, ha investito nella realizzazione di infrastrutture sanitarie e universitarie, reti gas, trasporti, parcheggi e in impianti di produzione di energia da fonti rinnovabili. Equiter è advisor di Fondaco SGR, nonché investitore del Fondo con una quota del 26,8%.



**Figura 38** – Fondo PPP Italia: principali sottoscrittori

La società di gestione del Fondo PPP Italia è Fondaco SGR S.p.A., società di gestione del risparmio autorizzata da Banca d'Italia alla gestione collettiva e individuale. Costituita nel 2002, è partecipata da una base stabile di fondazioni bancarie<sup>49</sup> in *partnership* con Ersel Finanziaria. L'offerta di Fondaco è diretta principalmente alle fondazioni azioniste di origine bancaria, ai loro enti strumentali e, eventualmente, anche ad altre fondazioni e investitori istituzionali. Oltre al Fondo PPP Italia, Fondaco gestisce quattro Fondi di investimento aperti, con una raccolta complessiva di circa 4,6 miliardi di euro.

Equiter opera in qualità di advisor per la gestione operativa del Fondo PPP Italia promosso da Fondaco SGR, destinando alla consulenza del Fondo un gruppo dedicato di professionisti con qualificata esperienza nel settore infrastrutturale. Il team di investimento supporta la SGR nelle seguenti attività:

- ricerca ed individuazione di opportunità di investimento e di disinvestimento;
- valutazione delle operazioni di investimento e di disinvestimento;
- formulazione e presentazione di proposte di investimento e disinvestimento del Fondo al consiglio di amministrazione della SGR;
- assistenza nelle fasi di investimento e disinvestimento;
- assistenza per la gestione, il monitoraggio, l'analisi e la valutazione delle partecipazioni detenute dal Fondo.

Il Fondo PPP Italia ha per oggetto partecipazioni di minoranza qualificata (20-49,9% del capitale) con gestione attiva (rappresentanza nel Consiglio di Amministrazione). All'investimento in *equity* può essere affiancato, se richiesto dalle caratteristiche del progetto, anche l'investimento in strumenti di *quasi-equity*.

Il Fondo PPP Italia acquista partecipazioni in:

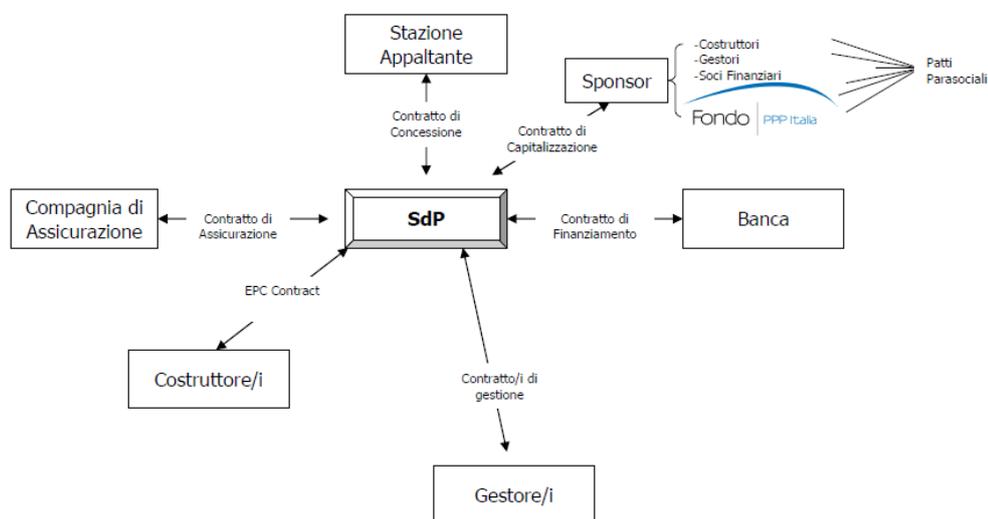
1. società di progetto aggiudicatarie di concessioni di costruzione e gestione<sup>50</sup>;
2. società di progetto costituite per la costruzione e gestione di impianti per la produzione di energia da fonti rinnovabili;

---

<sup>49</sup> Compagnia di San Paolo, Fondazione Cassa di Risparmio di Padova e Rovigo, Fondazione Cassa di Risparmio in Bologna, Fondazione Cassa di Risparmio di Cuneo.

<sup>50</sup> Le fattispecie tipiche sono le società create su iniziativa pubblica ai sensi dell'art. 143 del Dlgs 163/2006 (ex. 19 – 2° comma L.109/94 e ss.mm.ii.) o su iniziativa privata ai sensi dell'art. 153 Dlgs 163/2006 (ex. del 37 bis L.109/94 e ss.mm.ii.), ai sensi del decreto Burlando (DPR 509/1997).

3. società concessionarie di servizi pubblici locali e società di progetto da esse sviluppate.



**Figura 39** – Fondo PPP Italia: struttura contrattuale tipica degli investimenti

I principali settori di investimento sono i seguenti:

- edilizia civile (uffici pubblici, edilizia sanitaria, edilizia scolastica);
- ambiente (risorse idriche e depuratori);
- riqualificazione urbana;
- trasporti (porti, metropolitane leggere, parcheggi);
- *public utilities* (energie rinnovabili, reti).

Il Fondo investe in progetti in diversi stadi del ciclo di vita (costruzione, avvio, gestione) e in ex municipalizzate con una comprovata redditività, operando anche come promotore di nuovi progetti infrastrutturali di significativo interesse.

Il Fondo PPP Italia si rivolge preferibilmente a progetti la cui dimensione è compresa tra i 10 milioni di euro e i 400 milioni di euro. L'ammontare di ogni singolo investimento non può essere inferiore ad una soglia minima, fissata in 1 milione di euro, e non può superare il 20% dell'ammontare sottoscritto del Fondo.

L'insieme delle operazioni con uno stesso partner industriale non possono superare il 35% dell'ammontare totale del Fondo. Gli investimenti in energie rinnovabili e in *public utilities* non possono eccedere il 40% dell'ammontare totale

del Fondo. È fatto espresso diniego circa la possibilità di investire in altri fondi di investimento. Il focus geografico è l'Italia, tuttavia il Fondo può investire una quota del proprio capitale in progetti transfrontalieri.

Il Fondo PPP Italia ha investito in 15 società veicolo un importo complessivamente pari a 95 milioni di euro, al netto delle commissioni di gestione percepite sull'ammontare sottoscritto dagli investitori. I settori più rappresentati nel portafoglio sono stati quelli delle energie rinnovabili e della salute, con una leggera prevalenza dei progetti *brownfield*.

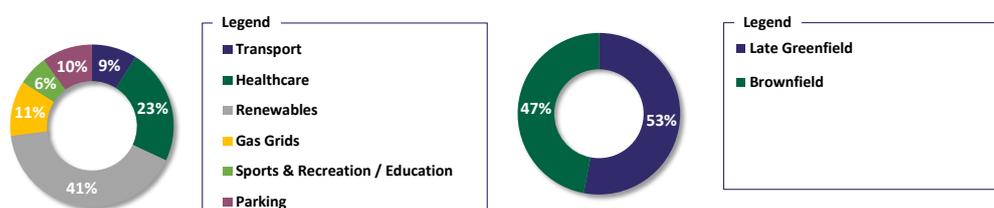


Figura 40 – Fondo PPP Italia: settori di investimento e fase di intervento

I risultati conseguiti a consuntivo dal fondo riportano un Gross IRR a vita intera superiore al 10% e un multiplo *cash on cash* di 1,8x<sup>51</sup>.

Portfolio company	Sector	Risk Profile	Invested Capital (€m)	Investment date	Holding period (years)	Investment Returns	Value creation strategy
Catalyst Brescia	Healthcare	Brownfield	3.0	Jun-09	9	2.0x / 11.0%	Optimization Cost structure
Scuola Biotecnologie Torino	Education	Brownfield	2.0	Jul-09	9	2.1x / 13.6%	Refinancing/Optimization Cost structure
Nuovo Sant'Anna Como	Healthcare	Brownfield	9.1	Jun-10	6	1.5x / 10.3%	Optimization Cost structure
Euganea Sanità Este M.	Healthcare	Late Greenfield	9.6	Oct-13	7	1.3x / 5%	Greenfield to Brownfield
Ast V / B Parking	Transport	Brownfield	9.6	Dec-13	6	2.1x / 16.8%	Refinancing/Optimization Cost structure
Tunnel Gest	Other	Late Greenfield	8.8	Dec-10	10	1.5x / 6.3%	Greenfield to Brownfield
Sporting Village Novara	Sports Centre	Brownfield	4.0	Dec-08	8	0.1x / n.m.	-
Solar Invest/Fideco	Solar	Late Greenfield	2.5	Nov-09	7	1.9x / 14.8%	Greenfield to Brownfield
HeliosPower	Solar	Late Greenfield	2.0	May-10	2	2.3x / 62.8%	Greenfield to Brownfield
Malbi Energy	Solar	Late Greenfield	2.8	Jul-10	9	2.5x / 15.7%	Optimization cost structure
Interporto Solare	Solar	Late Greenfield	3.8	Sep-10	9	4.3x / 23.1%	Greenfield to Brownfield
Perseo	Solar	Late Greenfield	19.8	Dec-10	8	2.3x / 14.3%	Optimization cost structure
Officine Solari Piano Corallo	Solar	Brownfield	6.1	Oct-11	8	1.4x / 5.7%	Optimization cost structure
La Cattiva	Solar	Brownfield	2.1	Oct-11	8	2.2x / 14.2%	Optimization cost structure
EGN	Gas Distribution	Brown/Late Green	10.0	Nov-13	5	1.7x / 12.3%	Optimization cost structure
<b>Total</b>			<b>€95.2m</b>			<b>1.8x / 11.0%<sup>1</sup></b>	

Figura 41 – Fondo PPP Italia: portafoglio e rendimento

<sup>51</sup> La performance netta per gli investitori è stata di un Net IRR pari a 7,3%, con un moltiplicatore implicito del capitale pari a 1,6x.

Nel corso del 2020 si è sostanzialmente conclusa l'operatività del Fondo PPP Italia, con l'acquisizione da parte di Equiter stessa dell'ultimo *asset* di rilievo presente nel portafoglio del Fondo: l'interessenza detenuta in Euganea Sanità S.p.A., titolare della concessione per la realizzazione e gestione per un periodo di 25 anni del nuovo ospedale di Padova, a fronte di un esborso complessivo di 13 milioni di euro. Il rationale dell'operazione è da ricercare nella piena aderenza del progetto Euganea Sanità alla strategia di investimento di Equiter nonché nell'opportunità di liquidare il Fondo PPP Italia con risultati superiori alle aspettative, anche alla luce dell'imminente lancio di un secondo fondo infrastrutturale.

### 2.3.2 Programma JESSICA

JESSICA è l'acronimo di *Joint European Support for Sustainable Investment in City Areas*, un'iniziativa della Commissione Europea realizzata in collaborazione con la Banca Europea per gli Investimenti (BEI) che promuove lo sviluppo urbano sostenibile mediante innovativi strumenti che si affiancano ai più tradizionali contributi a fondo perduto, nell'ottica di un impiego "rotativo" dei Fondi Strutturali europei. In Italia il Programma JESSICA è stato implementato dalle Regioni Sicilia, Campania e Sardegna.

Dati in milioni di euro a fine 2014	Importo impegnato/ stanziato Fondi JESSICA	% su totale UE
<b>Italia</b>	<b>318,0</b>	<b>22%</b>
Grecia	258,0	18%
Polonia	224,5	15%
Spagna	223,8	15%
Lituania	163,4	11%
Portogallo	132,5	9%
UK	60,0	4%
Bulgaria	33,0	2%
Repubblica Ceca	20,6	1%
Slovacchia	11,5	1%
Germania	10,0	1%
Olanda	7,8	1%
<b>TOTALE</b>	<b>1.463,1</b>	<b>100%</b>

**Figura 42** – Programma JESSICA: risorse destinate all'Italia

Nel Periodo 2007-2013, il Programma Comunitario JESSICA è stato attivato da 12 Paesi dell'Unione Europea, per un importo complessivo di circa 1,5 miliardi di euro. L'Italia si è collocata al primo posto nello sviluppo dello strumento, cui è stato destinato un ammontare di 318 milioni di euro (22% del totale stanziato)<sup>52</sup>.

Equiter è il primo gestore di fondi JESSICA a livello nazionale: la società è infatti advisor del Gruppo Intesa Sanpaolo per la gestione di 3 fondi di sviluppo urbano nelle Regioni Sicilia, Campania e Sardegna, per un ammontare complessivo di 191 milioni di euro, pari a oltre il 60% delle risorse JESSICA attivate in Italia, grazie alla gestione di 3 dei 6 Fondi italiani di Sviluppo Urbano JESSICA.

Le operazioni effettuate sono sostanzialmente costituite da finanziamenti a medio/lungo termine, realizzati attraverso il Banco di Napoli (Campania) ovvero per il tramite dei *Second Level Agreement* siglati con la Capogruppo Intesa Sanpaolo, mentre solo un'operazione è stata strutturata con la formula del *project financing* (Porto di Capo d'Orlando in JESSICA Sicilia).

Le risorse gestite da Equiter sono state erogate, a partire dal 2011, nell'arco di 5 anni a 41 destinatari finali per la realizzazione di 57 progetti di rigenerazione urbana in Sicilia e Campania e di efficientamento energetico e sviluppo di fonti di produzione di energia rinnovabile in Sardegna, con rilevante impatto sociale ed ambientale sul territorio delle 3 Regioni target:

- Regione Sicilia: 90 milioni di euro per lo sviluppo urbano (6 progetti);
- Regione Sardegna: 37 milioni di euro per l'efficienza energetica (29 progetti);
- Regione Campania: 64 milioni di euro per lo sviluppo urbano (6 progetti).

---

<sup>52</sup> Elaborazione di Equiter su "Summary of data on the progress made in financing and implementing financial engineering instruments – Situation as of 31 December 2014", pubblicazione della Commissione Europea (Settembre 2015).

Progetti	Descrizione	Location	Costo	Fine lavori
 <p><b>Centro ricerche</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Realizzazione di un Centro per le Biotecnologie e la Ricerca Biomedica, con elevato impatto sullo sviluppo dell'economia locale e regionale</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Carini (PA)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>€ 210 mln, di cui 40 finanziati con fondi Jessica</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Entro il 2021</li> </ul>
 <p><b>Porto turistico</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Completamento di un porto turistico a Capo d'Orlando con 600 posti barca e edifici a terra con servizi ai diportisti</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Capo d'Orlando (ME)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>€ 48,5 mln, di cui 20 finanziati con fondi Jessica</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Luglio 2017</li> </ul>
 <p><b>Efficientamento energetico Matrica</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Lavori di efficientamento energetico sull'impianto industriale di Matrica, joint venture tra ENI/Versalis e Novamont sulla chimica verde</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Porto Torres (SS)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>€ 30 mln, di cui 13 finanziati con fondi Jessica</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Entro il 2020</li> </ul>
 <p><b>Riqualficazione ex birrificio Peroni</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Piano di riconversione dell'ex stabilimento Peroni, in grado di generare un significativo valore economico e sociale</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Napoli</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>€ 45 mln, di cui 27 finanziati con fondi Jessica</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Giugno 2019</li> </ul>

**Figura 43** – Programma JESSICA: principali progetti finanziati

Essendo conclusa la fase di investimento, l'attività attualmente svolta da Equiter si concentra prevalentemente sul monitoraggio e sulla gestione dei progetti già in portafoglio. È interessante rilevare che, a fine dicembre 2022, i rientri finanziari complessivi dagli investimenti effettuati nell'ambito del Programma hanno sfiorato i 100 milioni di euro, corrispondenti al 56% di quanto investito. Tali somme, oggi a disposizione delle Amministrazioni Locali per un loro auspicabile riutilizzo, confermano l'efficacia e l'efficienza di una soluzione che, in ultima istanza, delega la gestione dei Fondi Strutturali ad un intermediario di mercato che seleziona, struttura e gestisce investimenti pubblici "pazienti", in grado di restituire il capitale investito maggiorato di un rendimento di mercato, in un'ottica di piena sostenibilità finanziaria nel medio-lungo termine.

La gestione del Programma JESSICA ha avuto una grande rilevanza per l'evoluzione di Equiter. L'aggiudicazione dei fondi in gestione, seguita alla vittoria di uno specifico bando della BEI, ha dimostrato capacità e reputazione del team di investimento nella selezione e nella gestione di progetti infrastrutturali, aprendo ad una dimensione europea delle politiche comunitarie dell'UE che oggi più che mai è alla base del nuovo Piano d'Impresa. L'aggiudicazione come primo classificato del bando e gli ottimi risultati del portafoglio investito sino ad oggi, rappresentano una forte credenziale che ha contribuito all'importante crescita di Equiter nella gestione di risorse di terzi in altri verticali, quali il RIF e i recenti strumenti finanziari del PNRR.

Il Programma JESSICA ha permesso inoltre a Equiter di gestire positivamente la delicata fase di ristrutturazione del Gruppo Intesa Sanpaolo seguita alla crisi finanziaria del 2008, quando il gruppo bancario pose un limite significativo alle operazioni nel capitale di rischio. In tal senso, il profilo commissionale generato dalla gestione dei fondi del Programma JESSICA ha permesso il conseguimento di ricavi costanti e aciclici, ovviando alla temporanea interruzione del programma di investimento con fondi propri.

### 2.3.2 Equiter Energia

Equiter Energia S.r.l. era una società attiva nel settore della produzione e vendita di energia ottenuta da fonti rinnovabili, in particolare fotovoltaica ed eolica.

SPV Name	Equiter Energia	Arborea Società Agricola	Edilmediterranea Energia	Flabrum
<b>General data</b>				
Plant name	Palau + Loceri	Paull Pidosu	Uras	Castel Pagano
Region	Sardegna	Sardegna	Sardegna	Campania
Location	Palau e Loceri	Oristano	Uras	Castelpagano
<b>Technical input</b>				
Peak power (kWp)	213.8	4073.0	748.7	8200.0
FIT Starting Date	19-Oct-11	14-Feb-11	18-Jul-12	1-Jul-12
Technology	Photov. Roof (fixed)	Photov. Greenhouse (fixed)	Photov. Roof (fixed)	Wind Power (A-Sync)
Land	Surface right	Surface right	Surface right	Surface right and Ownership
<b>Revenues</b>				
Expected production 2016-2019 Average (kWh/kWp)	1,361	1,389	1,378	2,559
Conto Energia	IV	II	IV*	incentivo art. 19 comma 1 del decreto 6 luglio 2012
Original FIT obtained (€/MWh)	277	422	274	//
Option chosen Spalma incentivi (A, B, C)	-	Option C	Option C	//
FIT after Spalma Incentivi (€/MWh)	277	388	255	$(180 - Re^*) \times 0.78$

\* Re is the electricity benchmark price of the previous year (source AEEG)

**Figura 44** – Equiter Energia: impianti a energia rinnovabile nel portafoglio

La società ha gestito direttamente impianti fotovoltaici installati nei Comuni di Palau e Loceri in Sardegna e deteneva interamente due società veicolo (Arborea Società Agricola ed Edilmediterranea Energia) con impianti fotovoltaici ubicati in Sardegna e una partecipazione di controllo in una società (Flabrum) con impianti eolici localizzati in Campania.

Equiter Energia fu creata come *sub-holding* nell'aprile 2015 e raggiunse il proprio assetto a regime in occasione dell'operazione di scissione non proporzionale del capitale di Enerpoint Energy S.r.l. con efficacia da novembre 2016, per effetto della quale Equiter Energia, posseduta al 100% da Equiter, venne

a disporre di un significativo portafoglio impianti nei settori dell'energia fotovoltaica ed eolica. Equiter deteneva il 50% del capitale di Enerpoint Energy, *joint venture* paritetica costituita nel 2008 da:

- Enerpoint, società attiva nello sviluppo di progetti fotovoltaici e commercializzazione di pannelli;
- OLDEQUITER, precedente veicolo societario di Equiter così ridenominato dopo la scissione di ramo d'azienda nell'ambito del Progetto SIF<sup>53</sup> realizzato con Compagnia di San Paolo.

Lo scopo dell'operazione era quello di sviluppare e realizzare progetti aventi ad oggetto la produzione e vendita di energia elettrica da fonti rinnovabili (fotovoltaico ed eolico). Enerpoint Energy era infatti direttamente proprietaria di progetti fotovoltaici denominati C.A.S.E. L'Aquila, Fico, Mandorlo, Nocciolo, Pesco e Palau Loceri, con una potenza installata di complessivi 10,3 MWp. Inoltre, la stessa partecipava nelle società Arborea Società Agricola (100%) ed Edilmediterranea (85%), proprietarie di altri impianti fotovoltaici con potenza installata complessiva di 4,8 MWp, e nella società Flabrum (45%) titolare di un impianto eolico con potenza installata di 8,2 MWp.

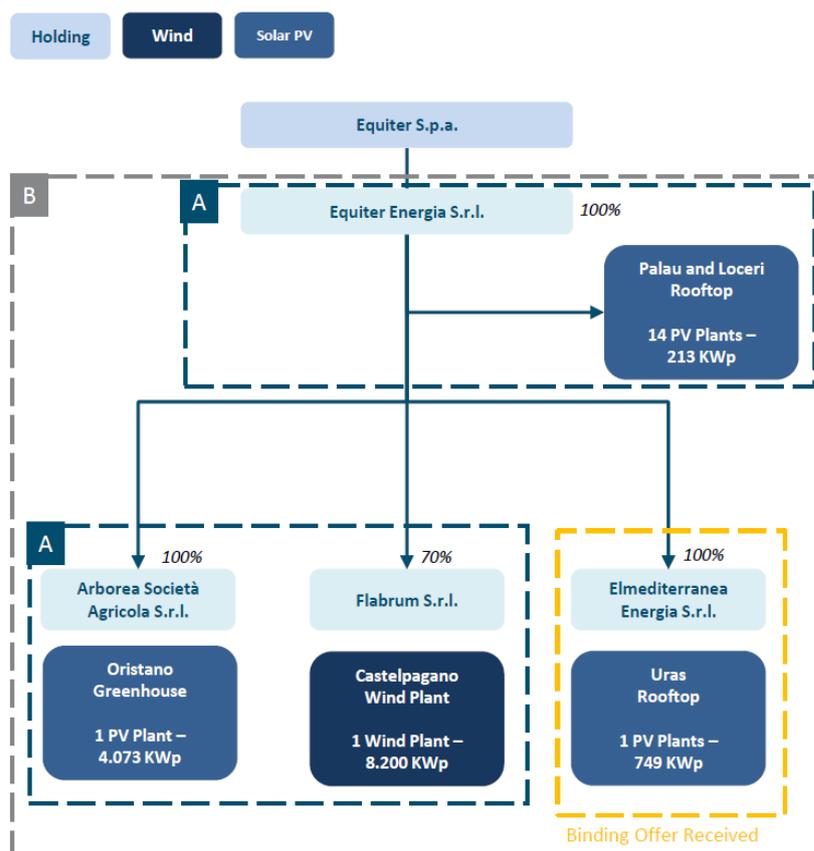
Enerpoint Energy era *partner* di Enerpoint, società specializzata nella commercializzazione di moduli e *inverter* per impianti fotovoltaici e nell'attività di O&M su impianti di proprietà o di terzi, a sua volta già partecipata da OLDEQUITER. A causa del significativo calo dei volumi di mercato indotto dalla revisione al ribasso delle tariffe di incentivo nel settore fotovoltaico, Enerpoint fu messa in liquidazione dai soci nell'ottobre 2013 e in capo alla *joint venture* Enerpoint Energy venne meno l'efficacia dell'assetto organizzativo, a suo tempo individuato, per la gestione degli investimenti di Equiter nel settore delle energie rinnovabili.

Nell'ambito della manovra di risanamento finanziario di Enerpoint in liquidazione, fu dunque approvata la scissione totale non proporzionale di Enerpoint Energy volta ad attribuire a Enerpoint una parte degli impianti, i cui flussi sarebbero stati posti a servizio del proprio accordo di ristrutturazione del debito ex art.182 bis L.F., e ad Equiter altre attività (prestiti soci e liquidità) e la parte restante degli impianti che sarebbero così stati acquisiti dalla società in piena titolarità. La scissione prevedeva, in particolare, che alla neocostituita Equiter Energia Srl venissero assegnate le partecipazioni nelle società Arborea, Edilmediterranea e Flabrum, oltre agli impianti di Palau Loceri e ad altre attività. Alla luce di quanto richiamato, l'operazione di scissione di Enerpoint Energy era di grande interesse

---

<sup>53</sup> Si rimanda per dettagli alla sezione 2.2.4.

per Equiter in quanto le avrebbe consentito di gestire in autonomia un significativo e performante portafoglio impianti di produzione di energia da fonti rinnovabili<sup>54</sup>, con possibilità sia di valorizzazione che di sviluppo del medesimo indipendentemente dal *partner* Enerpoint, il cui merito creditizio e la posizione finanziaria non erano più conciliabili con tali obiettivi.



**Figura 45** – Equiter Energia: perimetro di riferimento a regime (Prothea)

Nel corso dell'esercizio 2020 si è completata la vendita della *sub-holding* Equiter Energia con un incasso totale attestatosi su 21 milioni di euro, pari a 3 volte il valore di carico di Equiter Energia nel bilancio di Equiter (7 milioni di euro)<sup>55</sup> e un impatto economico complessivo pari a 14 milioni di euro, tra plusvalenza realizzata e dividendi incassati.

<sup>54</sup> Prothea, "13.2 MW Wind Solar PV Portfolio Sale", Agosto 2020. Information memorandum redatto su incarico di Equiter a supporto del processo competitivo per la cessione del portafoglio.

<sup>55</sup> Equiter, Bilancio 2020.

La gestione di Equiter Energia ha rappresentato un ottimo esempio di capacità di trasformazione di una situazione critica in opportunità, che ha permesso al team di investimento di maturare preziose competenze distintive nel settore energetico, da sempre importanti nel percorso evolutivo di Equiter, nonché di conseguire un importante guadagno in conto capitale che ha permesso di superare in modo consistente gli obiettivi del piano d'impresa allora vigente.

### 2.3.4 Fondo RIF

Il fondo Ricerca & Innovazione (RIF) nasce come iniziativa promossa dal Ministero dell'Istruzione, dell'Università e della Ricerca (MIUR) che ha destinato 248 milioni di euro dei 1.286 milioni di euro della dotazione del PON R&I 2014-2020 alla creazione di un Fondo di Fondi, la cui gestione è stata assegnata alla Banca Europea per gli Investimenti (BEI).

Equiter si è aggiudicata inizialmente la gestione di 124 milioni di euro, massimo importo assegnabile ad un singolo candidato, equivalente al 50% di quota di mercato sugli strumenti finanziari MIUR in Italia. In forza dei positivi risultati conseguiti dall'iniziativa, BEI ed Equiter hanno successivamente sottoscritto due accordi aggiuntivi, a seguito dei quali sono stati assegnati in gestione ad Equiter una nuova tranche di 17 milioni di euro nel dicembre 2021 e un'ulteriore tranche da 25 milioni di euro nel luglio 2022, portando a 166 milioni di euro l'ammontare complessivo della dotazione di RIF.

Il supporto finanziario di RIF è molto flessibile sia in termini di modalità di finanziamento che di eleggibilità dei soggetti beneficiari. L'intervento può infatti essere erogato sotto forma di capitale di rischio (*equity*, *quasi equity* o strumenti ibridi con opzione di conversione) o di debito tramite Intesa Sanpaolo. Il supporto può essere richiesto da una pluralità di beneficiari<sup>56</sup> di natura e dimensione eterogenea, a valere sulla realizzazione di progetti di ricerca e innovazione che rientrino in una o più delle 12 Aree di Specializzazione<sup>57</sup> del Programma Nazionale della Ricerca, che privilegino l'utilizzo o lo sviluppo di tecnologie ad alta intensità di conoscenza (c.d. *Key Enabling Technologies*<sup>58</sup>) e che prevedano una attività di

---

<sup>56</sup> Grandi imprese, Imprese di dimensione intermedia ("Mid Cap"), Piccole e medie imprese ("PMI"), Centri di ricerca, pubblici e privati, Università, Altri Enti pubblici o Istituzioni private che si occupano di ricerca e innovazione tecnologica.

<sup>57</sup> Aerospazio, Agrifood, Blue Growth (Economia del Mare), Chimica verde, Design Creatività e Made in Italy, Energia, Fabbrica Intelligente (Industry 4.0), Mobilità sostenibile, Salute, Comunità intelligenti sicure e inclusive, Tecnologie per gli Ambienti di Vita, Tecnologie per il patrimonio culturale.

<sup>58</sup> KETs – Key Enabling Technologies: biotecnologie industriali, fotonica, materiali avanzati, micro/nanoelettronica, nanotecnologie, sistemi manifatturieri avanzati.

ricerca industriale e/o uno sviluppo sperimentale caratterizzate da un livello di maturità tecnologica TRL (*Technology Readiness Level*) compreso tra 2 e 8 in una scala da 1 a 9.

Fondo per la Ricerca e l'Innovazione - RIF S.r.l. – Strategia di investimento	
<b>Ambito geografico</b>	<b>8 Regioni Target</b> del PON R&I 2014-2020: Abruzzo, Basilicata, Calabria, Campania, Molise, Puglia, Sardegna, Sicilia. Fino al 15% delle risorse possono essere investite sempre in Italia, al di fuori delle 8 Regioni Target.
<b>Settori di intervento</b>	<b>12 Aree di specializzazione</b> individuate dal Programma Nazionale della Ricerca (PNR): Aerospazio, <i>Agrifood</i> , <i>Blue Growth</i> (economia del mare), Chimica Verde, <i>Design</i> , creatività e <i>made in Italy</i> , Energia, Fabbrica Intelligente, Mobilità Sostenibile, Salute, <i>Smart, Secure and Inclusive Communities</i> , Tecnologie per gli Ambienti di Vita, Tecnologie per il Patrimonio Culturale.
<b>Progetti target</b>	Progetti che prevedano attività di <b>ricerca industriale</b> ( <i>Technology Readiness Level</i> 2→4) e/o <b>sviluppo sperimentale</b> (TRL 5→8), secondo la seguente scala di maturità tecnologica: <div style="text-align: center;"> <p>TRL 1   TRL 2   TRL 3   TRL 4   TRL 5   TRL 6   TRL 7   TRL 8   TRL 9</p> <p>Ricerca di base   Ricerca industriale   Sviluppo sperimentale - dimostrazione   Prima produzione</p> </div>
<b>Destinatari finali</b>	Grandi Imprese, <i>Mid-Caps</i> , PMI, Centri di Ricerca, Università, Altri soggetti pubblico-privati attivi nella ricerca.
<b>Prodotti offerti</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <i>Equity e quasi equity</i></li> <li>• <b>Prestiti a medio-lungo termine</b></li> </ul> nel rispetto della normativa in materia di aiuti di Stato.

**Figura 46** – RIF: strategia di investimento

Dalla costituzione dello strumento sino a fine dicembre 2022, 249 potenziali beneficiari hanno manifestato interesse per il supporto finanziario dell’iniziativa, registrandosi sul sito web appositamente sviluppato da Equiter, in qualità di advisor e gestore di RIF, al fine di garantire uniformità di accesso a favore di tutti i potenziali destinatari. Più in particolare, sono state ricevute 143 proposte progettuali attraverso la procedura di preselezione *online*. Su 45 progetti ritenuti meritevoli di approfondimento, Equiter ha provveduto a svolgere valutazioni di carattere tecnico-scientifico e di sostenibilità finanziaria tramite il proprio team di risorse dedicato. Questa articolata attività di analisi, confermata dal parere di coerenza programmatica rilasciato dal Ministero dell’Università e della Ricerca (MUR), ha portato sinora alla realizzazione di 17 operazioni per un ammontare complessivo investito di 140,4 milioni di euro<sup>59</sup>.

<sup>59</sup> Valori di riferimento al 31/12/2022.



**Figura 47** – RIF: selezione dei potenziali beneficiari

I 17 progetti finanziati<sup>60</sup> spaziano dal comparto dei farmaci antiobesità alle stampanti 3D, dallo sviluppo di strumenti diagnostici alla messa a punto di tecnologie innovative per la valutazione dell'integrità delle rotaie ferroviarie e alla progettazione di impianti pilota per grandi strutture aeronautiche, passando per l'applicazione di tecnologie interattive, lo sviluppo di arti bionici e di piattaforme digitali per la ricerca e la pratica clinica.

Le aree di specializzazione prevalentemente coinvolte sono Salute, Fabbrica Intelligente e Aerospazio e prevedono l'utilizzo di tecnologie ad alta intensità di conoscenza, quali Materiali Avanzati, Biotecnologie Industriali, Nanotecnologie e Sistemi Manifatturieri Avanzati.

Si evidenzia che l'80% delle risorse investite è stato erogato a favore di 9 dei 17 progetti sotto forma di strumenti *equity* e *quasi-equity*, confermando tale modalità di investimento come maggiormente rispondente, rispetto agli strumenti di debito, alle necessità finanziarie espresse dai soggetti che intendono promuovere progetti di ricerca e innovazione in Italia.

Al fine di gestire in maniera efficace l'iniziativa del RIF, garantendo un approccio multidisciplinare all'analisi dei progetti di ricerca, Equiter ha strutturato internamente un team di *advisory* caratterizzato dalla complementarità delle competenze e composto da:

<sup>60</sup> Di cui 8 localizzati in Puglia, 5 in Campania, 1 in Basilicata, 1 in Calabria, 1 in Sardegna e 1 sviluppato tra Molise, Sardegna e Lazio.

- *innovation manager*, le cui competenze tecnologiche consentono di valutare i progetti sotto il profilo tecnico-scientifico su tutte le 12 Aree di Specializzazione individuate dal Programma Nazionale della Ricerca, facendo ricorso alle competenze verticali di valutatori esterni tramite l'attivazione di processi di *peer review*;
- risorse interne con specifiche competenze economico-finanziarie e legali, forti anche dell'esperienza maturata nell'ambito della gestione dei fondi comunitari europei (Programma JESSICA).

Nell'ambito dell'attività di gestione svolta a favore di RIF, Equiter si avvale inoltre del supporto e della collaborazione di:

- Intesa Sanpaolo, in continuità con quanto sperimentato con successo nell'ambito del Programma JESSICA, per il network di relazioni attivabile e l'offerta qualificata di servizi di natura bancaria;
- Fondazione LINKS, partner selezionato da Equiter in forza del *track record* maturato nella gestione di finanziamenti UE alla ricerca e all'innovazione.

## 2.4 Verso un modello di piattaforma *multi-asset*

L'*excursus* storico di Equiter, in particolare quello dell'ultimo decennio, ha portato ad una trasformazione significativa della società.

L'ingresso nel capitale da parte delle fondazioni bancarie ha arricchito la compagine societaria di nuove competenze e progettualità, portando un forte accento sugli aspetti di territorialità e di impatto sociale, come nelle premesse del Progetto SIF che ha dichiaratamente reso Equiter un attore del *Social Impact Finance*. L'uscita dal perimetro soggetto a direzione e coordinamento da parte del Gruppo Intesa Sanpaolo, frutto della diluzione del medesimo a seguito dei compendi conferiti da parte delle fondazioni bancarie, ha permesso ad Equiter di guadagnare una crescente indipendenza dalle logiche interne del gruppo bancario, pur mantenendo tra i soci uno dei maggiori istituti finanziari europei con evidenti sinergie attivabili.

I cambiamenti dell'assetto societario si sono accompagnati ad una evoluzione del modello di business che all'attività storica di *holding* di partecipazioni ha affiancato l'attività consulenziale in materia di gestione di fondi di terzi, in particolare quelli di matrice comunitaria. L'attività di *advisory* ha reso possibile una significativa crescita degli *asset under management* e il conseguimento di una fonte di ricavo stabile e prevedibile rinveniente dal profilo commissionale periodico garantito dai fondi in gestione, a favore di una maggiore resilienza del conto economico della società indipendentemente dalla realizzazione di *capital gain* in occasione della cessione di partecipazioni detenute in portafoglio.

Il 2020 è stato un anno importante nella storia di Equiter, uno spartiacque tra un recente passato di grandi trasformazioni e un futuro prossimo ricco di nuove e sfidanti opportunità. Sul versante degli investimenti diretti, la cessione di Equiter Energia e la completa liquidazione del Fondo PPP Italia alla fine del 2020 hanno portato al conseguimento di importanti plusvalenze. Sul versante dell'*advisory*, l'impiego del capitale in gestione è stato pressoché completato, con il Fondo JESSICA già da tempo in fase di rimborso del capitale e il Fondo RIF prossimo alla saturazione dell'ammontare stanziato. Equiter si è presentata dunque con risultati positivi ed eccedenti rispetto agli obiettivi del Piano d'Impresa 2019-2021, nonché con una massa gestita di circa 1 miliardo di euro.

