



Università
Ca' Foscari
Venezia

Corso di Laurea magistrale in
Amministrazione, Finanza e Controllo

Tesi di Laurea

—
Ca' Foscari
Dorsoduro 3246
30123 Venezia

**Come creare un flusso di
opportunità d'investimento
interessanti per l'operatore di
private equity.**
Un modello fondato sugli indicatori di bilancio.

Relatore

Prof.ssa Gloria Gardenal

Correlatore

Ch. Prof. Ugo Sostero

Laureanda

Martina Crivellaro

Matricola 816774

Anno Accademico

2011 / 2012



Università
Ca' Foscari
Venezia

Corso di Laurea magistrale in
Amministrazione, Finanza e Controllo

Tesi di Laurea

—
Ca' Foscari
Dorsoduro 3246
30123 Venezia

**Come creare un flusso di
opportunità d'investimento
interessanti per l'operatore di
private equity.
Un modello fondato sugli indicatori di bilancio.**

Relatore

Prof.ssa Gloria Gardenal

Correlatore

Ch. Prof. Ugo Sostero

Laureanda

Martina Crivellaro

Matricola 816774

Anno Accademico

2011 / 2012

Alla mia famiglia,

Al mio ragazzo,

Agli amici più cari,

per avermi supportato costantemente

in questo impegnativo ma bellissimo percorso.

Indice generale

Indice delle tabelle	7
Indice dei grafici	9
Introduzione	10
1 Capitolo - Il private equity	14
1.1 Il private equity e la sua funzione nel sistema economico.....	14
1.2 La nascita del mercato del private equity: le principali tappe.....	19
1.3 Gli operatori attivi nel mercato del private equity	22
1.4 I fondi mobiliari chiusi di private equity.....	26
1.4.1 I soggetti coinvolti nel funzionamento di un fondo mobiliare chiuso.....	28
1.4.2 Le differenti tipologie di fondi mobiliari chiusi	34
1.4.3 Le caratteristiche strutturali dei fondi mobiliari chiusi italiani.....	40
1.5 Il ciclo di vita di un fondo di private equity.....	42
1.5.1 La fase di raccolta delle risorse.....	43
1.5.2 La fase di investimento.....	46
1.5.3 Il processo di disinvestimento.....	56

2 Capitolo - Il mercato dei capitali di rischio.....	60
2.1 Una visione d'insieme: l'andamento del private equity nel contesto internazionale.....	60
2.2 Il private equity nel contesto europeo.....	65
2.3 L'evoluzione del mercato italiano del private equity.....	71
2.3.1 Gli operatori e la raccolta in Italia.....	74
2.3.2 L'attività di investimento.....	81
2.3.3 Il disinvestimento	90
2.4 Gli ostacoli allo sviluppo del mercato del private equity: come superarli a sostegno del sistema imprenditoriale italiano.....	94
2.4.1 Pochi investimenti specializzati in particolari segmenti.....	95
2.4.2 Limitate opportunità interessanti di uscita dagli investimenti.....	104
2.4.3 Lo scarso sviluppo dei fondi pensione	105
3 Capitolo - Il processo d'investimento e la selezione delle imprese nelle quali investire.....	107
3.1 Il processo d'investimento: una revisione della letteratura.....	107
3.2 Il deal origination.....	111
3.2.1 La creazione di un flusso costante di opportunità d'investimento: fonti esterne o scouting diretto?.....	112
3.2.2 La selezione delle opportunità d'investimento.....	117
3.2.2.1 Le prospettive di crescita.....	121
3.2.2.2 Il management team.....	123
3.2.2.3 Il rendimento atteso.....	127

3.2.2.4 Le strategie di uscita.....	129
3.3 L'implementation.....	130
4 Capitolo - Come individuare un flusso di opportunità d'investimento: un'analisi empirica su un campione di imprese italiane.....	138
4.1 La ricerca di opportunità d'investimento nel contesto italiano.....	138
4.2 Il modello: investire in un'impresa privata o nel portafoglio di mercato?.....	140
4.3 Il campione.....	145
4.3.1 Gli indicatori di bilancio.....	146
4.4 Alcune analisi.....	154
4.4.1 L'analisi di correlazione degli indicatori di rischio-rendimento.....	154
4.4.2 L'andamento degli indicatori di bilancio nel periodo 2003-2010.....	158
4.5 I risultati	161
Conclusioni.....	169
Riferimenti bibliografici.....	172
Sitografia.....	181

Indice delle tabelle

Tabella 2.1 Numero di operatori attivi nel periodo 2008-2011.....	75
Tabella 2.2 L'evoluzione degli operatori monitorati per tipologia	75
Tabella 2.3 La provenienza dei capitale raccolti (milioni di euro).....	78
Tabella 2.4 Evoluzione dell'origine dei capitali raccolti sul mercato per tipologia di fonte.....	80
Tabella 2.5 L'evoluzione dell'attività di investimento.....	81
Tabella 2.6 Distribuzione degli investimenti (ammontare e numero) per tipologia di operazione.....	83
Tabella 2.7 Distribuzione geografica percentuale del numero e dell'ammontare di investimenti realizzati nel periodo 2008-2011.....	87
Tabella 2.8 L'evoluzione dell'attività di disinvestimento.....	91
Tabella 2.9 Distribuzione percentuale dei disinvestimenti (ammontare e numero) per tipologia	92
Tabella 4.1 Correlazione media tra gli indicatori di rischio-rendimento (2003-2010)..	155
Tabella 4.2 Correlazione media tra gli indicatori di rischio-rendimento (2003).....	155

Tabella 4.3 Correlazione media tra gli indicatori di rischio-rendimento (2004).....	156
Tabella 4.4 Correlazione media tra gli indicatori di rischio-rendimento (2005).....	156
Tabella 4.5 Correlazione media tra gli indicatori di rischio-rendimento (2006).....	156
Tabella 4.6 Correlazione media tra gli indicatori di rischio-rendimento (2007).....	156
Tabella 4.7 Correlazione media tra gli indicatori di rischio-rendimento (2008).....	157
Tabella 4.8 Correlazione media tra gli indicatori di rischio-rendimento (2009).....	157
Tabella 4.9 Correlazione media tra gli indicatori di rischio-rendimento (2010).....	157
Tabella 4.10 Media e deviazione standard degli indicatori di rischio-rendimento nel periodo 2003-2010	159
Tabella 4.11 Media e deviazione standard degli indicatori di rischio-rendimento delle imprese selezionate nel periodo 2003-2010	166

Indice dei grafici

Grafico 2.1 L'andamento della raccolta internazionale.....	62
Grafico 2.2 L'evoluzione dei buyout a livello internazionale (numero di operazioni e valore aggregato).....	64
Grafico 2.3 Overview fundraising, investments and divestments 2000-2001 (amount of billion of euro).....	65
Grafico 2.4 Overview investments amount (billion of euro).....	68
Grafico 2.5 Overview amount divestments (billion of euro).....	70
Grafico 2.6 L'evoluzione del mercato del private equity in Italia.....	72-73
Grafico 2.7 L'evoluzione del mercato del peso percentuale degli investimenti in imprese high tech.....	89
Grafico 2.8 L'evoluzione dell'ammontare disinvestito.....	91

Introduzione

Il termine “private equity” è generalmente utilizzato per indicare l'attività di investimento nel capitale di rischio di imprese non quotate. L'obiettivo dell'investitore che acquista tale partecipazione è quello di mantenerla con un'ottica di medio-lungo periodo in modo da realizzare un plusvalore dalla dismissione della partecipazione stessa. In riferimento a questa tipologia di operazione vanno considerati una serie di aspetti positivi, sia a favore dell'impresa oggetto di acquisizione sia a favore dei fornitori di capitale di rischio.

L'impresa, da un lato, trae una serie di vantaggi da questa tipologia di operazioni. Innanzitutto, il ricorso ad operatori specializzati le consente di disporre di capitale cosiddetto “paziente”, un'importante risorsa soprattutto per le imprese che attraversano fasi delicate di avvio, crescita interna/esterna o ricambio generazionale. L'operatore di private equity, oltre ad apportare capitale di rischio nell'impresa, generalmente mette a sua disposizione tutte le proprie competenze per la realizzazione del piano di sviluppo prefissato, determinando ulteriori aspetti positivi. Infatti, egli solitamente supporta l'impresa nella definizione degli obiettivi e del piano strategico, monitora la sua situazione finanziaria, introduce nuove risorse manageriali e figure professionali specializzate, condivide le proprie relazioni e contatti per stimolare nuovi accordi e collaborazioni. La presenza dell'investitore, in aggiunta, influenza positivamente l'immagine e l'affidabilità dell'impresa stessa nei rapporti commerciali e finanziari ed, inoltre, è considerata uno strumento efficace in grado di accompagnarla sul mercato regolamentato. D'altra parte, per i fornitori di capitale di rischio tale attività rappresenta un buon investimento, considerando che permette loro di conseguire performance superiori in seguito al livello maggiore di rischio assunto.

L'attività di private equity è considerata, nel complesso, di fondamentale importanza per il sistema economico in quanto favorisce la nascita di nuove imprese e lo sviluppo di quelle esistenti.

Il presente lavoro, incentrato su questa tematica, è strutturato come segue.

Nel primo capitolo, dopo aver analizzato quali sono gli operatori attivi nel mercato del private equity, ci si focalizzerà sui fondi mobiliari chiusi di diritto italiano, il cui obiettivo è quello di raccogliere capitali, mediante l'emissione di quote di partecipazione al fondo presso investitori istituzionali e privati, per investirli successivamente. Questi strumenti sono considerati i più adatti e utilizzati per realizzare l'attività d'investimento nel capitale di rischio nel mercato italiano. In seguito, ci si concentrerà sul loro ciclo di vita.

La prima fase che delinea questo processo, altresì definita con il termine “fund raising”, è l'attività di raccolta dei capitali, o delle relative sottoscrizioni, destinata a finanziare lo svolgimento dell'attività d'investimento.

Il fondo, successivamente, procede a finanziare le imprese opportunamente selezionate. In riferimento a ciò, si sottolinea come il suo intervento possa risultare differente a seconda del livello di sviluppo dell'impresa da finanziare. Gli investimenti nel capitale di rischio si differenziano, infatti, in finanziamenti: volti a supportare le primissime fasi del ciclo di vita delle imprese; finalizzati a sostenere la crescita e l'implementazione di programmi di sviluppo aziendale e destinati a sostituire gli azionisti che non vogliono più essere coinvolti nell'attività d'impresa.

Ultima fase del ciclo di vita del fondo è il disinvestimento delle partecipazioni acquisite nelle imprese, ed è proprio in quest'ultimo momento che esso ha la possibilità di realizzare il risultato sperato.

Nel secondo capitolo si passa ad esaminare l'evoluzione del mercato del private equity. Dopo brevi osservazioni sul contesto internazionale ed europeo si mette in luce la particolare evoluzione del mercato italiano nel corso degli ultimi anni. La sua nascita è da ricondursi all'anno 1986 nel quale i soggetti che operavano in questo contesto costituirono l'Associazione Italiana del private equity e del venture capital (AIFI). In particolare, a partire dai primi anni 2000 il mercato italiano ha subito una consistente crescita raggiungendo negli anni 2007-2008 il suo massimo sviluppo. In seguito a questo periodo, a causa della crisi economico-finanziaria che ha colpito indistintamente i mercati di tutto il mondo, l'attività di raccolta e investimento delle risorse ha subito un brusco rallentamento. Nonostante tutti i mercati abbiano risentito degli effetti negativi della crisi

economica, nel confronto con altri paesi europei il mercato italiano presenta vari aspetti critici che ostacolano un suo ulteriore sviluppo. Innanzitutto, in questa realtà mancano investitori specializzati su singoli segmenti quali: l'early stage, il replacement, il turnaround. Nel momento in cui l'imprenditore è alla ricerca di capitale di rischio, a seconda della situazione che si trova ad affrontare, si aspetta, infatti, di essere supportato, rispettivamente, nelle primissime fasi di vita aziendale, nel processo di cambiamento interno e nelle situazioni di difficoltà economico-finanziarie. Altra criticità è riscontrabile nel fatto in cui il mercato italiano presenta limitate opportunità interessanti per uscire dagli investimenti, e ciò scoraggia un ulteriore sviluppo dell'attività di private equity. Infine, per raggiungere i livelli dei paesi finanziariamente più evoluti sembra necessario sviluppare ulteriormente nel contesto italiano la presenza dei fondi pensione, quali strumenti per la raccolta costante di capitali.

Nel terzo capitolo si passa ad approfondire il processo d'investimento nel capitale di rischio, il quale è scomponibile idealmente in tre fasi: l'origination, l'implementation e il closing. Nella prima fase l'operatore deve ricercare interessanti opportunità d'investimento che seleziona tra molte altre; nella seconda fase egli deve procedere alla valutazione dell'impresa e ad un'analisi dei suoi punti di forza e debolezza, mentre nell'ultima fase viene elaborata una proposta di finanziamento e presentate le condizioni contrattuali.

Per l'operatore di private equity fondamentale è selezionare la "giusta" impresa nella quale investire e per questo motivo, in questa sede, ci si vuole focalizzare sulla prima fase del processo d'investimento.

Il mercato italiano, a differenza di quelli finanziariamente più evoluti, presenta due criticità collegabili alla creazione di un flusso di opportunità d'investimento. Innanzitutto, nel mercato italiano sono assenti consulenti e operatori specializzati, con il compito di intermediari, e in conseguenza di ciò l'incontro tra offerta e domanda di capitale di rischio è reso maggiormente complesso. In secondo luogo, le imprese non sono propense a ricercare partner finanziari che mettono a loro disposizione capitale di rischio bensì, sono gli investitori che si attivano per individuare potenziali imprese da finanziare.

A causa di queste distorsioni del mercato i fondi mobiliari chiusi di diritto italiano devono impiegare notevoli risorse per identificare un target potenziale di imprese da fi-

nanziare. Devono, infatti, raccogliere informazioni sulle imprese stesse e cercare di stabilire una valida rete di contatti con altri professionisti, manager, associazioni industriali e centri di ricerca in modo da generare internamente un proprio flusso di proposte di investimento potenzialmente interessanti.

Per queste ragioni, in questa sede, si è pensato di sviluppare un modello originale che permetta agli investitori di individuare, in base ad una serie di indicatori economico-finanziari desunti dai bilanci di imprese non quotate, un gruppo di potenziali proposte d'investimento. Si vuole sottolineare come il modello sia del tutto originale e in alcun modo ancora validato. In particolare, con questo modello si vuole fornire un supporto al private equiter per identificare un proprio flusso di opportunità d'investimento. Attingendo da uno studio simile, svolto in precedenza, si è individuato un campione di imprese non quotate localizzate nell'area trevigiana delle quali sono stati calcolati una serie di indicatori ritenuti in grado di esprimere al meglio la relazione rischio-rendimento dell'impresa stessa. Sulla base di questi indici, è stata calcolata l'utilità che l'investitore conseguirebbe investendo in una specifica impresa non quotata e, successivamente, tale valore è stato comparato con l'utilità di investire nel portafoglio di mercato. Da questo confronto è stato possibile selezionare le imprese che hanno conseguito un'utilità superiore a quella del mercato le quali rappresenterebbero, in base ad una prima analisi, buone opportunità d'investimento per l'operatore di private equity.

1 Capitolo

Il private equity

1.1 *Il private equity e la sua funzione nel sistema economico*

Il termine “*private equity*” è utilizzato per indicare l’“*investimento istituzionale nel capitale di rischio*”; questa attività è molto importante per il sistema economico in quanto favorisce la nascita di nuove imprese e lo sviluppo di quelle esistenti.

Marco Vitale¹, nel febbraio 1987² si riferisce all'attività svolta dai fondi mobiliari chiusi³ come a quella di “imprenditori del rischio che mettono insieme spirito imprenditoriale, competenze di scienziati, tecnici, capacità manageriali, finanziarie e organizzative, contatti nazionali e internazionali, e capitale di rischio proprio e di altri per promuovere nuove imprese, per rivitalizzare e lanciare in un nuovo ciclo di sviluppo vecchie imprese, per stimolare imprese minori a raggiungere più adeguate dimensioni, e per sviluppare e diffondere, in forma di impresa, nuove tecnologie⁴”.

Da questa dichiarazione emerge come, in un sistema economico che considera lo sviluppo dell'imprenditorialità la forza motrice dell'evoluzione sociale ed economica, la

1 Marco Vitale è stato presidente dell'*Associazione Italiana del Private Equity e del Venture Capital (AIFI)* dal 1986 al 2003.

2 In tale periodo, in Italia, era assente un testo di legge che disciplinasse il funzionamento dei fondi chiusi mobiliari. Nell'ordinamento italiano questi strumenti sono stati introdotti dalla legge n. 344 del 14 agosto 1993. Cfr. Paragrafo 1.2, *La nascita per mercato del private equity: le principali tappe*, pp. 16 e ss.

3 I fondi mobiliari chiusi sono strumenti ideali per la realizzare l'attività di *private equity*. Cfr. paragrafo 1.4, *I fondi mobiliari chiusi di private equity*, pp. 22 e ss.

4 Cit. AIFI (1990) *Venture capital. Capitale per lo sviluppo*, Milano, Il sole 24 ore Libri.

funzione dei fondi mobiliari chiusi e, in particolare, l'investimento nel capitale di rischio, sia fondamentale.

L'espressione *private equity*, pur mantenendo un significato comune⁵, ha assunto connotati diversi a seconda delle prassi più diffuse nei particolari contesti geografici nei quali il termine è stato adottato.

Secondo la prassi più diffusa negli Stati Uniti⁶, a livello terminologico, l'attività di investimento nel capitale di rischio definita “*attività di private equity*”, viene suddivisa, a seconda dell'operatore che la pone in essere, in *venture capital* e *operazioni di buy out*. A sua volta, all'interno dell'attività di *venture capital* si individuano due tipologie di investimento: l'*early stage* financing, che indica il finanziamento delle imprese nei primi stadi di vita e l'*expansion* financing, che indica gli interventi effettuati in imprese già sviluppate e mature.

In Europa, invece, fino a qualche anno fa si distingueva tra *private equity*, indicando con questa espressione le operazioni realizzate su fasi successive a quella iniziale del ciclo di vita di aziende mature, e *venture capital*, riferendosi al finanziamento d'avvio dell'impresa. Nonostante questa suddivisione iniziale, oggi la prassi a livello europeo si è adattata agli standard statunitensi, per favorire i confronti su dati statistici⁷.

All'interno del conteso europeo, in Italia, AIFI ha definito l'attività di *private equity* come “attività di investimento nel capitale di rischio di imprese non quotate, con l'obiettivo della valorizzazione dell'impresa oggetto di investimento ai fini della sua dismissione entro un periodo di medio-lungo termine⁸”. Di conseguenza, secondo la prassi italiana, l'attività di *private equity* può essere associata all'attività di investimento nel capitale di rischio e, nello specifico, l'attività di *venture capital* è da interpretare come una particolare attività di *private equity* la quale permette di finanziare imprese che attraversano

5 Cfr. Gervasoni, A. & Sattin, F. (2008) *Private equity e venture capital: manuale d'investimento nel capitale di rischio*, Milano, Edizioni Angelo Guerini e Associati Spa. In particolare, capitolo 1, *Inquadramento teorico*, pp. 16-17.

6 Cfr. Bygrave, W. & Timmons, J. A. (1992) *Venture Capital at the Crossroad*, Boston, Harvard Business School Press.

7 Cfr. Gervasoni, A. & Bechi, A. (2007) *I fondi chiusi di private equity nell'esperienza italiana. Aspetti economici e giuridici*, Bologna, Il Mulino. In particolare, capitolo 1, *Il ruolo dei fondi chiusi di private equity e venture capital nello sviluppo delle imprese e del sistema economico*, pp. 29-30.

8 Definizione che deriva dalla Delibera del Consiglio direttivo di AIFI del 22 luglio 2004.

le prime fasi del loro ciclo di vita (per questo, capitale di ventura).

Nonostante queste differenze terminologiche l'attività di *private equity* ha un significato comune. L'investitore nel capitale di rischio acquista una partecipazione significativa in una specifica impresa, che manterrà con un'ottica di medio-lungo periodo, il cui obiettivo finale è realizzare un plusvalore dalla vendita della partecipazione stessa.

Il *private equiter*⁹, nel momento in cui finanzia una determinata impresa, ne diventa un socio temporaneo e come tale utilizzerà le proprie abilità imprenditoriali per accrescere il valore dell'impresa stessa, in modo da ottenere un plusvalore dalla differenza tra il prezzo di acquisizione e il prezzo di vendita della partecipazione. Il buon esito dell'operazione è determinato dalla capacità dell'investitore di contribuire a creare valore per l'impresa, valore che genera effetti positivi anche per il sistema economico e lo sviluppo dell'imprenditorialità del paese. In un sistema economico come quello attuale, infatti, il ruolo che svolge l'investimento nel capitale di rischio è fondamentale sotto vari punti di vista¹⁰, che analizzeremo qui di seguito.