A partire dal 2021 è sostanzialmente iniziato un percorso volto all'avvio di un nuovo ciclo di investimento, in grado di consolidare il ruolo di Equiter come investitore nell'economia reale e di alzare il livello di ambizione attraverso una maggiore offerta di strumenti: il nuovo Piano d'Impresa 2022-2024 intende dunque capitalizzare l'esperienza pluriennale maturata nel settore infrastrutturale, ambito

nel quale la società gode di maggiore riconoscibilità sul mercato, creando attorno ad esso un concetto di piattaforma *multi-asset*. L'evoluzione prospettata è tale da poter rendere Equiter uno degli attori più innovativi del *Private Capital* italiano, con una formula originale e unica nel panorama degli operatori di riferimento nel settore.

**Tabella 12** – Equiter: evoluzione della piattaforma *multi-asset*

Ambiti	Elementi caratterizzanti
<b>Temi trasversali</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Infrastrutture</li> <li>▪ PMI</li> <li>▪ Innovazione</li> <li>▪ Impatto (socioeconomico, territoriale, <i>ESG</i>)</li> </ul>
<b>Asset Class</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Venture Capital (fase avvio di impresa, c.d. <i>early stage</i>)</li> <li>▪ Private Equity su PMI (fase sviluppo di impresa, c.d. <i>expansion</i>)</li> <li>▪ Private Equity su Infrastrutture (fase <i>late greenfield</i> e <i>brownfield</i>)</li> <li>▪ Private Debt (finanziamento progetti di <i>R&amp;D</i> o di efficientamento energetico con fondi comunitari)</li> </ul>
<b>Posizionamento strategico</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Investitore istituzionale (soci di riferimento attenti al territorio e orizzonte di investimento a medio-lungo termine)</li> <li>▪ Prospettiva europea (aderenza a linee guida EU)</li> <li>▪ Focalizzazione esclusiva su progetti nell'economia reale (in particolare nel segmento <i>mid-market</i> delle infrastrutture e delle PMI)</li> <li>▪ Flessibilità operativa (strutturazione di strumenti finanziari adattabili alle necessità della controparte)</li> <li>▪ Razionale di investimento <i>finance first</i> con integrazione di profili di innovazione e di impatto</li> </ul>

## Capitolo 3

# Un nuovo modello di sviluppo e posizionamento

### 3.1 Il nuovo piano industriale di Equiter

Il Piano di Impresa 2022-2024 di Equiter si propone di rafforzare la sua missione come investitore orientato all'innovazione e all'impatto per lo sviluppo del territorio, in modo trasversale su tutti i presidi di investimento in cui la società è organizzativamente strutturata:

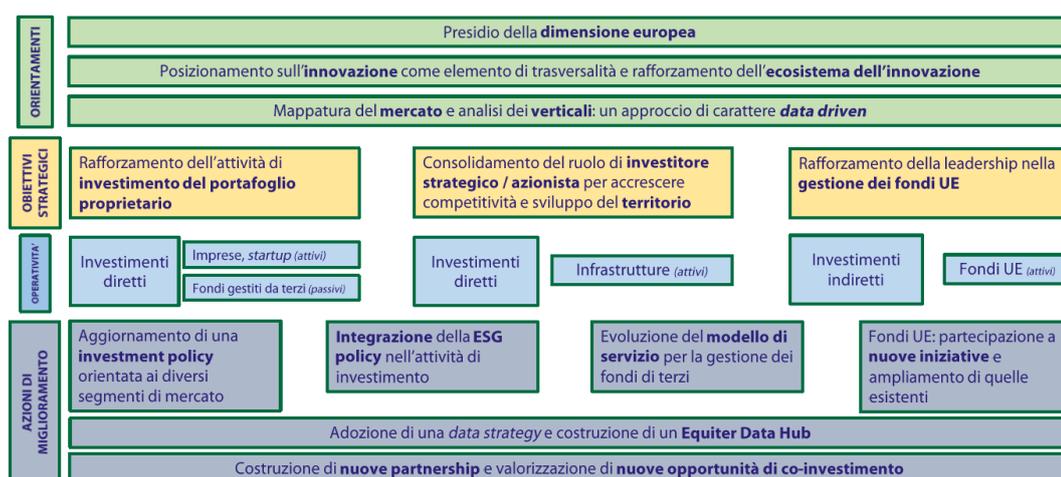
- investimenti diretti, ossia il portafoglio partecipativo acquisito con risorse proprie della *holding*;
- raccolta e gestione di fondi dedicati al comparto infrastrutturale (fondi chiusi di investimento alternativo);
- gestione di fondi di terzi, in particolare di matrice europea (programmi comunitari della Banca Europea per gli Investimenti).

Lo scenario macroeconomico atteso per i prossimi anni è dominato da crescenti incertezze, ma anche di opportunità da cogliere con un adeguato posizionamento. In un contesto di mercato più favorevole grazie al graduale superamento dell'emergenza sanitaria, si sono però innestati nuovi fattori di rischio: la fiammata dei prezzi delle materie prime e delle fonti energetiche, le tensioni nella catena di approvvigionamento globale, il superamento delle politiche espansive da parte delle banche centrali. Inoltre, il protrarsi del conflitto russo-ucraino, come già registrato sui mercati finanziari, pone ulteriori interrogativi sulla tenuta della ripresa, sia per

l'effetto delle sanzioni economiche a carico della Russia, sia per i potenziali riflessi sulle economie europee.

L'orientamento di base del Piano di Impresa prevede un presidio attivo della dimensione europea, in continuità con l'attività svolta nell'ultimo decennio, facendo leva sulla reputazione che Equiter ha saputo maturare come intermediario specializzato nella gestione di strumenti finanziari strutturati dalla Banca Europea per gli Investimenti. Equiter guarda dunque agli indirizzi dell'Unione Europea riguardo alle sfide prioritarie del Vecchio Continente, in particolare alle tecnologie abilitanti e all'accelerazione necessaria per il proprio ecosistema dell'innovazione, proponendosi di adottare un approccio sempre più *data driven* all'interno del proprio processo di investimento, attraverso una puntuale acquisizione di dati rilevanti e granulari e loro successiva rielaborazione per la mappatura del mercato e dei verticali di investimento più promettenti. Di pari passo all'innovazione procede anche l'integrazione, all'interno del processo di investimento, di elementi di impatto sempre più stringenti, in linea con la crescente importanza dei profili *ESG* nel mondo del risparmio gestito, il cui percorso in Equiter si è sostanziato nell'adesione ufficiale agli standard internazionali, cui seguirà la progressiva formalizzazione di una *policy* dedicata.

Tale approccio è trasversale a tutte le attività in cui Equiter è impegnata: dagli investimenti diretti a bilancio della *holding* alla gestione di fondi chiusi dedicati all'*asset class* infrastrutturale, oltre ovviamente alla gestione dei fondi BEI.



**Figura 48** – Equiter: orientamenti e obiettivi strategici del Piano di Impresa 2022-2024

Il grado di innovazione per Equiter è differente con riguardo ai singoli presidi organizzativi deputati alle differenti attività.

La gestione di fondi UE è l'attività in maggiore accelerazione, grazie al forte impegno profuso negli ultimi anni, anche in termini di risorse umane dedicate, e ai risultati conseguiti, completando nei tempi previsti un proficuo impiego del capitale in gestione (JESSICA e RIF). L'obiettivo per il triennio di piano è dunque quello della conservazione della *leadership* conseguita sul mercato italiano nella gestione degli strumenti europei, incrementando la massa gestita con una partecipazione attiva a nuovi bandi promossi dalla BEI, quali quelli relativi a nuove misure di supporto al settore del turismo e della generazione urbana inquadrati all'interno delle misure del PNRR.

La gestione di fondi chiusi dedicati al comparto infrastrutturale, attività storica di Equiter sin dal lancio del Fondo PPP Italia, prevede un consolidamento nel segmento *mid-market* con il lancio di un nuovo fondo chiuso (Equiter Infrastructure II) con un obiettivo di raccolta più ambiziosa e un posizionamento innovativo che coniuga l'infrastruttura a profili di innovazione e impatto, elementi che potrebbero essere la base per una futura evoluzione del modello di servizio verso la costituzione di una SGR.

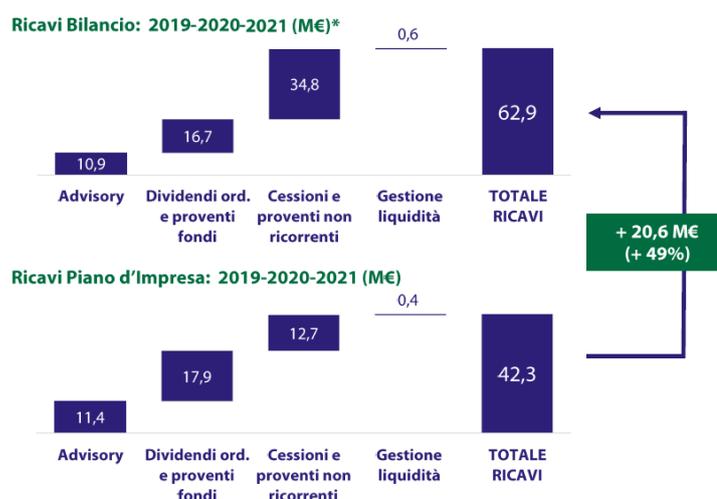
La sfida più importante nei prossimi anni sarà quella relativa all'attività di investimento diretto, la più caratteristica di una *holding* di partecipazioni, nella quale Equiter si appresta ad inaugurare un nuovo ciclo di investimenti, volto alla costruzione di un portafoglio diversificato secondo un'ottica di medio-lungo termine, percorrendo nuove strade anche in discontinuità con il recente passato, quali il *Private Equity* su PMI e il *Venture Capital* su *start-up*, pur sempre però in coerenza con la propria storia e in logica complementare alle altre attività svolte.

### 3.1.1 Raccordo con il precedente Piano di Impresa

I ricavi conseguiti nel triennio 2019-2021<sup>61</sup> mostrano una dinamica eccezionale che trova spiegazione nella presenza di proventi non ricorrenti, relativi alla cessione di Equiter Energia e ad una più marcata valorizzazione del Fondo PPP Italia. La componente ordinaria dei ricavi (*advisory fees* e rendimento del portafoglio investimenti) è risultata sostanzialmente allineata alle previsioni di piano industriale, confermando la propria importanza quale componente reddituale aciclica in grado di sostenere la struttura in attesa della maturazione dei nuovi investimenti.

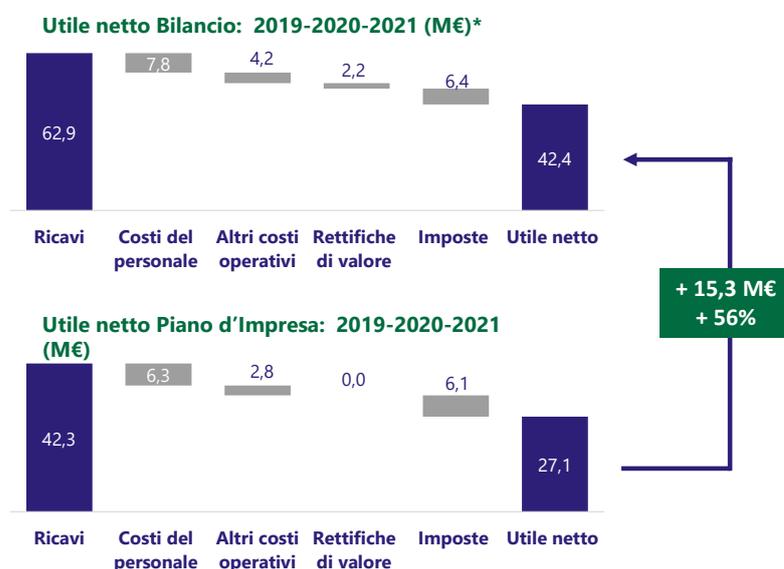
---

<sup>61</sup> Dati consuntivi al 31/12/2021.



**Figura 49** – Equiter: ricavi previsionali e consuntivi del Piano di Impresa 2019-2021

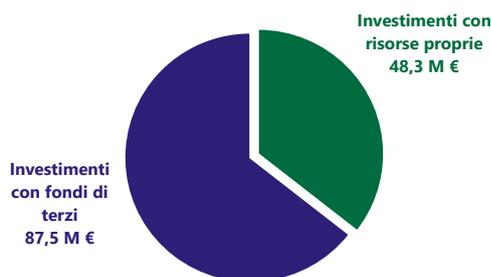
La crescita dei ricavi e il controllo dei costi operativi hanno determinato una progressione dei risultati netti più che proporzionale rispetto all’aumento dei proventi. L’utile netto a bilancio è stato di oltre 15 milioni di euro superiore rispetto a quanto previsto nel Piano d’Impresa 2019-2021<sup>62</sup>.



**Figura 50** – Equiter: risultati previsionali e consuntivi del Piano di Impresa 2019-2021

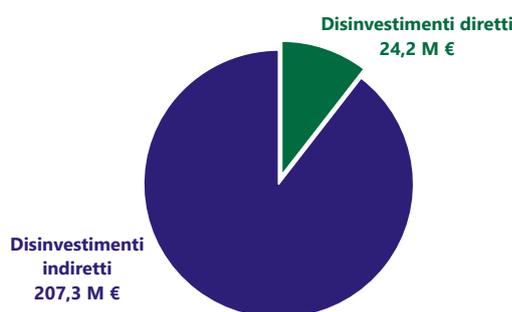
<sup>62</sup> Dati consuntivi al 31/12/2021.

Le risorse impegnate nel triennio 2019-2021<sup>63</sup> sono state pari a 135,8 milioni di euro, con prevalenza sull'impiego delle risorse di terzi in gestione. Gli investimenti realizzati con risorse proprie nel triennio ammontano a 48,3 milioni di euro. Poco meno di 90 milioni di euro degli impieghi sono stati realizzati a valere su fondi di terzi, di cui 12 investimenti in ricerca e innovazione perfezionati nel triennio dal Fondo RIF/MUR per 83,5 milioni di euro e 3 operazioni deliberate dal veicolo RIF-T per 4 milioni di euro.



**Figura 51** – Equiter: risorse impiegate nel Piano di Impresa 2019-2021

Anche sul fronte dei disinvestimenti, pari a circa 232 milioni di euro nel triennio<sup>64</sup>, prevale la componente indiretta che comprende le 10 *exit* realizzate sugli *asset* del Fondo PPP Italia (incassi nel triennio di Piano per 88,5 milioni di euro), rimborsi di capitale da fondi partecipati (62,6 milioni di euro) e rientri dagli investimenti JESSICA (pari nel triennio a 55,6 milioni di euro) e RIF (0,6 milioni di euro). Nei disinvestimenti diretti rientrano la cessione integrale della *sub-holding* Equiter Energia e l'*exit* da Ardea Energia.



**Figura 52** – Equiter: risorse disinvestite nel Piano di Impresa 2019-2021

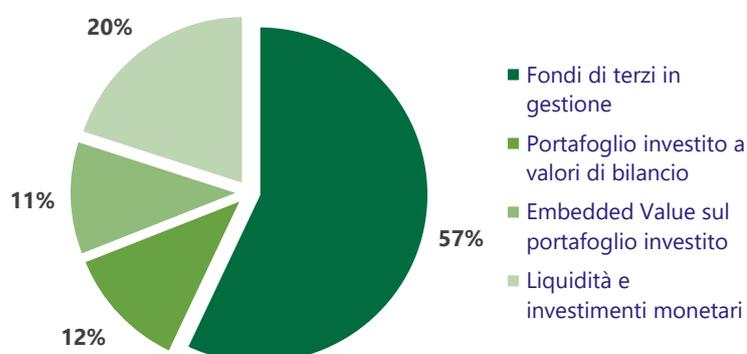
<sup>63</sup> Dati consuntivi al 31/12/2021.

<sup>64</sup> Dati consuntivi al 31/12/2021.

In termini di risorse finanziarie, a fine 2021 Equiter gestiva circa 930 milioni di euro a valore di mercato tra portafoglio proprietario e fondi di terzi per i quali svolge attività di *advisory*.

M€ al 31-12-2021	
Portafoglio investito a valori di bilancio	108
Embedded Value sul portafoglio investito*	101
Liquidità e investimenti monetari	188
<b>Totale Portafoglio a valori di mercato + Liquidità</b>	<b>397</b>
Fondi di terzi in gestione	530
<b>TOTALE PATRIMONIO GESTITO</b>	<b>927</b>

\* di cui: 33 M€ Iren, 64 M€ Fondo 2 e 3 F2I, 2 M€ Arcadia, 1 M€ Tages, 1 M€ Altro



**Figura 53** – Equiter: patrimonio gestito al 31/12/2021

Oltre metà degli *asset under management* alla fine dell'esercizio 2021 era rappresentato dagli investimenti relativi alla gestione di fondi di terzi in ragione di un mandato di *advisory*. All'interno di tale categoria, l'ammontare di maggiore entità era quello del programma JESSICA, pienamente a regime avendo completato l'impiego delle risorse disponibili e in fase di progressivo rimborso del capitale. Segue poi il programma RIF, invece ancora in fase di investimento, e si segnala anche la presenza di nuove risorse in gestione relative alla raccolta del nuovo fondo Equiter Infrastructure II e al lancio del veicolo di investimento nell'innovazione (RIF-T).

FONDI DI TERZI IN GESTIONE (M€)	2021
Fondo Equiter Infrastructure II (post secondo closing dicembre 2021)	180
Fondi Jessica	191
<i>Jessica Sicilia</i>	90
<i>Jessica Campania</i>	64
<i>Jessica Sardegna</i>	37
Fondo Ricerca e Innovazione MUR	141
Fondo RIF-T	18
<b>TOTALE FONDI DI TERZI IN GESTIONE</b>	<b>530</b>

**Figura 54** – Equiter: fondi di terzi in gestione al 31/12/2021

### 3.1.2 Principi ispiratori

La formula del nuovo Piano d’Impresa di Equiter affonda le proprie radici in 3 dimensioni: Europa, Innovazione e Conoscenza.



**Figura 55** – Equiter: dimensioni di riferimento del Piano di Impresa 2022-2024

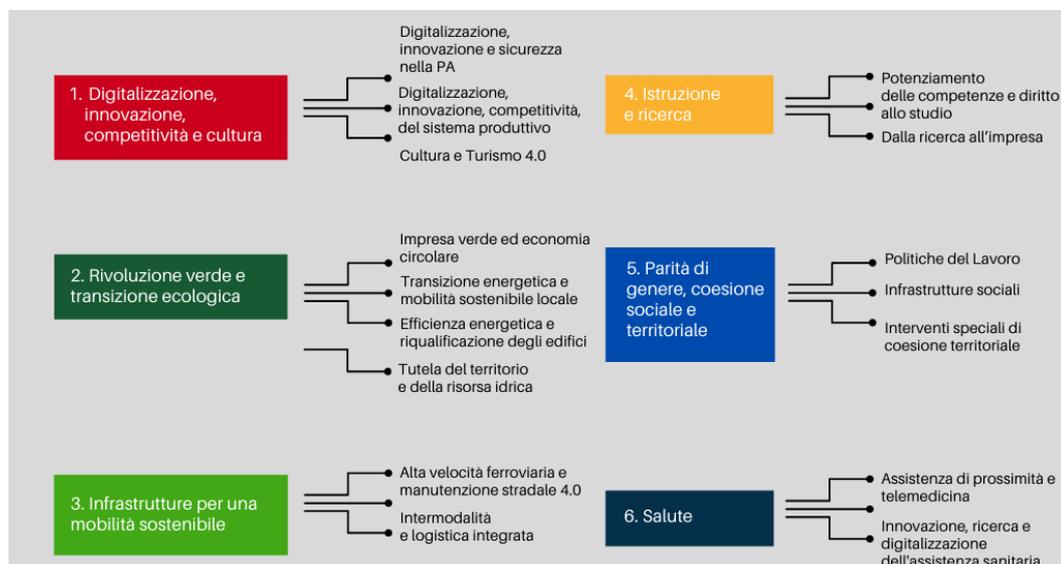
La dimensione dell’Europa parte dalla constatazione circa il rallentamento della crescita del Vecchio Continente nell’ultimo ventennio, cui sta finalmente facendo seguito una reazione organica in anni recenti attraverso l’implementazione di programmi di investimento volti al rafforzamento della competitività delle imprese europee. L’ancoraggio alla dimensione dell’Europa pone infatti alcune valutazioni di scenario: pur sperimentando tassi di crescita storicamente più moderati, l’Unione Europea è la sola in grado di competere con le principali economie mondiali (Cina e USA)<sup>65</sup>. Il piano straordinario *Next Generation EU*, adottato per far fronte alla

<sup>65</sup> Quota in percentuale su GDP mondiale: 16,4% Cina, 16,3% USA, 16,1% Europa (World Bank, GDP a parità di potere d’acquisto).

pandemia e alla conseguente caduta dell'attività economica, offre significative opportunità di investimento e co-investimento per un operatore orientato all'impatto come Equiter.

Il *Recovery Plan* e la programmazione pluriennale dell'Unione Europea prevedono una mobilitazione complessiva di oltre 2 mila miliardi di euro, con l'Italia quale primo beneficiario del *Recovery Plan* europeo (235,1 miliardi di euro). I principi e le direttrici di trasformazione individuate dalla Commissione EU ispirano le 6 Missioni in cui si declina il Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza (PNRR): tali Missioni offrono un quadro di riferimento per la definizione di obiettivi, strategie e azioni del prossimo triennio, con specifico riferimento ai temi della transizione digitale, della transizione verde (tecnologie a basso impatto di carbonio) e della transizione inclusiva (infrastrutture sociali).

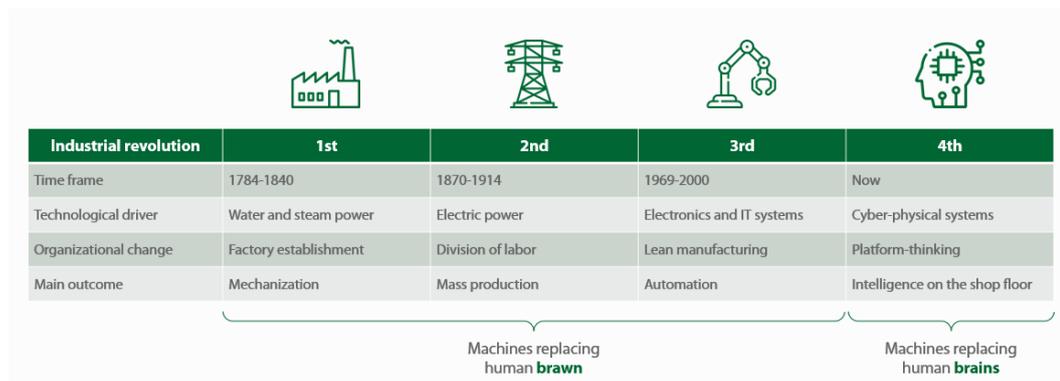
Il PNRR si sviluppa intorno ai 3 assi strategici di matrice europea e si articola in 16 Componenti. Quest'ultime sono aree di intervento che affrontano sfide specifiche, composte a loro volta da investimenti e riforme da attuare, che possono fornire ulteriori spunti per individuare obiettivi e ambiti di intervento del prossimo triennio.



**Figura 56** – PNRR Italia: sfide, obiettivi e ambiti di intervento

La dimensione dell'Innovazione permea sempre più il momento in cui viviamo, un'epoca caratterizzata dal cambiamento permanente dettato dalla discontinuità tecnologica: la transizione diventa una condizione strutturale.

Nel corso della storia moderna abbiamo assistito ad una rivoluzione industriale ogni 50 anni circa. L'innovazione tecnologica ha contribuito ad incrementarne progressivamente la frequenza, al punto che oggi si stima l'emergere di una nuova rivoluzione industriale ogni 3-7 anni.



**Figura 57** – Differenti rivoluzioni industriali della storia umana

La dimensione dell'Innovazione, a causa dell'imprevedibilità insita nei cambiamenti repentini concentrati in un breve arco temporale, porta con sé sia criticità che opportunità. L'Europa è senza dubbio una società ad elevata intensità di conoscenza ma l'eccellenza accademica, tuttavia, non si riflette adeguatamente nella capacità di produrre *output* industriali per il mercato. Occorre dunque sostenere e far crescere la ricerca più avanzata e qualificata, lo sviluppo e la diffusione di tecnologie e innovazioni per affrontare le nuove sfide economiche, sociali e ambientali. Pur non raggiungendo i livelli di Stati Uniti e Asia, la tendenza dell'innovazione in Europa è molto positiva, basti citare che il mercato europeo del *Venture Capital* ha superato stabilmente i 30 miliardi di dollari. L'Italia è il paese europeo che nel corso degli ultimi 5 anni ha mostrato la migliore progressione: a fine 2021 la raccolta di capitali nel settore del *Venture Capital* ha superato per la prima volta la soglia del miliardo di euro.

Il tema dell'innovazione ha acquisito crescente centralità anche nel bilancio pluriennale comunitario come leva strategica per la competitività europea: *Horizon Europe*, il nuovo programma quadro istituito con l'obiettivo di ottenere un impatto scientifico, tecnologico, economico e sociale dagli investimenti in ricerca e innovazione nell'Unione Europea, prevede una dotazione di oltre 90 miliardi di euro, in forte crescita rispetto al recente passato (+30% in confronto alla pianificazione 2014-2020). Proprio la struttura del programma *Horizon Europe* offre ad Equiter spunti interessanti in termini di verticali e strumenti attivabili.



Figura 58 – Horizon Europe: ambiti del Programma (UE)

L’*European Innovation Council* (EIC) rappresenta il principale strumento a sostegno dell’innovazione promosso dalla Commissione Europea. L’EIC ha l’obiettivo di identificare, sviluppare e implementare innovazioni ad alto rischio di varia natura, con una particolare attenzione alle innovazioni pionieristiche, dirompenti e a elevato impatto sulla società, potenzialmente creatrici di nuovi mercati. Con una dotazione di 13,5 miliardi di euro, lo strumento si articola in 3 principali schemi di finanziamento in funzione del livello di maturità tecnologica (TRL): *Pathfinder* (TRL 1-4), *Transition* (TRL 4-5/6) e *Accelerator* (TRL 5/6-9).

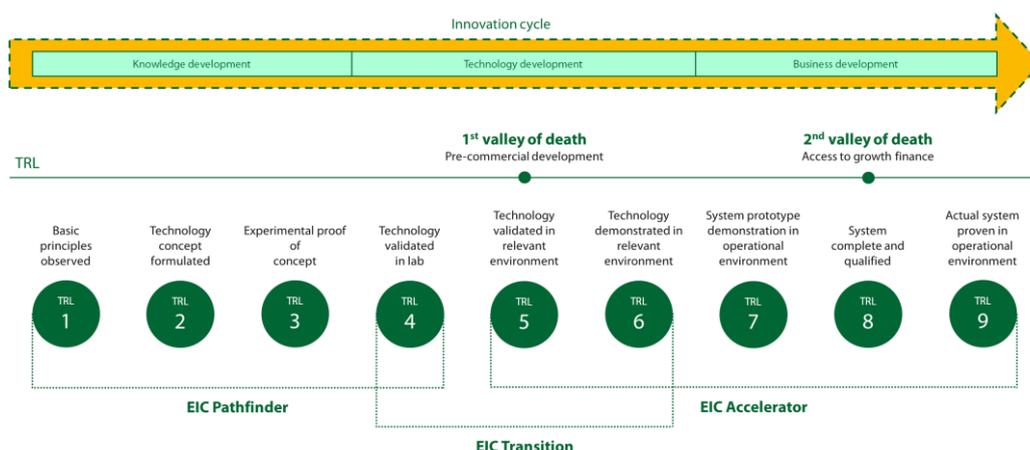


Figura 59 – European Innovation Council: ciclo dell’innovazione (UE)

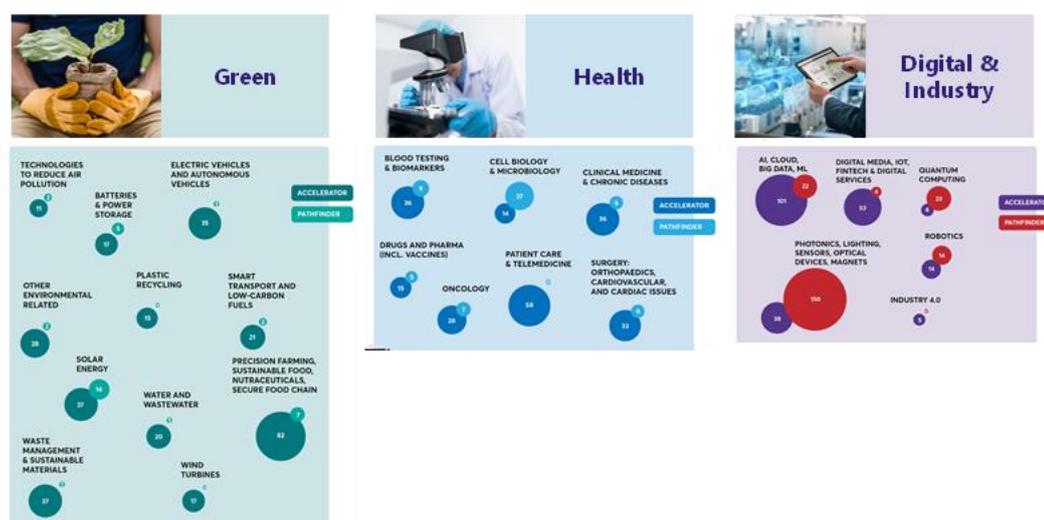
I citati schemi di finanziamento agiscono in modo complementare nell'accompagnare il progetto di innovazione, con le modalità più idonee alla fase di maturità raggiunta dalla tecnologia in questione. In particolare, i progetti più lontani dal mercato (TRL più basso) sono supportati essenzialmente attraverso contributi a fondo perduto (*grant*), mentre quelli più maturi (TRL più alto), possono beneficiare di un supporto finanziario pienamente a mercato attraverso investimenti in capitale di rischio (*equity*).

**Tabella 13** – *European Innovation Council*: schemi di finanziamento

	<i>EIC Pathfinder</i>	<i>EIC Transition</i>	<i>EIC Accelerator</i>
<b>Target</b>	Centri di ricerca, università, PMI, start-up, partner industriali	Centri di ricerca, università, PMI, start-up, partner industriali	Start-up e PMI innovative, small mid-caps
<b>Soggetti eleggibili</b>	Consorzi (min. 3 soggetti) Soggetti singoli o piccoli consorzi (2 partner)	Soggetti singoli o piccoli consorzi (da 2 a 5 partner)	Soggetti singoli
<b>Strumento</b>	<i>Grant</i>	<i>Grant</i>	<i>Grant/Equity</i> ( <i>blended finance</i> )
<b>Importo</b>	Fino a 3 M€ (call aperte) Fino a 4 M€ (call su specifiche challenge)	Fino a 2.5 M€	Grant: fino a 2.5 M€ Equity: da 0.5 a 15 M€

Con riguardo ai citati schemi di finanziamento, l'area potenzialmente di maggior interesse per l'attività di investimento e co-investimento di Equiter è quella coperta dall'*EIC Accelerator*, laddove si preveda l'attivazione di strumenti con logiche pienamente di mercato in presenza di un parziale *de-risking* già raggiunto dal progetto. Il portafoglio dei progetti finanziati dall'EIC mostra un quadro ricco di tecnologie di punta in cui l'Europa ha titolo per giocare un ruolo primario a livello mondiale, riconducibili ad un numero ristretto di ambiti<sup>66</sup> (*Green, Health, Digital & Industry*).

<sup>66</sup> EIC Pilot, 2018-2020.



**Figura 60** – *European Innovation Council*: composizione del portafoglio (EIC Pilot)

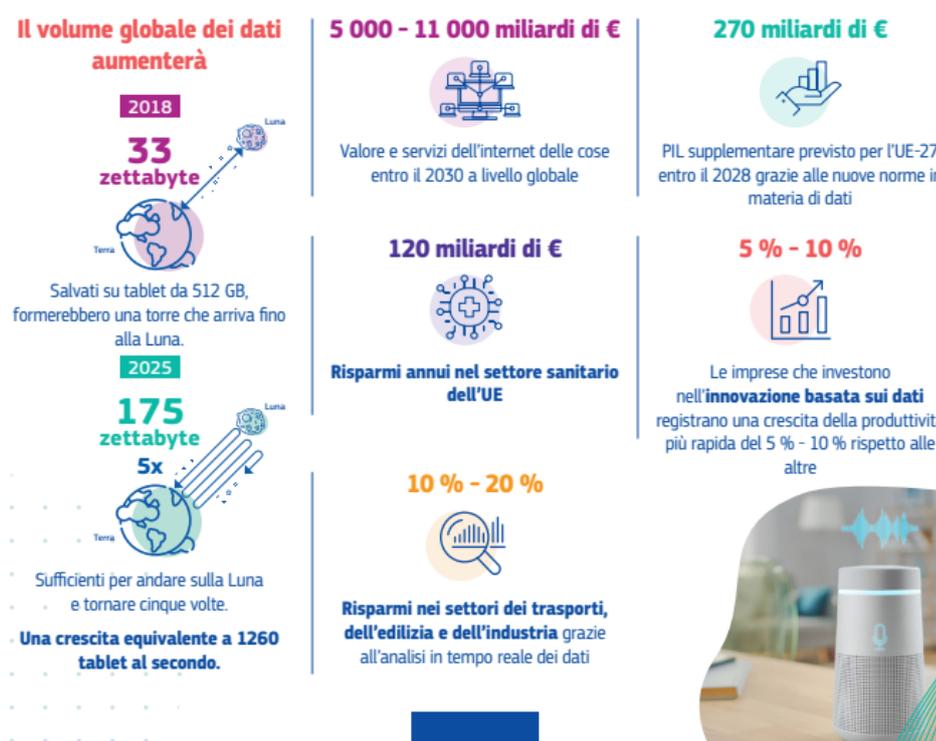
L'EIC intende dunque stimolare lo sviluppo dell'ecosistema dell'innovazione europeo, fornendo un unico punto di accesso al flusso di opportunità rilevanti: coinvestire in *start-up* e PMI selezionate da EIC (o insignite del *Seal of Excellence*) rappresenta una interessante opportunità per Equiter.

La dimensione della Conoscenza, terzo pilastro del Piano di Impresa di Equiter, è da correlare principalmente con il crescente valore strategico dei dati, acquisiti in modo sempre più esponenziale, sistematico e massivo durante le azioni più semplici compiute dagli individui nella vita quotidiana.

I dati rappresentano la nuova frontiera per la creazione di valore: secondo una recente survey IDC<sup>67</sup>, l'80% dei CEO a livello globale indica i dati, in particolare l'uso dei dati nei modelli decisionali, come l'area strategica più rilevante. I dati e l'attività di *intelligence* ad essi collegata rappresentano un'opportunità per raggiungere una maggiore consapevolezza per reagire più rapidamente agli eventi e supportare un insieme più ampio di decisioni o automatizzarne alcune. I vantaggi stimati a livello economico sono rilevanti per l'Europa<sup>68</sup>: 120 miliardi di euro di risparmi annui conseguibili nel settore sanitario, circa 15% di minori costi nel settore dei trasporti, dell'edilizia e dell'industria grazie all'analisi di dati in tempo reale, e 270 miliardi di euro di PIL addizionale entro il 2028 grazie alla nuova normativa sui dati.

<sup>67</sup> IDC Worldwide CEO Survey 2022: The CEO Tech Agenda in a Digital-First World.

<sup>68</sup> Commissione EU, Data Act, 2022.



**Figura 61** – European Innovation Council: valore strategico dei dati (Commissione EU)

Per Equiter la dimensione della Conoscenza si traduce nell'esigenza di dotarsi di strumenti di mappatura di mercati in forte evoluzione quali il *Private Equity* e il *Venture Capital*, con particolare riferimento alle PMI e alle infrastrutture. Alcuni verticali di investimento esprimono già le potenzialità di un territorio e offrono interessanti opportunità di posizionamento: strategicamente è fondamentale individuare ambiti progettuali che il mercato non è in grado di servire adeguatamente e nicchie emergenti non ancora presidiate da altri soggetti.

### 3.1.3 Linee guida e cantieri di lavoro

La consapevolezza del percorso svolto e dei risultati conseguiti da Equiter in oltre venti anni di attività ha aperto all'idea di un progetto ancora più ambizioso per l'azione futura, in grado di abbracciare le tre dimensioni di riferimento (Europa, Innovazione e Conoscenza) in maniera integrata nelle proprie attività.