Dal punto di vista dell'*impresa*, ricorrere ad operatori specializzati per reperire capitali di rischio finalizzati a favorire la creazione di valore consente di disporre di capitale cosiddetto "paziente", un'importante risorsa soprattutto per le imprese che attraversano fasi delicate di avvio, di crescita interna/esterna o di ricambio generazionale. Il supporto del *private equiter* non si esaurisce con la semplice fornitura di mezzi finanziari, ma egli mette a disposizione dell'impresa tutto il *know how* necessario per il raggiungimento dei suoi obiettivi¹¹, e questo determina ulteriori aspetti positivi collegati allo svolgimento dell'attività di *private equity*.

Innanzitutto, con le proprie competenze strategiche l'investitore può aiutare l'impresa nella definizione degli obiettivi e del piano strategico, con le competenze finanziarie può supportarla nei continui monitoraggi della situazione finanziaria, con la propria

9 Con l'espressione *private equiter*, in questo scritto, si fa riferimento ad un soggetto interessato ad investire nel capitale di rischio di specifiche imprese, quindi ad un soggetto che svolge l'attività di *private equity*.

10 Cfr. AIFI (2004) Quaderni sull'investimento nel capitale di rischio, *Il private equity come motore dello sviluppo*, Milano, Egea.

11 Cfr. Gervasoni, A. & Sattin, F. *Private equity e venture capital: manuale d'investimento nel capitale di rischio*, op. cit. In particolare, capitolo 1, p.26.

esperienza, basata su una moltitudine di realtà imprenditoriali diverse, può dotarla di sistemi di controllo, quali sistemi di pianificazione degli obiettivi e adeguati sistemi di reporting per verificare e analizzare il loro raggiungimento. In merito al *know how* che il *private equiter* mette a disposizione, alcuni studi¹² dimostrano che se l'investitore riuscirà ad offrire un'adeguata consulenza all'impresa, soprattutto in campo strategico e dirigenziale, egli sarà in grado di realizzare un maggior valore aggiunto. Inoltre, soprattutto nelle realtà nelle quali gli imprenditori presentano carenze di tipo manageriale, servizi di consulenza di questo tipo sembrano essere ciò che le imprese, partecipate da un investitore nel capitale di rischio, si aspettano.

In secondo luogo, l'operatore di *private equity* può contribuire alla creazione di valore per l'impresa introducendo nuove risorse manageriali, figure professionali con precise responsabilità, svincolando così la gestione da quella che potrebbe essere la sfera familiare della piccola-media impresa non quotata.

Altro aspetto positivo si riscontra nel momento in cui il *private equiter* condivide, con l'impresa nella quale ha investito, un insieme di relazioni e contatti sia di tipo finanziario, come le relazioni instaurate con le banche e altri investitori istituzionali, sia di tipo reale, come i rapporti con altre imprese, stimolando in tal modo nuove collaborazioni e accordi.

Ancora, le nuove prassi implementate dall'investitore e la certificazione che l'impresa ha ottenuto attraverso la *due diligence*¹³, conducono a un miglioramento della sua immagine e credibilità nei rapporti commerciali con i clienti, fornitori e con altri potenziali interlocutori finanziari, consentendo in tal modo un accesso "facilitato" al credito (effetto *rating*). Il valore di queste opportunità è maggiore quando l'azienda non è ancora conosciuta, oppure quando si trova in una situazione di difficoltà finanziarie e deve ricostruire la propria reputazione.

Infine, l'operatore di *private equity* può essere ritenuto un efficace strumento per accom-

12 Cfr. Bovaird, C. (1990) *Introduction to venture capital finance*, London, Pitman.

13 "Con il termine *due diligence* si intende, come noto, quell'insieme di verifiche di carattere più o meno analitico che, con riferimento a un'azienda da acquisire, viene normalmente effettuato a beneficio dell'acquirente, generalmente prima della stipula del contratto di acquisizione." Cit. Carlotti, M. (2003) *Tecniche di private equity. Il fondo e l'origination, l'investimento, la gestione e il disinvestimento*, Milano, Egea. In particolare, capitolo 13, *Il processo di due diligence*, p.172.

pagnare le imprese sui mercati regolamentati. Considerata la temporaneità dell'investimento, la Borsa rappresenta per il finanziatore il principale canale per dismettere la partecipazione. La possibilità di liquidare in modo agevole gli investimenti, attraverso la quotazione delle società, incrementa il numero di IPO¹⁴, innescando un circolo virtuoso che porta alla crescita e all'evoluzione del sistema economico e finanziario¹⁵. Si ritiene, infatti, che le aziende partecipate da investitori nel capitale di rischio gestiscano l'attività in modo particolarmente attento e orientato a massimizzare il valore azionario¹⁶.

Ancora, per quanto riguarda i vantaggi ottenibili dall'impresa oggetto di *private equity*, in generale, alcuni studi¹⁷ hanno dimostrato che le imprese partecipate da investitori professionali possono ottenere performance economiche superiori rispetto alle altre realtà imprenditoriali. L'attività di investimento nel capitale di rischio, in questo modo, contribuisce a sviluppare il sistema industriale e l'economia nel suo complesso, selezionando le imprese con maggiori opportunità di crescita e fornendo loro il capitale necessario per crescere. In quest'ottica, sviluppare il mercato del *private equity* può rappresentare un valido strumento politico per sostenere le economie locali.

Dopo aver analizzato il punto di vista dell'impresa, anche dalla parte dei *fornitori di capitale* l'attività di *private equity* rappresenta un ottimo investimento. Infatti, il tasso medio di rendimento di un investimento nel capitale di rischio, misurato attraverso l'*Internal Rate of Return (IRR)* indica una performance sensibilmente superiore rispetto a

14 IPO, dall'inglese *Initial Public Offering*, è un'offerta pubblica iniziale di titoli di una società che intende quotarsi in borsa per la prima volta.

15 Cfr. Gervasoni, A. & Bechi, A. *I fondi chiusi di private equity nell'esperienza italiana. Aspetti economici e giuridici*, op. cit. In particolare, capitolo 1, p.29-30.

16 Annualmente *Ernst & Young Financial Advisor* valuta l'andamento dell'*EYVB Index*, un indice rappresentativo dell'andamento dei titoli delle società italiane *venture backed IPOs*, a confronto con alcuni indici rappresentativi dei titoli quotati. Nel periodo tra marzo 2002 e febbraio 2005, *EYVB Index* ha avuto un rendimento superiore rispetto al *MIBTEL* e al *MIB30*, i quali rappresentano rispettivamente la performance generale di tutti i titoli quotati e dei titoli a più larga capitalizzazione.

17 Ricerca riferita a 12 paesi appartenenti all'Europa; Cfr. Coopers & Lybrand, EVCA (European Private Equity and Venture Capital Association) (1996) *The economic impact of Venture Capital in Europe*, pubblicazione interna, Zaventem.

Indagine relativa a imprese giovani e innovative degli Stati Uniti: National Venture Capital Association (NVCA), Venture One, Coopers & Lybrand (1998) *Eighth annual economic impact of venture capital study*, Arlington (Virginia).

quella registrata da altre forme di investimento con simili livelli di rischio¹⁸.

1.2 La nascita del mercato del private equity: le principali tappe

La nascita del mercato del *private equity* in Italia è fatta risalire al 1986. In quest'anno, infatti, alcune finanziarie private e di emanazione bancaria costituirono l'associazione di categoria AIFI, con la volontà comune di dar vita e, in seguito, di sviluppare il mercato italiano del capitale di rischio. Questo momento è considerato fondamentale; da questa data in poi l'ambito istituzionale nel quale gli investitori nel capitale di rischio operano ha subito continue evoluzioni che hanno modificato il profilo degli operatori da un lato, e le possibilità di intervento dall'altro¹⁹. Analizziamo ora le tappe principali dell'evoluzione del mercato italiano del *private equity*.

In Italia, fino al 1986 l'attività di investimento diretto nel capitale di rischio di imprese industriali non quotate era preclusa alle aziende di credito e agli istituti centrali di categoria. Con la delibera del CICR²⁰ del 6 febbraio 1987 e la circolare della Banca d'Italia 11 marzo 1987, si assiste ad una prima evoluzione: le aziende di credito e gli istituti centrali di categoria vengono autorizzati ad operare nel capitale di rischio con la presenza di una società di intermediazione finanziaria (SIF) di loro emanazione. A questi soggetti viene concessa la possibilità di partecipare al capitale di rischio, in posizione minoritaria, con l'assunzione temporanea di obbligazioni, azioni e titoli simili dell'impresa. L'attività posta in essere dalle cosiddette *merchant banks*²¹ di emanazione bancaria, a

18 Cit. Gervasoni, A. & Sattin, F. *Private equity e venture capital: manuale d'investimento nel capitale di rischio*, op. cit. In particolare, capitolo 1, pp. 26 e ss. Nello specifico, sui tassi medi di rendimento degli investimenti in *private equity* si veda nello specifico, il capitolo 10, *La misurazione della performance complessiva e la valutazione del portafoglio*.

19 Cfr. Gervasoni, A. & Sattin, F., *Private equity e venture capital: manuale d'investimento nel capitale di rischio*, op. cit. In particolare, capitolo 1, p. 22.

20 CIRC: Comitato Interministeriale per il Credito e per il Risparmio.

21 *Merchant banks* è l'attività posta in essere dalle società di intermediazione finanziaria. Con tale termine si intende l'attività di “*corporate finance*” volta a fornire all'impresa servizi finanziari avanzati e in-

partire da questo momento, ha rappresentato un primo passo per il riconoscimento di questa importante funzione svolta dagli istituti di credito.

Sul piano normativo, la situazione rimane immutata fino al 1993. Nel settembre di questo anno²² viene emanato il testo unico in materia bancaria e creditizia (TUB) che proponeva il modello organizzativo della “banca universale”; questo genere di banca aveva natura imprenditoriale e poteva esercitare congiuntamente la raccolta del risparmio presso il pubblico e l'esercizio del credito, rivoluzionando in tal senso la precedente normativa²³ riferita al sistema bancario. In questo nuovo quadro di riferimento, l'attività di investimento nel capitale di rischio di imprese non finanziarie viene ricompresa tra quelle disciplinate dal TUB²⁴, il quale dettava precisi limiti²⁵ finalizzati a contenere il rischio e a mantenere una determinata separazione tra banca e impresa.