È emersa quindi l'idea di considerare le attività caratteristiche di Equiter (*advisory* di fondi comunitari, fondi chiusi infrastrutturali, investimenti diretti) non più come segregate e distinte, bensì di metterle in relazione attiva e sinergica, pur in ossequio alle rispettive peculiarità. L'intuizione affonda le proprie radici nella

constatazione circa la cronica mancanza sul mercato italiano di operatori di matrice istituzionale con forti legami sul territorio, dotati di sufficiente flessibilità, con un approccio di capitale paziente attento alla crescita del tessuto imprenditoriale e in grado di servire differenti esigenze con strumenti adeguati alla tipologia di intervento.

In sostanza, il Piano di Impresa 2022-2024 traccia la strada per un compiuto posizionamento di Equiter come attore di riferimento nel *Private Capital* italiano che, attorno alla specializzazione infrastrutturale per la quale è più nota sul mercato, può costruire una piattaforma *multi-asset* con caratteristiche assolutamente uniche nel panorama nazionale, grazie a caratteristiche peculiari che rendono la società particolarmente idonea a intercettare le opportunità di mercato.

Le linee guida per lo sviluppo prospettico prevedono in particolare:

- l'attenzione allo sviluppo dei territori, realizzando *partnership* con imprenditori volte a rafforzare le filiere produttive locali attive nei settori al cuore della strategia dell'Unione Europea;
- le sinergie con gli *stakeholder* di riferimento, in particolare gli attuali soci che hanno portato a compimento il Progetto SIF rendendo Equiter un operatore del *Social Impact Finance*;
- un rationale di investimento *finance first* ma focalizzato all'emersione e alla valorizzazione di profili di innovazione e impatto;
- la diversificazione concentrica delle attività di investimento attorno agli ambiti infrastrutturali e della ricerca e innovazione, specializzazioni in cui Equiter si è storicamente distinta;
- lo sviluppo di una offerta mirata di strumenti finanziari per il segmento *mid-market*, cuore pulsante dell'economia italiana;
- un ruolo attivo nella gestione degli investimenti, non soltanto in termini di *governance* ma anche di attiva generazione di opportunità per le proprie partecipate.

Il Piano d'Impresa 2022-2024 si articola operativamente lungo 6 cantieri che verranno opportunamente istruiti e implementati nel corso del triennio di riferimento. Ogni linea di attività sarà presidiata dalle migliori competenze in organico, con l'identificazione di un responsabile dell'intero processo che cura l'avanzamento delle attività secondo gli obiettivi e le tempistiche previste.

Tabella 14 – Equiter: cantieri di lavoro del Piano di Impresa 2022-2024

	Cantiere	Obiettivi	Timeline
Core activities	Advisory di fondi europei	Consolidamento delle masse gestite con partecipazione a nuovo bando BEI su PNRR	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Preparazione candidatura (Q1 2022)</li> <li>▪ Partecipazione a bando (Q2 2022)</li> <li>▪ Implementazione (Q3 2022)</li> </ul>
	Fondi chiusi infrastrutturali	Completamento della raccolta del fondo chiuso Equiter Infrastructure II e inizio del periodo di investimento	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Completamento dei primi investimenti (Q2-Q3 2022)</li> <li>▪ Chiusura del fund raising (Q4 2023)</li> </ul>
	Investimenti Diretti	Adozione di una nuova <i>investment policy</i> per gli investimenti della <i>holding</i> (in particolare VC e PE)	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Preparazione analitica (Q2 2022)</li> <li>▪ Mappatura del mercato (Q3 2022)</li> <li>▪ Analisi dei verticali (Q4 2022)</li> <li>▪ Implementazione (Q1 2023)</li> </ul>
Cross activities	ESG	Integrazione di una <i>ESG policy</i> nella strategia di investimento	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Implementazione (Q2 2022)</li> <li>▪ Scenario evoluzioni (Q3 2022 - Q1 2023)</li> <li>▪ Implementazione (Q2 2023)</li> </ul>
	Data Hub	Sviluppo di una <i>data strategy</i> per guidare la strategia di investimento	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Scouting fonti interne (Q3 2022)</li> <li>▪ Identificazione basi dati esterne (Q4 2022)</li> <li>▪ Progettazione infrastruttura analitica (Q1 2023)</li> <li>▪ Data integration (Q2 2023)</li> <li>▪ Messa in produzione e produzione reportistica (Q4 2023)</li> </ul>
	Modello di servizio	Valutazione profili strategici di creazione di una SGR	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Analisi preliminare (Q2-Q2-Q3 2023)</li> <li>▪ Eventuale implementazione (Q1 2024)</li> </ul>

Una parte dei cantieri riguarda specificamente le azioni da intraprendere a livello di singola *business unit*, quali la partecipazione di Equiter a nuovi bandi per la gestione di fondi UE e l'adozione di una *investment policy* che guidi il nuovo ciclo di investimenti diretti della *holding*. È previsto anche un cantiere dedicato all'evoluzione del modello di servizio, con possibile implementazione nella parte finale dell'orizzonte temporale di piano, che prevede l'opzione di creazione di una SGR per il lancio seriale di fondi chiusi infrastrutturali.

Un'altra parte dei cantieri include invece progetti di natura trasversale alle aree di attività, il cui oggetto riguarda azioni di rafforzamento di Equiter sui profili di innovazione e impatto: creazione di un *Data Hub* per guidare le scelte di investimento e integrazione di una *ESG policy* a seguito dell'adesione ai principi internazionali di investimento responsabile.

## 3.2 Advisory di fondi europei

La gestione di fondi di terzi è l'attività di Equiter maggiormente consolidatasi nell'ultimo decennio. L'esperienza maturata nell'*advisory* di strumenti finanziari europei, quali JESSICA dapprima e RIF in anni più recenti, pone solide basi di sviluppo nella prospettiva di medio termine.

Le nuove opportunità di crescita dell'attività di *advisory* su fondi comunitari nell'arco di Piano 2022-2024 si articolano per Equiter su 2 fronti:

- Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza (PNRR);
- Programmi Operativi Nazionali (PON) e Programmi Operativi Regionali (POR).

La modalità tipica di attivazione dei suddetti programmi di investimento è la strutturazione di un Fondo di Fondi da parte della Banca Europea per gli Investimenti e l'indizione di un bando di gara per la selezione di un numero ristretto di intermediari finanziari incaricati della gestione di un determinato *plafond* secondo linee guida opportunamente definite. Le risorse finanziarie messe a disposizione provengono comunque in ultima istanza dall'Italia, a livello nazionale (PON) o regionale (POR).

La principale novità degli ultimi anni è stata l'inserimento di risorse, già stanziare nell'alveo delle misure di sostegno del PNRR, per la strutturazione di nuovi strumenti finanziari in determinati verticali di intervento strategici per l'Italia, quali la rigenerazione urbana e il turismo. Un decreto convertito in legge nel 2021<sup>69</sup> ha infatti confermato la volontà del legislatore di adottare il modello del fondo di fondi della Banca Europea degli Investimenti, già collaudato nei Programmi JESSICA e PON Ricerca & Innovazione, anche per l'attuazione delle seguenti linee progettuali del PNRR:

- “Turismo e cultura 4.0”, nell'ambito della misura della transizione digitale (M1);
- “Infrastrutture sociali, famiglie, comunità e terzo settore”, nell'ambito della misura dell'inclusione e coesione (M5).

Più in particolare, la normativa autorizza la costituzione, a valere sulle risorse del PNRR, di un Fondo di Fondi denominato “Fondo Ripresa Resilienza Italia”, avente una dotazione di 772 milioni di euro per l'anno 2021, la cui gestione è stata già conferita a BEI dal Ministero dell'Economia e delle Finanze (MEF) tramite un

---

<sup>69</sup> Decreto Legge n. 152 del 6 novembre 2021, convertito dalla Legge n. 233 del 29 dicembre 2021.

apposito accordo di finanziamento. Le risorse devono essere gestite nel rispetto dei principi e degli obblighi del PNRR, ivi compreso il principio di “non arrecare danno significativo all’ambiente” (DNSH<sup>70</sup>), nonché secondo la strategia di investimento e i criteri di ammissibilità per gli intermediari da selezionare mediante avviso pubblico e i beneficiari finali delle risorse.

### 3.2.1 Fondo di Fondi Ripresa e Resilienza Italia

In data 24 maggio 2022 la Banca Europea per gli Investimenti, in qualità di gestore del Fondo di Fondi “Ripresa e Resilienza Italia”<sup>71</sup>, istituito con la cooperazione del Ministero dell’Economia e delle Finanze (MEF) a valere sulle risorse del PNRR, ha pubblicato una *Call for expression of interest* per la selezione di intermediari finanziari interessati a gestire le risorse attribuite a 2 Fondi Tematici:

- “Fondo Tematico Turismo”, a supporto delle infrastrutture e dei servizi per il turismo sostenibile;
- “Fondo Tematico Piani Urbani Integrati”, a supporto della rigenerazione urbana e di progetti di social housing.

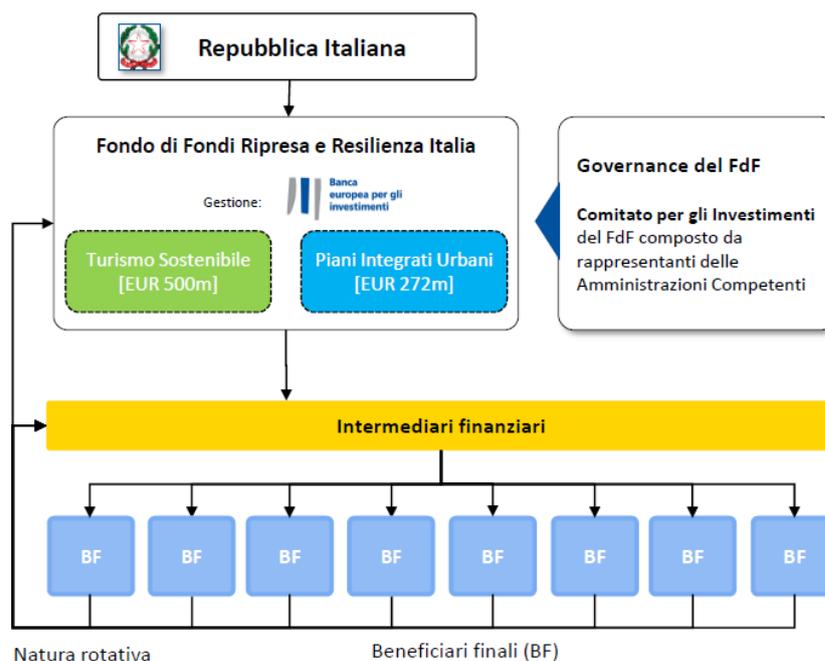
Tramite il Fondo di Fondi vengono erogati prodotti finanziari di natura rimborsabile (prestiti, *equity*, *quasi-equity*), con adeguato margine di flessibilità secondo le forme tecniche più idonee ai promotori e ai progetti in valutazione. L’investimento concreto dei fondi avviene tramite un numero ristretto di intermediari finanziari, selezionati con procedura a evidenza pubblica nella forma di avviso alla manifestazione di interesse. I fondi contribuiti beneficeranno di un effetto leva attraverso cofinanziamenti da parte degli intermediari finanziari, con possibilità di attivare anche risorse aggiuntive della stessa BEI. La *governance* di

---

<sup>70</sup> *Do No Significant Harm*. Il principio prevede che gli interventi inclusi nei PNRR nazionali non arrechino nessun danno significativo all’ambiente, requisito fondamentale per accedere ai finanziamenti del RRF. Inoltre, i piani devono includere interventi che concorrono per il 37% delle risorse alla transizione ecologica. Il Regolamento individua sei criteri per determinare come ogni attività economica contribuisca in modo sostanziale alla tutela dell’ecosistema, senza arrecare danno a nessuno degli obiettivi ambientali: 1) mitigazione dei cambiamenti climatici; 2) adattamento ai cambiamenti climatici; 3) uso sostenibile e protezione delle risorse idriche e marine; 4) transizione verso l’economia circolare; 5) prevenzione e riduzione dell’inquinamento dell’aria, dell’acqua e del suolo; 6) protezione e ripristino della biodiversità e della salute degli ecosistemi (PNRR, Presidenza del Consiglio dei Ministri).

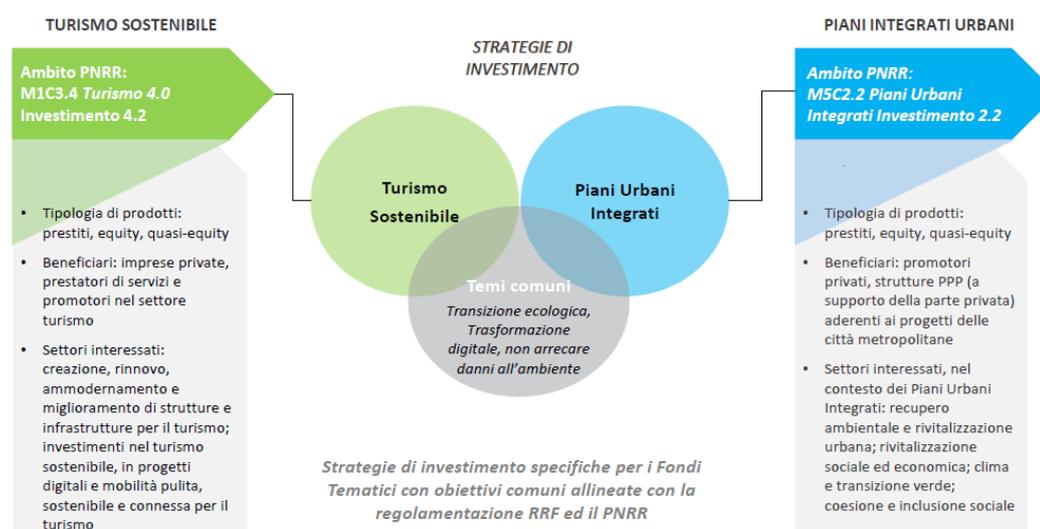
<sup>71</sup> Le informazioni riportate nel presente paragrafo sono tratte dal bando ufficiale pubblicato dalla Banca Europea degli Investimenti sul proprio sito internet istituzionale: *Call for Expression of Interest to select financial intermediaries that will receive resources from a Fund of Funds (the “Italian National Recovery and Resilience Fund of Funds” or Fondo Ripresa e Resilienza Italia) established in cooperation between the Italian Ministry of Economy and Finance (“MEF”) and the European Investment Bank (“EIB”), in order to provide financial instruments to companies and projects in the context of the Italian National Recovery and Resilience Plan (Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza or “NRRP”).*

riferimento prevede che le autorità competenti presidino le attività del Fondo attraverso le strategie di investimento e il Comitato per gli Investimenti. Al termine del programma, è previsto che la Repubblica Italiana rientri in possesso dei fondi investiti, che potranno essere quindi reinvestiti in nuovi progetti o riutilizzati in altri programmi.



**Figura 62** – Fondo di Fondi “Ripresa e Resilienza Italia”: schema operativo (BEI)

Gli strumenti finanziari del Fondo di Fondi intervengono sotto forma di investimenti ad impatto sociale, permettendo dunque di raggiungere obiettivi di lungo termine attraverso politiche di rischio medio-alte. Il Fondo di Fondi “Ripresa e Resilienza Italia” opererà principalmente sulle due aree tematiche del turismo sostenibile e dei piani urbani integrati, individuate in PNRR e nel D.L. 152/2021, ma può eventualmente essere declinato anche su altre aree di intervento del PNRR, fatti salvi i necessari aggiornamenti programmatici e normativi.



**Figura 63** – Fondo di Fondi “Ripresa e Resilienza Italia”: aree tematiche di intervento (BEI)

Il Fondo per il “Turismo Sostenibile” ha l’obiettivo di rafforzare la competitività delle imprese turistiche, sostenere gli investimenti per la riqualificazione ecosostenibile e il miglioramento degli standard dei servizi di ospitalità, aumentare i processi di integrazione e unificazione tra le imprese e ridurre le diseconomie dovute alla frammentazione del settore. Il Fondo tematico è rivolto al sostegno di investimenti innovativi nelle aree:

- del turismo di montagna, sia per infrastrutture sia per servizi ricettivi;
- del settore dell’offerta turistica *top quality*;
- del turismo sostenibile e nell’*upgrade* dei beni mobili e immobili connessi all’attività turistica, con una riserva del 50% dedicata agli interventi di riqualificazione energetica.

Il Fondo tematico dedicato al settore dei “Piani Urbani Integrati” è rivolto alle periferie delle 14 Città Metropolitane e prevede una pianificazione urbanistica partecipata, con l’obiettivo di trasformare territori vulnerabili in *smart city* e sostenibili. Il Fondo tematico è dedicato a supportare progetti di rigenerazione urbana come mezzo per promuovere l’inclusione sociale e combattere varie forme di vulnerabilità, aggravate dall’emergenza della pandemia di Covid-19, mirando in particolare a:

- attrarre finanziamenti privati nei progetti di risanamento urbano;
- promuovere l’attuazione di investimenti urbani a lungo termine;

- sviluppare canali di prestito nuovi e alternativi, nonché modelli innovativi per i progetti di risanamento urbano (*blending* PNRR e risorse private);
- accelerare gli investimenti nel risanamento urbano, contribuendo anche agli obiettivi della transizione verde promuovendo una rigenerazione urbana sostenibile.

**Tabella 15** – Fondo di Fondi “Ripresa e Resilienza Italia”: esempi di investimento

Turismo sostenibile	Piani Urbani Integrati
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ creazione, rinnovo, ammodernamento e miglioramento di strutture ricettive;</li> <li>▪ creazione, rinnovo, ammodernamento e miglioramento delle infrastrutture per il turismo, (es. siti culturali e ricettivi pubblici e privati, parchi, parchi ricreativi, impianti sportivi, strutture turistiche montane e impianti sportivi di montagna);</li> <li>▪ investimenti nel turismo sostenibile e connessi alla transizione verde;</li> <li>▪ investimenti in progetti di digitalizzazione dei processi e/o dell’offerta;</li> <li>▪ investimenti in formazione del personale;</li> <li>▪ investimenti in una mobilità pulita, sostenibile e connessa per il turismo.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ recupero ambientale e rivitalizzazione urbana: sostegno alle tecnologie con minori emissioni di CO<sub>2</sub> nelle aree urbane;</li> <li>▪ rivitalizzazione sociale ed economica nel contesto dei piani di sviluppo urbano integrato: rinnovamento, rigenerazione e valorizzazione delle aree urbane sottoutilizzate o inutilizzate, miglioramento dei sistemi di mobilità locale verdi, sostenibili e intelligenti;</li> <li>▪ transizione digitale;</li> <li>▪ azione per il clima e transizione verde;</li> <li>▪ coesione e inclusione sociale</li> <li>▪ riqualificazione degli spazi urbani per la creazione di parchi urbani e infrastrutture sociali per promuovere comunità sostenibili; miglioramento delle aree urbane per garantire una maggiore sicurezza;</li> <li>▪ linee d’intervento riservate al recupero di soluzioni alloggiative dignitose per i lavoratori del settore agricolo ed industriale.</li> </ul>

Con riferimento ai beneficiari finali, il finanziamento dei progetti sarà oggetto di istruttoria e valutazione indipendente da parte degli intermediari finanziari deputati all’impegno delle risorse del Fondo, in particolare in relazione a criteri di sostenibilità finanziaria e a seguito di una rigorosa *Due Diligence*.

Il supporto finanziario sarà concesso a progetti economicamente e finanziariamente sostenibili, che sappiano dunque dimostrare capacità di rimborsare il prestito o l’investimento in *equity*. La domanda di finanziamento sarà valutata singolarmente dall’intermediario finanziario con apposita istruttoria, svolta all’insegna della verifica della sostenibilità finanziaria e della bancabilità della componente progettuale privata dell’intervento e del merito di credito degli operatori privati coinvolti. La *Due Diligence* svolta sul campo deve invece

includere, tra i vari aspetti di investigazione, anche profili di natura amministrativa essenziali per gli strumenti finanziari di natura europea quali:

- verifiche *KYC*<sup>72</sup> e *AML*<sup>73</sup>;
- conformità al principio *DNSH*;
- verifiche di compatibilità con le linee guida BEI, in particolare la non appartenenza o riconducibilità a settori identificati nella *Exclusion Policy* (es. tabacco, gioco d’azzardo, armamenti, ecc.) e con i criteri di *policy* degli intermediari;
- verifica di coerenza con i Piani Urbani Integrati, in coordinamento con le Autorità competenti.

Le risorse lorde allocate complessivamente nel Fondo di Fondi “Ripresa e Resilienza Italia” ammontano a 772 milioni di euro, di cui 500 milioni di euro sul Fondo Tematico “Turismo Sostenibile” e 272 milioni di euro sul Fondo Tematico “Piani Urbani Integrati”. L’*iter* di selezione degli intermediari da parte della BEI ha previsto l’identificazione di un numero ristretto di operatori cui assegnare la gestione delle risorse, idealmente 3 per il verticale più grande e 2 per quello più piccolo. Le BEI si è riservata comunque la facoltà di prevedere, in accordo con il Comitato Investimenti e in continuità con quanto previsto in precedenti bandi, una rimodulazione in corso dell’allocazione delle risorse, in funzione della effettiva capacità di erogazione delle risorse da parte degli intermediari finanziari prescelti.

Fondo Tematico Turismo Sostenibile – EUR 500m		Fondo Tematico Piani Urbani Integrati – EUR 272m	
Posizione in graduatoria	Risorse allocate (EURm)	Posizione in graduatoria	Risorse allocate (EURm)
I Classificato	200	I Classificato	163
II Classificato	175	II Classificato	109
III Classificato	125		

**Figura 64** – Fondo di Fondi “Ripresa e Resilienza Italia”: ripartizione delle risorse

<sup>72</sup> *KYC* è l’acronimo di *Know Your Customer* e identifica il processo di riconoscimento utilizzato dalle aziende per verificare l’identità dei propri clienti e valutare potenziali rischi o intenzioni illegali.

<sup>73</sup> *AML* è l’acronimo di *Anti Money Laundering* e identifica l’azione preventiva e la lotta al riciclaggio di beni, denaro o altre utilità in genere.

Il bando per gli intermediari finanziari è stato pubblicato nella seconda metà del 2022, cui è seguita la valutazione delle offerte ricevute e la selezione degli intermediari finanziari. Il processo di selezione, completato alla fine del 2022 a cura della BEI, è stato condotto secondo stringenti criteri sia di natura quantitativa e qualitativa, ciascuno oggetto di assegnazione di punteggio.

Criteri qualitativi	Qualità governance e presidi interni	<ul style="list-style-type: none"> <li>Adeguata capacità di attuare lo Strumento Finanziario, compresa la struttura di governance, la gestione dei rischi, le capacità organizzative e amministrative e sistemi e procedure di controllo interno e contabilità efficienti ed efficaci</li> </ul>
	Esperienza pertinente	<ul style="list-style-type: none"> <li>Esperienza pertinente nella gestione di fondi di terzi e nella selezione e nell'investimento con competenze nei settori pertinenti</li> </ul>
	Strategia di investimento e Business Plan	<ul style="list-style-type: none"> <li>Livello di comprensione e conformità con gli obiettivi di RRF</li> <li>Adeguatezza dei servizi e delle procedure previsti per la fornitura dello Strumento Finanziario, dei tempi e metodologia di erogazione</li> <li>Credibilità delle previsioni finanziarie</li> </ul>
	Promozione e comunicazione	<ul style="list-style-type: none"> <li>Affidabilità e credibilità del piano di marketing e comunicazione proposto</li> <li>Copertura del piano di comunicazione e copertura della rete nazionale di filiali</li> </ul>
	Monitoraggio e capacità digitali	<ul style="list-style-type: none"> <li>Capacità di riferire periodicamente in modo efficiente ed efficace con le parti interessate durante l'intera attività di monitoraggio e di creare e/o adattare sistemi informatici ad-hoc</li> </ul>
Criteri quantitativi	Co-finanziamento / Effetto leva	<ul style="list-style-type: none"> <li>Strategia prevista per attrarre altri investimenti pubblici/privati sotto forma di cofinanziamento aggiuntivo e importo potenziale di fondi esterni, compreso impegno per la fornitura di finanziamenti aggiuntivi</li> </ul>
	Commissioni di gestione	<ul style="list-style-type: none"> <li>Livello della commissione di gestione (su base percentuale media annua) e metodologia di calcolo</li> </ul>

**Figura 65** – Fondo di Fondi “Ripresa e Resilienza Italia”: criteri di selezione degli intermediari

Nello luglio 2022 Equiter ha risposto al bando proponendo la propria candidatura alla gestione delle risorse di entrambi i Fondi Tematici PNRR, avvalendosi del supporto e delle sinergie attivabili con il Gruppo Intesa Sanpaolo, secondo lo schema operativo già collaudato e sperimentato con successo per i Fondi JESSICA e il Fondo per la Ricerca e l’Innovazione (RIF).

Il 19 ottobre 2022 BEI ha comunicato l’aggiudicazione ad Equiter del massimo importo assegnabile ad un singolo candidato per un *contingent loan* complessivo di 343,6 milioni di euro<sup>74</sup>, così ripartito:

- 189,2 milioni di euro per il Fondo Tematico Turismo;
- 154,4 milioni di euro per il Fondo Tematico Piani Urbani Integrati.

<sup>74</sup> Ammontare netto delle commissioni trattenute dalla Banca Europea degli Investimenti a remunerazione dell’attività di strutturazione dello strumento finanziario e di quella di selezione delle candidature ricevute ai sensi dei bandi.

Si evidenzia che a fine dicembre 2022 Equiter ha sottoscritto con BEI gli Accordi Operativi che regolano l'operatività dei singoli Fondi, avviando di fatto la propria attività di *advisory* a valere sulle risorse del PNRR.

I vantaggi derivanti dall'aggiudicazione di queste importanti risorse in gestione sono sia di natura economica che di ritorno di immagine.

L'attività di *advisory* viene remunerata attraverso commissioni di gestione, vale a dire *management fee* che maturano sulla provvista intermediata ed erogata nel tempo, in funzione dunque dei risultati dell'attività di erogazione ma senza impegno di impiego del capitale. Le risorse disponibili hanno inoltre il potenziale per intercettare segmenti di mercato attualmente sotto serviti: grazie alla provvista intermediata, gli intermediari finanziari possono servire un bacino potenzialmente non servito (pre-bancabile) e inserirlo in un percorso di crescita e rafforzamento finanziario con potenziale *cross selling* e *up selling*. Infine, vi è un evidente ritorno di immagine grazie alle campagne pubblicitarie di natura istituzionale promosse dalla BEI e dall'Autorità di Gestione.

### 3.2.2 Prospettive future dai Fondi Strutturali

Oltre al PNRR, ulteriori prospettive di crescita per l'attività di *advisory* di Equiter derivano dai Fondi Strutturali del nuovo periodo di programmazione comunitaria 2021-2027, che andranno a finanziare i Programmi Operativi Nazionali ("PON") e i Programmi Operativi Regionali ("POR").

Secondo l'Accordo di Partenariato presentato alla Commissione Europea nel giugno 2021, all'Italia spetteranno in totale circa 83 miliardi di euro tra risorse europee e cofinanziamento nazionale. Di questi, oltre 56 miliardi finanzieranno i POR, mentre i restanti 27 miliardi saranno suddivisi tra 10 PON. In particolare, all'innovazione e ricerca sarà dedicato un PON di 5,6 miliardi di euro.



Figura 66 – Programmi Operativi Nazionali 2021-2027

Uno degli obiettivi principali della politica di coesione UE per il periodo 2021-2027 è sintetizzato dallo slogan “un’Europa più intelligente” e prevede un massiccio ricorso all’innovazione, alla digitalizzazione e trasformazione in chiave intelligente e sostenibile. In questo contesto fortemente orientato alla valorizzazione dell’innovazione, il PON R&I 2021-2027 riproporrà, per le 8 Regioni italiane meno sviluppate o in transizione, lo schema dello strumento finanziario già utilizzato nel periodo di programmazione 2014-2020, secondo un’ottica di utilizzo *revolving* delle risorse a disposizione.

La Programmazione 2021-2027 è ancora in fase di definizione, in quanto sono in corso interlocuzioni tra la Commissione e gli Stati Membri per l’approvazione degli Accordi di Partenariato, ovvero il documento programmatico che indica gli obiettivi e le modalità con cui lo Stato Membro intende allocare e spendere le risorse dei Fondi Strutturali della prossima programmazione. L’Italia ha presentato l’Accordo di Partenariato 2021-2027 alla Commissione europea il 23 giugno 2021: l’accordo è ancora oggetto di confronto con la Commissione, pertanto le indicazioni su PON e POR sono da considerarsi ancora preliminari.

L’esperienza maturata con la gestione del Fondo RIF/MUR e il relativo *track record* conseguito, conferiscono a Equiter un vantaggio competitivo rispetto a potenziali concorrenti, che potrebbe portare a breve termine, nell’ambito del presente Piano di Impresa, ad un possibile ulteriore ampliamento delle risorse attualmente in gestione. È prevedibile, infine, che la programmazione del nuovo settennato includa, anche a livello regionale, il ricorso a strumenti finanziari da inserire nei diversi POR 2021-2027.

### 3.3 Infrastrutture

Nel corso del 2021 Equiter ha annunciato al mercato il lancio di un importante progetto: un nuovo fondo infrastrutturale, che rilanci le ambizioni della società in quella che è storicamente la propria attività più caratteristica, capitalizzando la positiva esperienza e le competenze maturate nella gestione del Fondo PPP Italia, il cui disinvestimento era stato completato al termine del 2020.

Equiter Infrastructure II – Infrastrutture, Innovazione, Impatto – è un FIA<sup>75</sup> mobiliare chiuso e riservato di diritto italiano che nasce dalla *partnership* strategica tra Equiter ed Ersel Asset Management SGR. Il Gruppo Ersel è un primario attore italiano della gestione di grandi patrimoni con oltre 20 miliardi di euro di masse gestite, in forte crescita a seguito dell’acquisizione di Banca Albertini che ha portato il gruppo ad essere il maggiore operatore indipendente in Italia nel *private banking*. Ersel Asset Management SGR è la società del gruppo autorizzata alla gestione di fondi chiusi riservati ad investitori istituzionali, prescelta da Equiter come *hosting provider* del proprio nuovo Fondo.

Il settore delle infrastrutture presenta punti di forza anche in contesti di mercato estremamente difficili, come quelli della recente crisi pandemica con arresto temporaneo delle attività economiche, grazie ad una ridotta volatilità e una maggiore stabilità delle distribuzioni. Il sostegno al settore infrastrutturale è presente come tema chiave anche nei piani dell’Unione Europea per il rilancio dell’economia dei paesi dell’eurozona e dell’Italia in particolare, in settori strategici come la riqualificazione urbana, le energie rinnovabili, la mobilità sostenibile e l’economia circolare. Grazie a peculiarità distintive, il nuovo Fondo intende proporsi agli investitori istituzionali con specifici elementi di integrazione tra infrastrutture, innovazione e impatto, nonché con un forte allineamento al programma *Next Generation EU*. Il Fondo è dedicato all’investimento in capitale di rischio di *asset* infrastrutturali in Italia, prevalentemente di media dimensione, con una particolare attenzione ai temi dell’innovazione tecnologica e dell’impatto sociale e ambientale. La *pipeline* presenta interventi nei settori strategici per il rilancio dell’economia reale del Paese e in linea con gli obiettivi europei:

- infrastrutture sociali/PPP;
- *utilities* e rinnovabili;
- infrastrutture digitali;
- trasporto, turismo e rigenerazione urbana.

---

<sup>75</sup> Fondo di Investimento Alternativo.

Tabella 16 – Equiter Infrastructure: elementi caratterizzanti

Elementi caratterizzanti	Caratteristiche
<b>Partnership tra Equiter ed Ersel</b>	Equiter SpA: attivo da 23 anni nel settore degli investimenti infrastrutturali italiani, Sponsor e Advisor esclusivo del nuovo Fondo Equiter Infrastructure II. Ersel Asset Management SGR: primario operatore del settore con 20,1 €/mld di portafoglio, è il GEFIA del Fondo.
<b>Profilo del fondo</b>	Dimensione target: 400 €/mln (hard cap 500 €/mln). Settori di intervento: infrastrutture sociali/PPP, utilities/rinnovabili, infrastrutture digitali, trasporti/smart mobility e rigenerazione urbana. Strategia: Core/Core+ con focus su progetti late greenfield e brownfield. IRR lordo target: 10%-12%.
<b>Team esperto, consolidato e complementare</b>	7 professionisti dedicati, distribuiti tra Torino e Roma con pluriennali esperienze in investimenti in infrastrutture, maturate in Italia e all'estero, con competenze e coperture settoriali complementari.
<b>Impatto e innovazione come pilastri della strategia di investimento</b>	Gestione attiva degli asset, volto alla creazione di valore sostenibile. Centralità dell'innovazione con un Innovation Manager dedicato e parte attiva in tutte le fasi di gestione del Fondo. Focus su iniziative a impatto sociale ed ambientale positivo e con un presidio integrato nei processi di investimento.

La strategia di investimento di Equiter Infrastructure II, pur nel rispetto dell'approccio *finance first*, è volta alla promozione di un modello di crescita sostenibile e inclusiva: gli *asset* infrastrutturali sono selezionati sulla base di criteri di impatto sociale e ambientale, intensità tecnologica, ricerca e innovazione e capacità di radicarsi nei territori, restituendo valore alle comunità di riferimento. Le attività di *advisory* sui presidi di innovazione sono svolte dalla Fondazione LINKS, mentre le attività di valutazione dell'impatto sociale e ambientale sono presidiate da TIREZIA, società affiliata al Politecnico di Milano.

A seguito del via libera da parte delle Autorità di Vigilanza, Equiter Infrastructure II ha iniziato a raccogliere sottoscrizioni pari a 140 milioni di euro da parte di primarie istituzioni italiane, tra le quali Equiter e Compagnia di San Paolo in qualità di *anchor investor* e *sponsor* per un impegno complessivo di 100 milioni di euro, equamente ripartito. Il Fondo ha un obiettivo di raccolta pari a 400 milioni di euro, puntando ad una dimensione superiore al proprio precursore, il Fondo PPP

Italia con dotazione a regime di 120 milioni di euro. La durata del Fondo è di 15 anni e ha un obiettivo di rendimento lordo per gli investitori<sup>76</sup> superiore al 10%, con una struttura che prevede una distribuzione periodica dei proventi derivanti dalla gestione degli *asset*.

### 3.3.1 Struttura del fondo Equiter Infrastructure II

Equiter Infrastructure II è un fondo alternativo di investimento mobiliare di tipo chiuso riservato agli investitori professionali<sup>77</sup>. Non avendo Equiter i requisiti normativi e regolamentari per poter istituire un proprio fondo chiuso, si è deciso di optare ancora una volta per il modello di *partnership* con una società di gestione del risparmio. In luogo del precedente accordo con Fondaco SGR riguardo al Fondo PPP Italia, per il nuovo fondo si è siglato un accordo con una società dedicata del Gruppo Ersel.

Il Fondo è stato dunque istituito da Ersel Asset Management Società di Gestione del Risparmio S.p.A., in qualità di GEFIA autorizzato all'esercizio del servizio di gestione collettiva del risparmio. In relazione alla gestione operativa del Fondo, il GEFIA ha poi stipulato un contratto con Equiter, nel proprio ruolo di *advisor* per la prestazione di servizi specialistici a favore del GEFIA e nell'interesse del Fondo:

- predisposizione di studi, analisi e programmi relativi agli investimenti e disinvestimenti da proporre al GEFIA per le deliberazioni di competenza del Consiglio di Amministrazione relative alle strategie generali in materia di investimento e disinvestimento del patrimonio del Fondo;
- ricerca e individuazione delle opportunità di investimento e di disinvestimento da proporre al Comitato di Gestione e conduzione delle negoziazioni preliminari con le controparti di riferimento per un possibile investimento e scambio di relativa documentazione non vincolante (es. *NDA*, *LOI*, manifestazioni di interesse, *Term Sheet*, ecc.);
- assistenza relativa all'elaborazione e attuazione delle Politiche di Impatto Sociale e Ambientale e delle *Due Diligence* e delle relazioni annuali assistenza relativa all'elaborazione ed attuazione del processo di presidio ed implementazione dell'innovazione;

---

<sup>76</sup> Il rendimento netto è calcolato come *internal rate of return (IRR)*.

<sup>77</sup> Ai sensi del Regolamento del Fondo, con il termine "investitori professionali" si intendono i clienti professionali privati, i clienti professionali pubblici nonché coloro che, su richiesta, possono essere trattati come clienti professionali ai sensi della normativa applicabile.

- ricerca ed individuazione delle competenze esterne ritenute necessarie per le attività di *Due Diligence* (legali, fiscali, tecniche, innovazione, ecc.), per eventuali attività di assistenza professionale nella predisposizione della documentazione contrattuale;
- formulazione delle proposte di investimento e disinvestimento da sottoporre alla approvazione del Comitato di Gestione mediante la predisposizione dell'*investment/divestment memorandum*;
- assistenza al GEFIA nelle varie fasi relative alla strutturazione, alla negoziazione e definizione dei contratti relativi all'acquisto o alla vendita delle partecipazioni, in conformità con le delibere assunte dal Comitato di Gestione;
- assistenza nella gestione strategica ed operativa delle società partecipate dal Fondo, ivi inclusa l'ottimizzazione della struttura finanziaria nonché l'assunzione di cariche negli organi amministrativi delle partecipate, e redazione e trasmissione di appositi report periodici aventi ad oggetto l'andamento di dette società;
- partecipazione a incontri periodici con gli investitori e presidio con il GEFIA dei rapporti con gli investitori durante l'intero arco di vita del Fondo per le interlocuzioni relative agli *asset* in portafoglio e alle fasi di investimento e disinvestimento;
- elaborazione delle proposte per la valorizzazione semestrale di ciascun asset da fornire a GEFIA per il calcolo del NAV<sup>78</sup>, in conformità alle previsioni del Regolamento.

L'ampiezza delle citate attività svolte e l'elevato profilo specialistico dei contenuti rende evidente il ruolo prioritario di Equiter nella gestione del Fondo, elemento assolutamente irrinunciabile per la credibilità dell'iniziativa in ragione del *track record* conseguito nel settore.

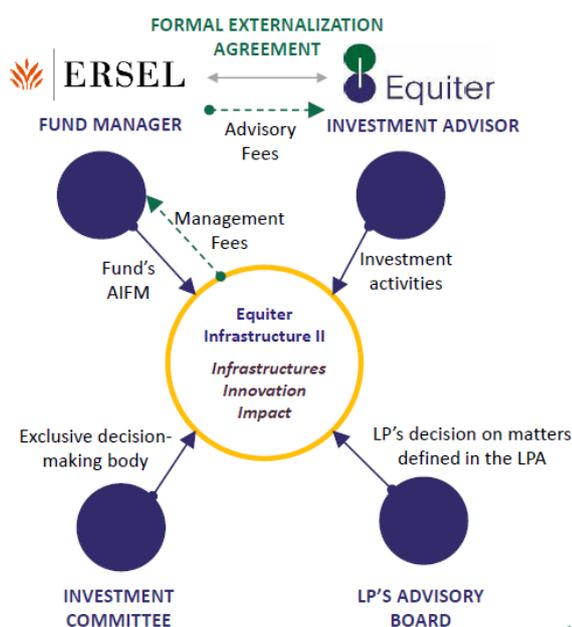
Il contratto di *advisory* prevede infatti che Equiter debba mettere a disposizione del Fondo un team di investimento dedicato al medesimo per la prestazione dei servizi oggetto del contratto stesso e i cui membri debbano rispettare gli impegni di *dedication* e non concorrenza previsti dal Regolamento. Al fine di dirimere qualsiasi conflitto di interesse tra l'attività del Fondo e quella di Equiter come *holding* di investimento, si è scelto di dare una sostanziale esclusiva al Fondo circa

---

<sup>78</sup> *Net Asset Value*, valore unitario della quota di un fondo comune di investimento in un determinato momento.

gli ambiti di investimento espressamente indicati nel Regolamento, con deroghe in casi limitati e strettamente circoscritti<sup>79</sup>.

La presenza di un team di gestione facente capo in ultima istanza ad Equiter, sebbene segregato e dedicato a tempo pieno, nonché la natura di fondo chiuso “ospitato” all’interno di una SGR esterna, ha reso necessaria la puntuale definizione degli aspetti di *governance*. In particolare, il Consiglio di Amministrazione di Ersel Asset Management SGR è l’organo deputato a istituire il Fondo, ad approvare il Regolamento e costituire il Comitato di Gestione. Quest’ultimo rappresenta la sede decisionale esclusiva delle attività di investimento e disinvestimento del Fondo, composto da 3 membri di espressione della SGR<sup>80</sup> (componenti il Comitato Esecutivo) e da 2 membri di espressione del team di investimento di Equiter, entrambi scelti tra i *key managers*, con delibera a maggioranza di 4 membri su 5, con il voto favorevole di entrambi i membri dell’advisor.



**Figura 67** – Equiter Infrastructure: struttura di *governance*

<sup>79</sup> In particolare, il Regolamento prevede che il GEFIA non possa prestare il proprio consenso all’investimento di Equiter a meno che l’opportunità di investimento sia stata presentata al Comitato di Gestione e questo abbia ritenuto la stessa non di interesse del Fondo e che il Comitato Consultivo abbia espresso il proprio parere favorevole.

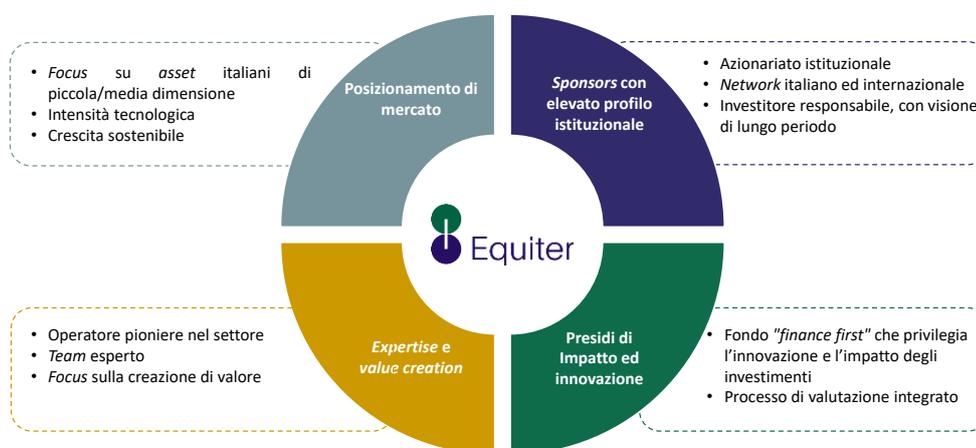
<sup>80</sup> Il Comitato Esecutivo della SGR è l’organo endo-consiliare a cui il CdA della SGR ha delegato le decisioni di investimento per i propri fondi istituiti.

È altresì costituito un Comitato Consultivo, composto da almeno 3 rappresentanti degli investitori con i più elevati *commitment*, che delibera in materia di conflitti di interesse, deroga ai limiti di investimento e durata del periodo di investimento. La tutela dei sottoscrittori del Fondo è garantita infine dall'Assemblea dei Quotisti, composta dagli investitori del Fondo e competente a deliberare in materia di cambiamenti del Regolamento, nonché sul cambio della SGR e sull'estensione della durata del Fondo previo parere del Comitato Consultivo.

La durata del Fondo è di 15 anni a decorrere dalla data della prima chiusura delle sottoscrizioni, avvenuta a marzo del 2021, fatta comunque salva la possibilità di prorogare il termine di durata del fondo, una o più volte per un periodo complessivo non superiore a 3 anni, in presenza di una esigenza di completamento dello smobilizzo degli investimenti. L'obiettivo di raccolta complessiva del Fondo, inteso quale somma degli impegni finanziari di tutti gli investitori, è pari a 400 milioni di euro e comunque non potrà essere superiore a 500 milioni di euro (*hard cap*). È prevista l'emissione di sei classi di quote, con diritti differenziati in termini di rendimento e priorità di distribuzione in funzione della dimensione dell'ammontare sottoscritto. L'ammontare minimo di ogni sottoscrizione o acquisto a qualsiasi titolo di quote è pari a 500.000 euro.

### 3.3.2 Posizionamento del fondo Equiter Infrastructure II

Il progetto relativo al lancio di Equiter Infrastructure II nasce su basi solide che permettono un posizionamento unico sul panorama italiano.



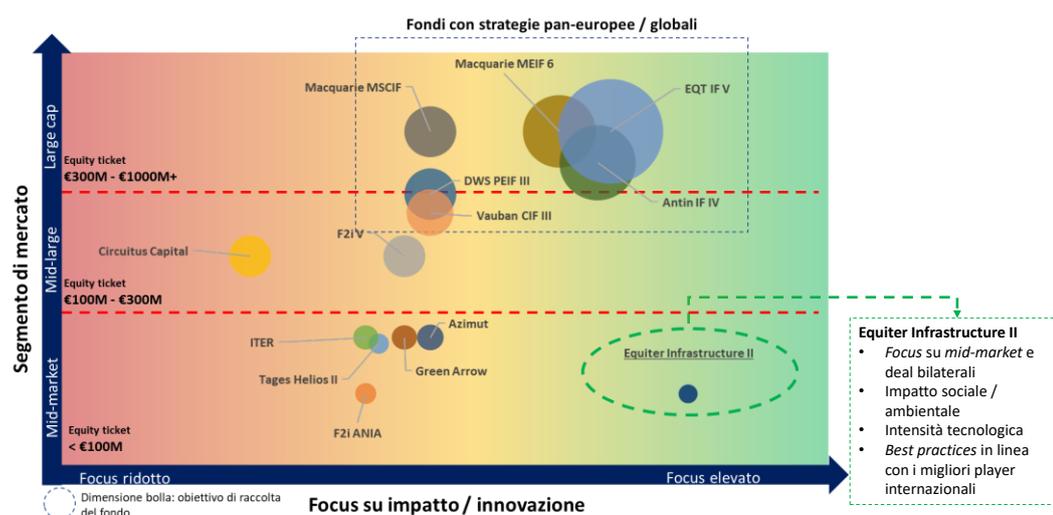
**Figura 68** – Equiter Infrastructure: elementi di differenziazione

Equiter gode innanzitutto di un elevato profilo istituzionale che le deriva dall'azionariato di riferimento, composto dalle principali fondazioni bancarie italiane e da un primario gruppo finanziario europeo: ciò permette di far leva su un network nazionale e internazionale, con una reputazione da investitore responsabile e una visione a lungo termine. La storia di Equiter colloca la società tra i pionieri in Italia nel settore infrastrutturale, essendo il Fondo PPP Italia tra i primi esempi di fondo chiuso nel comparto lanciato nel nostro Paese. La continuità con il precedente fondo, anche in termini di *team* di gestione, permette di beneficiare dell'esperienza acquisita sia in sede di generazione di opportunità di investimento che nella creazione di valore.

Il nuovo Fondo presenta però elementi di forte novità rispetto al proprio predecessore, includendo esplicitamente la ricerca di profili di innovazione e impatto all'interno di un processo di valutazione integrato, a complemento della ricerca di un rendimento finanziario obiettivo. Anche l'ambito di investimento è stato sostanzialmente ampliato rispetto al precedente fondo, al tempo prevalentemente focalizzato su accordi di partenariato tra pubblico e privato, per includere le infrastrutture di nuova generazione con crescente rilevanza per lo sviluppo del Paese (es. infrastrutture digitali ed energetiche).

L'elemento più caratterizzante di Equiter Infrastructure II è senza dubbio il segmento di mercato: il Fondo si rivolge alle infrastrutture *mid-market*, segmento ricco di opportunità a livello territoriale ma storicamente poco presidiato, anche a causa della mancanza di operatori specializzati, e di limitato interesse per i grandi fondi internazionali, per via della relativamente piccola dimensione dei *ticket* di investimento.

L'approccio di Equiter al segmento è decisamente originale rispetto ai *peer* italiani più prossimi, grazie ad una incisiva integrazione degli aspetti di innovazione e di impatto nel processo di investimento, ad un più ampio perimetro di infrastrutture candidabili all'investimento, all'esperienza acquisita nel tempo nella gestione di differenti tipologie di infrastrutture con strumenti europei (es. turismo, rigenerazione urbana, ricerca e innovazione), nonché ad un approccio al *deal flow* su base bilaterale attraverso la propria rete di contatti diretti con il sistema industriale e finanziario, spesso beneficiando di un minore profilo di competizione.

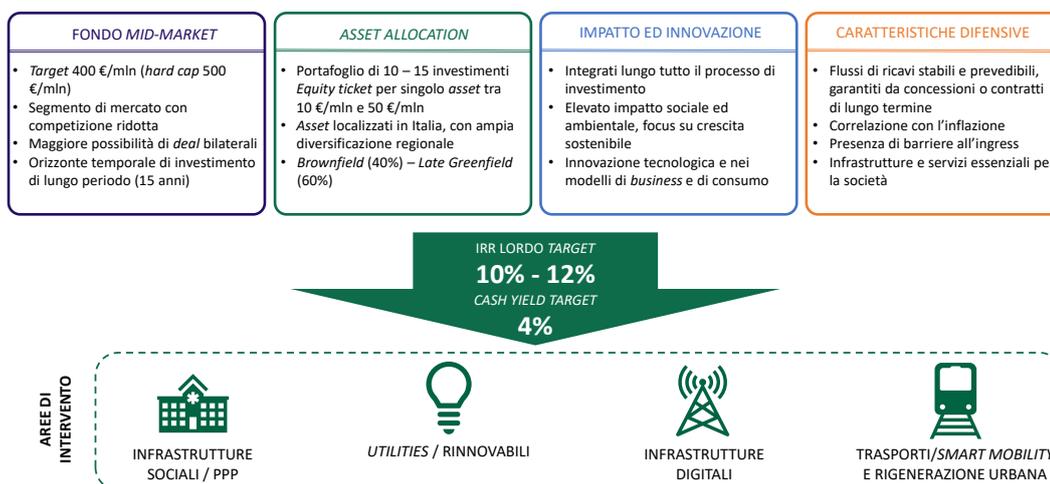


**Figura 69** – Equiter Infrastructure: posizionamento di mercato

La politica di investimento prevede che il Fondo investa, direttamente o indirettamente (anche per il tramite di appositi veicoli societari), in operazioni pertinenti del settore delle infrastrutture, con orizzonte temporale coerente con le politiche di investimento tipiche di tale settore che presentino profili di innovazione e di impatto sociale e ambientale, con particolare attenzione ai seguenti comparti di attività:

- Infrastrutture Sociali e Partenariato Pubblico Privato (PPP): strutture pubbliche e private, strutture sanitarie e strutture di formazione e ricerca, nonché dei servizi connessi;
- *Utilities* e Rinnovabili: reti di trasporto, distribuzione, stoccaggio di vettori energetici (elettricità, gas e calore), terminali di rigassificazione, produzione di energia elettrica da fonti rinnovabili (solare, eolico, biomasse o altro), ciclo idrico integrato, ciclo rifiuti, nonché dei servizi connessi;
- Infrastrutture Digitali: reti e connettività, infrastrutture per la gestione dei dati, *e-mobility* e servizi connessi, con particolare attenzione ai principali *trend* tecnologici abilitanti della *digital transformation*;
- Infrastrutture per il trasporto, il turismo e la rigenerazione urbana: trasporto pubblico locale, strade, porti, aeroporti, trasporto multimodale, strutture turistiche sostenibili, *smart cities* e rigenerazione urbana (anche attraverso la riqualificazione di spazi industriali e superfici urbane dismesse).

Il Fondo investe esclusivamente in progetti *brownfield* e progetti *late greenfield*, questi ultimi a rappresentare almeno il 10% del capitale investito su iniziative in fase di sviluppo avanzato o in fase di costruzione per le quali non sussistono più rischi legati alle fasi autorizzative.



**Figura 70** – Equiter Infrastructure: principali caratteristiche

L'adozione esplicita di una *policy* di impatto sociale e ambientale mira a tenere conto, sia in fase di verifica preliminare delle opportunità di investimento che nella successiva fase di gestione e valorizzazione, dell'impatto relativo ai fattori di sostenibilità ambientale e sociale, intesi conformemente agli obiettivi dell'Agenda 2030 delle Nazioni Unite (*Sustainable Development Goals*). Tale *policy*, elaborata con il supporto di un consulente esterno con specifica competenza in materia, è in particolare ispirata ai seguenti principi:

- analisi preliminare degli *asset* infrastrutturali sulla base di criteri *ESG*;
- definizione di impatto sociale e ambientale basata su criteri di intenzionalità, misurabilità e addizionalità;
- pianificazione *ex-ante* degli obiettivi di impatto sociale e ambientale, misurazione dei risultati sociali e ambientali e valutazione *ex-post* dell'impatto;
- definizione, implementazione e validazione del processo di misurazione e valutazione dell'impatto sociale e ambientale attraverso il supporto di una terza parte con competenze specifiche in materia;
- adozione di strumenti di *disclosure* e *reporting* dei risultati sociali e ambientali in linea con le proprie procedure di rendicontazione annuale.

Poiché il perimetro geografico di riferimento è l'Italia, il Fondo effettua operazioni di investimento in società italiane, intendendosi le società costituite e aventi la sede legale o direttiva sul territorio italiano e che gestiscono infrastrutture italiane. A favore di una maggiore flessibilità, nella medesima definizione rientrano anche le società costituite e aventi la sede legale o direttiva in un altro paese dell'Unione Europea, nel Regno Unito o in Svizzera e che gestiscano in prevalenza infrastrutture italiane, nonché le *holding* che detengano esclusivamente partecipazioni in imprese aventi le medesime caratteristiche.

Il Fondo ha come obiettivo principale l'investimento in strumenti finanziari non quotati, con particolare riguardo a strumenti rappresentativi di capitale di rischio<sup>81</sup>. Il Fondo può altresì investire in quote o azioni di altri OICR<sup>82</sup> o veicoli di investimento collettivo, italiani o esteri, purché funzionali all'acquisizione di *asset* diretti e a condizione che il Fondo non sia tenuto a pagare (al gestore o ad altri terzi) commissioni di gestione, *carried interest* o compensi simili o rendimenti dedicati e acquisti comunque la titolarità diretta degli *asset* in questione. È inibito in ogni caso l'investimento in società attive in settori non conformi a valori etici<sup>83</sup>. È previsto, infine, un limite di concentrazione che prevede che le operazioni di investimento nello stesso progetto rilevante, a seconda dei casi, non possano superare il 20% dell'ammontare totale del fondo.

### 3.3.3 Infrastrutture, Innovazione, Impatto

Equiter Infrastructure II nasce sotto l'egida del trinomio "infrastrutture, innovazione e impatto": la visione alla base della nuova strategia prevede infatti che l'investimento infrastrutturale sia nativamente e indissolubilmente legato a profili di innovazione e di impatto, quali principali leve di creazione di valore nel medio-lungo termine.

Il processo di investimento integrato è guidato dal team di Equiter che, oltre a professionisti del settore infrastrutturale, beneficia anche un di presidio interno di

---

<sup>81</sup> A titolo esemplificativo azioni, quote, strumenti finanziari partecipativi, finanziamenti soci, strumenti di debito, anche subordinato, strumenti di debito *equity linked*, opzioni su titoli, titoli convertibili in azioni, *equity swap*, e altri derivati nonché crediti e titoli rappresentativi di crediti.

<sup>82</sup> Organismi di Investimento Collettivo del Risparmio.

<sup>83</sup> Il Regolamento esclude esplicitamente le società attive nelle seguenti attività: produzione o commercio di tabacco, armi e munizioni (incluse a mero titolo esemplificativo, armi chimiche, nucleari, mine antiuomo e armi di uranio impoverito); produzione, commercio o distribuzione di alcolici; gioco d'azzardo o produzione o commercio di prodotti correlati allo stesso; pornografia, prostituzione o attività similari; produzione di sostanze illecite; produzione o commercio di prodotti o servizi che promuovano la cessazione della vita umana; produzione e estrazione del carbone fossile; attività che comportino violazione dei diritti umani.

*innovation management* e si avvale di advisor esterni per le materie specialistiche: Fondazione LINKS per gli aspetti di innovazione e Tiresia per gli aspetti di impatto.

LINKS è una Fondazione nata da un accordo tra Compagnia di San Paolo e Politecnico di Torino che opera da circa 20 anni a livello nazionale ed internazionale nell'ambito della ricerca applicata, dell'innovazione e del trasferimento tecnologico. È una realtà dinamica e in evoluzione che dispone di 160 ricercatori, il 10% dei quali proveniente dall'estero, con una fitta rete di relazioni che coinvolge più di 2.500 partner in Italia ed Europa. La Fondazione LINKS presidia discipline tecnico-scientifiche che rientrano negli ambiti dell'ingegneria e dell'architettura quali l'Intelligenza Artificiale, gli *Smart Data*, l'*Internet of Things*, la Fotonica e la Localizzazione Satellitare per realizzare progetti innovativi in vari settori applicativi. La collaborazione di Equiter con la Fondazione LINKS trae origine dal fatto che l'innovazione ha un impatto profondo in ogni settore dell'economia, nella tecnologia e anche nei modelli di business e di consumo, e che gli investimenti in infrastrutture necessitano oggi più che mai di un'attenta attività di *de-risking* per valutare al meglio le innovazioni tecnologiche e le conseguenti ricadute dal punto di vista socioeconomico.

Tiresia (*Technology and Innovation REsearch on Social ImpAct*) è centro di ricerca internazionale che opera nel campo dell'innovazione, della finanza e dell'imprenditorialità per l'impatto sociale presso la School of Management del Politecnico di Milano. I ricercatori di Tiresia studiano i processi di innovazione sociale sotto molteplici aspetti e in particolare le diverse modalità di risposta ai bisogni sociali che derivano dalla crescente disponibilità di opportunità tecnologiche e dalle trasformazioni del sistema economico a seguito delle grandi crisi sistemiche. Nella propria visione, il *social business* e le infrastrutture sociali sono i pilastri su cui si regge un nuovo modello di crescita economica equa e inclusiva. In questa direzione, Tiresia ha sviluppato competenze specifiche nel campo delle metriche e della misurazione di impatto, degli strumenti di finanza di impatto e dei modelli di business riconducibili alla cosiddetta *impact economy*. Il centro di ricerca ha avuto un ruolo determinante nel riconoscimento del Politecnico di Milano tra le top 10 università che svolgono attività di ricerca e formazione sui temi degli investimenti e della finanza ad impatto sociale.



**Figura 71** – Equiter Infrastrutture: presidio di innovazione e impatto

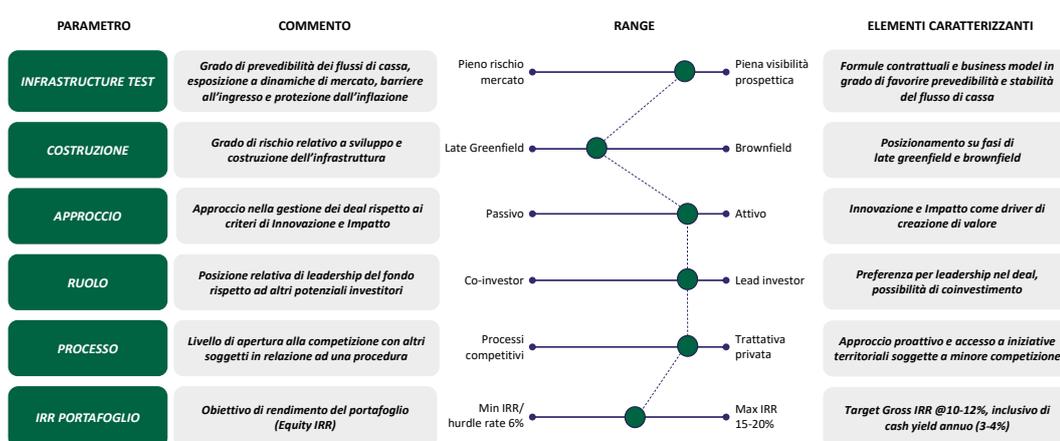
Le tre “I” del paradigma di investimento del Fondo (Infrastrutture, Innovazione e Impatto) presentano ciascuna proprie peculiarità e una formula originale rispetto al panorama italiano.

Equiter Infrastrutture è innanzitutto un fondo infrastrutturale. Appartenendo all’asset class “infrastrutture”, non sorprende dunque che la selezione delle opportunità di investimento sia effettuata secondo un *framework* chiaro e puntuale – il cosiddetto *infra-test* – in grado di dimostrare un’adeguata visibilità e stabilità sui risultati prospettici. In particolare, come pratica comune nel settore, anche per Equiter la valutazione annovera i consueti criteri di valutazione volti a individuare progetti che forniscono servizi essenziali con elevate barriere all’ingresso, flussi di cassa prevedibili e stabili e, possibilmente, meccanismi di protezione contrattuale da evoluzioni sfavorevoli quali quelle relative a dinamiche inflattive.

Tuttavia, l’approccio di Equiter all’*infra-test* non è strettamente dogmatico ma piuttosto pragmatico: trattare con il *mid-market*, ambito di elezione del Fondo, richiede infatti un approccio più flessibile poiché le impostazioni contrattuali con le controparti sono spesso molto diverse da quelle tipiche riscontrabili nelle grandi infrastrutture regolamentate. Di conseguenza, sono molto comuni le situazioni in cui il progetto in valutazione non è nativamente a prova di *infra-test* con riguardo al quadro contrattuale di partenza, quali ad esempio l’assenza di una concessione pluriennale regolata da una tariffa fissa, ma che può essere trasformato in un accordo sostanzialmente equivalente introducendo specifiche clausole in sede contrattuale, il cui esito finale sia quello di aumentare la robustezza del flusso di cassa e la sua visibilità su un orizzonte di lungo termine, come richiesto dalla definizione di infrastruttura. Ciò è particolarmente vero con riguardo ai progetti

*greenfield*, dove si parte da fasi più preliminari di sviluppo del progetto e si può conseguentemente modellare l'infrastruttura secondo le esigenze del caso.

Oltre alle classiche infrastrutture *core/core+*, Equiter intende riservare spazio anche a investimenti a valore aggiunto (c.d. *value added*) sulla base dell'assunto per cui molte delle infrastrutture più recenti e innovative (es. *datacenter*, stazioni di ricarica per veicoli elettrici, ecc.) diventeranno di uso comune al momento del disinvestimento, consentendo di ottenere un rendimento superiore una volta completato il *de-risking*.



**Figura 72** – Equiter Infrastructure: strategia di investimento

Con riguardo al posizionamento del Fondo, il portafoglio di investimento sarà costruito attorno a un solido mix di progetti *brownfield* e *greenfield*. Il primo aspetto è squisitamente tattico, adatto ad ottimizzare la *J curve*<sup>84</sup> con una rapida generazione di flussi di cassa e con un rendimento periodico costante. Il secondo

<sup>84</sup> La *J-curve* descrive l'impatto dell'illiquidità di un fondo di *Private Equity* sul suo valore patrimoniale netto (NAV). Il grafico del rendimento annualizzato del NAV nel corso del tempo si sostanzia infatti in una curva che ricorda una lettera "J" rovesciata: le commissioni di gestione e i costi di avviamento si accumulano all'inizio della vita del fondo, gli investimenti in perdita si manifestano più rapidamente rispetto agli investimenti migliori, comportando rendimenti negativi nei primi anni del fondo, ma esponenzialmente crescenti negli anni successivi. L'effetto della *J-curve* è generalmente minore (2 anni) per i fondi di *Private Equity* rispetto ai fondi di *Venture Capital* (3-4 anni).

aspetto è invece strategico, in quanto il Fondo è stato lanciato per cogliere le opportunità ancora non servite all'interno del panorama del *mid-market* italiano.

Si è scelto tuttavia di concentrarsi prevalentemente sul c.d. *late greenfield*, ovvero su progetti il cui processo autorizzativo sia già stato concluso con successo. In altre parole, il Fondo non è disposto a finanziare progetti senza avere sufficiente visibilità e certezza in merito al rilascio definitivo del titolo autorizzativo, evitando così per *policy* di assumersi rischi in termini di tempistica e di esito finale. Il *late greenfield* rappresenta un pilastro fondamentale della strategia di investimento del Fondo, l'ambito in cui si ritiene di poter fare la differenza e generare rendimenti più elevati. Ciò non pregiudica però affatto un interesse potenziale nei confronti di progetti pienamente *greenfield*: l'attuale *pipeline* è molto ricca di promettenti progetti di questa tipologia che sono oggetto di attivo monitoraggio, talvolta anche di *origination* diretta da parte di Equiter presso la propria rete di relazioni. Ne è un esempio emblematico lo sviluppo di "piattaforme tematiche", che consente di aggregare progressivamente nuovi progetti addizionali all'interno di un medesimo veicolo societario dedicato ad un determinato verticale di investimento, quali la realizzazione di impianti fotovoltaici una volta rilasciata l'autorizzazione.

Considerando un tale posizionamento nei confronti dei progetti infrastrutturali ancora in fase di gestazione, è evidente come un approccio proattivo al *deal flow* sia essenziale. Le infrastrutture *mid-market* raramente godono di grande visibilità sul mercato e questo rappresenta un importante vantaggio competitivo per un attore come Equiter che gode di una fitta rete di *partner* con forti legami su tutto il territorio italiano. Il ritorno di esperienza mostra come un numero crescente di imprenditori o gruppi industriali sia sempre più stimolato a rivolgersi ad Equiter per il finanziamento dei propri progetti infrastrutturali, non solo grazie alla reputazione e al *track record* di Equiter sul mercato, ma anche perché apprezzano una formula unica che integra innovazione e impatto nel processo di investimento.

Per ciò che concerne il ruolo che il Fondo intende svolgere nella strutturazione dell'operazione, va sottolineato come vi sia una chiara predilezione per un ruolo da *lead investor* con una quota di maggioranza nella *cap table* a regime. Il caso tipico è l'acquisizione di una quota nell'intervallo 60-80% del capitale, con il socio proponente titolare di una quota di minoranza residua e un meccanismo premiale in grado di mantenere pienamente allineati gli interessi. La titolarità di una quota di maggioranza da parte del Fondo è anche funzionale al far emergere profili di innovazione e impatto, nonché a gestire l'infrastruttura secondo la politica di investimento predefinita. Il fondo è comunque aperto, sebbene su base residuale, a co-investimenti insieme ad altri fondi: ciò potrebbe tipicamente verificarsi in sindacati di grandi operazioni (*Enterprise Value* superiore a 1 miliardo di euro), fuori dalla portata del Fondo su base individuale, a condizione però che i profili di

innovazione e impatto siano adeguatamente condivisi. Anche in questo caso Equiter può far leva sui propri contatti già attivi con fondi internazionali, con presenza limitata o assente in Italia ma interessati ad intercettare *deal flow* di qualità nel Paese facendo leva su un investitore domestico qualificato.

La combinazione di un approccio proattivo con un ruolo di *leadership* porta a canalizzare gli sforzi preferibilmente su accordi bilaterali, in quanto terreno ideale per sviluppare una proficua relazione con un *partner*, definendo la struttura del progetto secondo le modalità desiderate e godendo di una maggiore protezione rispetto ad un classico processo competitivo. Oggigiorno quasi la totalità delle operazioni di grande dimensione nel settore infrastrutturale (c.d. *mega deal*) vengono infatti veicolate tramite *advisor* (*M&A boutique*, società di consulenza, *Big4*, banche d'affari, ecc.) incaricati di organizzare gare altamente competitive che si concludono con una forte compressione del rendimento atteso. Equiter ritiene che il *mid-market* vada affrontato in modo diverso: la maggior parte delle operazioni di qualità non soltanto è poco presidiata da consulenti specializzati, ma stenta anche a trovare capitali per via di un *equity ticket* generalmente troppo piccolo per i fondi internazionali, ma può essere intelligentemente intercettata attraverso la propria rete relazionale o addirittura sviluppata in modo diretto. È certamente un approccio impegnativo in termini di tempo e risorse, ma Equiter ritiene sia un fattore distintivo.

Un ultimo aspetto della strategia di investimento, certamente non meno importante, è che Equiter Infrastructure è un fondo *finance first*, cioè concepito con la missione di ottenere un rendimento in doppia cifra, superiore al 10% lordo. In quest'ottica, i profili di innovazione e impatto che guidano il processo di selezione non sono elementi di mero sfondo da collegare all'infrastruttura, bensì rappresentano due fattori chiave per la creazione di valore. L'ambizione del Fondo è di costruire alcune delle migliori "infrastrutture del futuro" italiane, sull'assunto che le infrastrutture di nuova generazione con maggiori probabilità di aumentare il proprio valore nel tempo siano quelle con le seguenti caratteristiche:

- equipaggiate all'origine con le migliori tecnologie disponibili sul mercato, coinvolgendo attivamente la filiera produttiva;
- nativamente aperte alle innovazioni future, al fine di ridurre il rischio di obsolescenza tecnologica;
- integrate con soluzioni in grado di tracciare i dati e utilizzarli per scopi di ottimizzazione dell'infrastruttura;
- concepite per essere in grado di dimostrare solidi risultati *ESG* che siano intenzionali, aggiuntivi e misurabili.

Dopo l'Infrastruttura, la seconda "I" del paradigma di investimento del Fondo. è quella dell'Innovazione, presidiata internamente dall'area *innovation* di Equiter con il supporto specialistico della Fondazione LINKS. In assenza di una definizione univoca universalmente accettata, l'interpretazione applicabile a qualsiasi progetto infrastrutturale di Equiter è la capacità di creare valore per i clienti e per la società utilizzando tecnologie, dati e strumenti che il progetto già possiede o a cui potrebbe avere accesso. Il contenuto di innovazione è dunque uno degli elementi chiave per un progetto infrastrutturale di successo.

I clienti in senso lato dell'infrastruttura sono un punto importante nella valutazione del contenuto di innovazione di un progetto, considerando che il valore percepito dell'innovazione da parte del cliente è un presupposto rilevante per il successo dell'infrastruttura. Nell'ambito della definizione di innovazione si possono quindi considerare diverse tipologie di clienti:

- cittadino (e società in generale), in quanto utente delle infrastrutture (es. *smart parking*, ospedale, scuola, *smart road*);
- gestore o concessionario di infrastrutture, in quanto in molti casi l'innovazione architettonica non genera un valore diretto per gli utenti bensì sull'intera catena del valore (es. centrale elettrica innovativa per un ospedale, sito di produzione di energia alternativa);
- soggetto che corrisponde un canone per l'infrastruttura (ente o cittadini), giacché le componenti innovative di una infrastruttura dovrebbero portare a una creazione di valore sia per gli utenti che per gli *stakeholder* (es. Pubblica Amministrazione).

Sotto il profilo dell'innovazione, la generazione di valore non va intesa strettamente come valore economico ma anche come motivazione all'utilizzo dell'infrastruttura e conseguente percezione di importanza da parte del cliente, al punto da giustificare la corresponsione di un valore monetario per poterne fruire. Maggiore è il contenuto di innovazione, maggiore è il valore percepito in un orizzonte temporale non istantaneo ma relativo al ciclo di vita dell'infrastruttura, ragione per la quale l'infrastruttura dovrebbe essere concepita considerando le future e potenziali opportunità di innovazione. Un buon esempio del concetto è rappresentato da un parcheggio, concepibile come semplice area asfaltata oppure come area connessa all'elettrificazione dei veicoli e quindi con approcci innovativi alla rete energetica intelligente.

Il contenuto dell'innovazione può essere inquadrato in diverse categorie. Per quanto riguarda le infrastrutture le più appropriate sono:

- innovazione di tipo architeturale, in grado di creare miglioramenti nei modi in cui le componenti sono messe in relazione tra loro, pur non essendo innovative se prese singolarmente;
- innovazione di processo, vale a dire miglioramenti nel processo di produzione di un prodotto o erogazione di un servizio, che potenzialmente possono includere cambiamenti nelle attività della catena del valore;
- innovazione di prodotto o servizio, cioè progetti con innovazioni nel miglioramento delle prestazioni oppure con nuove funzionalità.

In accordo con queste premesse, sono stati definiti alcuni criteri e indicatori operativi per la valutazione del contenuto di innovazione delle infrastrutture, esemplificati all'interno di una *Innovation Scorecard* con un giudizio di sintesi frutto di giudizi e pesi assegnati.

**Tabella 17** – Equiter Infrastructure: *Innovation Scorecard*

Criteria	Indicators	Score (1-5)	Weight
<b>Innovation Context, Benchmark &amp; Enabling Tech Analysis</b>	Description of innovation areas / categories / context / customers and specific benchmarks for such categories including innovation trends		30%
	Use of enabling tech (including KET) and available benchmarks declared into the proposal		
	Risk analysis of enabling tech		
<b>Analysis of obsolescence &amp; openness degree</b>	Description of obsolescence areas within the infrastructure architecture		15%
	Description of innovation approach with respect to potential evolution declared into the trend analysis		
	Openness degree of the innovation components within the infrastructure		
<b>Value/supply chain/Execution</b>	Definition of project innovation partner and innovation suppliers		20%
	Management/execution of innovation work packages		
	Risk analysis with respect to innovation		
<b>Data management solutions</b>	Infrastructure for data collection including storage and pre-processing		35%
	Data management plan		
	Insourcing of open data related to the infrastructure		
<b>TOTAL SCORE</b>			100%

Va comunque sottolineato che Equiter Infrastructure non è un fondo dedicato agli innovatori né a progetti dedicati alla generazione di risultati di innovazione. L'ottica è dunque estremamente diversa dal *Venture Capital* che finanzia un percorso del *TRL (Technology Readiness Level)*, in quanto l'unica prerogativa del fondo infrastrutturale risiede nell'integrazione di profili di innovazione all'interno dell'infrastruttura, senza correre alcun rischio di validazione della tecnologia che deve essere dunque pienamente matura ed affidabile.