Con l'emanazione della Legge n.344 del 14 agosto 1993, il contesto normativo ha subito un'importante evoluzione: sono stati istituiti i fondi di investimento mobiliare chiusi di diritto italiano, lo strumento ora più utilizzato nell'attività di investimento nel capitale di rischio. Questa normativa suscitò un dibattito piuttosto acceso sull'istituzione e sulla regolamentazione dei fondi chiusi, che scoraggiò l'utilizzo immediato di questi strumenti per l'esercizio dell'attività di *private equity*. Fin dal momento della sua emanazione la normativa presentò limiti evidenti in seguito alla presenza di vincoli e divieti²⁶ che

novativi (investimento nel capitale di rischio delle imprese mediante l'assunzione di partecipazioni azionarie, finanza straordinaria d'impresa finalizzata a ristrutturazioni societarie e di gruppo, consulenza finanziaria per l'accompagnamento e l'ammissione delle imprese alla quotazione in Borsa).

22 Con D. Lgs. 1° settembre 1993, n.385, in vigore dal 1 gennaio 1994

23 Legge bancaria del 1936 e seguenti.

24 Introduce la distinzione tra: banche e gruppi bancari cosiddetti “ordinari”, banche e gruppi bancari abilitati (istituti di primaria importanza con un patrimonio di vigilanza non inferiore a 2.000 miliardi) e banche specializzate (con patrimonio di vigilanza non inferiore ai 2.000 miliardi e caratterizzate da una prevalente raccolta a medio termine).

25 Vengono introdotte tre tipologie di limiti: *limite complessivo*, si riferisce a quanto una banca può complessivamente investire in partecipazioni non finanziarie rispetto al patrimonio di vigilanza, *limite di concentrazione* riguarda la singola partecipazione massima che può assumere rispetto allo stesso aggregato, e il *limite di separatezza* riguarda quanto capitale di una singola società può detenere l'istituto di credito.

26 Tra i limiti e i vincoli previsti vi era il *valore unitario minimo delle quote* pari a 100 milioni, il *versamento dei capitali sottoscritti* doveva avvenire in un'unica soluzione nella fasi iniziale di vita del

condizionavano negativamente l'operatività dello strumento.

A partire dal 1997 la normativa ha subito importanti variazioni, introdotte nel processo di revisione fiscale e strutturale del mercato finanziario italiano.

Con riferimento a questo contesto, l'evento di maggior rilievo che ha riformato la disciplina relativa all'attività di intermediazione finanziaria corrisponde all'emanazione, con decreto legislativo n.58 del 24 febbraio 1998, del Testo Unico della Finanza (TUF). In questo ambito viene introdotta la figura del “gestore unico del risparmio” il quale opera con la struttura della Società di Gestione del Risparmio (SGR) e viene di conseguenza abrogata la precedente Legge 344/93.

Norme regolamentari successive emanate dalla Banca d'Italia²⁷ e dal Ministero del Tesoro²⁸ hanno ridefinito la struttura e il funzionamento dei fondi chiusi dotandoli di maggior flessibilità e coerenza con il contesto finanziario internazionale, determinando un conseguente impatto positivo sul loro sviluppo. Ancora, con l'emanazione del regolamento sulla gestione collettiva del risparmio²⁹ sono state ulteriormente riviste le disposizioni relative alle SGR e ai fondi comuni di investimento, ponendo le basi per il rafforzamento dell'industria del risparmio gestito e per sostenere il suo sviluppo.

In seguito all'evoluzione che ha caratterizzato il contesto normativo italiano, è possibile riscontrare una parallela evoluzione degli operatori presenti sul mercato del *private equity* che analizzeremo nel paragrafo successivo.

fondo; i *vincoli alle politiche di investimento* impedivano l'acquisizione di partecipazioni di maggioranza e l'utilizzo della leva finanziaria; vi era l'*obbligo* di richiedere, dopo tre anni dalla costituzione, il *collocamento in Borsa* delle quote del fondo; il *vincolo* di non poter *distribuire i proventi* realizzati se non dopo cinque anni dall'entrata in operatività del fondo. Cfr. Gervasoni, A. & Bechi, A. *I fondi chiusi di private equity nell'esperienza italiana. Aspetti economici e giuridici*, op. cit. In particolare, capitolo 3, *I profili normativi dei fondi mobiliari chiusi di diritto italiano*, pp.106 e ss.

27 Provvedimento della Banca d'Italia del 20 settembre 1999.

28 Decreto del ministero del Tesoro n.228 del 24 maggio 1999 (modificato da ultimo dal decreto ministeriale 14/10/05 n.256, pubblicato sulla G.U. n. 295 del 20/12/05) concernente la determinazione dei criteri generali cui devono uniformarsi i fondi comuni di investimento.

29 Banca d'Italia, *Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio* adottato con provvedimento del 14 aprile 2005 (modificato con i provvedimenti Banca d'Italia del 21 giugno 2007, del 27 febbraio 2008, provvedimento Banca d'Italia/Consob del 29 ottobre 2007 e provvedimento della Banca d'Italia del 16 dicembre 2008), pubblicato nel S.O. n.88 alla G.U. n.109 del 12.05.2005.

1.3 *Gli operatori attivi nel mercato del private equity*

Nel contesto italiano sono presenti differenti tipologie di operatori che investono nel capitale di rischio delle imprese, e possono essere suddivise in: investitori formali³⁰, quali investitori istituzionali specializzati, ed investitori informali. Questi ultimi rivestono un ruolo fondamentale nel settore del *private equity*, in quanto investono in *business* che vengono spesso tralasciati dagli investitori formali perché caratterizzati da rischi operativi molto elevati, come ad esempio gli investimenti nelle imprese di minori dimensioni. Tra i principali investitori istituzionali nel capitale di rischio delle imprese rientrano le banche, i fondi chiusi, le società finanziarie e gli operatori esteri. Si tratta di soggetti che nello svolgimento dell'attività di raccolta delle risorse presso terzi e il suo successivo impiego nel capitale di rischio delle imprese, sono sottoposti alla regolamentazione e al controllo delle autorità di vigilanza³¹.

Le principali categorie di investitori istituzionali che realizzano l'attività di *private equity*, classificate sulla base delle loro caratteristiche operative, sono individuabili in³²:

- fondi chiusi italiani gestiti da società di gestione del risparmio e altri fondi locali generalisti (*country funds*);
- fondi specializzati nel segmento dell'*early stage*;
- fondi pan-europei (*international funds*);
- banche italiane e loro sussidiarie;

30 Per un approfondimento sugli investitori istituzionali nel capitale di rischio: Cfr. Chesini, G. (2000) *Il private equity e gli investitori istituzionali nel capitale di rischio delle imprese*, Padova, CEDAM. In particolare, capitolo 2, *Gli investitori istituzionali nel capitale di rischio*, pp. 39 e ss.

31 Con autorità di vigilanza ci si riferisce ai compiti svolti da Banca d'Italia, alla quale compete il contenimento del rischio, la stabilità patrimoniale e la sana e prudente gestione degli intermediari, e dalla Consob (Commissione nazionale per le società e la Borsa), competente per la trasparenza e la correttezza dei comportamenti. Cfr. Divisione relazioni esterne, ufficio relazione con il pubblico (2010) *Testo unico della Finanza*, Decreto Legislativo n.58, del 24 febbraio 1998, articolo 5.

32 Cfr. Bentivogli, C., Carmignani, A., Del Colle, D.M., Del Giudice, R., Gallo, M., Generale, A., Gervasoni, A., Rigon, M., Rossi, P., Sette, E. & Szegő, B. (2009) “*Il private equity in Italia*”, *Questioni di economia e finanza*, 41, Banca d'Italia. In particolare, paragrafo 1.2, *Caratteristiche degli operatori attivi nel mercato*, pp. 7 e ss.

- investitori pubblici e regionali.

Diversamente, tra gli investitori informali i più noti sono quelli denominati *business angel*. Si tratta di operatori privati con una personale conoscenza del mercato nel quale l'impresa, generalmente di piccole dimensioni, si trova ad operare, propensi ad investire in settori o in fasi del ciclo di vita delle imprese particolarmente rischiosi. Anche le imprese non finanziarie che operano nel settore del *private equity* appartengono agli investitori informali. Si realizza un intervento chiamato di "*corporate venture*" quando imprese industriali di dimensioni rilevanti investono, attraverso le società da esse controllate, in imprese più piccole per finalità strategiche con l'obiettivo di realizzare vantaggi per entrambi i soggetti coinvolti.

Il profilo degli operatori che investono nel capitale di rischio è stato influenzato dall'evoluzione continua dell'ambito istituzionale nel quale questi investitori operano.

Nella prima metà degli anni ottanta, quando nel contesto normativo italiano era del tutto assente una normativa che regolasse il mercato del *private equity*, i primi operatori erano per lo più *soggetti privati*, che investivano capitali propri o raccolti presso un numero ristretto di soci, nelle piccole e medie imprese. Inizialmente, nel momento di avvio dell'attività di *private equity*, gli operatori locali rappresentavano la quasi totalità degli operatori attivi e, solitamente, erano organizzati sotto forma di finanziarie di investimento, private e industriali, che si occupavano di promuovere la crescita del settore.

In seguito, a partire dagli anni novanta, il mercato italiano ha iniziato ad attirare anche *advisor di fondi chiusi internazionali*, i cosiddetti fondi pan-europei. Questi fondi, che in origine erano del tutto assenti, oggi costituiscono una quota compresa tra il 25 e il 30 per cento dell'intero mercato³³ e questa evoluzione rappresenta l'apertura del sistema italiano verso il contesto europeo e nord americano. I fondi internazionali, solitamente, hanno una dimensione media elevata, e questo obbliga i loro gestori ad orientarsi su investimenti di elevata dimensione rispetto ai fondi locali, alla ricerca di importanti economie di scala.

Sempre in questo periodo, grazie all'introduzione della Legge n. 344 del 14 agosto 1993, hanno iniziato ad operare stabilmente nel contesto nazionale le prime *SGR di fon-*

³³ Per precisare, nel 2011 i fondi pan-europei hanno rappresentato il 29 % dell'intero mercato. Cfr.

Gervasoni, A. (2012) Convegno annuale 2012 AIFI "*Il mercato italiano del Private Equity e Venture Capital nel 2011*", Milano, AIFI.

di mobiliari chiusi di diritto italiano. Alla fine del primo anno di vita della nuova legge, queste società rappresentavano appena l'1 per cento del mercato, ma negli anni successivi queste società hanno consolidato la loro presenza, fino a diventare oggi gli operatori più diffusi nel mercato³⁴.