L'analisi del contesto dell'innovazione, compreso il *benchmarking* tecnologico e le relative tecnologie abilitanti, è il criterio cui è assegnata una elevata priorità e mira a evidenziare nella proposta di progetto le potenziali aree di innovazione secondo la propria natura (es. architettuale, processo, prodotto, dirompente, incrementale), a definire i clienti specifici per verificarne il reale grado di propensione all'innovazione e a confrontare il progetto con le tendenze osservabili all'interno di specifiche comunità scientifiche. In questo quadro, un'attività chiave è la verifica dell'uso di tecnologie emergenti in alcune componenti del progetto, ad esempio le *KETs (Key Enabling Technologies)* definite dalla Commissione Europea<sup>85</sup>.

L'analisi del grado di obsolescenza e di apertura a future innovazioni ha priorità media ed è indirizzata alla disamina critica delle componenti coinvolte nella progettazione ingegneristica dell'infrastruttura. Anche in questo caso la valutazione viene effettuata sulla base della conoscenza dello stato di sviluppo delle tecnologie abilitanti e delle tecnologie emergenti, per comprendere la capacità dell'infrastruttura di rimanere al passo dei tempi secondo un orizzonte di lungo termine, beneficiando potenzialmente di un *upgrade* periodico.

Il terzo parametro di indagine, con priorità media, riguarda i soggetti coinvolti a vario titolo nell'iniziativa e nella filiera di approvvigionamento. È probabile che la maggior parte dell'innovazione inclusa nella proposta di investimento sia eseguita o fornita dai *partner* del progetto: tali fornitori, quali l'appaltatore del progetto, dovrebbero mettere in evidenza la loro capacità di fornire e sfruttare le componenti innovative che sono parte del progetto.

Infine, il progetto è valutato con riguardo alla completezza delle soluzioni per la gestione dei dati, ambito quest'ultimo con il più elevato grado di priorità relativa

---

<sup>85</sup> Le *Key Enabling Technologies* sono le tecnologie abilitanti fondamentali indicate dalla Commissione Europea come motore dello sviluppo in Europa: nanotecnologia, nanoelettronica, tecnologie dell'informazione e della comunicazione, materiali avanzati, fotonica, biotecnologie.

in ragione del ruolo centrale svolto dai dati nell'evoluzione futura di qualsiasi infrastruttura. Pertanto, qualsiasi infrastruttura innovativa dovrebbe essere capace:

- generare dati in modo autonomo e consentire la futura generazione di dati grazie ad un'adeguata infrastruttura abilitante la connettività;
- elaborare le informazioni con l'obiettivo di generare dati di alta qualità;
- conservare i dati per analisi ed elaborazioni dedicate;
- assicurare un adeguato livello di sicurezza di protezione dei dati e dell'infrastruttura informatica;
- abilitare potenziali paradigmi di Intelligenza Artificiale (AI) per applicazioni future e/o per le funzionalità di *back-office* dell'infrastruttura.

La gestione dei dati è certamente un onere addizionale nella gestione dell'infrastruttura, ma rappresenta parimenti un requisito necessario per la creazione di valore finanziario nel lungo termine.

L'*Innovation Scorecard* permette di esprimere sinteticamente un giudizio di merito sugli aspetti di innovazione del progetto di investimento, dal quale possono emergere tre fattispecie tipiche:

1. progetto con descrizione chiara delle aree innovative e dei contenuti innovativi, con un piano di attuazione credibile (*scorecard* da 12 a 15);
2. progetto con focus su innovazione e riferimenti a tecnologie abilitanti, senza però un chiaro piano di implementazione (*scorecard* da 8 a 11);
3. progetto senza chiara prospettiva di innovazione (*scorecard* < a 8).

La prima fattispecie è evidentemente quella ideale per la valorizzazione di un efficace progetto di innovazione sull'infrastruttura. Nella seconda e nella terza fattispecie, il team di investimento (coadiuvato dall'*Innovation Manager* e dagli esperti dedicati della Fondazione LINKS) può invece valutare la possibilità di evidenziare aree di innovazione non ancora considerate dal proponente, portando un reale valore aggiunto alla proposta progettuale, con l'obiettivo di rafforzare l'infrastruttura minimizzandone i rischi latenti di obsolescenza prospettica.

Insieme a Infrastruttura e Innovazione, la terza "I" del paradigma di investimento del Fondo è quella dell'Impatto: il Fondo, attraverso i suoi investimenti, promuove infatti un modello di crescita sostenibile ed inclusiva, contribuendo al raggiungimento degli obiettivi definiti dall'Agenda 2030 delle Nazioni Unite.

Tabella 18 – Equiter Infrastructure: Modello *Impact*

Principio	Descrizione
<b>Definizione di impatto basata sui criteri di intenzionalità, misurabilità e addizionalità</b>	Pur essendo ispirato ad una logica <i>finance-first</i> , il Fondo struttura il processo di investimento in modo da assicurare un giudizio di merito sulla base di criteri di impatto sociale e ambientale positivo e sostanziale, tutelando gli investitori da logiche di adesione unicamente formale ai principi di sostenibilità
<b>Governance del Fondo e integrazione nei processi di investimento</b>	Il Fondo si dota di una struttura di <i>governance</i> finalizzata a garantire il perseguimento degli obiettivi economici, di impatto sociale e ambientale, attraverso un'integrazione degli stessi nelle decisioni e nei processi di investimento.
<b>Pianificazione ex ante, misurazione in itinere, valutazione ex post degli obiettivi di impatto</b>	Il Fondo utilizza strumenti e processi integrati di pianificazione ex ante, misurazione in itinere, valutazione ex post e gestione degli impatti, che consentano la rilevazione e la valutazione quantitativa e qualitativa dei risultati sociali ed ambientali generati attraverso i propri investimenti. Tali processi hanno il duplice obiettivo di stimare il potenziale di impatto generabile dai singoli investimenti, supportando così il processo di analisi e selezione delle opportunità di investimento, e valutare continuamente il raggiungimento degli obiettivi di impatto previsti.
<b>Modalità di misurazione e reportistica dell'impatto</b>	La misurazione degli impatti avviene attraverso due sinergiche modalità di misurazione e reportistica dell'impatto: la prima basata sull'allineamento a standard internazionali coerenti agli Obiettivi di Sviluppo Sostenibile, come condizioni abilitanti per l'impatto; la seconda basata su un approccio <i>tailor made</i> finalizzato a cogliere le specifiche caratteristiche insite nelle modalità di gestione dell'infrastruttura e l'integrazione della stessa con la comunità ed il territorio di riferimento. Il Fondo adotta strumenti di <i>disclosure</i> e <i>reporting</i> dei risultati sociali ed ambientali ottenuti attraverso i propri investimenti in linea con le proprie procedure di rendicontazione economico-finanziaria.
<b>Indipendenza del processo di misurazione e valutazione dell'impatto</b>	Al fine di garantire l'indipendenza, il Fondo affida la definizione, l'implementazione e la validazione del processo di misurazione e valutazione dell'impatto ad una terza parte indipendente e con competenze specifiche in materia.
<b>Clausole di mission-lock coerenti con gli obiettivi di impatto</b>	Laddove possibile, il Fondo si impegna a prevedere/inserire (i) clausole di <i>mission-lock</i> nei confronti dei soggetti gestori delle infrastrutture, ponendo in essere attività di monitoraggio e valutazione delle attività condotte e (ii) clausole di <i>mission-lock</i> negli accordi di disinvestimento che assicurino il perpetuarsi nel tempo della componente <i>Impact</i> , coerentemente con l'obiettivo di generazione di un impatto a lungo termine.
<b>Approccio integrato di portafoglio</b>	Il Fondo ricerca un'ottimizzazione dell'impatto sociale e ambientale attraverso un approccio di portafoglio.

Il modello *Impact* di Equiter si realizza attraverso strategie di investimento che, nel rispetto di un approccio *finance first*, selezionano gli *asset* infrastrutturali sulla base di criteri di impatto sociale, ambientale e capacità di radicarsi nei territori restituendo valore alle comunità di riferimento.

Per impatto sociale si intendono gli effetti e i cambiamenti – in termini di conoscenze, attitudini, opportunità, stato sociale e condizioni di vita – che sono generati nel lungo periodo sulla comunità di riferimento per l’infrastruttura oggetto di investimento. L’impatto in senso stretto è l’insieme dei cambiamenti (positivi e negativi, sia a breve che a lungo termine) che si verificano sulla vita delle persone destinatarie dalle attività realizzate come risultato diretto dell’intervento, al netto di quella parte che avrebbe ugualmente avuto luogo anche senza l’intervento. Il medesimo va identificato con riguardo a tre variabili:

- intenzionalità, vale a dire l’esplicita volontà di ricercare un impatto sociale per la comunità attraverso l’investimento;
- misurabilità, cioè la capacità dell’investitore di individuare obiettivi di impatto misurabili in termini quantitativi e qualitativi, con lo scopo di poter definire *ex ante* gli impatti attesi e verificare *ex post* se gli impatti attesi siano stati effettivamente ed efficacemente raggiunti;
- addizionalità, intesa come volontà di investire in infrastrutture che, per la loro innovatività o per la loro esplicita finalizzazione alla soluzione di problemi ambientali e sociali, necessitano dell’intervento finanziario di operatori non tradizionali.

L’ampiezza dell’analisi ed il contenuto documentale varia a seconda della fase considerata del processo di investimento. Nelle fasi preliminari di ricerca delle opportunità di investimento, quali quelle di *scouting* e *screening*, si prevede innanzitutto l’identificazione di settori di interesse sulla base degli *SDGs*<sup>86</sup>, con l’integrazione di principi di impatto (intenzionalità, addizionalità e misurabilità) e la valutazione esplicita del grado di rischio *ESG*, riconducibile al seguente spettro di categorie:

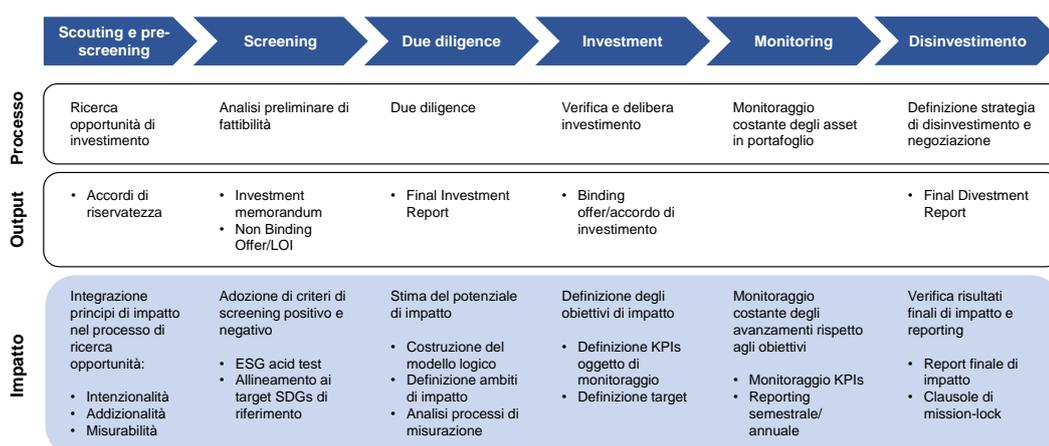
- *exclude*, settori dannosi per la società e l’ambiente che sono oggetto di esclusione a priori dal perimetro di investimento del Fondo;
- *best-in-class*, settori sensibili per la società e l’ambiente con elevata probabilità di rischi *ESG* non gestibili;

---

<sup>86</sup> *Sustainable Development Goals*, obiettivi per lo Sviluppo Sostenibile definiti dall’ONU nell’Agenda 2030.

- *minimum requirements*, settori idonei per la società e l’ambiente con bassa probabilità di rischi *ESG* non gestibili.

È prevista inoltre l’adozione dell’*ESG Acid Test*<sup>87</sup>, una metrica di valutazione sintetica dei punti di forza e debolezza basata su un dettagliato questionario analitico costituito da oltre 200 domande, organizzate in 14 macrocategorie, volte a valutare la disponibilità dei proponenti a considerare specifici temi *ESG*, dove gli intervistati possono rispondere in senso affermativo o negativo, indicando la motivazione alla base della risposta fornita. In sostanza, l’*ESG Acid Test* valuta l’attitudine dell’investimento all’impatto – inquadrando categorie con evidente valore, necessità di migliorare i profili *ESG* oppure con valutazione non applicabile – e identifica la maggiore o minore presenza di rischi esogeni da gestire attraverso l’implementazione di un piano di azione da svolgere per migliorare la valutazione complessiva di impatto.



**Figura 73** – Equiter Infrastructure: analisi di impatto nel processo di investimento

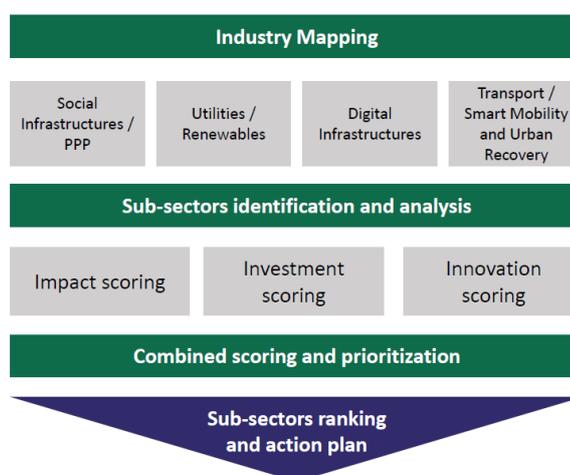
Nella fase di negoziazione e finalizzazione degli accordi contrattuali (*Due Diligence* e *Investment*), il focus si sposta sulla stima del potenziale di impatto e la definizione degli obiettivi da raggiungere, in particolare dei *KPI*<sup>88</sup> per misurare gli avanzamenti successivi che sono l’aspetto più rilevante nel corso della più lunga fase di detenzione dell’infrastruttura (*monitoring*) che sfocia infine nel disinvestimento, la cui valorizzazione può essere positivamente impattata dalla

<sup>87</sup> Esempi di elementi valutati dall’*ESG Acid Test*: *health and safety standards, biodiversity impacts, stakeholder management and community relations, labour standards, accessibility and social inclusion, service reliability, climate change impact, resource scarcity and degradation, extreme weather events, bribery and corruption, tax policy, diversity and anti-discrimination.*

<sup>88</sup> *Key Performance Indicators.*

catena del valore sociale, ossia dal nesso causale tra le attività intraprese con uno specifico intervento ed i risultati conseguiti.

In occasione del lancio di Equiter Infrastructure II, il contesto di mercato è stato opportunamente valutato sotto la triplice lente della tipologia delle infrastrutture, del contesto dell'innovazione e di quello dell'impatto, al fine di identificare le priorità per la strategia di investimento. Il precedente fondo (Fondo PPP Italia) era stato infatti lanciato molti anni prima, in un contesto differente e certamente più adatto a iniziative regolate (es. concessioni pluriennali con enti pubblici nelle infrastrutture sociali e conto energia nel campo delle rinnovabili). Il cambio di paradigma da “P-P-P” (*Public-Private Partnership*) a “I-I-I” (*Infrastructure, Innovation, Impact*) affonda le proprie radici nella volontà di non attenersi automaticamente alle impostazioni passate ma di ricercare un approccio più agnostico, rivalutando attentamente l'attuale scenario di mercato secondo una modalità *bottom-up*. In pratica, si è mappato il mercato stilando un elenco completo di potenziali ambiti di investimento, a prima vista abbastanza forti per ciascuna delle tre “I”.



**Figura 74** – Equiter Infrastructure: mappatura dei settori di investimento

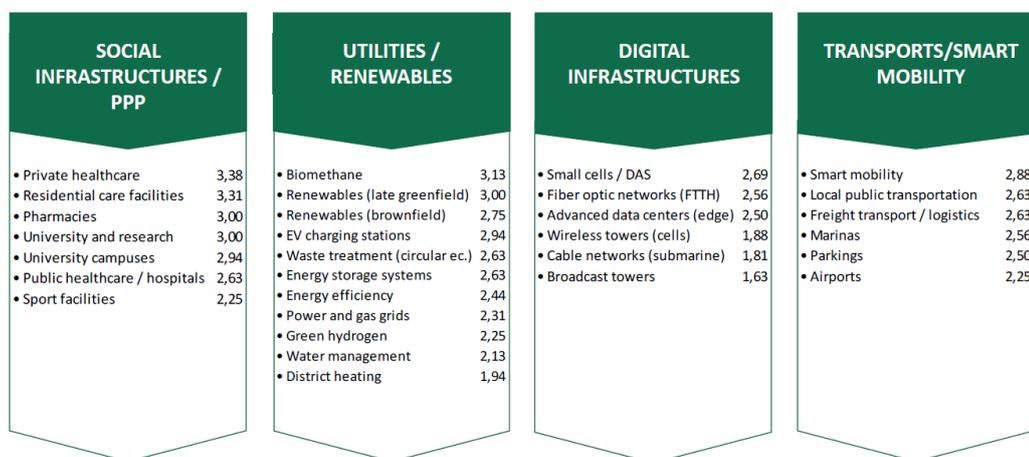
La mappatura del mercato, svolta dal team di investimento coadiuvato dagli *advisor* esterni, si è estrinsecata nell'individuazione di sottosettori con sufficienti profili di interesse, cui è stato assegnato un punteggio con riguardo alla componente “infrastruttura” (es. profilo di rischio e rendimento dell'investimento, numerosità delle opportunità in Italia, ammontare medio di investimento, *trend* di riferimento, grado di regolamentazione del settore, tempistica delle autorizzazioni, ecc.), alla componente “innovazione” (es. contesto e apertura dell'innovazione, rischio di

obsolescenza, filiera di approvvigionamento, generazione e gestione dati) e a quella “impatto” (es. identificazione di profili di rischio non gestibile e confronto rispetto alle migliori pratiche di mercato).

I tre punteggi sono stati poi combinati e pesati per ottenere un *ranking* univoco di valutazione per ciascun sottosettore, al fine di assegnare un grado di priorità e definire i piani d’azione per la generazione di opportunità di investimento. Il punteggio è una sorta di valutazione indipendente sotto i tre consueti angoli di valutazione (Infrastruttura, Innovazione e Impatto): può variare da 0 a 4, un valore più alto corrisponde ad una maggiore priorità per il processo di *origination*.

Infine, si è proceduto ad aggregare i singoli sottosectori, emersi dall’analisi *bottom-up*, in base alla loro relativa affinità e omogeneità, definendo una *Industry Mapping* con 4 settori target:

1. Infrastrutture sociali / PPP;
2. *Utilities* / Rinnovabili;
3. Infrastrutture Digitali;
4. Trasporti/*Smart Mobility* e Rigenerazione Urbana.



**Figura 75** – Equiter Infrastructure: priorità dei settori di investimento

### 3.4 Investimenti diretti

Poiché Equiter è una *holding* di partecipazioni, l'attività di investimento diretto con risorse proprie (*balance sheet*) è connaturata alla propria missione istituzionale.

Pur essendo l'investimento in PMI parte integrante del precedente piano industriale, tale attività è rimasta tuttavia in secondo piano nel corso del triennio 2019-2021, in ragione della decisione di dare maggiore priorità alla gestione delle crescenti masse gestite relative a fondi europei. L'adozione di una nuova strategia di investimento diretto della *holding* Equiter è tornata prepotentemente alla ribalta nella gestazione del nuovo piano industriale, con l'obiettivo di rendere progressivamente Equiter un protagonista del *Private Capital* italiano. L'*investment policy* sarebbe stata delineata secondo precise scelte di campo: ambiti di investimento, profilo di rischio-rendimento, orizzonte temporale e liquidità destinata.

Il Piano di Impresa 2022-2024 avvia dunque un nuovo ciclo di investimento diretto, la cui strategia di valorizzazione del portafoglio partecipativo si realizzerà necessariamente secondo un orizzonte temporale di medio-lungo termine. I soci di riferimento di Equiter sono attori votati ad una particolare attenzione nei confronti dei territori, pertanto il rationale di investimento deve esprimersi coerentemente attraverso un approccio di capitale paziente e votato alla sostenibilità.

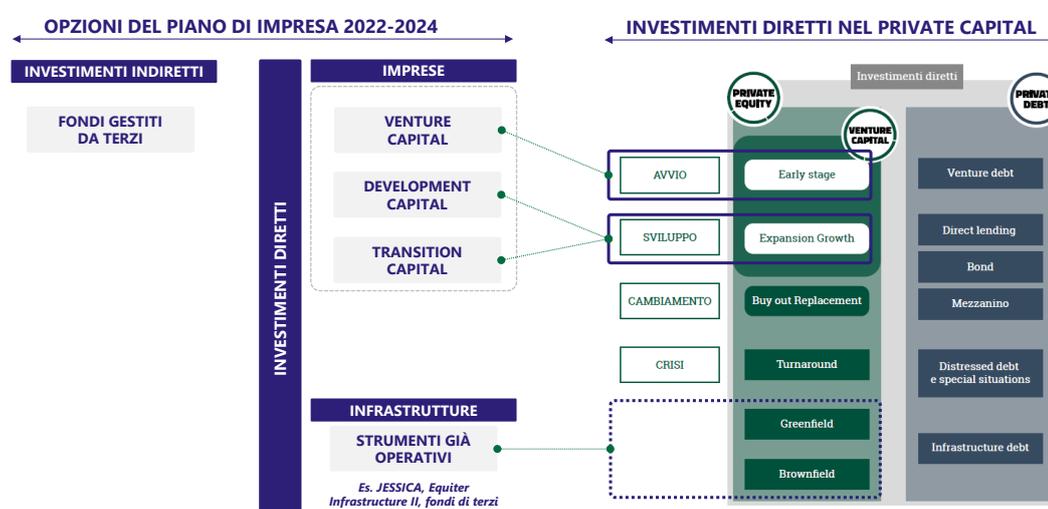
Peraltro, l'evoluzione di Equiter nell'ultimo decennio ha ampliato significativamente il perimetro dei settori di intervento, dapprima focalizzato in modo esclusivo sulle infrastrutture e poi progressivamente diversificatosi includendo anche interventi nei settori del turismo, della rigenerazione urbana e a sostegno di progetti di ricerca e innovazione. Si è dunque posta la prerogativa per cui l'attività di investimento diretto dovesse cogliere opportunità di focalizzazione su nuovi ambiti, differenti e complementari rispetto a quelli già presidiati con altri strumenti finanziari.

Equiter ha il potenziale necessario per diventare un operatore di riferimento del *Private Capital*: il posizionamento specialistico su operazioni volte allo sviluppo di PMI e *asset* di eccellenza per innovazione e impatto (*ESG*) è una missione coerente con le sfide dell'Europa e la storia di Equiter.

Come illustrato nel primo capitolo, l'evoluzione dei mercati finanziari negli ultimi anni ha portato alla crescita del *Private Capital*, segmento che allarga l'orizzonte degli investimenti in capitale di rischio a nuove forme di supporto alle PMI nelle fasi più delicate del loro percorso (avvio, sviluppo o cambiamento) nonché a progetti di natura infrastrutturale. Il *Private Capital* è la combinazione di

capitale paziente e di sostegno proattivo alla strategia aziendale: offre non solo risorse finanziarie all'economia reale, ma anche competenze gestionali, strategiche, finanziarie e di network. Sebbene l'Italia sia il primo Paese in Europa per numero di PMI, il mercato del *Private Capital* risulta ancora sottodimensionato e necessita di interventi a sostegno dell'innovazione e della dotazione infrastrutturale.

La strategia alla base del Piano di Impresa 2022-2024 prevede un presidio dinamico dei segmenti delle imprese e degli *asset* innovativi. Le fasi del ciclo di vita d'impresa che vengono ritenuti prioritari per impatto territoriale sono quelli dell'avvio e dello sviluppo di iniziative imprenditoriali.



**Figura 76** – Equiter: presidio dinamico segmenti imprese e *asset* innovativi (investimenti diretti)

Con un budget complessivo di 120 milioni di euro nel triennio, pari ad una consistente porzione dell'attuale liquidità disponibile, l'area degli investimenti diretti conferma il proprio profilo strategico per la Equiter del futuro. L'ammontare complessivo è destinato a 4 aree di investimento, distinte tra loro ma fortemente interconnesse e sinergiche.



**Figura 77** – Equiter: allocazione delle risorse per segmento (investimenti diretti)

Il presidio del *Venture Capital* mira a sostenere il rafforzamento di giovani imprese ad elevato contenuto tecnologico, facendo leva sull'esperienza maturata da Equiter nella gestione del fondo RIF, il cui ciclo di investimento è prossimo all'esaurimento per via del completamento dell'impiego delle risorse disponibili. L'elevato profilo di rischio dell'*asset class* suggerisce una dotazione più contenuta di risorse finanziarie, con un impegno comunque coerente con *ticket* di investimento più piccoli e a rafforzamento di un percorso già intrapreso insieme al socio Compagnia di San Paolo. Il presidio del *Private Equity* mira invece a sostenere la successiva fase di sviluppo, intesa come accelerazione della crescita di PMI di eccellenza (*development capital*) o lo *scale-up* di progetti nella transizione ecologica su tecnologie pienamente validate e applicabili su scala industriale (*transition capital*).

In tutte le fattispecie citate, la modalità sottesa di intervento da parte di Equiter è l'investimento diretto di proprie risorse a titolo di capitale di rischio (*equity*). In casi eccezionali, in particolare in presenza di un solido razionale di investimento quali l'attivazione di sinergie di investimento in determinati verticali ritenuti particolarmente strategici per Equiter, è prevista la facoltà di investire in fondi gestiti da terzi.

Ciascuno dei segmenti di investimento presuppone proprie modalità di intervento (es. capitalizzazione di un veicolo dedicato, acquisizione di quote societarie o sottoscrizione di quote di fondi chiusi), nonché la definizione puntuale di *target* di investimento all'interno dei verticali prescelti in cui ci si intende posizionare, cui si accompagna un differente *ticket* di investimento in linea con il sottostante profilo di rischio-rendimento e un approccio preferenziale alla *leadership* (*lead, co-lead, follower*).

	VENTURE CAPITAL	DEVELOPMENT CAPITAL	TRANSITION CAPITAL	FONDI GESTITI DA TERZI
Modalità di intervento	Veicolo «RIF-T»	Balance Sheet	Balance Sheet	Quote fondo chiuso
Target di investimento	Start-up / PMI innovative	PMI con track-record (flusso di cassa positivo)	Società con soluzioni tecnologiche di punta	FIA con impatto su economia reale
Verticali di intervento	Cleantech, Digital, Industria 4.0, Aerospazio, Life Science	Agnostico, interesse per ICT e Advanced Manufacturing	Transizione ecologica (energia, ciclo dei rifiuti, agricoltura e chimica)	Verticali specialistici di interesse strategico per Equiter
Ticket medio investimento	0,5-3 M€	5-15 M€	10-20 M€	Da definire caso per caso
Profilo di rischio	Alto	Medio-Alto	Medio	Medio-Basso
Approccio alla leadership	Follower/ Co-lead investor	Lead/ Co-lead investor	Follower/ Co-lead investor	Follower
Budget Piano Impresa 22-24	sino a 10 M€	sino a 40 M€	sino a 40 M€	sino a 30 M€

**Figura 78** – Equiter: posizionamento per segmento (investimenti diretti)

### 3.4.1 Venture Capital

Equiter svolge un’attività di investimento nel *Venture Capital* attraverso una *sub-holding* denominata RIF-T.

RIF-T è un veicolo societario controllato e gestito da Equiter, creato nel 2020 come strumento dedicato all’investimento in *equity* e *quasi-equity* di società che sviluppano progetti di ricerca e innovazione in Italia. Nell’ambito del nuovo Piano d’Impresa 2022-2024, il veicolo ha assunto un profilo strategico che ha portato ad una evoluzione dell’*investment policy* verso gli investimenti di *Venture Capital* e ad un ruolo di Equiter come investitore diretto e non soltanto gestore.

RIF-T trae origine dai positivi risultati ottenuti dal Fondo Ricerca & Innovazione (RIF), finanziato dal Programma Operativo Nazionale Ricerca e Innovazione 2014-2020 e gestito da Equiter nelle regioni del Centro-Sud Italia, e nasce a seguito del perfezionamento di un *Memorandum of Understanding* tra la Compagnia di San Paolo e Banca Europea per gli Investimenti per la promozione di investimenti R&S in Italia. In particolare, la missione iniziale del veicolo era quella di investire in progetti di ricerca e innovazione finanziariamente sostenibili, promossi da soggetti pubblici o privati nelle Regioni del Nord e Centro Italia, ricadenti nelle 12 Aree di Specializzazione individuate dal Programma Nazionale della Ricerca, che fanno uso di tecnologie ad alta intensità di conoscenza (*KETs*) e presentano elevati livelli di maturità tecnologica.



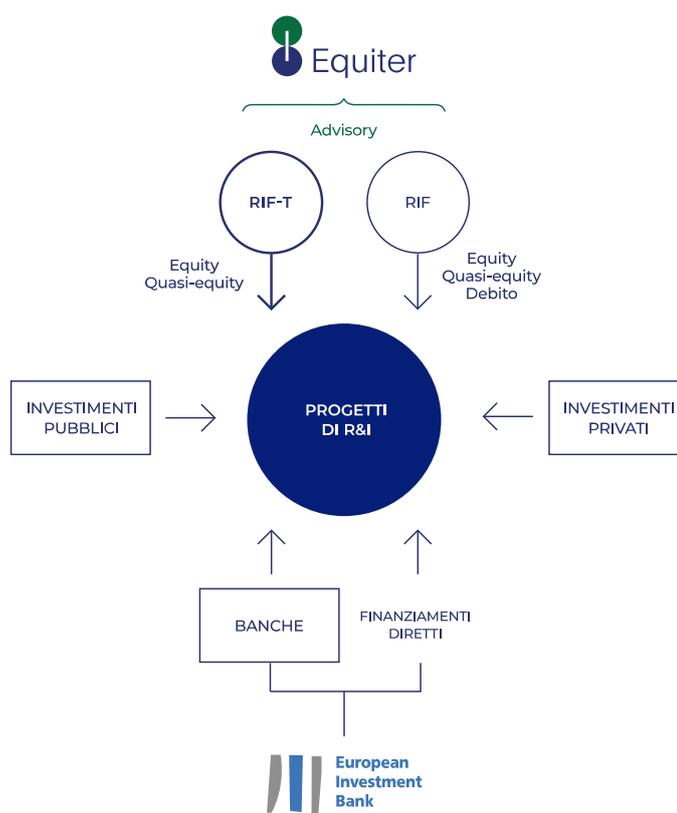
**Figura 79** – RIF-T: *Investment policy*

La dotazione iniziale di RIF-T è pari a 18 milioni di euro, messi a disposizione dalla Compagnia di San Paolo attraverso la sottoscrizione di Strumenti Finanziari Partecipativi (SFP). Tale dotazione può essere incrementata tramite l'intervento di co-investitori:

- il Fondo RIF, già gestito da Equiter, potrà mettere a disposizione fino a 18 milioni di euro sotto forma di *equity*, *quasi-equity* o debito per progetti aventi ricadute socioeconomiche positive a favore del Mezzogiorno;
- in forza del *Memorandum of Understanding* siglato, BEI potrà concedere finanziamenti diretti alle imprese fino a 100 milioni di euro oppure attivare risorse fino a 200 milioni di euro attraverso il canale bancario<sup>89</sup>.

Il co-investimento rappresenta la modalità di intervento privilegiata da RIF-T, in modo da ampliare nella misura massima possibile l'effetto leva sulla dotazione iniziale.

<sup>89</sup> *Multi-Beneficiary Intermediated Loan (MBIL)*.



**Figura 80** – RIF-T: configurazione iniziale del veicolo

Gli obiettivi dello strumento, che si propone come piattaforma europea per lo sviluppo locale, sono principalmente:

- supportare le imprese con forte capacità innovativa fornendo capitali “pazienti” in una logica di finanza d’impatto;
- selezionare progetti “rimborsabili” in grado di restituire e remunerare il capitale investito, promuovendo l’utilizzo rotativo delle risorse tramite il reimpiego delle somme rimborsate;
- stimolare il co-investimento da parte di soggetti pubblici e privati, in ottica di *blending finance*;
- massimizzare l’impatto socioeconomico degli interventi sullo sviluppo territoriale;
- sostenere le attività di innovazione nelle fasi tecnologiche più mature;
- favorire traiettorie tecnologiche in forte sviluppo (es. intelligenza artificiale).

Nella seconda metà del 2021, in occasione dell’inizio dei lavori per la redazione del nuovo Piano di Impresa, alcune riflessioni si sono imposte riguardo al posizionamento di RIF-T: il Fondo RIF, naturale co-investitore di RIF-T, aveva praticamente completato l’impiego dei fondi a disposizione, senza trascurare comunque la difficoltà riscontrata nell’identificare, nel primo anno di attività, operazioni candidabili ad un intervento congiunto da parte dei due strumenti lungo l’asse Nord-Sud. Fu allora che nacque l’idea di trasformare RIF-T in un vero e proprio veicolo di investimento diretto di Equiter nell’*asset class* del *Venture Capital*.

Il “nuovo” veicolo RIF-T si sviluppa su iniziativa di *Sponsor* radicati nel territorio del Nord Ovest d’Italia – Compagnia di San Paolo, già sottoscrittrice di SFP del veicolo, ed Equiter nel ruolo sia di gestore che di investitore diretto con risorse del proprio patrimonio – per operare in qualità di piattaforma congiunta nel campo dell’innovazione, beneficiando delle sinergie attivabili dai promotori e interagendo attivamente con gli attori dell’ecosistema (fondi *VC*, *corporate VC*, *business angel*, incubatori, acceleratori, centri di ricerca, ecc.).

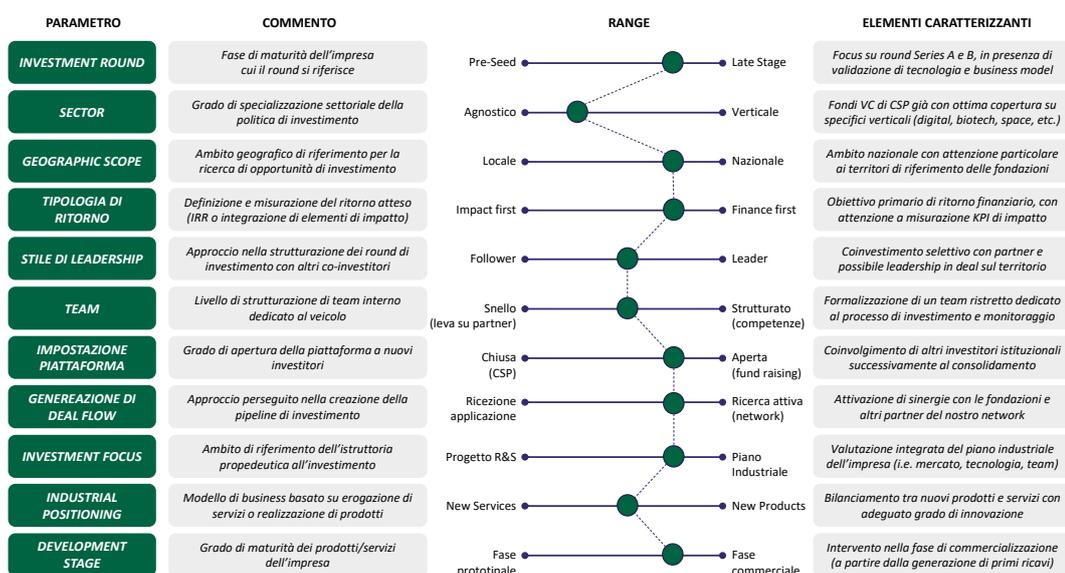
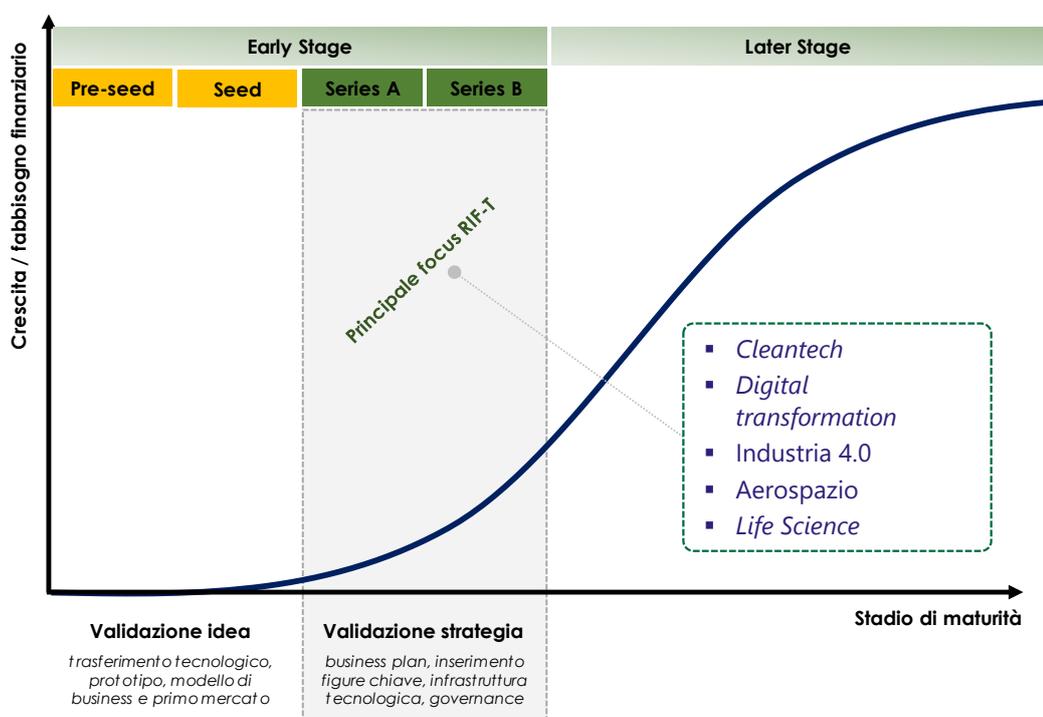


Figura 81 – RIF-T: matrice di posizionamento

Fatta salva la possibilità di operare anche in sinergia con altri strumenti di matrice pubblica (es. Fondo RIF), come già previsto in sede di costituzione, il veicolo ha assunto maggiore flessibilità nella nuova veste, svolgendo la propria attività di investimento all’insegna di logiche completamente privatistiche e secondo un approccio proattivo al mercato, intercettando le migliori opportunità di

investimento e presidiando le partecipate nella creazione di valore. La piattaforma è inoltre aperta a nuovi soci che ne condividano valori e missione e che intendano contribuire a renderla progressivamente un punto di riferimento nel settore.

Il cambio più sostanziale rispetto al recente passato risiede in un differente posizionamento di mercato. Anziché che su progetti di ricerca e innovazione proponibili da imprese di qualsiasi dimensione, il veicolo focalizza oggi il proprio intervento nelle fasi più mature dell'*Early Stage*, partecipando a *round* di accompagnamento necessari alla scalabilità del modello di business (tipicamente *Series A/B*). Il posizionamento è dunque a valle delle fasi più preliminari della vita d'impresa quali il c.d. *Seed*, segmento già ben presidiato da operatori e strumenti specializzati (es. *grant*, incubatori, acceleratori, *business angel*, ecc.).



**Figura 82** – RIF-T: nuovo posizionamento di veicolo nel *Venture Capital*

L'azione del veicolo si concentra sulla selezione delle migliori opportunità di investimento che abbiano già superato con successo la validazione iniziale dell'idea (tecnologia, mercato e modello di business) e necessitino di competenze specialistiche per accelerare la crescita (*management team*, *governance*, *business plan* e *reporting*, network commerciale e finanziario, ecc.). Il segmento dedicato al finanziamento di realtà in fase di crescita e consolidamento (c.d. *scale-up*) riveste

infatti un ruolo strategico per l'Italia, specialmente con riferimento alle realtà attive in ambiti industriali caratterizzati da elevata intensità tecnologica.

A seconda delle caratteristiche peculiari del *round* di investimento e dei soggetti partecipanti, il veicolo può agire alternativamente da *lead/co-lead investor* (tipicamente realtà del territorio nei *round Series A*) oppure come *follower* (tipicamente nei *Series B* di maggiore dimensione). La dimensione media di riferimento dei *round* di investimento è sino a 5 milioni di euro per il *Series A* e dell'ordine di 10 milioni di euro per il *Series B*.

Con riferimento alle società *target* di investimento, il veicolo investe in società di recente fondazione e piccola dimensione, con robusti profili di innovazione e impatto e adeguate prospettive di ritorno finanziario. Le partecipazioni acquisite saranno esclusivamente di minoranza, con attenzione alla puntuale definizione degli aspetti di *governance* necessari per preservare il valore dell'investimento. La dotazione è prioritariamente finalizzata a società che già generano ricavi e necessitano di capitali per la crescita. È consentito, in via residuale, l'investimento in società che presentino prodotti o servizi ancora in fase di validazione, fatta salva la necessità in tale caso di coinvolgere necessariamente un *partner* con adeguate competenze nel dominio tecnologico che intervenga in qualità di co-investitore e/o *advisor* per gli aspetti di *due diligence* tecnica.

La selezione delle opportunità di investimento è condotta con riguardo alla valutazione complessiva del piano industriale del *target* (es. adeguatezza del team, dimensione del mercato aggredibile, scenario competitivo, tecnologia e proprietà intellettuale, coerenza delle proiezioni economico-finanziarie e scenario di exit).

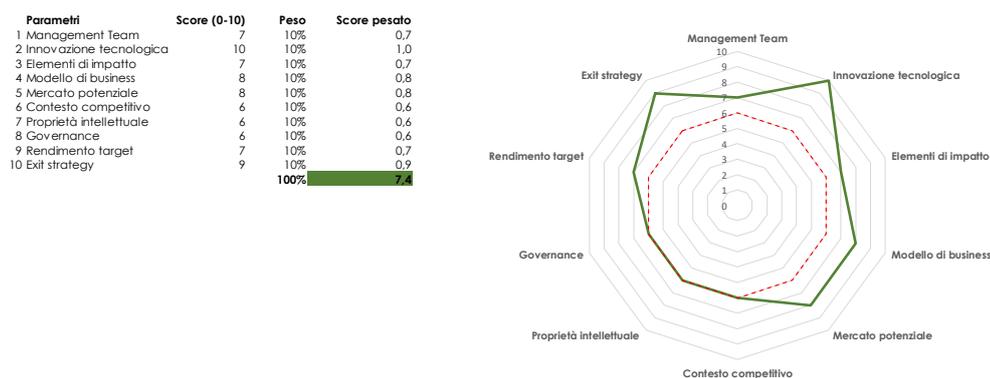


Figura 83 – RIF-T: parametri di valutazione delle *target* di investimento

Elementi preferenziali di selezione degli investimenti sono anche la presenza di filiere di innovazione di particolare interesse per il territorio (inclusa l'attrazione di realtà innovative), di profili *ESG* generabili a corollario dell'investimento, di controparti coinvolte nell'iniziativa (co-investitori o *partner* strategici), di risorse aggiuntive attivabili con l'investimento del veicolo (*crowding-in*) e di un valore aggiunto per la partecipata generabile attraverso sinergie con gli *Sponsor* (network, competenze, canali commerciali, accesso al mercato finanziario, ecc.).

La strategia di investimento si inserisce nel quadro delle tecnologie e dei settori ritenuti prioritari dall'Italia e dall'Unione Europea (transizione ecologica, trasformazione digitale e sanità), avendo riguardo alle competenze specialistiche del team di investimento e a quelle delle controparti attivabili a supporto delle singole iniziative. I verticali prioritari di investimento sono:

- *Cleantech* (energia, *smart city*, mobilità sostenibile, economia circolare, agricoltura di precisione);
- *Digital transformation* (*cyber-security*, intelligenza artificiale e *big data*, *distributed ledger technologies*, *Internet of Things*, *cloud/edge computing*);
- Industria 4.0 (robotica, automazione, *decision support systems*, manifattura additiva);
- Aerospazio (tecnologie per *upstream*, piattaforme e servizi di *downstream*);
- *Life Science* (biotecnologie, dispositivi medicali, telemedicina, medicina di precisione).

L'attività di investimento si concentra, in particolare, su tecnologie dotate di elementi oggettivi di innovazione e difendibilità (es. proprietà intellettuale industrialmente rilevante, piattaforme *software* proprietarie con caratteristiche di unicità, componenti *hardware* non reperibile "a scaffale") rivolte al segmento *B2B* (aziende), con conseguente esclusione di iniziative destinate direttamente o prevalentemente al mercato *consumer* (es. piattaforme generaliste *B2C*).

Con riguardo ai verticali caratterizzati da particolare complessità e specificità in merito ad aspetti tecnologici e di mercato, come nel caso delle biotecnologie e dell'aerospazio a titolo esemplificativo, il veicolo può prendere parte a *round* di investimento soltanto in presenza di un soggetto qualificato che intervenga in qualità di co-investitore e/o *advisor* per gli aspetti di *due diligence* tecnica. I partner attivabili per la generazione di opportunità di investimento, tipicamente i fondi di *Venture Capital* di cui lo *Sponsor* Compagnia di San Paolo è investitore, presentano

un'ottima copertura dei settori strategici (digitale, aerospazio, scienze della vita, transizione energetica, automazione).

Il veicolo opera a livello nazionale. Tuttavia, in considerazione della maggiore concentrazione di *deal flow* di qualità, l'ambito geografico più significativo per l'attività di investimento è il Nord Italia. Particolare attenzione è riservata ai territori degli Sponsor (Nord Ovest), con l'obiettivo di supportare le eccellenze attive in filiere strategiche.

Il veicolo ha prioritariamente un obiettivo di rendimento finanziario (*finance first*), adottando però un approccio proattivo nel far emergere un rationale strategico che integri elementi di innovazione ed impatto (es. filiere territoriali di particolare valenza, pilastri PNRR, attrazione di investimenti sul territorio, ecc.), coerentemente con la missione istituzionale degli Sponsor.

La strategia di investimento del veicolo è volta alla creazione di un portafoglio diversificato (settore, tecnologie, ambito geografico e stadio di maturità) in grado di conseguire un ritorno finanziario positivo in un arco temporale di 10 anni, coerente con la tipologia e la natura della fase di intervento (*Early Stage*). Gli *Sponsor* potranno valutare, sulla base dell'andamento della gestione, l'adozione di una logica di fondi rotativi con possibilità di reinvestimento dei proventi conseguiti.

Al fine di realizzare la propria missione di investitore in capitale di rischio, oltre alla fattispecie tipica della sottoscrizione di aumento di capitale riservato, il veicolo può fare ricorso ai consueti strumenti utilizzati nella pratica del *Venture Capital*, ivi inclusi i finanziamenti soci con opzioni di conversione, strumenti finanziari partecipativi o altri strumenti assimilabili (es. SAFE<sup>90</sup>). È prevista altresì la facoltà di acquisire quote sul mercato secondario qualora funzionale ad una più efficiente gestione degli aspetti di *governance*.

---

<sup>90</sup> *Simple Agreement for Future Equity*, contratto di investimento attraverso il quale un soggetto (safe holder) investe in cambio di uno strumento finanziario partecipativo, che gli attribuisce il diritto di convertire in equity ad un prezzo di favore, al verificarsi di uno specifico evento di liquidità (EconomyUp).

Tabella 19 – RIF-T: percorso evolutivo

RIF-T	Configurazione iniziale (2020)	Evoluzione attuale (2023)
<b>Natura del veicolo</b>	Veicolo di investimento in progetti di ricerca e innovazione	Veicolo di investimento in Venture Capital
<b>Sponsor</b>	Compagnia di San Paolo	Compagnia di San Paolo e Equiter
<b>Ruolo di Equiter</b>	Gestore (remunerazione con management fee)	Gestore (incentivo sulla performance) e investitore (investimento diretto)
<b>Dotazione finanziaria</b>	18 milioni di euro (sottoscrizione di SFP esclusivamente da parte di CSP)	28 milioni di euro (sottoscrizione di aumento di capitale di 10 milioni ciascuno da parte di Equiter e CSP, oltre a 8 milioni di euro di SFP già erogati da CSP)
<b>Target di investimento</b>	Progetti di ricerca e innovazione promossi da imprese di qualsiasi dimensione (start-up, PMI, large corporate)	Start-up e PMI innovative (round Series A/B)
<b>Geografia</b>	12 Regioni Centro e Nord Italia (complementari a RIF)	Italia, focus privilegiato nel Nord Ovest
<b>Deal-flow</b>	Application da parte del proponente il progetto di ricerca e innovazione	Scouting diretto e proattivo di opportunità di investimento, in sinergia con altri partner
<b>Settori di investimento</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Aerospazio</li> <li>▪ Agrifood</li> <li>▪ Economia del mare</li> <li>▪ Chimica verde</li> <li>▪ Design, Creatività e Made in Italy</li> <li>▪ Energia</li> <li>▪ Fabbrica Intelligente</li> <li>▪ Mobilità Sostenibile</li> <li>▪ Salute</li> <li>▪ Comunità intelligenti, sicure e inclusive</li> <li>▪ Tecnologie per gli ambienti di vita</li> <li>▪ Tecnologie per il patrimonio culturale</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Cleantech</li> <li>▪ Digital transformation</li> <li>▪ Industria 4.0</li> <li>▪ Aerospazio</li> <li>▪ Life Science</li> </ul>

### 3.4.2 Development capital

Il termine *development capital* pone l'accento sul rinnovato impegno di Equiter a favore dello sviluppo di PMI di eccellenza del territorio italiano, da accompagnare in un percorso di crescita accelerata attraverso una nuova modalità di supporto caratterizzata da una elevata proattività, mettendo a sistema competenze interne e controparti attivabili all'interno del proprio network privilegiato.

Gli elementi caratteristici di questa strategia sono una fattiva *partnership* tra imprenditore e socio finanziario al fine di realizzare un piano di sviluppo condiviso (es. crescita organica, M&A, creazione di polo industriale), unitamente ad una forte rilevanza dei meccanismi di allineamento degli interessi, con una puntuale definizione della *governance* e del percorso di *exit* nel medio termine. Le operazioni di investimento hanno ad oggetto il capitale di rischio di imprese con elevato potenziale di crescita, da realizzarsi principalmente attraverso un aumento di capitale riservato a fronte dell'acquisizione di una quota di minoranza.

Gli elementi delineati rendono l'approccio sostanzialmente assimilabile al segmento *expansion*, noto anche come *growth*, così definito da AIFI<sup>91</sup>: "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". Si tratta di un segmento estremamente importante per l'economia italiana, notoriamente popolato da realtà imprenditoriali di piccola o media dimensione a gestione familiare, eppure ancora lungi dall'essere adeguatamente sviluppato, al punto che AIFI sta attivamente riflettendo sulle modalità più opportune per incentivarne il presidio da parte di un numero maggiore di operatori specializzati<sup>92</sup>. I principali limiti al suo sviluppo in Italia risiedono nei seguenti fattori:

- piccola dimensione delle società *target*, generalmente connotate da una scarsa strutturazione interna;
- complessa gestione del percorso di *exit*, dove spesso l'unica reale opzione è la cessione all'imprenditore di riferimento;

---

<sup>91</sup> Glossario AIFI, <https://www.aifi.it/it/biblioteca>.

<sup>92</sup> "Serve ora un veicolo dedicato specificamente al comparto *mid market* poiché nel 2022 le attività di *expansion* sono diminuite del 44% a 483 milioni con il 23% in meno delle operazioni che si sono fermate a 46. Troppo poche, per questo un fondo di fondi istituzionale che dia la spinta allo sviluppo di tale mercato, permettendo così a molte piccole e medie imprese di ottenere capitali e know how per la crescita e la internazionalizzazione, sarebbe strategico" (Innocenzo Cipolletta, presidente AIFI, intervento al Consiglio Direttivo del 19 Aprile 2023).

- scarsa attitudine dell'imprenditore all'apertura del capitale, per timore di perdita del controllo.

I citati limiti, adeguatamente affrontati con una formula di nuova concezione, possono rappresentare una opportunità di posizionamento per Equiter: una rigorosa selezione basata su profili di innovazione e impatto e un contributo attivo in termini di strutturazione manageriale e network possono essere le premesse idonee per affrontare un segmento non affollato e con interessanti potenzialità di rendimento.

La strategia di investimento di Equiter prevede la costruzione di un portafoglio selettivo di investimenti diretti, con iniziale controvalore sino a 40 milioni di euro, da realizzarsi nel periodo 2022-2024 guardando ad eccellenze italiane ben gestite e aperte al mercato, da accompagnare in un percorso di crescita dimensionale e strutturale, con una selezione condotta all'insegna di una attenta mitigazione dei rischi, evitando concentrazione e scelte subottimali.

Il focus primario è sulle PMI caratterizzate da spiccati elementi di innovazione e sostenibilità, tali da consentire un significativo potenziale di crescita prospettica, con attento presidio dei principali distretti *high tech* e *competence center* diffusi in Italia, dove gravitano le PMI più votate all'innovazione e all'export. Equiter intende infatti valorizzare le specializzazioni territoriali con vocazione innovativa, che saranno oggetto di una approfondita attività di mappatura e *scouting* per cogliere le migliori opportunità di investimento.

Il percorso intrapreso prevede una generazione proattiva di opportunità attraverso network interno, valorizzando rapporti di fiducia con imprenditori aperti al cambiamento e dotati di visione strategica, anche attraverso la realizzazione di *spin-off* di gruppi industriali per sviluppare nuovi mercati. La partecipazione ad operazioni di aumento di capitale segue precisi *driver* di creazione di valore, quali la crescita per linee interne o aggregazioni, l'innovazione, l'internazionalizzazione, il rafforzamento manageriale e implementazione di una *ESG policy*. Il *ticket* medio su una singola operazione è indicativamente nell'intervallo 5-15 milioni di euro, preferibilmente con acquisizione di quote di minoranza qualificata e adozione di un ruolo da *lead/co-lead* del round di investimento.

**Tabella 20** – *Development Capital*: obiettivi, profilo di rischio e criteri di selezione investimenti

Strategia	Caratteristiche
<b>Target di riferimento</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ PMI con <i>track-record</i> storico o scale-up di progetti con tecnologia adeguatamente validata;</li> <li>▪ aziende gestite da famiglia imprenditoriale o oggetto di <i>MBO/MBI</i> con un progetto di crescita;</li> <li>▪ forte propensione all'export (prodotti e servizi per mercato globale) e investimenti <i>R&amp;D</i> (<i>IP</i> e brevetti);</li> <li>▪ nicchie di mercato ad elevata crescita: industria, manifatturiero o servizi avanzati, con preferenza per settori chiave per l'Italia e coerenti con l'attività di Equiter (es. energia, ambiente, telecomunicazioni, automazione industriale, aerospazio, ecc.);</li> <li>▪ focus su fasi di <i>cash generation</i>, con necessità di risorse aggiuntive per crescita accelerata (<i>build-up</i>);</li> <li>▪ robusti <i>financials</i> (portafoglio ordini, <i>EBITDA margin %</i> superiore alla media di settore, leverage sostenibile);</li> <li>▪ classe dimensionale di ricavi €15-150m (<i>trade-off</i> tra ammontare di investimento e quota acquisibile nel capitale);</li> <li>▪ attività principale in Italia e presenza internazionale (filiali, agenti o distributori).</li> </ul>
<b>Tipologia di rischio</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ autorizzativo: non coerente, solo monitoraggio attivo dell'iter autorizzativo senza <i>CapEx</i>;</li> <li>▪ tecnologia: adeguata validazione e dimostrazione di affidabilità (impianti pilota esclusi);</li> <li>▪ mercato: adeguata visibilità su ricavi prospettici, commesse e portafoglio ordini;</li> <li>▪ team: comprovato standing e <i>track-record</i>, possibilità di rinforzo con inserimento di nuove figure chiave.</li> </ul>
<b>Criteri di selezione</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ rendimento finanziario: coerente con profilo di rischio-rendimento del PE mid-market (<math>IRR &gt; 15\%</math>);</li> <li>▪ ambito territoriale: attività principale in Italia, attenzione ai distretti produttivi di eccellenza e al territorio del Nord-Ovest;</li> <li>▪ profili di innovazione e impatto: essenziali per il rationale di investimento (preferenza per settori più innovativi, esclusione di settori con criticità <i>ESG</i> non ovviabili).</li> </ul>

L'approccio di investimento di Equiter intende caratterizzarsi per una proattività sia nella generazione delle opportunità sia nella gestione dell'investimento in *partnership* con l'imprenditore, alla ricerca di elementi distintivi nella propria proposta di creazione di valore alle società partecipate, ma anche di un necessario bilanciamento tra il valore aggiunto attivabile sulla PMI e il grado di tutela durante il periodo di detenzione della partecipata.

**Tabella 21** – *Development Capital*: ruolo, valore aggiunto, *governance* e orizzonte temporale

Approccio	Caratteristiche
<b>Ruolo</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ approccio attivo secondo razionale da investimento diretto (<i>GP</i>), con precisa esclusione di strutture che replichino meccanismi tipici di fondi chiusi (<i>LP</i>);</li> <li>▪ aumenti di capitale per finanziare percorso di crescita (acquisizione parziale di quote possibile ma solo previa comprensione del razionale);</li> <li>▪ logica di <i>partnership</i> con imprenditore, all'insegna di attenta selezione della controparte e chiare regole di <i>governance</i>;</li> <li>▪ minoranze qualificate come <i>lead investor</i>, valutabili sindacati di investimento su maggioranze ma con adeguati accordi di <i>governance</i>;</li> <li>▪ preferenza per operazioni bilaterali (processi competitivi valutabili solo in presenza di un <i>pool</i>);</li> <li>▪ <i>origination</i> selettiva presso partner industriali e network privilegiato (soci di <i>Equiter</i> e <i>stakeholder</i>);</li> <li>▪ Valutazione di <i>partnership</i> mirate su verticali strategici (es. fondi attivi su transizione ecologica).</li> </ul>
<b>Valore aggiunto</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ <i>value proposition</i> vs. fondi di <i>private equity</i>: capitale paziente (<i>holding</i>), veste istituzionale con elevata reputazione, radicamento territoriale, iniezione di risorse per la crescita, network;</li> <li>▪ preferenza per ambiti dove si dispone di competenze settoriali presenti nel team di investimento;</li> <li>▪ progressiva attivazione di network esterno di professionisti in aree tipiche di necessità per le PMI (es. internazionalizzazione, M&amp;A, trasformazione digitale e ESG, management).</li> </ul>
<b>Governance e orizzonte temporale</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ soglia minima nel capitale per avere sufficiente rilevanza (indicativamente 10%-40%);</li> <li>▪ <i>governance</i> con adeguati meccanismi di protezione a tutela delle minoranze e rappresentanza nel Board;</li> <li>▪ ottica industriale di valorizzazione secondo un orizzonte temporale di medio-lungo termine (es. la realizzazione di un piano di <i>build-up</i> richiede tempo);</li> <li>▪ razionale di rivalutazione all'exit, rispetto a cash yield periodico (no adozione di logica speculativa).</li> </ul>

### 3.4.3 Transition Capital

La transizione ecologica è un *macro-trend* che incarna perfettamente il paradigma di investimento di Equiter: Infrastruttura, Innovazione e Impatto.

Il passaggio ad un'economia più sostenibile nei consumi e nella produzione, tramite l'uso di energie rinnovabili e l'adozione di tecnologie di risparmio energetico e di sviluppo sostenibile, è un imperativo categorico da cui dipende la sopravvivenza del pianeta. L'Accordo di Parigi del 2015 ha stabilito le linee guida per il contenimento della crescita della temperatura globale con l'obiettivo di contrastare il cambiamento climatico, nell'ambito delle quali la transizione energetica e l'energia da fonti rinnovabili rappresentano il *driver* principale per il raggiungimento degli obiettivi.

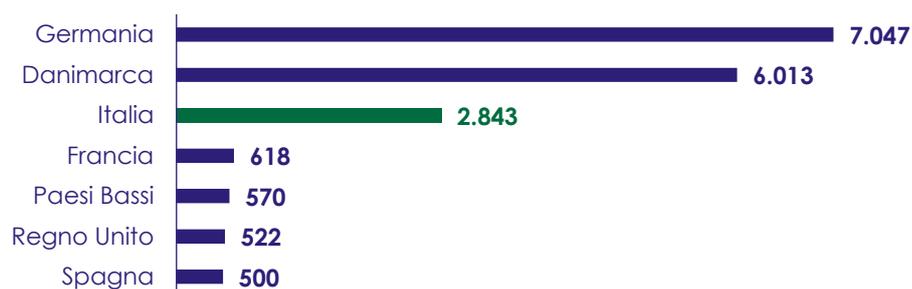
L'Italia ha un posizionamento di grande importanza nella filiera produttiva di buona parte delle tecnologie abilitanti, che pone il Paese tra quelli maggiormente candidati a catturare le opportunità di crescita<sup>93</sup>:

- capacità totale di produzione di energia rinnovabile tra le maggiori in Europa (superiore a 60 GW), da triplicarsi in meno di 10 anni (400 miliardi di euro di investimenti);
- 2° produttore europeo di tecnologie per l'energia rinnovabile, dopo la Germania, in tutti i comparti ad eccezione dell'eolico;
- 3% dell'export mondiale, 6° paese esportatore e saldo commerciale sempre positivo dal 2013.



**Figura 84** – Tecnologie rinnovabili: primi 10 esportatori mondiali (ISP 2019, €bn)

<sup>93</sup> Intesa Sanpaolo, Rapporto “*Transizione energetica: la filiera delle tecnologie delle rinnovabili in Italia*”, Giugno 2021.



**Figura 85** – Fonti rinnovabili: valore produzione di beni in Europa (ISP, media 2018-2019, €bn)

La Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo<sup>94</sup> ha individuato 400 aziende italiane che producono componentistica per impianti per la transizione energetica, per un fatturato aggregato complessivo di 22 miliardi di euro e circa 60.000 occupati. Si tratta di aziende con una elevata propensione all'innovazione e all'export: il 25% del campione ha almeno un brevetto e una capacità di crescita superiori alla media del manifatturiero, nonché alla media dei settori di appartenenza (es. meccanica, elettronica ed elettrotecnica). In termini geografici, si osserva una relativa localizzazione nel distretto produttivo del Nord-Est (40% del campione).

L'Italia offre interessanti opportunità di investimento nella transizione ecologica in Europa, grazie a una combinazione di stimoli governativi, *track record*, aumento della domanda e investimenti da parte di attori chiave.

Il nostro Paese gode innanzitutto della quota maggiore di fondi dispiegati nell'ambito della transizione ecologica, con oltre il 30% delle risorse del PNRR destinato all'accelerazione del passaggio da combustibili fossili a sostenibili. Potendo contare su oltre il 50% dell'energia prodotta da fonti rinnovabili, l'Italia rappresenta un consolidato *hub* industriale e finanziario per le energie rinnovabili, la gestione dei rifiuti, la mobilità sostenibile, le tecnologie abilitanti e le infrastrutture a basse emissioni di carbonio. La domanda di energia è in costante ascesa e dovrebbe aumentare del 90% al 2050, equivalente ad una capacità installata addizionale di 200 GW di energia rinnovabile, alimentata dalla maggiore elettrificazione, dai processi di decarbonizzazione e di riciclo, attività che richiedono grandi investimenti. L'Italia è inoltre un ecosistema caratterizzato da una certa vivacità, con oltre 500 operazioni di M&A completate nella filiera dal

<sup>94</sup> Intesa Sanpaolo, "Transizione energetica: la filiera delle tecnologie delle rinnovabili in Italia", 2021.

2017<sup>95</sup>, in particolare ad opera di grandi *utilities* o gruppi industriali tradizionalmente attivi nei combustibili fossili che sono oggi fortemente alla ricerca di una opportuna ridefinizione del proprio posizionamento nella transizione ecologica.

La visione strategica che Equiter condivide con alcuni primari attori industriali e finanziari è che l'Italia possa giocare un ruolo chiave come *energy hub* di riferimento nel bacino del Mediterraneo: il limite strutturale della scarsità di combustibili fossili sul territorio nazionale, alla base della storica dipendenza energetica da paesi esteri (Russia, USA e Medio Oriente), può essere trasformata in una grande opportunità per acquisire una *leadership* in alcuni segmenti della transizione ecologica (es. idrogeno, eolico e fotovoltaico, biocombustibili).

Come noto, l'Italia dispone già di un'infrastruttura sviluppata e capillare per la distribuzione del gas naturale che ben si potrebbe prestare alla trasformazione in un *hydrogen hub* dell'Europa, collegando il sud del Mediterraneo con la terraferma<sup>96</sup>. Il ruolo dell'Italia in questa sfida può far leva sulle seguenti considerazioni:

- posizione strategica per lo sfruttamento di proprie infrastrutture per l'importazione di energia e la distribuzione verso l'Europa;
- consolidate relazioni commerciali e istituzionali con il Nord Africa, con *endorsement* esplicito della Commissione UE nella gestione di programma di cooperazione nel bacino del Mediterraneo;
- storica presenza delle imprese italiane nella regione, che hanno permesso di sviluppare competenze nella realizzazione e gestione di progetti in ambito energetico e lo sviluppo di relazioni locali;
- disponibilità di oltre 15 *cluster* idonei all'interconnessione nel bacino del Mediterraneo, in grado di abilitare cospicui investimenti per il raggiungimento degli obiettivi europei al 2030.

La strategia di investimento diretto di Equiter nel segmento della transizione ecologica (*transition capital*) prevede una dotazione sino a 40 milioni di euro di controvalore nel periodo 2022-2024, focalizzato su un numero ristretto di

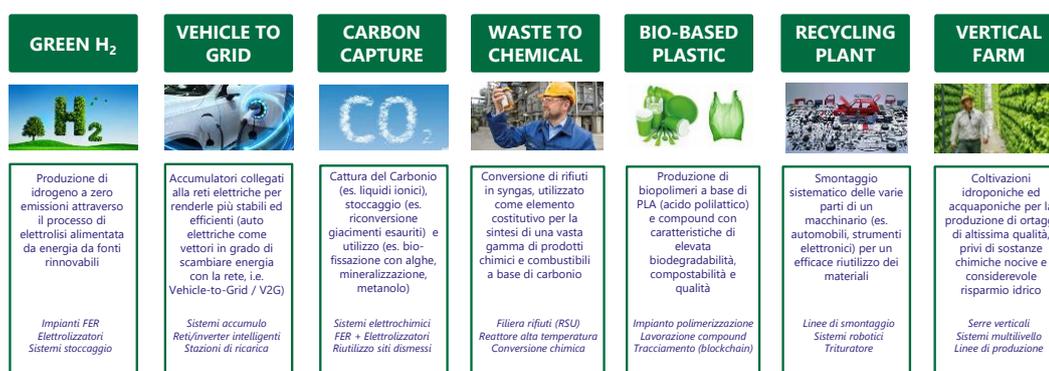
---

<sup>95</sup> HitecVision su dati Mergermarket (Novembre 2022).

<sup>96</sup> L'idea di utilizzare progressivamente la rete di Snam per il trasporto dell'idrogeno è stata lanciata nel 2020 da Marco Alverà, al tempo CEO dell'azienda. Nel suo libro "*Rivoluzione idrogeno. La piccola molecola che può salvare il mondo*" (Mondadori, 2020), Alverà ipotizza la produzione di idrogeno verde in Nord Africa, dove le condizioni sono maggiormente favorevoli per l'impiego massivo di installazioni fotovoltaiche, e la successiva distribuzione dell'idrogeno in Europa attraverso l'infrastruttura italiana. Snam è attivamente impegnata nella conduzione di alcuni test per verificare la percentuale di miscelazione dell'idrogeno all'interno del gas naturale trasportato nelle proprie tubature.

partecipazioni in società o progetti *flagship*, particolarmente esemplificativi di tecnologie emergenti che abbiano già raggiunto una sufficiente validazione e necessitano di risorse addizionale per scalare a livello industriale. L'ambito prioritario è dunque l'identificazione di campioni emergenti della transizione ecologica «made in Italy», con ambizioni internazionali e tecnologie di punta validate e riconosciute dal mercato.

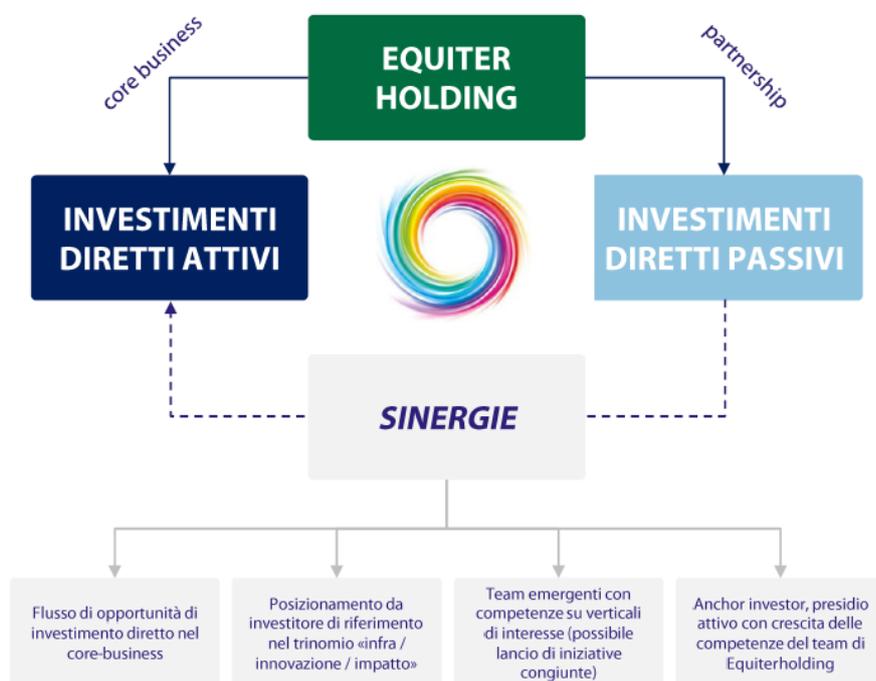
La selezione dei progetti di investimento prevede una approfondita valutazione delle competenze distintive maturate dai proponenti con riguardo alla tecnologia di riferimento, quest'ultima prescelta all'interno di alcuni ambiti specialistici caratterizzati da un significativo potenziale di crescita prospettiva (es. filiera dell'idrogeno, sistemi di accumulo, cattura del carbonio, riciclo di materiali, ecc.).



**Figura 86** – *Transition Capital*: esempi di ambiti di intervento

Al pari della strategia identificata per il *development capital*, lo *scouting* delle opportunità di investimento è condotto in modo molto proattivo attraverso *spillover* da fondi e network di alto livello, con predilezione per operazioni di accompagnamento alla quotazione sul listino borsistico (*bridge to IPO*).

A tal proposito, l'attività caratteristica di Equiter *holding* (investimento diretto attivo) può efficacemente accompagnarsi anche a quella ancillare di sottoscrizione di fondi di terzi (investimento diretto passivo). L'attività di investimento diretto passivo deve però motivarsi in ragione di un solido rationale industriale per lo sviluppo prospettico di Equiter come piattaforma di investimento, quali un migliore presidio di verticali di particolare interesse e l'attivazione di efficaci sinergie di *deal flow* per i propri investimenti diretti.



**Figura 87** – Equiter: investimento in fondi come attività di supporto

## 3.5 Altre azioni di sviluppo

Oltre alle linee guida delineate per ciascuna delle attività caratteristiche di Equiter (fondi comunitari, fondo infrastrutturale e investimenti diretti), il Piano di Impresa include ulteriori cantieri di lavoro con una valenza trasversale e la finalità di rafforzare il posizionamento sul mercato del *Private Capital*.

La prima delle suddette azioni riguarda l'integrazione di una *ESG policy* all'interno della strategia di investimento, qualunque sia lo strumento attivato. I profili di sostenibilità sono sempre più centrali per gli investitori istituzionali: sebbene Equiter sia un investitore di impatto della prima ora in Italia, tale attitudine naturale non ha però ancora trovato compiuta formalizzazione all'interno della propria politica di investimento.

Un altro importante progetto in corso di implementazione riguarda la creazione di un *data hub* proprietario, in grado di tracciare e filtrare quantitativamente e qualitativamente i dati interni ed esterni cui la *holding* ha accesso, estraendo informazioni di valore aggiunto che possano guidare l'analisi e lo sviluppo del processo di investimento.