Con l'introduzione del TUB anche gli *investitori di diretta emanazione bancaria* si sono affacciati sul mercato del *private equity*, prima mediante l'intermediazione di società specializzate, poi direttamente. Alla fine degli anni ottanta, questi operatori avevano registrato una notevole diffusione, rappresentando, sempre in termini di numero di operatori, circa il 50 per cento del totale dell'offerta e assestandosi, verso la fine degli anni novanta, al 30 per cento. Dopo il 2000 la presenza di questi operatori è diminuita in seguito alla creazione, da parte dei gruppi creditizi, di numerosi fondi chiusi. Negli ultimi anni questa tendenza si è interrotta: le SGR promosse dal sistema bancario sono diminuite e, per contro, le banche hanno iniziato a partecipare all'attività di *private equity* come investitori nei fondi in modo sempre più consistente.

Gli *operatori pubblici*, sia di carattere nazionale che regionale, rappresentano una quota importante del mercato soprattutto nel comparto delle operazioni di start-up e di espansione. In particolare, questi soggetti utilizzano lo strumento del *private equity* soprattutto per sostenere le aree geografiche depresse, i settori industriali svantaggiati o, più in generale, per il sostegno economico e occupazionale dei vari paesi. Il loro operato risulta pertanto vincolato a logiche di natura politica e altamente burocratizzate, limitando in questo modo l'autonomia decisionale di tipo strategico³⁵. Il ruolo degli operatori pubblici risulta correlato al grado di sviluppo del settore privato, in quanto i primi hanno l'obiettivo di “colmare” le aree di business non coperte dal settore privato.

L'evoluzione delle tipologie di operatori presenti sul mercato del *private equity* può essere esaminata in base ad un'altra classificazione, che riguarda i meccanismi attivati per la raccolta del capitale; la distinzione tra fondi *captive* e “indipendenti”.

³⁴ A fine 2011, le SGR e altri investitori, diversi dalle SGR generaliste, specificatamente dedicati all'Italia rappresentano oltre la metà dell'intero mercato in termini di numero (51%). Cfr. Gervasoni, A. Convegno annuale 2012 AIFI “*Il mercato italiano del Private Equity e Venture Capital nel 2011*”, op. cit.

³⁵ Cfr. Gervasoni, A. & Sattin, F. *Private equity e venture capital: manuale d'investimento nel capitale di rischio*, op. cit. In particolare, capitolo 1, pp. 41 e ss.

I *fondi captive* sono quelli promossi e gestiti da una struttura che è emanata direttamente da istituzioni finanziarie e industriali. Questi fondi dispongono in misura esclusiva o, comunque, prevalente delle risorse messe a disposizione dalla società capogruppo o da altre imprese affiliate, senza ricorrere direttamente al mercato dei capitali per la raccolta dei fondi necessari³⁶.

I *fondi indipendenti*, al contrario, sono promossi e gestiti da una SGR che raccoglie le risorse direttamente sul mercato.

In base alla ripartizione del mercato tra queste due tipologie di operatori, in passato, gli operatori captive erano i soggetti prevalenti, mentre attualmente sono in crescita gli operatori indipendenti. Questo cambiamento può essere ricondotto all'evoluzione del mercato, che è passato da una fase di avvio ad una fase di consolidamento e maturità, nella quale i manager delle società che hanno maturato una certa esperienza presso un'istituzione di riferimento, si separano da essa per operare autonomamente.

In questo scritto si intende focalizzare l'attenzione in particolar modo sugli investitori formali e più nel dettaglio sui fondi chiusi, i quali sono da considerare il veicolo più diffuso in Italia per lo svolgimento dell'attività di *private equity*. Inoltre si ritiene che la struttura del fondo chiuso meglio si adatti al processo di selezione, monitoraggio e dismissione degli investimenti nel capitale di rischio delle imprese.

³⁶ Un esempio di operatori captive è rappresentato dalle divisioni cosiddette *merchant* delle banche commerciali che attingono, per svolgere l'attività di investimento, dal patrimonio di vigilanza della banca stessa.

1.4 I fondi mobiliari chiusi di private equity

Secondo la normativa italiana, il fondo comune di investimento mobiliare di tipo chiuso rientra nella macro-categoria dei fondi comuni di investimento³⁷. Questi ultimi vengono così definiti: “un patrimonio autonomo raccolto, mediante una o più emissioni di quote, tra una pluralità di investitori con la finalità di investire lo stesso sulla base di una pre-determinata politica di investimento; suddiviso in quote di pertinenza di una pluralità di partecipanti; gestito in monte, nell'interesse dei partecipanti e in autonomia dei medesimi³⁸”. L'obiettivo del fondo, riscontrabile in tale definizione, è quello di raccogliere capitale, mediante l'emissione di quote di partecipazione al fondo stesso, presso gli investitori istituzionali e privati per investirlo successivamente e gestirlo in comune.

Con la notazione “mobiliare” si vuole indicare che il fondo comune di investimento chiuso investe il suo patrimonio prevalentemente in strumenti finanziari emessi da società non quotate. In tal modo si vuole indirizzare il risparmio verso strumenti ad elevato grado di rischio, come quelli emessi da piccole e medie imprese con elevate prospettive di crescita per supportare il loro sviluppo. I fondi mobiliari si differenziano così dai fondi immobiliari, i quali investono i capitali raccolti in beni immobili, diritti reali immobiliari e partecipazioni in società immobiliari, in misura superiore ai due terzi del valore complessivo del fondo.

In aggiunta, il fondo di investimento chiuso è un patrimonio autonomo suddiviso in quote di pertinenza di una pluralità di partecipanti, il cui diritto al rimborso viene rico-

³⁷ I fondi comuni di investimento, di qualsiasi tipologia essi siano, sono disciplinati dal Testo Unico della Finanza, op. cit., al Titolo III denominato “*Gestione collettiva del risparmio*”.

Con gestione collettiva del risparmio si intende (TUF, *articolo 1 (definizioni)*), comma 1, lettera n), il servizio che si realizza attraverso:

- la promozione, l'istituzione e l'organizzazione di fondi comuni di investimento e l'amministrazione dei rapporti con i partecipanti;
- la gestione del patrimonio di Organismi di Investimento Collettivo del Risparmio (OICR), di propria o di altrui istituzione, mediante l'investimento avente ad oggetto strumenti finanziari, crediti, o altri beni mobili o immobili.

³⁸ Per la definizione di “*fondo comune di investimento*” vedi: TUF, op. cit., *articolo 1*, comma 1, lettera j.

nosciuto solo a scadenze prefissate³⁹. Con il termine “chiuso” si vuole evidenziare che in questa tipologia di fondo non è possibile sottoscrivere nuove quote o riscattare quelle esistenti prima della scadenza del fondo stesso. La caratteristica principale del fondo è proprio quella di avere un numero fisso di quote in circolazione, un ammontare predeterminato e i partecipanti non sono liberi né di entrare né di uscire, come al contrario può accadere in un fondo aperto. In particolare, una volta stabilito il termine di sottoscrizione delle quote (entro diciotto mesi dalla pubblicazione del relativo prospetto di quotazione; mentre se le quote sono offerte al pubblico, dalla data di approvazione del Regolamento di gestione) gli investitori non possono riscattarle prima della scadenza del fondo. La durata massima del fondo prevista dalla normativa italiana è di 30 anni, alla quale si aggiunge la possibilità di proroga per altri tre anni, qualora il fondo non avesse ancora concluso lo smobilizzo degli investimenti. Nonostante questo termine, il ciclo di vita del fondo chiuso, generalmente, si aggira intorno ai 10 anni, metà dei quali dedicati all'investimento e la parte rimanente al disinvestimento.

I fondi mobiliari chiusi, caratterizzati dalla presenza di sottoscrittori con una propensione al rischio più marcata, grazie alle loro maggiori conoscenze finanziarie, e dalla possibilità di disporre di capitali per un periodo di tempo medio-lungo, sono ideali per effettuare investimenti di *private equity*. Quest'ultima, infatti, è un'attività con un profilo di rischio/rendimento elevato che fa riferimento ad un orizzonte temporale di medio-lungo periodo. I fondi mobiliari chiusi, proprio per la capacità di selezionare le imprese con maggior potenziale di crescita, nelle quali apportare capitali, risorse manageriali e professionali per accelerare il loro processo di sviluppo, sono da considerare uno strumento fondamentale per lo sviluppo dell'economia imprenditoriale.

39 Cfr. Angelini, E. (2006) *I mercati e gli strumenti finanziari di borsa. Aspetti strutturali, normativi e funzionali del mercato mobiliare italiano*, Torino, Giappichelli Editore. In particolare, capitolo 6, *Il mercato telematico dei fondi*, pp. 241 e ss.

1.4.1 I soggetti coinvolti nel funzionamento di un fondo mobiliare chiuso

La struttura organizzativa di un fondo mobiliare chiuso è caratterizzata dalla presenza di diversi soggetti che, nello svolgimento dei rispettivi compiti, sono coinvolti nel suo funzionamento. Tre sono le figure fondamentali richieste dalla normativa italiana per la costituzione del fondo:

- la *società di gestione del risparmio (SGR)*;
- la *banca depositaria*;
- i *partecipanti-sottoscrittori* delle quote del fondo.

La *società di gestione del risparmio* è il soggetto che svolge le funzioni amministrative del fondo, ed è la figura che si trova al centro dei rapporti economici e dei flussi finanziari riguardanti il fondo.

Come riportato nel TUF⁴⁰, la SGR è un intermediario finanziario con il profilo di “gestore unico”; “è la società per azioni con sede legale e direzione generale in Italia autorizzata a prestare il servizio di gestione collettiva del risparmio”.

Solitamente una SGR, dal punto di vista organizzativo è composta da: un consiglio di amministrazione, al quale vengono attribuiti i poteri per la gestione ordinaria e straordinaria della società; un comitato esecutivo, che svolge funzioni delegate dal consiglio; un amministratore generale con il compito di coordinare l'attività e gli organi decisionali ed infine un *management team*, che si occupa di selezionare gli investimenti, della *due diligence* e delle scelte di disinvestimento⁴¹.

Tra le attività⁴² che possono svolgere queste società sono da annoverare il servizio di gestione individuale dei portafogli per conto terzi, l'istituzione e la gestione dei fondi, lo svolgimento di attività connesse e strumentali⁴³ stabilite dalla Banca d'Italia, la presta-

⁴⁰ Definizione “*società di gestione del risparmio*”: TUF, *articolo 1*, comma 1, lettera o.

⁴¹ Cfr. Gervasoni, A. & Bechi, A. *I fondi chiusi di private equity nell'esperienza italiana. Aspetti economici e giuridici*, op. cit. In particolare, capitolo 3, pp. 111 e ss.