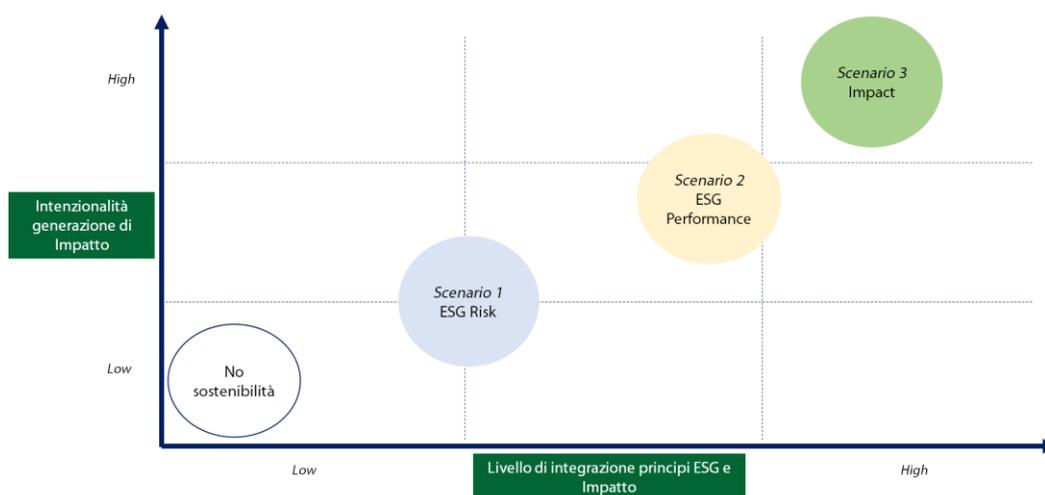
L'ultimo cantiere previsto dal Piano d'Impresa prevede infine la disamina di una opzione strategica di natura straordinaria per Equiter: l'evoluzione del proprio modello di servizio con la creazione di una propria SGR per il lancio seriale di nuovi fondi chiusi su determinati verticali, in particolare nel tradizionale comparto infrastrutturale, gestendo in autonomia l'intero processo autorizzativo e abbandonando dunque il modello di *hosting* presso SGR terze, come perseguito sia nel caso del Fondo PPP Italia che del recente Equiter Infrastructure II.

### 3.5.1 Integrazione di una *ESG policy*

Considerata la crescente importanza della tematica nell'ambito del risparmio gestito e l'ormai consolidata natura di Equiter quale investitore di impatto, il nuovo Piano di Impresa intende riaffermare e rafforzare un posizionamento strategico verso i temi della sostenibilità.

La maggiore attenzione verso gli aspetti ambientali, sociali e di *governance* (*ESG*), emersa in risposta alla crisi del mercato globale del 2008 e alle grandi sfide sociali e ambientali, sta portando ad una continua crescita degli investimenti sostenibili. Al tempo stesso, i *policy maker* stanno spingendo sempre di più i mercati finanziari verso l'adozione di leve di sostenibilità e impatto nella concettualizzazione dei prodotti e delle pratiche finanziarie.

In particolare, nel 2021 è entrato in vigore il regolamento europeo *SFDR*<sup>97</sup>, primo passo di un piano più articolato sulla finanza sostenibile europea. L'obiettivo del regolamento è quello di uniformare i requisiti di *reporting* dei prodotti finanziari da parte di tutti i gestori, combattendo il preoccupante fenomeno del *greenwashing* finanziario. La normativa prevede che nei documenti precontrattuali e in quelli periodici relativi ai prodotti finanziari collocati, quali i fondi di investimento, sia obbligatorio riportare informazioni chiave quale il modo in cui i rischi di sostenibilità vengano definiti, misurati e integrati nelle decisioni di investimento, quali impatti essi possano avere sul rendimento finanziario del prodotto in oggetto e quali siano infine gli obiettivi di sostenibilità perseguiti dal fondo e come si intenda raggiungerli. La centralità della tematica emerge parimenti dalla circostanza per cui la normativa prescrive che anche per la categoria di fondi *non ESG* occorra spiegare il motivo per cui, tra le varie scelte d'investimento, non siano contemplate anche quelle riguardanti gli investimenti sostenibili e, nel caso in cui si ritenga il rischio di sostenibilità non pertinente, quali siano le ragioni di tale valutazione.



**Figura 88** – Equiter: scenari di posizionamento in ambito ESG

In coerenza con questo quadro evolutivo, Equiter ha deciso di riposizionarsi in maniera strategica verso i temi della sostenibilità e dell'impatto, anche attraverso la collaborazione con partner esterni, al fine di:

<sup>97</sup> *Sustainable Finance Disclosure Regulation*, regolamento europeo 2019/2088.

- comprendere il proprio attuale posizionamento in termini di intenzionalità di generazione di impatto e livello di integrazione e gestione dei principi *ESG* e confrontarlo con quello dei principali peer di riferimento;
- delineare scenari di possibile riposizionamento, ognuno caratterizzato da un diverso approccio nei confronti dei temi di sostenibilità e impatto;
- sviluppare una *roadmap* per il triennio 2022-2024 definendo le azioni necessarie per condurre Equiter al posizionamento strategico prescelto.

Nonostante la realizzazione di un buon numero di investimenti dotati di forti connotazioni implicite di impatto, il posizionamento di partenza di Equiter nei confronti dei principi *ESG* presenta elementi di debolezza nel livello di integrazione all'interno della propria *investment policy*, pur dichiarando l'intenzionalità circa la generazione di impatto, a fianco però di altri elementi prioritari (ritorno finanziario, territorialità, ecc.). Il rafforzamento dei profili *ESG* può avvenire attraverso un percorso di progressivo avvicinamento, secondo 3 scenari di riferimento che passano da una gestione meramente passiva della tematica (*ESG Risk*) ad una più proattiva nella selezione degli investimenti (*ESG Performance*), per poi arrivare infine alla esplicitazione di concreti obiettivi di impatto il cui raggiungimento deve essere debitamente monitorato e documentato (*Impact*).

Equiter ha ritenuto che il posizionamento “*ESG Performance*” sia quello più indicato per la propria operatività nel medio termine.

**Tabella 22** – Equiter: scenari di posizionamento in ambito *ESG*

Scenario 1 ESG Risk	Scenario 2 ESG Performance	Scenario 2 Impact
<p>Adozione dei criteri ESG con un approccio passivo.</p> <p>La sostenibilità è interpretata come un modo per mitigare i potenziali rischi che possono derivare da questioni sociali e ambientali, e che possono influenzare negativamente le performance finanziarie.</p> <p>Gli approcci di esclusione sono il driver principale per la selezione delle opportunità di investimento.</p>	<p>Adozione dei criteri ESG con un approccio proattivo.</p> <p>La sostenibilità è interpretata come un modo per selezionare investimenti specifici con una migliore performance ESG rispetto ai pari.</p> <p>Gli ESG ratings stabiliscono delle soglie che guidano la selezione degli investimenti, escludendo le opportunità con scarso valore ESG.</p>	<p>Definire gli obiettivi di impatto per selezionare solo le opportunità di investimento che si contraddistinguono per il loro contributo.</p> <p>Le performance ESG da sole non sono sufficienti per selezionare un'opportunità di investimento. Le performance ESG non dovrebbero essere solo superiori a quelle dei pari, ma anche proiettate lungo una Teoria del Cambiamento che identifichi i potenziali risultati e impatti positivi.</p>

<p><b>Articolo 7 SFDR</b></p> <p><i>Per ogni prodotto finanziario, gli operatori dei mercati finanziari sono tenuti a pubblicare sui loro siti web se e come i prodotti finanziari tengono conto dei rischi negativi di sostenibilità (articolo 4 lettera a).</i></p> <p><i>Se un operatore del mercato finanziario non tiene conto degli effetti negativi delle decisioni d'investimento sui fattori di sostenibilità, deve pubblicarne una spiegazione dettagliata sul proprio sito web (articolo 4 lettera b).</i></p>	<p><b>Articolo 8 SFDR</b></p> <p><i>Se un prodotto finanziario promuove, tra le sue caratteristiche, quelle ambientali e/o sociali, le informazioni da comunicare devono includere:</i></p> <ol style="list-style-type: none"> <li><i>1. come vengono rispettate queste caratteristiche;</i></li> <li><i>2. la metodologia da utilizzare per la misurazione di queste caratteristiche.</i></li> </ol>	<p><b>Articolo 9 SFDR</b></p> <p><i>Se un partecipante al mercato finanziario promuove un prodotto finanziario che ha come obiettivo gli investimenti sostenibili, per il quale viene designato un obiettivo d'impatto da perseguire, le informazioni da comunicare sono:</i></p> <ol style="list-style-type: none"> <li><i>1. indicare come gli investimenti stanno contribuendo a raggiungere l'obiettivo di impatto;</i></li> <li><i>2. indicare come l'obiettivo d'impatto differisce da un obiettivo di mercato tradizionale.</i></li> </ol>
---	---	---

Il Piano di Impresa ha dunque definito una *roadmap* puntuale di avvicinamento ai migliori standard internazionali, essenziali per rendere Equiter un attore primario del settore anche in merito alle tematiche *ESG*. A partire dalla metà del 2022 sono state intraprese alcune iniziative tali da rendere il posizionamento di Equiter sostanzialmente equivalente a quello dello scenario “*ESG Risk*”:

- definizione di un Responsabile *ESG*;
- definizione di criteri di esclusione e analisi del portafoglio;
- sottoscrizione ai *Principles for Responsible Investment (PRI)*<sup>98</sup>;
- inizio della revisione documentale.

Particolarmente importante è stata l’adesione al protocollo *PRI*, un’iniziativa delle Nazioni Unite nata per promuovere l’integrazione di principi *ESG* nella gestione tradizionale dei patrimoni e nelle decisioni di investimento e altresì per contribuire attivamente allo sviluppo di un sistema finanziario globale più sostenibile.

<sup>98</sup> “*The PRI works with its international network of signatories to put the six Principles for Responsible Investment into practice. Its goals are to understand the investment implications of environmental, social and governance issues and to support signatories in integrating these issues into investment and ownership decisions. The six Principles were developed by investors and are supported by the UN. They have more than 4,000 signatories from over 60 countries representing over US\$120 trillion of assets*”, PRI Brochure 2021.

Il passo successivo è rappresentato da ulteriori azioni di progressivo avvicinamento allo scenario obiettivo di *ESG Performance*:

- definizione di caratteristiche sociali, ambientali e di *governance* e rispettiva metodologia di valutazione (“*screening* positivo”);
- definizione della metodologia di analisi e valutazione rischi *ESG*;
- definizione di incentivi legati a *ESG*;
- revisione e integrazione dei documenti e delle procedure.

Tali azioni costituiscono la base per la transizione da un approccio di gestione passiva dei rischi *ESG* ad un approccio proattivo di integrazione dei profili per l’effettiva creazione di valore in sede di investimento. Nel corso del 2023 è previsto pertanto il completamento del seguente piano d’azione:

- integrazione della metodologia di “*screening* positivo” e delle procedure;
- test e integrazione valutazione rischi *ESG*;
- rilascio del primo Report *PRI* e avvio dell’iter delle certificazioni tematiche (es. *B-corp*<sup>99</sup>, *GRESB*<sup>100</sup>).

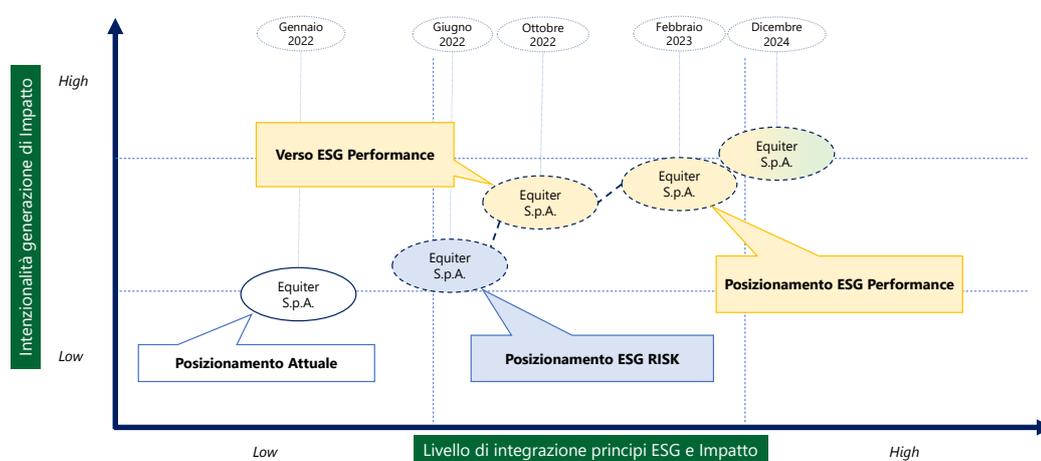


Figura 89 – Equiter: Roadmap ESG

<sup>99</sup> Il termine “*B-corp*” identifica un movimento globale, il cui scopo è predisporre una misurazione delle performance ambientali e sociali delle aziende, allo stesso modo in cui si misurano i risultati economici delle stesse. Le aziende *B-corp* (*Certified B Corporation*) si impegnano a rispettare determinati standard per garantire un impatto positivo sui propri dipendenti, sulla società e sull’ambiente, conciliando l’economia e il profitto con l’etica, la sostenibilità e il benessere.

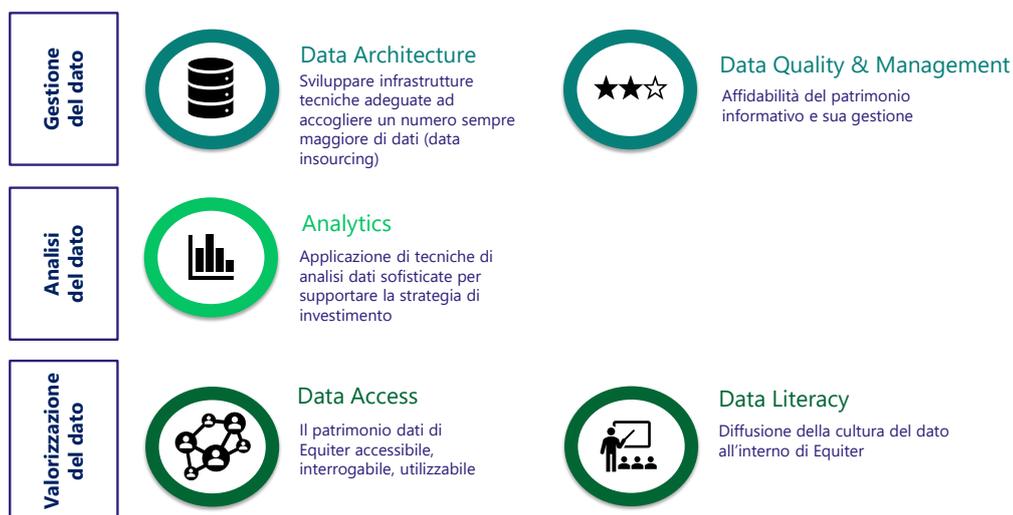
<sup>100</sup> *Global Real Estate Sustainability Benchmark*. Il *GRESB* è un’organizzazione privata a scopo di lucro che promuove investimenti immobiliari sostenibili, con l’obiettivo di soddisfare i bisogni di oggi rispettando quelli delle generazioni future. Creato nel 2009, offre una valutazione annuale che analizza e confronta le società immobiliari sulla base della loro performance extra-finanziaria.

### 3.5.2 Sviluppo e implementazione di una *data strategy*

Uno dei progetti strategici e trasversali alle varie attività di Equiter riguarda lo sviluppo e l'implementazione di una *data strategy*: "Equiter *Data Hub*".

Equiter intende dotarsi di servizi, soluzioni e strumenti innovativi per gestire, analizzare e valorizzare i dati acquisiti lungo il processo di investimento. Il dato diventa dunque leva competitiva e strategica, secondo un processo suddiviso in 3 fasi interconnesse:

- gestione del dato;
- analisi del dato;
- valorizzazione del dato.

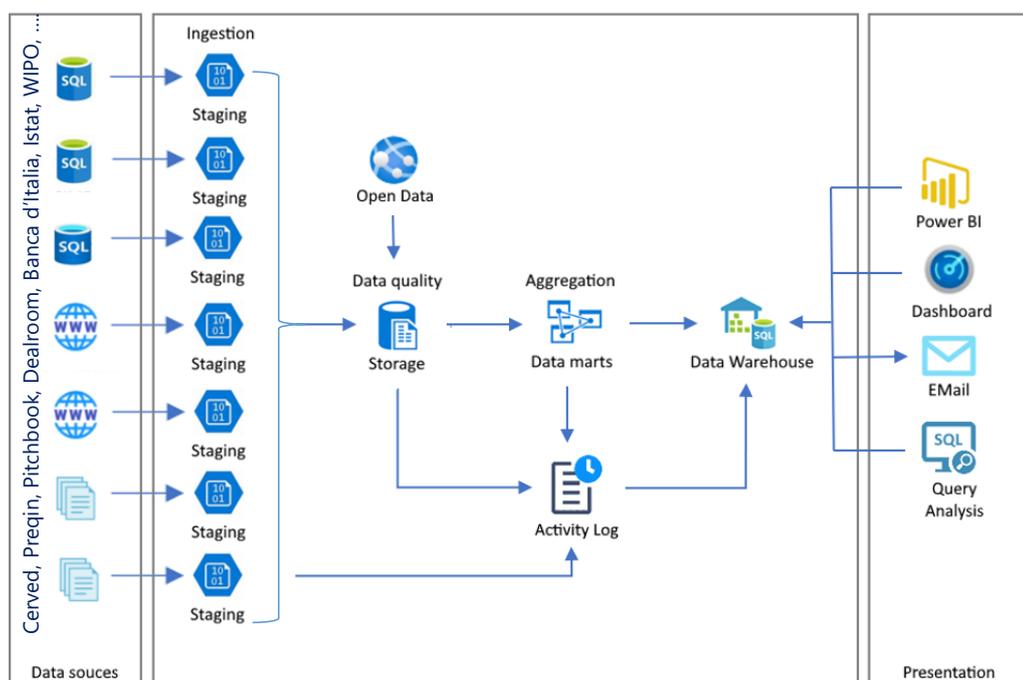


**Figura 90** – Equiter: costruzione del *Data Hub*

Il *Data Hub* si propone di disciplinare un percorso virtuoso che porti dal dato alle decisioni strategiche, con un processo strutturato a servizio delle scelte di investimento. Nel corso del triennio Equiter si doterà di un *data warehouse (DWH)* dedicato, con un'ipotesi di modello basato su tre livelli:

1. il livello base è rappresentato dalle fonti di dati che possono essere eterogenee, provenienti da diversi sistemi e su tecnologie diverse;
2. il livello intermedio è il motore del *DWH* che esegue flussi di lavoro leggendo, trasformando e razionalizzando i dati acquisiti dalle fonti dati;

- il livello più alto è dedicato alla fruizione del dato attraverso strumenti di interrogazione e reportistica.



**Figura 91** – Equiter: architettura del *Data Hub*

### 3.5.3 Evoluzione del modello di servizio

L'attuale configurazione di Equiter come *holding* di partecipazioni è idonea alla gestione del proprio portafoglio proprietario di investimenti e di veicoli dedicati alla gestione di risorse di matrice pubblica (es. BEI). La medesima presenta invece alcuni limiti quando si tratta di iniziative nella forma di «fondo chiuso» con obiettivo di raccolta presso investitori istituzionali (fondazioni bancarie, casse di previdenza, fondi pensione, compagnie di assicurazione).

Con riguardo ai fondi chiusi, il modello di riferimento in Italia è la Società di Gestione del Risparmio (SGR) per la quale valgono alcune considerazioni di base. Innanzitutto, vi sono pochi esempi di modelli alternativi alla SGR, comunque riconducibili alla configurazione di *holding* (es. veicolo creato *ad hoc* da un gruppo

di casse di previdenza per investimenti nel settore dei parcheggi<sup>101</sup>). Inoltre, il modello ibrido di *fund hosting* presso una SGR terza rappresenta un compromesso accettabile solo in particolari fattispecie (es. lancio di un primo fondo o di iniziativa *una tantum* senza una strategia di serialità).

L'evoluzione prospettica del modello di servizio di Equiter va considerata alla luce di alcune scelte strategiche:

- consolidamento: presidio istituzionale di determinate *asset class* (infrastrutture) con una raccolta diretta sul mercato;
- serialità: visione a lungo termine sul lancio e supporto di nuove iniziative consecutive (es. Equiter Infrastructure III);
- controllo: presidio completo del processo, con adeguata *governance* (elemento critico nel *fund hosting*).

Nell'ipotesi in cui Equiter intenda rafforzare e consolidare il proprio posizionamento nell'*asset class* infrastrutturale, passando da iniziative *una tantum* (Fondo PPP Italia nel 2006, Fondo Equiter Infrastructure II nel 2021) a iniziative seriali (fondi tematici consecutivi), il passaggio al modello SGR è sicuramente una opzione raccomandabile per alcuni aspetti rilevanti:

- mercato: è il modello di riferimento riconosciuto come standard di mercato da parte degli investitori istituzionali (evidenza emersa chiaramente durante il *fund raising* del fondo Equiter Infrastructure II);
- legale: è indicato da Banca d'Italia come la naturale configurazione per iniziative seriali nel risparmio gestito (SGR multifondo);
- *governance*: è la configurazione più idonea per l'allineamento degli interessi GP/LP (es. *commitment* di investimento del team, *carried interest*), team dedicato con *track-record* nel verticale di riferimento (elemento fondamentale in fase di raccolta).

I prossimi passi previsti saranno dunque l'analisi “*make or buy*”, vale a dire la definizione di un piano operativo per l'evoluzione del modello di servizio in chiave SGR, valutando le opzioni possibili (costituzione *ex novo* di una SGR da autorizzare, acquisizione di SGR esistente già operativa, *joint venture* con primari operatori di settore).

---

<sup>101</sup> Arpinge SpA, investitore in infrastrutture per conto di 3 Casse di Previdenza (Inarcassa, Cassa Geometri ed Eppi), annoverato tra i primi operatori italiani nel settore dei posti auto.

### 3.6 Evidenze preliminari di validità del modello

Le intuizioni alla base del nuovo Piano d’Impresa 2022-2024 stanno dimostrando la validità di un modello di piattaforma *multi-asset* plasmata attorno al trinomio “Infrastrutture, Innovazione, Impatto”, elementi indissolubili del rationale di investimento di Equiter, qualunque ne sia il campo di applicazione.

Il percorso di sviluppo della società è stato presentato durante un importante evento organizzato dalla Commissione Europea<sup>102</sup>, al quale è stato invitato un gruppo selezionato di intermediari finanziari europei, cui Equiter ha partecipato come rappresentante per l’Italia. In termini quantitativi, un elemento di certificazione indiretta della bontà strada imboccata risiede nella significativa crescita della massa gestita, ormai stabilmente superiore a 1,3 miliardi di euro.

#### Key figures: a strong and resilient investment platform poised for further growth

FI Campus 2023

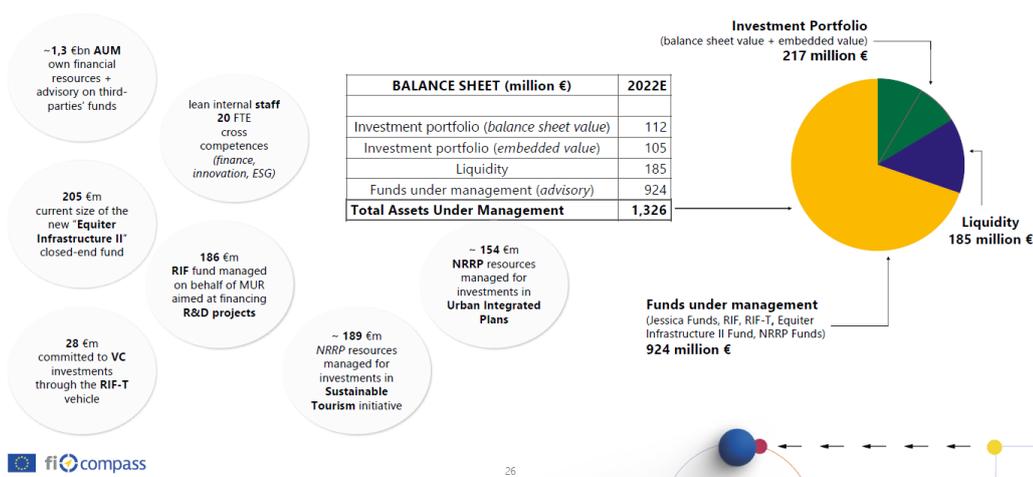


Figura 92 – Equiter: cifre chiave al 30/06/2023

Sul versante dell’*advisory* di fondi di terzi, il conseguimento della vittoria nel bando della Banca Europea per gli Investimenti come prima classificata sia nel

<sup>102</sup> FI Campus 2023: Supporting innovative SMEs and larger enterprises through equity investment. Evento organizzato dalla Commissione Europea insieme alla Banca Europea per gli Investimenti (Bruxelles, 13-15 marzo 2023).

Fondo Tematico Turismo<sup>103</sup> che nel Fondo Tematico Piano Urbani Integrati<sup>104</sup> ha confermato il posizionamento di Equiter come principale intermediario finanziario di riferimento dell'istituzione europea nella gestione di fondi tematici in Italia. Al raggiungimento di tale risultato ha contribuito certamente la reputazione conseguita nella gestione di precedenti strumenti (JESSICA e RIF), ma anche la proposizione di una nuova formula in grado di capitalizzare sinergie di vario genere, che vanno dalla generazione di opportunità di investimento all'interno del proprio network istituzionale, in particolare la rete capillare di Intesa Sanpaolo radicata in tutti i distretti italiani e la capacità progettuale delle fondazioni bancarie, sino all'attivazione di investimenti congiunti con gli altri strumenti a disposizione (es. investimenti diretti e fondo chiuso Equiter Infrastructure, entrambi attivi sul capitale di rischio a complemento del capitale di debito erogato con lo strumento comunitario), ivi incluse anche collaborazioni con società di portafoglio impegnate su verticali di particolare valenza per il raggiungimento degli obiettivi degli strumenti finanziari gestiti (es. efficienza energetica, *real estate*, *ESG*, ecc.).

Il ruolo preminente acquisito da Equiter nella gestione di fondi comunitari ha trovato particolare riconoscimento all'interno di una recente pubblicazione a cura dell'Unione Europea<sup>105</sup>, dove la società è presentata quale principale *case study* nella gestione del Fondo RIF in Italia a supporto di progetti di ricerca e innovazione nel Sud del Paese. Oltre alla definizione di un accordo operativo con BEI dotato di elementi innovativi a livello contrattuale, dove Equiter interviene come gestore di un veicolo detenuto totalmente da Intesa Sanpaolo cui la provvista finanziaria dello strumento viene messa a disposizione, uno dei principali risultati conseguiti è stato il progressivo incremento degli investimenti in capitale di rischio rispetto al capitale di debito, quest'ultimo inizialmente previsto come modalità prevalente di sostegno ai progetti selezionati. Proprio in tale aspetto risiede uno dei punti di forza dell'approccio di Equiter, che vede i fondi comunitari sempre più slegati dal consueto sostegno a fondo perduto in favore di un impiego condotto secondo logiche pienamente di mercato, in grado di preservare un capitale di natura rotativa che possa essere reimpiegato costantemente nel tempo per supportare nuove iniziative secondo principi di efficacia ed efficienza.

---

<sup>103</sup> Equiter è il principale intermediario finanziario selezionato dalla Banca Europea per gli Investimenti per la gestione di 200 milioni di euro tratti dalle risorse PNRR per il supporto delle infrastrutture e dei servizi per un Turismo Sostenibile.

<sup>104</sup> Equiter è il principale intermediario finanziario selezionato dalla Banca Europea per gli Investimenti per la gestione di 163,2 milioni di euro tratti dalle risorse PNRR per supportare la rigenerazione urbana nelle 14 Città Metropolitane italiane.

<sup>105</sup> Commissione Europea e Banca Europea per gli Investimenti, (2022). *Research and Innovation Funds in Italy: ERDF loan and equity financial instruments*.

### Gelesis

**Sector(s):** *Biotechnology/healthcare*

**Intermediary:** Fondo Ricerca e Innovazione S.r.l. / Equiter S.p.A

**Equity investment:** : EUR 25 million



Gelesis is a biotechnology company that was formed by scientists from the University of Salento based in Lecce in Italy's southern Apulia region in partnership with technology experts from the USA.

The company has successfully developed and brought to market the treatment known as Plenity, a tablet that acts as an aid to weight management in overweight adults.

In 2020 the MUR financial intermediary supported the acceleration phase of the company with an equity/quasi-equity investment of EUR 25 million. This enabled the company to fund research and development activities and clinical studies to expand the potential applications of superabsorbent hydrogel.

In January 2020 the company made a successful debut on the New York Stock Exchange through a Special Purchase Acquisition Company (SPAC) deal which valued the company at EUR 610 million. The company continues to have its scientific research base in Lecce, employing up to 74 people in high quality science-based jobs.

### Roboze

**Sector(s):** *advanced manufacturing/3D printing*

**Intermediary:** Fondo Ricerca e Innovazione S.r.l. (Gruppo Intesa Sanpaolo) / Equiter S.p.A

**Investment:** EUR 3 million equity/quasi-equity investment

Founded in 2013, in the city of Bari in Southern Italy, the company Roboze has developed advanced 3D printer technology. This allows it to produce precision parts for advanced manufacturing industries including aviation, technology and electric vehicle sectors.

The 2018 equity investment by the MUR RIF managed by Equiter helped finance the development of a new line of 3D printers called ARGO. These printers, which are now fully operational have enabled the company to open new business channels and develop a dedicated line of proprietary materials.



The company continues to base its EMEA (Europe, the Middle East and Africa) operations from its headquarters in Bari, alongside its successful US based sister company. It employs 60 people in its Italian base in disciplines including materials science, mechanical engineering and computer programming. Approximately 60% of the company's Italian-based workforce is focused on RDI.

### Agostino Gemelli University Hospital

**Sector(s):** *Healthcare Infrastructure*

**Intermediary:** Fondo Ricerca e Innovazione S.r.l. / Equiter S.p.A.

**Loan:** EUR 12 million

The Gemelli University Hospital is a large general hospital in Rome, Italy. With 1575 beds, it is the second-largest hospital in Italy, the largest hospital in Rome and one of the largest private hospitals in Europe.

The RDI project concerns the development of a software platform to provide digital healthcare solutions, through the application of AI and Machine learning tools.



**Figura 93** – RIF: *Case study* (BEI)

Per ciò che concerne il fondo chiuso Equiter Infrastructure II, l'attuale raccolta ha superato 200 milioni di euro e, oltre agli *Sponsor* Equiter e Compagnia di San Paolo, annovera alcuni importanti investitori istituzionali italiani (fondazioni, casse di previdenza e compagnie di assicurazione). Il *fund raising* è previsto in completamento nell'ultimo trimestre del 2023, con una attesa di superamento della soglia di 300 milioni di euro sulla base di negoziazioni in corso riguardo a due nuovi potenziali sottoscrittori con singolo *ticket* significativo. Sebbene al di sotto delle attese iniziali (obiettivo di raccolta pari a 400 milioni di euro), si tratterebbe comunque di un risultato apprezzabile alla luce dell'attuale contesto di mercato e della dimensione del precedente fondo (120 milioni di euro del Fondo PPP Italia). L'ammontare già raccolto è stato pressoché completamente allocato su 4 iniziative, con 45 milioni di euro già richiamati e altri 145 milioni di euro impegnati per futuri richiami destinati al finanziamento delle medesime iniziative (apertura cantieri o acquisizioni di progetti o aziende secondo il piano di *build-up* previsto).

Portfolio company	Investment date	Sector	Equity ticket (committed / drawn)	Current valuation	Expected returns	Value creation strategy	Infrastructure	Impact	Innovation
Campus Mind	Q1-22 (signed)		€40m / €0m	1.0x	11.0% / 1.9x	Greenfield to brownfield			
Energon ESCO	Feb-23		€35m / €35m	1.0x	17.0% / 2.5x	Organic growth			
BE Renewables	Mar-23		€35m / €5m	1.0x	17.0% / 1.8x	Greenfield to brownfield and roll-up platform			
Prosit Farma	Dec-22		€35m / €5m	1.0x	18.0% / 2.4x	Roll-up platform			
<b>Total</b>			<b>€145m / €45m</b>	<b>1.0x</b>					

**Figura 94** – Equiter Infrastructure: Investimenti al 30/06/2023

L'esperienza sin qui maturata dal fondo chiuso sta dimostrando la validità di un approccio alternativo al *mid-market* italiano. La maggior parte delle operazioni di qualità non soltanto è poco presidiata da consulenti specializzati ma stenta anche a trovare capitali per via di un *equity ticket* generalmente troppo piccolo per i fondi internazionali, ma può essere intelligentemente intercettata attraverso la rete relazionale o addirittura sviluppata in modo diretto. È certamente un approccio impegnativo in termini di tempo e risorse, ma Equiter ritiene sia un fattore distintivo.

Dal lancio del fondo, la strategia di investimento è stata affinata progressivamente, investendo molto tempo nel presentare questo approccio a un campione selezionato di *partner*, inclusi attori industriali disposti a mettere in atto operazioni strategiche (es. *asset carve-out*, nuove piattaforme di investimento tematico, sviluppo di iniziative *greenfield*) e manager di spicco che stanno avviando nuovi progetti infrastrutturali in ambiti in cui hanno maturato competenze distintive. Un esito positivo non poteva essere dato per scontato a priori, giacché si stava esplorando un mercato ancora abbastanza vergine in Italia (*mid-market*) con una nuova proposta di valore (infrastrutture dotate di robusti profili di innovazione e impatto). Equiter Infrastructure può dirsi preliminarmente soddisfatta di questa scelta, avendo costruito una forte *pipeline* di opportunità caratterizzate da buona diversificazione in termini di settori e grado di maturità, la maggior parte delle quali originate direttamente e dunque protette dalla concorrenza.

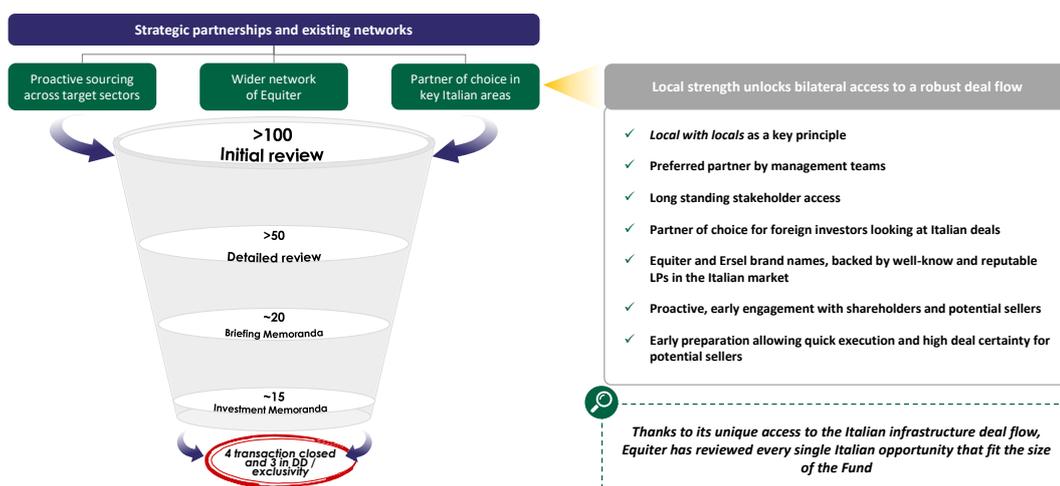


Figura 95 – Equiter Infrastructure: pipeline al 30/06/2023

L’attività di investimento diretto è costantemente impegnata nello sviluppo di iniziative strategiche per la *holding*, tra le quali va certamente menzionato proprio il lancio del nuovo fondo chiuso, di cui Equiter è anche *anchor investor* con la sottoscrizione di 50 milioni di euro con proprie risorse.

Un altro importante tassello della piattaforma *multi-asset* è lo sviluppo di un piccolo presidio di investimento diretto nel *Venture Capital*, che possa capitalizzare l’esperienza maturata nella gestione di fondi di terzi (Fondo RIF e Fondo RIF-T).