⁴² Le attività esercitabili dalle SGR sono riportate all'*articolo 33 (attività esercitabili)* del TUF.

⁴³ Banca d'Italia, con il *Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio* adottato con provvedimento del 14.04.2005, op. cit., chiarisce che con attività *connesse* intende quelle che consentono di promuovere e sviluppare l'attività principale, e *strumentali*, quelle che hanno un carattere ausiliario

zione di servizi accessori⁴⁴ e di servizi di consulenza in materia di investimenti e, inoltre, la commercializzazione di quote o azioni di Oicr proprie o di terzi.

Per realizzare una nuova iniziativa, la SGR dovrà adempiere ad alcune procedure per ottenere l'autorizzazione ad operare e per costituire, in seguito, il fondo mobiliare. Tale processo è assimilabile all'avvio di una vera e propria attività di tipo imprenditoriale, nella quale i promotori devono definire un piano che verifichi la fattibilità del progetto. Primo passo del processo autorizzativo è la costituzione della società per azioni, alla quale è richiesto un capitale sociale iniziale minimo pari ad 1 milione di euro.

In seguito la società deve presentare la domanda di autorizzazione all'esercizio dell'attività di gestione collettiva del risparmio alla Banca d'Italia. A questo fine, la SGR deve predisporre un programma nel quale illustra l'attività d'impresa, le sue linee di sviluppo, gli obiettivi che vuole perseguire, le strategie che intende azionare per la loro realizzazione e tutti gli elementi necessari che permettono una valutazione della sua iniziativa. Banca d'Italia, dopo aver accertato la sussistenza delle condizioni⁴⁵ necessarie a garantire la sana e prudente gestione della società di gestione e in seguito ad una consultazione con la CONSOB, rilascia l'autorizzazione entro 90 giorni dal ricevimento della domanda. Una volta concessa l'autorizzazione, Banca d'Italia deve provvedere ad iscrivere la SGR all'apposito albo⁴⁶. La società di gestione, a questo punto, dovrà redigere il regolamento del fondo sulla base di uno “schema riconosciuto”⁴⁷, concordato

rispetto all'attività principale, come studi e ricerche, elaborazioni, trasmissione e comunicazione dei dati.

44 Per servizi *accessori* sono da intendersi, in questo caso, la custodia e l'amministrazione e relativi servizi connessi, limitatamente alle quote di Oicr di istituzione della SGR.

45 Condizioni contenute nell'*articolo 34 (autorizzazione della società di gestione del risparmio)* del TUF, op. cit. e nel *Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio* adottato dalla Banca d'Italia con provvedimento del 14 aprile 2005, op. cit.

46 Apposito albo come previsto dal TUF, op. cit., *articolo 35 (albo)*.

47 Il *regolamento sulla gestione collettiva del risparmio* del 14.04.2005, op. cit., prevede la struttura che il regolamento deve assumere, in particolare lo suddivide in tre parti: *scheda identificativa*, riporta gli elementi essenziali per l'identificazione del fondo, fornendo all'investitore i principali riferimenti relativi al fondo, alla società che lo gestisce e alla banca depositaria; *caratteristiche del prodotto*, descrive le caratteristiche del fondo, focalizzandosi su scopo, oggetto, politica di investimento, regime dei proventi e delle spese; *modalità di funzionamento*, riguarda le regole di funzionamento del fondo.

da Banca d'Italia con AIFI, il quale permette di accrescere gli standard di qualità nella redazione, isolando gli aspetti più significativi per migliorare la chiarezza e la trasparenza del regolamento stesso e agevolarne la comprensione da parte dei sottoscrittori. Il regolamento del fondo è fondamentale in quanto definisce le caratteristiche del fondo stesso e ne disciplina il funzionamento, fornisce i dettagli relativi ai soggetti principali quali la società promotrice, il gestore, se diverso dalla società promotrice, e la banca depositaria, ripartisce i compiti tra questi soggetti e ne regola i rapporti con i partecipanti al fondo.

La SGR, una volta iscritta all'albo, può procedere alla costituzione del fondo chiuso con delibera dell'assemblea ordinaria, la quale dovrà inoltre approvare il regolamento del fondo stesso. Anche Banca d'Italia deve approvare tale regolamento, una volta valutata la completezza e la compatibilità con i criteri generali determinati ai sensi degli articoli 36 e 37 del TUF, i quali regolano i fondi comuni di investimento e la struttura loro richiesta.

L'attività di istituzione e promozione del fondo può essere svolta da una società di gestione del risparmio (società promotrice) diversa rispetto a quella (gestore) alla quale spetterà l'attività di gestione del fondo⁴⁸. In quest'ipotesi è necessario distinguere tra le attività che devono essere svolte dall'una o dall'altra società, proprio per questo le due società si devono accordare e occupare in modo separato di due aspetti diversi della vita del fondo.

Quando la SGR non possiede tutte le competenze specifiche necessarie, può ricorrere ad uno o più *advisor* esterni (consulenti) ai quali delegare una o più fasi dell'attività di investimento. Al consulente, in base alle competenze possedute, possono essere attribuite funzioni quali: la ricerca delle migliori opportunità di investimento da proporre al fondo, il monitoraggio delle imprese partecipate o l'analisi delle alternative di disinvestimento della partecipazione. In questo caso, l'*advisor* presta i propri servizi alla SGR, la quale è l'unica responsabile nei confronti dei sottoscrittori. Infatti, Banca d'Italia si sente

48 Cfr. Testo unico della finanza, op. cit., *articolo 1, lettera p), q)*. In particolare questi articoli definiscono la “società promotrice” come quella che svolge l'attività di promozione, istituzione, organizzazione dei fondi comuni di investimento, e che amministra i rapporti tra i partecipanti; il “gestore” come la sgr che svolge la gestione del patrimonio del fondo, di propria o altrui istituzione, mediante l'investimento avente ad oggetto strumenti finanziari, crediti, o altri beni mobili o immobili.

in dovere di precisare che, anche se la SGR si avvale di consulenti per effettuare decisioni di investimento, deve comunque essere in possesso di competenze idonee a valutare le indicazioni ricevute, per effettuare delle scelte di investimento consapevoli.

Altra figura chiave per il funzionamento del fondo mobiliare chiuso è la presenza della *banca depositaria* incaricata di custodire i titoli e di controllare l'attività svolta dalla SGR, assumendosene le relative responsabilità, sia nei confronti della società di gestione del risparmio, sia nei confronti dei partecipanti al fondo. Per svolgere questo incarico la banca deve soddisfare alcuni requisiti essenziali⁴⁹, la cui presenza sarà accertata dalla Banca d'Italia. Tra i requisiti richiesti vi è la nazionalità - la banca deve essere italiana - oppure avere una succursale in Italia nel caso di una banca con sede legale in un altro Stato membro dell'Unione Europea; l'ammontare del patrimonio di vigilanza non deve essere inferiore ai 100 milioni; deve disporre di un'esperienza adeguata per assumere tale incarico e disporre di un assetto organizzativo idoneo a garantire l'adempimento dei compiti ad essa affidati.

La banca depositaria e la SGR devono agire in modo indipendente e nell'interesse dei partecipanti nello svolgimento delle loro funzioni. Nel caso in cui la SGR deleghi alla banca depositaria alcune funzioni sulle quali la seconda è in seguito chiamata a svolgere funzioni di controllo, la delega è concessa solo se la banca è in grado di assicurare lo svolgimento corretto delle attività ricevute e, nello stesso tempo, i controlli sulle stesse⁵⁰.

Tra le funzioni⁵¹ svolte dalla banca depositaria rientrano l'accertamento della legittimità delle operazioni di emissione e rimborso delle quote del fondo, e la destinazione dei redditi del fondo; la verifica della correttezza del calcolo del valore delle quote del fondo o la determinazione del calcolo stesso⁵²; l'accertamento che le operazioni relative al

⁴⁹ Requisiti contenuti nel *Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio* del 14.04.2005, op. cit.

Titolo V, *Organismi di investimento collettivo del risparmio*, Capitolo VII, *Condizioni per l'assunzione dell'incarico di banca depositaria e modalità di sub-deposito dei beni dell'Oicr*, Sezione II, Condizioni per l'assunzione dell'incarico, paragrafo 1.

⁵⁰ Cfr. Gervasoni, A. & Bechi, A. *I fondi chiusi di private equity nell'esperienza italiana. Aspetti economici e giuridici*, op. cit. In particolare, capitolo 3, p. 122.

⁵¹ Per le funzioni svolte dalla banca depositaria, Cfr. TUF, op. cit., *articolo 38 (banca depositaria)* e la relativa sezione del provvedimento della Banca d'Italia del 14.04.2005 op. cit.

⁵² La banca depositaria potrà provvedere alla determinazione del calcolo del valore delle quote (Net

fondo siano regolate secondo le previsioni vigenti nel mercato nel quale le negoziazioni hanno luogo ed infine l'esecuzione delle istruzioni impartite dalla SGR.

Un'altra importante figura dei fondi chiusi è rappresentata dai *sottoscrittori* delle quote del fondo, in altri termini coloro che conferiscono il capitale in virtù del rapporto di fiducia maturato nei confronti dello specifico team di gestione. Il pubblico al quale si rivolgono le quote di un fondo mobiliare chiuso è solitamente costituito da investitori istituzionali, ma tali quote possono rappresentare un'attività finanziaria che può attirare anche singoli risparmiatori, con una propensione al rischio elevata e un'ottica di investimento di medio-lungo periodo.

Gli investitori privati devono comunque disporre di un capitale liquido consistente, considerato che la quota minima di sottoscrizione è piuttosto elevata e nel caso dei fondi mobiliari chiusi di diritto italiano corrisponde a 50.000,00 euro⁵³. Questi soggetti privati sono investitori “pazienti”, in quanto ritengono che un investimento non liquidabile per un lungo periodo di tempo e con un alto profilo rischio-rendimento rappresenti una buona opportunità. Infatti, l'illiquidità delle quote e il maggior rischio che deriva dalla scelta di investire in fondi mobiliari chiusi a scapito dei titoli quotati, è compensata da elevati ritorni prospettici.

Rientrano, invece, nella categoria degli “investitori qualificati”⁵⁴ imprese di investimento, banche, agenti di cambio, SGR, società di investimento a capitale variabile (SICAV), fondi pensione, imprese di assicurazione, società finanziarie capogruppo di gruppi bancari e i soggetti⁵⁵ iscritti negli elenchi previsti dagli art. 106, 107, 113 del TUB, soggetti

Asset Value; NAV) solo se la SGR le conferisce tale incarico. In questo modo si cerca di separare il ruolo della SGR, che dovrà accrescere il patrimonio ricevuto in gestione, da quello della banca depositaria, che dovrà garantire l'integrità del patrimonio del fondo e la correttezza del NAV, elemento determinante per gli investitori.

53 L'ammontare minimo della sottoscrizione è previsto dall'*articolo 12*, comma 2, del Decreto del ministero del tesoro n. 228 del 24.05.1999, op. cit.

54 Cit. Decreto del ministero del tesoro n.228 del 24.05.1999, op. cit., *articolo 1*, comma 1, lettera h.

55 All'articolo 106 del TUB si fa riferimento ad intermediari finanziari autorizzati iscritti in un apposito albo tenuto dalla Banca d'Italia. Tali intermediari sono autorizzati ad operare solo se dispongono di una serie di requisiti espliciti all'articolo 107, comma 1, del TUB.

All'articolo 113 del TUB si fa invece riferimento ad un Organismo, con personalità giuridica di diritto privato e costituito sotto forma di associazione, il quale dispone di autonomia organizzativa, statutaria

esteri equivalenti, fondazioni bancarie, persone fisiche e giuridiche e altri enti in possesso di specifica competenza ed esperienza in operazioni in strumenti finanziari espressamente dichiarata per iscritto dalla persona fisica o dal legale rappresentante della persona giuridica o dell'ente.

Le SGR, in seguito all'evoluzione dei prodotti offerti, si sono maggiormente orientate a promuovere prodotti riservati agli investitori qualificati. La presenza di investitori istituzionali nel fondo ha degli aspetti positivi in quanto con questa tipologia di investitori si instaurano rapporti più stretti, tanto che in queste circostanze la società ritiene fondamentale inserire alcuni sottoscrittori nel consiglio di amministrazione della SGR. Inoltre con la presenza di investitori qualificati, il fondo non deve sopportare i maggiori vincoli di investimento previsti nel caso in cui siano presenti investitori privati.

L'insieme delle quote sottoscritte dai partecipanti costituisce il *fondo comune*. Il fondo rappresenta un patrimonio autonomo distinto, a tutti gli effetti, dal patrimonio della SGR, da quello di ciascun investitore e da ogni altro patrimonio gestito dalla società. Pertanto il fondo, che dispone di capitale sociale proprio, di propri azionisti ed ha per oggetto sociale esclusivo l'attività di investimento collettivo del risparmio, esercitato attraverso la gestione dei capitali raccolti, risponde esclusivamente con il proprio patrimonio per le obbligazioni contratte per suo conto⁵⁶.

Si possono considerare parte della struttura del fondo, in senso lato, anche le *imprese* oggetto di investimento alle quali sono destinati i capitali raccolti dal fondo. La performance del fondo varia in base al successo delle imprese non quotate e con buone prospettive di sviluppo nelle quali il gestore decide di investire i capitali e dal ruolo assunto dalla SGR in queste imprese⁵⁷. Con riferimento all'oggetto di investimento, sono previsti dei limiti che circoscrivono l'attività di composizione del portafoglio del fondo con il proposito di tutelare l'interesse dei sottoscrittori e garantire che la gestione del fondo sia conforme alle finalità e agli obiettivi dei soggetti promotori il fondo stesso.

e finanziaria competente per la gestione di un apposito elenco, nel quale sono iscritti i soggetti che possono concedere micro-crediti a persone fisiche, società di persone, o società cooperative, per l'avvio o l'esercizio di attività di lavoro autonomo o di micro-impresa.

56 Come previsto dall'*articolo 36 (fondi comuni di investimento)*, del TUF, comma 6, op. cit.

57 Cfr. Chesini, G. *Il private equity e gli investitori istituzionali nel capitale di rischio delle imprese*, op. cit. In particolare, capitolo 2, p. 64.

Il regolamento della Banca d'Italia⁵⁸ stabilisce che “il fondo comune di investimento istituito in forma chiusa può investire il proprio patrimonio in: strumenti finanziari diversi dalle quote di Oicr; Oicr chiusi italiani e esteri, armonizzati o non armonizzati aperti, speculativi italiani ed esteri nei limiti e a determinate condizioni; beni immobili, diritti reali immobiliari e partecipazioni in società immobiliari; crediti e titoli rappresentativi dei crediti; altri beni per i quali esiste un mercato e che abbiano un valore determinabile con certezza con una periodicità almeno semestrale; e depositi bancari”. Inoltre, lo stesso regolamento, prevede anche dei limiti alla concentrazione dei rischi⁵⁹: i fondi chiusi, ad esempio, non possono investire in strumenti finanziari non quotati di uno stesso emittente e in parti di uno stesso Oicr per un valore superiore al 20 per cento del totale delle attività del fondo stesso.

I fondi chiusi mobiliari investono prevalentemente in società non quotate alle quali sono associati, a causa della loro natura e delle difficoltà a liquidare l'investimento, elevati livelli di rischio. Per questo motivo, è molto importante che la SGR si concentri su un corretto processo di selezione degli investimenti. In questo processo, si deve anche tenere conto del fatto che l'investimento di fondi non è in alcun modo frenato da limiti parametrati al capitale della partecipata, e pertanto il fondo può assumere delle partecipazioni di controllo e, così facendo, finanziare varie tipologie di interventi.

1.4.2 Le differenti tipologie di fondi mobiliari chiusi

In riferimento alle principali tipologie di fondi che caratterizzano l'industria del risparmio gestito, oltre ai fondi aperti e chiusi, sono stati introdotti i fondi semi-aperti o semi-chiusi, caratterizzati da maggiore flessibilità nelle modalità di partecipazione dei soggetti. Al di là di queste fattispecie, il decreto del ministero del Tesoro n. 228 del 24.05.1999, ha introdotto in modo formale le categorie dei fondi riservati, dei fondi

⁵⁸ Regolamento della Banca d'Italia, 14.04.2005, op. cit. Titolo V, Capitolo III, *Attività di investimento: divieti e norme prudenziali di contenimento e frazionamento del rischio*, Sezione IV, *Fondi chiusi*, paragrafo 1.

⁵⁹ Cfr. Provvedimento Banca d'Italia, 14.04.2005, op. cit. Titolo V, Capitolo III, Sezione IV, paragrafo 3.

speculativi⁶⁰, ed inoltre sono stati disciplinati i fondi garantiti⁶¹.

Ora vogliamo soffermarci sulle differenti tipologie di fondi appartenenti alla più grande categoria di quelli mobiliari chiusi, che investono prevalentemente il loro capitale in strumenti finanziari non quotati.

In questa categoria la fattispecie più diffusa è quella dei fondi mobiliari chiusi riservati. Nella categoria dei fondi riservati⁶², che si contrappone a quella dei fondi *retail*, rientrano i prodotti destinati ad investitori professionali, con un'elevata propensione al rischio, notevoli esperienze, approfondite conoscenze sul funzionamento dei mercati e, in particolare, sono regolamentati da una normativa specifica. Le categorie di soggetti che possono investire in questi fondi devono essere specificate nel loro regolamento, e proprio per le competenze possedute da questi investitori qualificati rispetto ai soggetti privati, il fondo è esposto ad obblighi informativi e tutele differenti (in particolare, gli investitori nei fondi riservati sono tutelati in misura inferiore). Inoltre, trattandosi di un ridotto gruppo di sottoscrittori, come precedentemente accennato, solitamente essi instaurano uno stretto rapporto, senza intermediari, con il gruppo di gestione, tanto che gli investitori vengono spesso coinvolti dai gestori nella redazione del regolamento del fondo⁶³.

I fondi *retail* sono invece soggetti a vincoli più rigidi nella raccolta e nella gestione dei capitali, proprio per il fatto che si rivolgono ad un pubblico indistinto di investitori, che deve essere maggiormente tutelato in quanto non possiede specifiche competenze sul

60 I fondi speculativi si caratterizzano, in particolare per la flessibilità loro concessa in riferimento alle politiche di investimento, oltre che per il ristretto numero di partecipanti (massimo duecento) e l'elevata soglia minima di sottoscrizione. Tali fondi, sono infatti definiti da Banca d'Italia come fondi nei quali il patrimonio è investito in beni, in deroga alle norme prudenziali di contenimento e frazionamento dei rischi ai quali sono soggetti le altre tipologie di fondi. Cfr. *Decreto del ministero del Tesoro n.228 del 24 maggio 1999*, op. cit., articolo 16.

61 Le SGR possono istituire dei fondi che garantiscono la restituzione del capitale investito, si tratta di fondi che riconoscono un rendimento minimo, a garanzia del quale il fondo stipula apposite convenzioni con banche, società di intermediazione mobiliare, imprese di assicurazione o altri intermediari. Cfr. *Decreto del ministero del Tesoro n.228 del 24 maggio 1999*, op. cit, articolo 15-bis.

62 *Fondi riservati a investitori qualificati*, definizione contenuta nel Regolamento Banca d'Italia 14.04.2005, op. cit. Titolo I, *definizioni*, punto 1, comma 11), sono fondi comuni di investimento la cui partecipazione, in base al regolamento di gestione, è riservata a investitori qualificati.

63 Cfr. Gervasoni, A. & Bechi, A. *I fondi chiusi di private equity nell'esperienza italiana. Aspetti economici e giuridici*, op. cit. In particolare, capitolo 3, pp. 131-132.

funzionamento del mercato.

Gli obblighi informativi richiesti ai fondi permettono di tutelare gli investitori, i quali in tal modo vengono opportunamente informati del prodotto nel quale intendono investire. Questa informativa presenta delle divergenze a seconda che il fondo sia riservato oppure *retail*. Vogliamo ora analizzare le differenze previste per le due tipologie di fondo in riferimento al contenuto minimo del regolamento.

Per i fondi *retail* risulta necessario che il regolamento presenti una struttura e un contenuto idoneo ad esprimere in modo comprensibile, anche ad investitori non qualificati, le caratteristiche del fondo, rendendo a loro agevole la confrontabilità delle condizioni contrattuali dei prodotti⁶⁴. In questa tipologia di fondo, dove risulta assente l'autonomia negoziale tra gestori e sottoscrittori, sono previsti dettagliati criteri di redazione del regolamento⁶⁵.

A differenza di quanto sopra previsto, per i fondi riservati è consentita una semplificazione nei criteri di redazione del regolamento, la quale permette di omettere le informazioni di carattere generale, per focalizzarsi sulle specificità del prodotto. Le clausole che devono essere necessariamente esplicitate sono quelle contratte con gli investitori, come quelle riguardanti le condizioni economiche, i criteri di sottoscrizione e rimborso delle quote, e le procedure per attuare le modifiche regolamentari. Come sopra menzionato il regolamento deve indicare a quali investitori il fondo è rivolto, e una volta in possesso delle quote del fondo, questi sottoscrittori non possono collocarle o rivederle a soggetti diversi da quelli precedentemente indicati.