Tabella 23 – RIF-T: investimenti di *Venture Capital* al 30/06/2023

Società	Settore	Progetto	Ticket/Quota	Partner	Closing
	Efficienza energetica [digitale + sensoristica]	Piattaforma «SPIKE 2.0»	1 M€ / 4,7%	EDF Pulse Croissance, Iren, Azimut, Gellify	07/2021
	Bioteologie [farmaci cura tumori]	Farmaco TEMFERON [fase clinica I/II]	~1 M€ / 0,5% [IPO NASDAQ]	CDP VC, Qianzhan Investment, family office	12/2021
	Medicale [modelli anatomici 3D]	Hyper Accuracy 3D [automazione con AI]	1 M€ / 14,3% [+1 M€ fin. soci]	Club Acceleratori, Padda, Meditech	04/2022
	Transizione energetica [scambiatori termici]	XL-PCHE-IND [processo + fornace]	1,5 M€ / 14%	LIFTT, Club Investitori, STV	05/2022
	Sostenibilità [ESG education]	Impact Engament [piattaforma]	0,2 M€ (SAFE)	Telefónica, CDP, AIG, Sella, Digital Magics, Sport Horizon	07/2022

Nel primo semestre del 2023, sono state dunque svolte attività di approfondimento circa le modalità operative più idonee attraverso le quali realizzare l'investimento di risorse dirette di Equiter nell'*asset class* secondo l'ammontare massimo stanziato (10 milioni di euro). In considerazione dell'avviata operatività della piattaforma RIF-T, il veicolo societario che vede Equiter quale gestore esclusivo di una dotazione finanziaria messa a disposizione da Compagnia di San Paolo (18 milioni di euro tramite sottoscrizione di strumenti finanziari partecipativi) con già 5 investimenti all'attivo, si è innanzitutto valutata l'opportunità di una capitalizzazione di tale società da parte di Equiter, da realizzarsi alternativamente attraverso un aumento di capitale riservato ovvero la sottoscrizione di nuovi strumenti finanziari partecipativi. Benché gli approfondimenti svolti in relazione a tali alternative non abbiano sollevato rilievi da un punto di vista regolamentare e abbiano qualificato le soluzioni prospettate

come sostanzialmente equivalenti con riguardo alla finalità perseguita, si è tuttavia ritenuto preferibile orientarsi verso un approccio caratterizzato da una maggiore snellezza operativa e coerenza, astruendo dall'esigenza di effettuare una valutazione dell'attuale portafoglio partecipativo di RIF-T che, pur confermando appieno le proprie potenzialità prospettiche, si trova ancora in una fase preliminare di sviluppo e pertanto non sufficientemente matura per un puntuale giudizio di congruità. Pertanto, si è portato all'attenzione del Consiglio di Amministrazione l'opportunità di costituire un veicolo, interamente detenuto da Equiter e dedicato ad investimenti nel settore del *Venture Capital*, che potrà richiamare progressivamente i fondi in relazione all'attività di investimento.

Grazie agli investimenti completati negli ultimi anni, Equiter ha iniziato a guadagnare una propria identità e una iniziale visibilità all'interno dell'ecosistema italiano del *Venture Capital* come operatore attivo nel segmento dell'*early stage*.

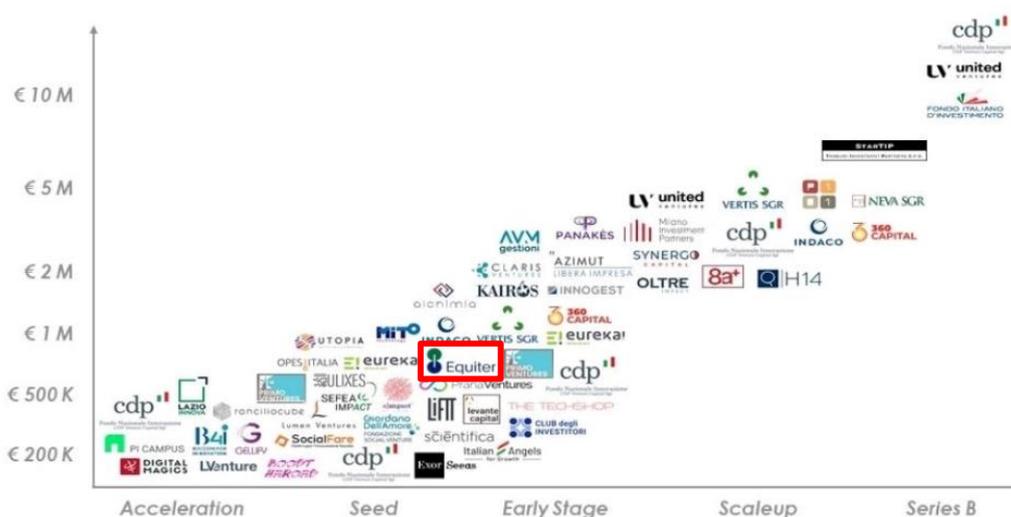


Figura 96 – Equiter: posizionamento nel *Venture Capital* in Italia (Vertis)

Sempre con riguardo all'attività di investimento diretto a livello di *holding*, l'affinamento della nuova *investment policy* ha inoltre identificato altri ambiti promettenti sui quali concentrarsi per sviluppare progetti coerenti nell'*asset class* del *Private Equity*. In continuità con l'esperienza di Equiter Energia nel settore dell'energia rinnovabile, una possibile direttrice di sviluppo in discussione è la realizzazione di una *joint venture* con un primario fondo di investimento che, attraverso la creazione di un veicolo societario indipendente, funga da piattaforma per la realizzazione di operazioni di investimento in contesti emergenti della transizione ecologica (infrastrutture di accumulo, filiera dell'idrogeno, riciclo

meccanico e chimico di materie plastiche, materiali innovativi per le energie rinnovabili ecc.) con un profilo di rischio e rendimento superiore a quello del fondo infrastrutturale. Una possibile declinazione dell'attività di investimento diretto in discussione riguarda anche una nuova modalità di supporto al segmento *expansion* attraverso lo strumento del *search fund*, dove Equiter potrebbe utilmente intervenire per supportare lo sviluppo di PMI di eccellenza del territorio, insieme a manager di comprovata esperienza, preservando il tessuto imprenditoriale locale e favorendo un percorso di transizione nei confronti dell'innovazione e della sostenibilità.

Come nel caso dell'attività storica di Equiter, vale a dire gli investimenti infrastrutturali *core* concentrati dapprima nel Fondo PPP Italia e poi in Equiter Infrastructure, anche i nuovi ambiti di *Venture Capital* e *Private Equity* attualmente oggetto di sviluppo all'interno della piattaforma *multi-asset* di matrice infrastrutturale potrebbero candidarsi, una volta raggiunta sufficiente maturità e conseguito adeguato *track-record*, a divenire progetti indipendenti oggetto di specifica raccolta sul mercato secondo la possibile evoluzione del modello di servizio ipotizzato dalla società.

## Bibliografia

- AIFI e Terzi & Partners, (2021). *Investitori istituzionali italiani e Private Capital*.  
Pagine 11-14.
- AIFI, (2021). *Il private equity a supporto dell'economia reale: analisi e contributi*.  
Pagine 6-8.
- AIFI, (2021). *Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza*. Sintesi delle misure del  
PNRR rivolto agli associati AIFI. Pagine 5-14.
- AIFI, (2022). *Private Capital: un volano per il rilancio del Paese e la sua crescita  
sostenibile 2022-2026*. Pagina 6.
- Algebris, (2023). *Algebris Green Transition Fund*. Presentazione del fondo  
dedicato a investimenti nella transizione ecologica. Fonte interna non  
pubblicamente disponibile. Pagine 4-8.
- Alverà, M. (2020). *Rivoluzione idrogeno. La piccola molecola che può salvare il  
mondo*. Milano: Mondadori.
- Ambrosini, A., Baito, S., Fanciullacci, M., Fiani, M., Guicciardi, F., Lertora, M.,  
Morpurgo, E., Muzio, A., Zenari, M. e Zetti, G. (2022). *Le strategie di add-  
on nel private equity*. Quaderno n. 52 della collana AIFI "Investimento nel  
Capitale di Rischio". Pagine 25-41.
- Banca Europea per gli Investimenti, (2022). *Call for Expression of Interest to select  
financial intermediaries that will receive resources from a Fund of Funds (the  
"Italian National Recovery and Resilience Fund of Funds" or Fondo Ripresa  
e Resilienza Italia)*. Bando di gara con avviso alla manifestazione di interesse  
volto a selezionare degli intermediari finanziari per la gestione del Fondo  
Tematico Turismo e del Fondo Tematico Piani Urbani Integrati. Documento  
disponibile sul sito istituzionale della Banca Europea per gli Investimenti:  
<https://www.eib.org/en/products/mandates-partnerships>

- Banca Europea per gli Investimenti, (2022). *Fondo di Fondi Ripresa Resilienza Italia*. Presentazione riservata agli intermediari finanziari in occasione della pubblicazione dell'avviso per la selezione degli intermediari per il Fondo "Ripresa e Resilienza Italia". Pagine 2-7. Documento disponibile sul sito istituzionale Ministero del Turismo: <https://www.ministeroturismo.gov.it>
- Banca OPI – Banca per la finanza alle Opere Pubbliche e alle Infrastrutture S.p.A., (2006). *Relazione del Consiglio di Amministrazione ai sensi dell'art. 2506 ter del Codice Civile sul progetto di scissione totale di Banca OPI S.p.A. in favore di Banca Intesa Infrastrutture e Sviluppo S.p.A., di Intesa Sanpaolo S.p.A. e di Finanziaria per le Opere Pubbliche e le Infrastrutture S.p.A.* Relazione del Consiglio di Amministrazione in merito agli aspetti strategici della riorganizzazione delle entità operative nel business infrastrutturale del Gruppo Intesa Sanpaolo. Pagine 2-7.
- Blackstone, (2021). *The case for Private Market Alternatives*. Articolo disponibile sul sito istituzionale di Blackstone: <https://pws.blackstone.com/>
- Borgomeo, L. (2021). *Transizione energetica: la filiera delle tecnologie delle rinnovabili in Italia*. Rapporto a cura della Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo. Pagine 4-13.
- Burnett, B. e Larsen, P. (2023). *The devil is in the details: middle-market infrastructure investing*. Articolo disponibile sul sito istituzionale di Hamilton Lane: <https://www.hamiltonlane.com>
- Cané, F. (2022). Intervista al Partner di NB Renaissance in occasione del XXII NOVA MBA Conference tenutosi a New York, disponibile sulla newsletter Private Capital Today di AIFI (29 Settembre 2022).
- Castamagna, M., GiacomIELLO, C., Parassina, A., e Rinelli, G. (2023). *Private Markets*. Allegato ad AP Advisor Private n. 39 gennaio-febbraio 2023. Pagine 8-23.
- Cipolletta, I. (2023). *Il Private Capital nel mondo: processi di internazionalizzazione*. Convegno a cura di AIFI. Pagine 2-5.
- Club degli Investitori, (2023). *Turin 2023 Startup Ecosystem*. Ricerca condotta dal Club degli Investitori in collaborazione con il Comitato Torino Finanza, ESCP Business School, Growth Capital e Torino Tech Map. Rapporto completo reperibile sul sito istituzionale: <https://www.clubdeglinvestitori.it>
- Commissione Europea e Banca Europea per gli Investimenti, (2022). *Research and Innovation Funds in Italy: ERDF loan and equity financial instruments*. Presentazione del *case study* del Fondo RIF gestito da Equiter. Pagine 23-26. Documento disponibile sul sito istituzionale della piattaforma fi-compass: <https://www.fi-compass.eu>

- Commissione Europea, (2021). *Horizon Europe*. Documento programmatico a cura della Direzione Generale per la Ricerca e l'Innovazione che descrive gli ambiti del Programma (*pillar*). Documento disponibile sul sito istituzionale della Commissione Europea: <https://commission.europa.eu/>
- Diehl, J. (2022). *Private Markets Insights: Optimism in an Age of Change*. 2022 Global Investor Survey a cura di Adams Street. Pagina 6.
- Equiter – Investimenti per il Territorio S.p.A. *Bilanci d'esercizio 2018-2022*. Bilanci depositati e corredati di Relazione del Collegio Sindacale e di Relazione della Società di Revisione.
- Equiter – Investimenti per il Territorio S.p.A., (2016). *Esecuzione scissione parziale non proporzionale della società Enerpoint Energy e costituzione Equiter Energia*. Verbale del Consiglio di Amministrazione con relativo provvedimento in materia di partecipazioni. Fonte interna non pubblicamente disponibile.
- Equiter – Investimenti per il Territorio S.p.A., (2019). *PPP Italia Fund: a successful path*. Presentazione a Fondaco SGR del rendiconto dei risultati consuntivi conseguiti dal team di gestione di Equiter. Fonte interna non pubblicamente disponibile.
- Equiter – Investimenti per il Territorio S.p.A., (2022). *Piano di Impresa 2022-2024: un investitore orientato all'innovazione e all'impatto per lo sviluppo del territorio*. Presentazione del piano strategico triennale della società. Fonte interna non pubblicamente disponibile.
- Equiter – Investimenti per il Territorio S.p.A., (2023). *Equiter Infrastructure II: Infrastrutture, Innovazione e Impatto*. Presentazione istituzionale del fondo chiuso. Fonte interna non pubblicamente disponibile. Pagine 5-10.
- Equiter Energia, (2019). *Presentazione istituzionale*. Fonte interna non pubblicamente disponibile. Informazioni di sintesi reperibili sul sito istituzionale: <https://www.equiterspa.com/progetto/equiter-energia>
- Equiter S.p.A., (2011). *Fondo PPP Italia*. Presentazione istituzionale del fondo chiuso che delinea la politica di investimento. Fonte interna non pubblicamente disponibile. Informazioni di sintesi reperibili sul sito istituzionale: <https://www.equiterspa.com/advisory/fondo-ppp-italia>
- Equiter S.p.A., (2016). *Equiter e il Programma JESSICA nelle Regioni Sicilia, Sardegna e Campania*. Resoconto su attività e risultati raggiunti a fine 2015. Fonte interna non pubblicamente disponibile. Pagine 3.

- Equiter S.p.A., (2022). *Il Fondo RIF*. Presentazione istituzionale del fondo che delinea le caratteristiche principali e i risultati conseguiti. Fonte interna non pubblicamente disponibile. Informazioni di sintesi reperibili sul sito istituzionale: <https://fondoricercainnovazione.equiterspa.com>
- Ersel Wealth Management, (2021). *Equiter ed Ersel lanciano il fondo Equiter Infrastructure II – Infrastrutture, Innovazione, Impatto*. Comunicato stampa del lancio del fondo chiuso disponibile sul sito istituzionale: <https://www.ersel.it>
- EY, (2015). *Stima del valore economico del Compendio di Compagnia di San Paolo oggetto di conferimento a Equiter S.p.A.* Relazione ai sensi dell'art. 2343 ter, comma 2, lettera b) del Codice Civile, alla data di riferimento del 31 dicembre 2014. Fonte interna non pubblicamente disponibile.
- FIN.OPI - Finanziaria per le Opere Pubbliche e le Infrastrutture S.p.A., (2006). *Bilancio d'esercizio 2015*. Bilancio depositato e corredati di Relazione del Collegio Sindacale e di Relazione della Società di Revisione. Pagine 9-11.
- FIN.OPI - Finanziaria per le Opere Pubbliche e le Infrastrutture S.p.A., (2005). *Profilo societario*. Presentazione istituzionale della società.
- FIN.OPI - Finanziaria per le Opere Pubbliche e le Infrastrutture S.p.A., (2007). *Profilo societario*. Presentazione istituzionale della società.
- Fondazione Compagnia di San Paolo, (2021). *In Compagnia, dal 1563 per il bene comune. La scelta per il futuro sostenibile*. Documento Programmatico Pluriennale 2021-2024 della Fondazione disponibile sul sito istituzionale della fondazione: <https://www.compagniadisanpaolo.it>. Pagina 12-14.
- Fondazione Compagnia di San Paolo, (2022). *Rapporto Annuale 2021*. Rapporto sull'attività della Fondazione disponibile sul sito istituzionale della fondazione: <https://www.compagniadisanpaolo.it>
- Fondazione CRC, (2022). *Programma Operativo 2023*. Documento Programmatico Previsionale per l'Esercizio 2023 disponibile sul sito istituzionale della fondazione: <https://fondazionecrc.it>
- Fondazione CRT, (2022). *DPP 2023*. Documento Programmatico Previsionale per l'Esercizio 2023 disponibile sul sito istituzionale della fondazione: <https://www.fondazionecrt.it>
- Fondazione LINKS, (2020). *Equiter Infrastructure II: Innovation Scorecard*. Analisi dei profili di innovazione del fondo chiuso. Fonte interna non pubblicamente disponibile.
- Foresti, G. (2022). *Verso una transizione sostenibile: scenari e opportunità per le imprese italiane*. Analisi a cura della Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo. Pagine 10-11.

- Gervasoni, A. (2019). *Internazionalizzarsi per crescere: il ruolo del private equity nelle imprese italiane*. Ricerca a cura dell'Università LIUC.
- Gervasoni, A. (2023). *L'attività di private capital in Italia*. Rapporto 2022 a cura di AIFI. Pagine 4-9.
- Gervasoni, A. e Sattin, F. (2020). *Private equity e venture capital*. Manuale di investimento nel capitale di rischio. Milano: Guerini Next.
- Hamilton Lane, (2021). *Private Markets: a guide for High-Net-Worth Investors*. Pagina 4.
- HitecVision, (2023). *Wave Fund: market opportunity*. Presentazione del fondo dedicato a investimenti nella transizione ecologica. Fonte interna non pubblicamente disponibile. Pagine 15-18.
- Intesa Sanpaolo S.p.A., (2014). *Progetto Social Impact Finance*. Documento a supporto del Consiglio di Gestione dove si delinea la partnership dell'istituto bancario con Compagnia di San Paolo avente ad oggetto Equiter. Fonte interna non pubblicamente disponibile. Pagine 8-14.
- Intesa Sanpaolo S.p.A., (2015). *Scissione parziale di OLDEQUITER a favore di Intesa Sanpaolo S.p.A.* Documento a supporto del Consiglio di Gestione dove si delinea l'operazione di scissione parziale di OLDEQUITER verso la Capogruppo. Fonte interna non pubblicamente disponibile.
- Intesa Sanpaolo S.p.A., (2016). *Ingresso della Fondazione CRT nel capitale di Equiter*. Documento a supporto del Consiglio di Gestione dove si delinea l'operazione di conferimento di attivi da parte della Fondazione CRT in Equiter, con conseguente uscita di quest'ultima dal perimetro del gruppo bancario. Fonte interna non pubblicamente disponibile.
- Intesa Sanpaolo, (2022). *La Bioeconomia in Europa*. 8° Rapporto a cura della Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo. Pagine 14-17.
- KPMG, (2021). *Italian Private Equity and Venture Capital Market: 2020 performance*. Pagine 13-19.
- Lertora, M. (2021). *L'asset class infrastrutturale e i fondi specializzati in Europa*. Quaderno n. 50 della collana AIFI "Investimento nel Capitale di Rischio". Pagine 11-18.
- McKinsey & Company, (2022). *McKinsey Global Private Markets Review 2022: Private markets rally to new heights*. Pagine 7-15.

- OLDEQUITER S.p.A., (2015). *Stima del valore economico del Ramo d'Azienda di OLDEQUITER S.p.A. oggetto di conferimento in Equiter S.p.A.* Relazione ai sensi dell'art. 2343 ter, comma 2, lettera b) del Codice Civile, alla data di riferimento del 31 dicembre 2014. Fonte interna non pubblicamente disponibile.
- PitchBook, (2023). *European Venture Report*. Rapporto sull'andamento del Venture Capital in Europa nel 2022.
- PitchBook, (2023). *Global Private Market Fundraising Report*. Rapporto sull'andamento della raccolta mondiale del Private Market nel 2022. Pagine 3-7.
- Preqin, (2023). *Why Invest in Alternatives?* Guida agli investimenti alternativi disponibile sul sito istituzionale: <https://www.preqin.com/>
- Prothea, (2020). *Wind Solar PV Portfolio Sale*. Presentazione del portafoglio di impianti a fonte rinnovabile oggetto di mandato di cessione. Fonte interna non pubblicamente disponibile. Pagine 6-7.
- PWC, (2016). *Determinazione del valore economico di Equiter S.p.A. e degli asset oggetto di conferimento da Fondazione CRT a favore di Equiter S.p.A.* Perizia indipendente per la determinazione della partecipazione al capitale sociale di Equiter da parte di Intesa Sanpaolo, Compagnia di San Paolo e Fondazione CRT. Fonte interna non pubblicamente disponibile.
- PWC, (2017). *Determinazione del Fair Value di Equiter S.p.A. e degli asset oggetto di conferimento da Fondazione CRC a favore di Equiter S.p.A.* Perizia indipendente per la determinazione della partecipazione al capitale sociale di Equiter da parte di Intesa Sanpaolo, Compagnia di San Paolo, Fondazione CRT e Fondazione CRC. Fonte interna non pubblicamente disponibile.
- PWC, (2022). *Asset and Wealth Management Revolution*. Pagina 4.
- Time Partners, (2020). *The Private Capital Advantage*. White Paper. Pagine 9-10.
- Tiresia, (2020). *Equiter Infrastructure II: Infrastrutture e modello Impact*. Analisi dei profili di impatto del fondo chiuso. Fonte interna non pubblicamente disponibile. Pagine 2-6.

## Elenco delle Figure

FIGURA 1 – <i>PRIVATE MARKET</i> : PESO SULLE MASSE GESTISTE GLOBALI (ADAMS STREET 2021) .....	7
FIGURA 2 – <i>PRIVATE MARKET</i> : ATTIVI IN GESTIONE (MCKINSEY 2022) .....	8
FIGURA 3 – <i>PRIVATE MARKET</i> : DIFFERENTI MODALITÀ DI INVESTIMENTO (PREQIN) .....	9
FIGURA 4 – <i>PRIVATE MARKET</i> : PREMIO DI ILLIQUIDITÀ (CAMBRIDGE ASSOCIATES) .....	12
FIGURA 5 – INVESTIMENTI ALTERNATIVI: RAZIONALE DEGLI INVESTITORI ISTITUZIONALI (PREQIN) .....	12
FIGURA 6 – <i>PRIVATE MARKET</i> : BENEFICIO SULLA FRONTIERA EFFICIENTE (TIME PARTNERS).....	14
FIGURA 7 – <i>PRIVATE CAPITAL</i> : SEGMENTI DI RIFERIMENTO IN ITALIA (AIFI) .....	16
FIGURA 8 – <i>PRIVATE CAPITAL</i> : AMMONTARE INVESTITO E NUMERO DI TRANSAZIONI IN ITALIA (AIFI) .....	18
FIGURA 9 – <i>PRIVATE CAPITAL</i> : ANDAMENTO DELLA RACCOLTA IN ITALIA (AIFI) .....	19
FIGURA 10 – <i>PRIVATE CAPITAL</i> : ORIGINE DELLA RACCOLTA IN ITALIA (AIFI).....	20
FIGURA 11 – <i>PRIVATE CAPITAL</i> : ANDAMENTO DELLA RACCOLTA IN ITALIA (AIFI) .....	20
FIGURA 12 – INVESTIMENTI <i>ESG-RELATED</i> : MASSA GESTITA A LIVELLO GLOBALE (PWC).....	23
FIGURA 13 – <i>ESG POLICY</i> : LIVELLO DI ADOZIONE A LIVELLO MONDIALE (HARVARD).....	23
FIGURA 14 – <i>ESG POLICY</i> : LIVELLO DI ADOZIONE IN ITALIA (AIFI) .....	24
FIGURA 15 – <i>PRIVATE CAPITAL</i> : GRADO DI INNOVAZIONE NELLE IMPRESE (LIUC).....	25
FIGURA 16 – PNRR ITALIA: MISSIONI E RELATIVA DOTAZIONE .....	27
FIGURA 17 – <i>PRIVATE CAPITAL</i> : OPERATORI ATTIVI NEI VARI SEGMENTI (AIFI/PWC) .....	30
FIGURA 18 – <i>PRIVATE EQUITY</i> : IRR PER CLASSE DI FATTURATO DELL'IMPRESA (KPMG).....	31
FIGURA 19 – <i>PRIVATE EQUITY</i> : IRR PER TIPOLOGIA DI INTERVENTO (KPMG) .....	31
FIGURA 20 – PMI ECCELLENTI: DISTRIBUZIONE E PERFORMANCE SETTORIALE (GLOBAL STRATEGY).....	33
FIGURA 21 – <i>PRIVATE EQUITY</i> : EVOLUZIONE NEL NUMERO DI OPERAZIONI <i>ADD-ON</i> IN ITALIA (AIFI) .....	36
FIGURA 22 – <i>PRIVATE EQUITY</i> : PESO DELLE OPERAZIONI <i>ADD-ON</i> IN ITALIA (AIFI).....	37
FIGURA 23 – <i>PRIVATE EQUITY</i> : DISTRIBUZIONE SETTORIALE DEGLI <i>ADD-ON</i> IN ITALIA (AIFI) .....	38
FIGURA 24 – EQUITER: ATTUALI AZIONISTI DI RIFERIMENTO .....	45
FIGURA 25 – BANCA OPI E FIN.OPI: ASSETTO ORGANIZZATIVO NEL 2004 (SANPAOLO IMI) .....	53
FIGURA 26 – FIN.OPI: PARTECIPAZIONI AL 31/12/2005 .....	56
FIGURA 27 – EQUITER: VALORE DEL RAMO CONFERITO DA INTESA SAN PAOLO AL 31/12/2014 .....	61
FIGURA 28 – EQUITER: VALORE DEL COMPENDIO DI COMPAGNIA DI SAN PAOLO AL 31/12/2014 .....	61
FIGURA 29 – EQUITER: AZIONARIATO POST CONFERIMENTO DI COMPAGNIA DI SAN PAOLO .....	62
FIGURA 30 – EQUITER: SINTESI DELL'OPERAZIONE STRATEGICA CON FONDAZIONE CRT .....	62
FIGURA 31 – EQUITER: <i>FAIR VALUE</i> NELL'OPERAZIONE DI CONFERIMENTO DI FONDAZIONE CRT.....	63
FIGURA 32 – EQUITER: VALORE DEL COMPENDIO DI FONDAZIONE CRT .....	64

FIGURA 33 – EQUITER: AZIONARIATO POST CONFERIMENTO DI FONDAZIONE CRT .....	64
FIGURA 34 – EQUITER: REVISIONE GRAFICA DEL LOGO.....	65
FIGURA 35 – EQUITER: <i>FAIR VALUE</i> NELL’OPERAZIONE DI CONFERIMENTO DI FONDAZIONE CRC .....	66
FIGURA 36 – EQUITER: <i>FAIR VALUE</i> DEGLI ASSET CONFERITI DA FONDAZIONE CRC .....	66
FIGURA 37 – EQUITER: AZIONARIATO POST CONFERIMENTO DI FONDAZIONE CRC .....	67
FIGURA 38 – FONDO PPP ITALIA: PRINCIPALI SOTTOSCRITTORI.....	69
FIGURA 39 – FONDO PPP ITALIA: STRUTTURA CONTRATTUALE TIPICA DEGLI INVESTIMENTI.....	71
FIGURA 40 – FONDO PPP ITALIA: SETTORI DI INVESTIMENTO E FASE DI INTERVENTO.....	72
FIGURA 41 – FONDO PPP ITALIA: PORTAFOGLIO E RENDIMENTO .....	72
FIGURA 42 – PROGRAMMA JESSICA: RISORSE DESTINATE ALL’ITALIA .....	73
FIGURA 43 – PROGRAMMA JESSICA: PRINCIPALI PROGETTI FINANZIATI.....	75
FIGURA 44 – EQUITER ENERGIA: IMPIANTI A ENERGIA RINNOVABILE NEL PORTAFOGLIO.....	76
FIGURA 45 – EQUITER ENERGIA: PERIMETRO DI RIFERIMENTO A REGIME (PROTHEA).....	78
FIGURA 46 – RIF: STRATEGIA DI INVESTIMENTO .....	80
FIGURA 47 – RIF: SELEZIONE DEI POTENZIALI BENEFICIARI.....	81
FIGURA 48 – EQUITER: ORIENTAMENTI E OBIETTIVI STRATEGICI DEL PIANO DI IMPRESA 2022-2024.....	86
FIGURA 49 – EQUITER: RICAVI PREVISIONALI E CONSUNTIVI DEL PIANO DI IMPRESA 2019-2021 .....	88
FIGURA 50 – EQUITER: RISULTATI PREVISIONALI E CONSUNTIVI DEL PIANO DI IMPRESA 2019-2021.....	88
FIGURA 51 – EQUITER: RISORSE IMPIEGATE NEL PIANO DI IMPRESA 2019-2021.....	89
FIGURA 52 – EQUITER: RISORSE DISINVESTITE NEL PIANO DI IMPRESA 2019-2021 .....	89
FIGURA 53 – EQUITER: PATRIMONIO GESTITO AL 31/12/2021 .....	90
FIGURA 54 – EQUITER: FONDI DI TERZI IN GESTIONE AL 31/12/2021 .....	91
FIGURA 55 – EQUITER: DIMENSIONI DI RIFERIMENTO DEL PIANO DI IMPRESA 2022-2024.....	91
FIGURA 56 – PNRR ITALIA: SFIDE, OBIETTIVI E AMBITI DI INTERVENTO .....	92
FIGURA 57 – DIFFERENTI RIVOLUZIONI INDUSTRIALI DELLA STORIA UMANA .....	93
FIGURA 58 – <i>HORIZON EUROPE</i> : AMBITI DEL PROGRAMMA (UE).....	94
FIGURA 59 – <i>EUROPEAN INNOVATION COUNCIL</i> : CICLO DELL’INNOVAZIONE (UE) .....	94
FIGURA 60 – <i>EUROPEAN INNOVATION COUNCIL</i> : COMPOSIZIONE DEL PORTAFOGLIO (EIC PILOT) .....	96
FIGURA 61 – <i>EUROPEAN INNOVATION COUNCIL</i> : VALORE STRATEGICO DEI DATI (COMMISSIONE EU).....	97
FIGURA 62 – FONDO DI FONDI “RIPRESA E RESILIENZA ITALIA”: SCHEMA OPERATIVO (BEI).....	102
FIGURA 63 – FONDO DI FONDI “RIPRESA E RESILIENZA ITALIA”: AREE TEMATICHE DI INTERVENTO (BEI) .....	103
FIGURA 64 – FONDO DI FONDI “RIPRESA E RESILIENZA ITALIA”: RIPARTIZIONE DELLE RISORSE.....	105
FIGURA 65 – FONDO DI FONDI “RIPRESA E RESILIENZA ITALIA”: CRITERI DI SELEZIONE DEGLI INTERMEDIARI ..	106
FIGURA 66 –PROGRAMMI OPERATIVI NAZIONALI 2021-2027 .....	107
FIGURA 67 – EQUITER INFRASTRUCTURE: STRUTTURA DI <i>GOVERNANCE</i> .....	113
FIGURA 68 – EQUITER INFRASTRUCTURE: ELEMENTI DI DIFFERENZIAZIONE.....	114
FIGURA 69 – EQUITER INFRASTRUCTURE: POSIZIONAMENTO DI MERCATO .....	116
FIGURA 70 – EQUITER INFRASTRUCTURE: PRINCIPALI CARATTERISTICHE .....	117
FIGURA 71 – EQUITER INFRASTRUCTURE: PRESIDIO DI INNOVAZIONE E IMPATTO .....	120
FIGURA 72 – EQUITER INFRASTRUCTURE: STRATEGIA DI INVESTIMENTO .....	121
FIGURA 73 – EQUITER INFRASTRUCTURE: ANALISI DI IMPATTO NEL PROCESSO DI INVESTIMENTO.....	130
FIGURA 74 – EQUITER INFRASTRUCTURE: MAPPATURA DEI SETTORI DI INVESTIMENTO .....	131

FIGURA 75 – EQUITER INFRASTRUCTURE: PRIORITÀ DEI SETTORI DI INVESTIMENTO .....	132
FIGURA 76 – EQUITER: PRESIDIO DINAMICO SEGMENTI IMPRESE E <i>ASSET</i> INNOVATIVI (INVESTIMENTI DIRETTI) ..	134
FIGURA 77 – EQUITER: ALLOCAZIONE DELLE RISORSE PER SEGMENTO (INVESTIMENTI DIRETTI) .....	135
FIGURA 78 – EQUITER: POSIZIONAMENTO PER SEGMENTO (INVESTIMENTI DIRETTI) .....	136
FIGURA 79 – RIF-T: <i>INVESTMENT POLICY</i> .....	137
FIGURA 80 – RIF-T: CONFIGURAZIONE INIZIALE DEL VEICOLO .....	138
FIGURA 81 – RIF-T: MATRICE DI POSIZIONAMENTO .....	139
FIGURA 82 – RIF-T: NUOVO POSIZIONAMENTO DI VEICOLO NEL <i>VENTURE CAPITAL</i> .....	140
FIGURA 83 – RIF-T: PARAMETRI DI VALUTAZIONE DELLE <i>TARGET</i> DI INVESTIMENTO .....	141
FIGURA 84 – TECNOLOGIE RINNOVABILI: PRIMI 10 ESPORTATORI MONDIALI (ISP 2019, €BN) .....	149
FIGURA 85 – FONTI RINNOVABILI: VALORE PRODUZIONE DI BENI IN EUROPA (ISP, MEDIA 2018-2019, €BN) .....	150
FIGURA 86 – <i>TRANSITION CAPITAL</i> : ESEMPI DI AMBITI DI INTERVENTO .....	152
FIGURA 87 – EQUITER: INVESTIMENTO IN FONDI COME ATTIVITÀ DI SUPPORTO .....	153
FIGURA 88 – EQUITER: SCENARI DI POSIZIONAMENTO IN AMBITO <i>ESG</i> .....	155
FIGURA 89 – EQUITER: <i>ROADMAP ESG</i> .....	158
FIGURA 90 – EQUITER: COSTRUZIONE DEL <i>DATA HUB</i> .....	159
FIGURA 91 – EQUITER: ARCHITETTURA DEL <i>DATA HUB</i> .....	160
FIGURA 92 – EQUITER: CIFRE CHIAVE AL 30/06/2023 .....	162
FIGURA 93 – RIF: <i>CASE STUDY</i> (BEI) .....	164
FIGURA 94 – EQUITER INFRASTRUCTURE: INVESTIMENTI AL 30/06/2023 .....	165
FIGURA 95 – EQUITER INFRASTRUCTURE: <i>PIPELINE</i> AL 30/06/2023 .....	166
FIGURA 96 – EQUITER: POSIZIONAMENTO NEL <i>VENTURE CAPITAL</i> IN ITALIA (VERTIS) .....	168

## Elenco delle Tabelle

TABELLA 1 – INVESTIMENTI TRADIZIONALI E ALTERNATIVI CONFRONTO .....	2
TABELLA 2 – INVESTIMENTI ALTERNATIVI: <i>ASSET CLASS</i> DI RIFERIMENTO E PERIMETRO DEL <i>PRIVATE CAPITAL</i> .....	4
TABELLA 3 – FONDO CHIUSO: VANTAGGI E SVANTAGGI DELLE MODALITÀ DI INVESTIMENTO ALTERNATIVE .....	10
TABELLA 4 – <i>PRIVATE CAPITAL</i> : PRINCIPALI TENDENZE IN ITALIA .....	21
TABELLA 5 – PNRR ITALIA: DETTAGLIO DELLE MISSIONI 1 E 2 .....	28
TABELLA 6 – PMI ECCELLENTI: PRINCIPALI CARATTERISTICHE ED EVIDENZE DI MERCATO.....	34
TABELLA 7 – <i>PRIVATE CAPITAL</i> : NUOVI ATTORI EMERGENTI.....	39
TABELLA 8 – EQUITER: TAPPE PRINCIPALI ED EVOLUZIONE CRONOLOGICA .....	51
TABELLA 9 – FIN.OPI: NUOVO POSIZIONAMENTO NEL 2005 (SANPAOLO IMI).....	54
TABELLA 10 – EQUITER: STRATEGIA DI INVESTIMENTO NEL GRUPPO INTESA SANPAOLO .....	58
TABELLA 11 – EQUITER: PROGETTI <i>FLAGSHIP</i> (1998-2021) .....	68
TABELLA 12 – EQUITER: EVOLUZIONE DELLA PIATTAFORMA <i>MULTI-ASSET</i> .....	84
TABELLA 13 – <i>EUROPEAN INNOVATION COUNCIL</i> : SCHEMI DI FINANZIAMENTO .....	95
TABELLA 14 – EQUITER: CANTIERI DI LAVORO DEL PIANO DI IMPRESA 2022-2024 .....	99
TABELLA 15 – FONDO DI FONDI “RIPRESA E RESILIENZA ITALIA”: ESEMPI DI INVESTIMENTO .....	104
TABELLA 16 – EQUITER INFRASTRUCTURE: ELEMENTI CARATTERIZZANTI.....	110
TABELLA 17 – EQUITER INFRASTRUCTURE: <i>INNOVATION SCORECARD</i> .....	125
TABELLA 18 – EQUITER INFRASTRUCTURE: MODELLO <i>IMPACT</i> .....	128
TABELLA 19 – RIF-T: PERCORSO EVOLUTIVO .....	144
TABELLA 20 – <i>DEVELOPMENT CAPITAL</i> : OBIETTIVI, PROFILO DI RISCHIO E CRITERI DI SELEZIONE INVESTIMENTI .....	147
TABELLA 21 – <i>DEVELOPMENT CAPITAL</i> : RUOLO, VALORE AGGIUNTO, <i>GOVERNANCE</i> E ORIZZONTE TEMPORALE ...	148
TABELLA 22 – EQUITER: SCENARI DI POSIZIONAMENTO IN AMBITO <i>ESG</i> .....	156
TABELLA 23 – RIF-T: INVESTIMENTI DI <i>VENTURE CAPITAL</i> AL 30/06/2023.....	167