Per i fondi riservati sono inoltre previste delle semplificazioni riguardanti il processo di approvazione del regolamento, nel caso in cui quest'ultimo sia stato redatto secondo uno

64 Cfr. *Regolamento Banca d'Italia 14.04.2005*, op. cit. Titolo V, Capitolo I, *Criteri generali e contenuto minimo del regolamento di gestione dei fondi comuni di investimento*, Sezione I, *Disposizioni di carattere generale*.

65 Cfr. *Regolamento Banca d'Italia 14.04.2005*, op. cit. Titolo V, Capitolo I, Sezione I, paragrafo 3. In particolare prevede che il regolamento dei fondi deve essere redatto rispettando determinati criteri generali, quali: *chiarezza*, l'investitore deve comprendere appieno le caratteristiche del fondo e le clausole contrattuali, pertanto non deve risultare ambiguo o ostacolare la comprensione dei partecipanti; *completezza*, deve disciplinare in modo completo il rapporto contrattuale; *sintesi*, ci si deve attenere a un canone fondamentale di sinteticità evitando di appesantire il regolamento con disposizioni di legge o amministrative; *coerenza*, che riguarda le disposizioni e gli elementi caratterizzanti il fondo.

schema riconosciuto e se la società di gestione ha già istituito un altro fondo comune. In base a questa semplificazione della modalità di approvazione, il fondo può sottoporre alla Banca d'Italia un modello di regolamento che viene approvato “in via generale”, e nel caso di sue successive modifiche⁶⁶ dovute alla negoziazione con i sottoscrittori, non deve attendere una nuova autorizzazione per ritenere valido il regolamento, ma sarà sufficiente trasmettere a Banca d'Italia la delibera del consiglio di amministrazione.

I fondi riservati risultano maggiormente flessibili anche in riferimento alle politiche di investimento. In particolare, essi possono fissare limiti e criteri di diversificazione differenti rispetto a quelli stabiliti dalle norme prudenziali di contenimento e frazionamento del rischio, emanate da Banca d'Italia.

In via generale, per i fondi *retail*, è vietato espressamente investire il patrimonio: per più del 20% del totale delle attività in strumenti finanziari non quotati di uno stesso emittente; per più del 30% del totale delle attività in strumenti finanziari emessi da più società appartenenti al medesimo gruppo, diverso da quello della SGR; per più del 15% del totale delle attività in strumenti finanziari quotati di uno stesso emittente⁶⁷.

Fatta eccezione per i divieti di carattere generale, validi per tutte le tipologie di fondi, le disposizioni più specifiche, come ad esempio quelle qui sopra riportate, possono essere derogate nel caso di fondi riservati⁶⁸.

La tipologia di fondo riservato ad investitori qualificati, per queste ragioni, è divenuta quella preferita dagli operatori italiani che svolgono l'attività di *private equity*⁶⁹. Questi fondi, a fine dicembre 2007 erano pari a 85 su 98 fondi autorizzati. I fondi di tipo *retail*, hanno rappresentato quasi la totalità del mercato fino agli anni 2000, ma negli anni successivi, e in concomitanza con gli sviluppi normativi, il mercato dei fondi riservati è stato caratterizzato da uno sviluppo più accentuato rispetto a quello dei *retail*, anche grazie

⁶⁶ In particolare, ci si riferisce a modifiche del regolamento che riguardano: scopo, oggetto, politica di investimento, e altre caratteristiche (si fa riferimento alle caratteristiche presenti nel Titolo V, Capitolo I, paragrafi 3.1. e 3.3. del *Regolamento Banca d'Italia 14.04.2005*, op. cit.), nonché il regime delle spese.

⁶⁷ Cfr. *Regolamento Banca d'Italia 14.04.2005*, op. cit. Titolo V, Capitolo III, Sezione IV, paragrafo 3.

⁶⁸ Cfr. *Regolamento Banca d'Italia 14.04.2005*, op. cit. Titolo V, Capitolo III, Sezione V, paragrafo 2.

⁶⁹ Cit. Gervasoni, A. & Bechi, A. *I fondi chiusi di private equity nell'esperienza italiana. Aspetti economici e giuridici*, op. cit. In particolare, capitolo 3, p.132.

alla loro maggiore flessibilità⁷⁰.

Tra i fondi riservati un caso a parte è rappresentato dai fondi promossi dalle SGR a capitale ridotto. Banca d'Italia prevede la possibilità di costituire una SGR con capitale iniziale ridotto, pari almeno a quello richiesto dal codice civile per la costituzione di una società per azioni⁷¹, nel caso in cui la società sia finalizzata esclusivamente all'istituzione e alla gestione di fondi chiusi di *venture capital*. Per costituire una SGR con capitale ridotto, la maggioranza assoluta del capitale deve essere detenuto da università, centri di ricerca, enti pubblici territoriali, fondazioni universitarie e bancarie, consorzi universitari partecipati da università e camere di commercio. È altresì previsto che, i fondi devono essere di piccola dimensione, con un patrimonio complessivo che non supera i 25 milioni di euro, riservati a investitori istituzionali i quali devono sottoscrivere una quota minima non inferiore a 250.000 euro. Caratteristica distintiva dei fondi a capitale ridotto è rappresentata dai partecipanti al capitale. Questi sono, in particolare, centri di ricerca specializzati e università che si occupano di produrre nuove tecnologie da impiegare in imprese start up e, proprio queste imprese, risultano essere il principale oggetto di investimento di questi fondi. L'istituzione di questi fondi è stata introdotta proprio con l'obiettivo di incentivare la creazione di fondi di *venture capital* per sostenere la ricerca scientifica e tecnologica, per creare sinergie tra la struttura che promuove l'iniziativa e quella della SGR di nuova costituzione.

Dal punto di vista normativo, alle SGR a capitale ridotto sono concesse solamente delle semplificazioni nelle segnalazioni di vigilanza, per il resto valgono tutte le disposizioni previste dalla normativa vigente.

Sul mercato italiano sono in crescita anche i fondi di fondi, che possono essere considerati più come uno strumento di investimento, piuttosto che una categoria di investitori

⁷⁰ Cfr. Bentivogli, C., Carmignani, A., Del Colle, D.M., Del Giudice, R., Gallo, M., Generale, A., Gervasoni, A., Rigon, M., Rossi, P., Sette, E. & Szegö, B. “*Il private equity in Italia*”, op. cit. In particolare, paragrafo 1.3, *Lo sviluppo delle SGR e dei fondi mobiliari chiusi italiani*, pp. 8-9.

⁷¹ La Banca d'Italia consente ai fondi a capitale ridotto costituiti dalla società di gestione di derogare la disposizione del *Regolamento della Banca d'Italia 14.04.2005* la quale prevede un capitale minimo iniziale per la costituzione della SGR di almeno 1 milione di euro. A questo punto per la costituzione del capitale minimo della SGR, si deve rispettare quanto previsto all'articolo 2327 del codice civile, il quale stabilisce che la società per azioni deve costituirsi con un capitale non inferiore a 120.000 euro.

istituzionali. I fondi chiusi di fondi sono normali fondi comuni di investimento, che si differenziano perché effettuano investimenti in quote di altri fondi i quali, a loro volta, investono direttamente nelle aziende. Tali strumenti possono risultare particolarmente attraenti per i sottoscrittori per due principali motivi. Innanzitutto, permettono di raggiungere un maggior rendimento attraverso un investimento di ammontare inferiore rispetto a quello richiesto per sottoscrivere direttamente i fondi oggetto di investimento. In secondo luogo, il fondo, coinvolgendo diversi gestori, suddividendo le risorse tra differenti stadi di sviluppo, settori di appartenenza o aree geografiche delle imprese target, realizza una migliore diversificazione del rischio. Considerati questi due aspetti, il fondo di fondi riesce a combinare insieme i ritorni tipici del settore del capitale di rischio con un elevato livello di diversificazione che permette di abbattere, entro certi limiti, il livello di rischio. Questi fondi possono essere offerti non solo a banche, finanziarie, fondi di investimento, ma anche a piccoli investitori, privi di competenze necessarie a selezionare direttamente il fondo nel quale investire. In termini di sviluppo del mercato del *private equity*, la presenza di fondi di fondi permette di ampliare l'accesso al sistema finanziario da parte del settore del capitale di rischio.

In contrapposizione ai vantaggi di diversificazione che offre un fondo di fondi, si deve tuttavia evidenziare che sono presenti commissioni di gestione elevate. Quando i fondi che costituiscono il portafoglio appartengono ad una SGR diversa rispetto a quella che gestisce il fondo dei fondi, quest'ultimo deve riconoscere una commissione di gestione alle varie società per le quote dei loro fondi presenti all'interno del fondo dei fondi. Queste commissioni portano ad una diminuzione del rendimento del fondo stesso⁷².

In presenza di sottoscrittori pubblici con l'obiettivo di sviluppare il territorio e la sua politica industriale, il fondo di fondi solitamente viene utilizzato per sostenere il processo di raccolta delle risorse dei fondi target.

⁷² Cfr. Cimino, S. (2003) "Come e perché investire in private equity. Una classe di investimento alternativa", *Amministrazione & finanza Oro*, 6. In particolare, paragrafo, *Tipologie di fondi chiusi*, pp. 36-37.

1.4.3 Le caratteristiche strutturali dei fondi mobiliari chiusi italiani

Vogliamo ora riportare alcuni risultati emersi da un'analisi⁷³ sulle caratteristiche strutturali dei fondi mobiliari chiusi sia in generale, sia operando una distinzione tra fondi *retail* e riservati. In particolare facciamo riferimento ai risultati emersi dall'esame delle principali condizioni contrattuali previste dal regolamento.

Innanzitutto, in riferimento alla durata media dei fondi, emerge che in generale⁷⁴, risulta essere pari a 9,7 anni, mentre il periodo di grazia, concesso per completare la liquidazione della partecipazione, è per tutti i fondi pari a 3 anni. Come scritto precedentemente, nonostante la normativa italiana conceda un limite massimo alla vita del fondo pari a 30 anni, i fondi si sono uniformati ad una durata prevista di 10 anni, di gran lunga inferiore rispetto al limite massimo. Questo è la conseguenza del fatto che una vita inferiore del fondo rispecchia maggiormente la logica del *private equity*, in base alla quale è prevista una permanenza dell'investitore nel capitale di rischio delle imprese di 3-5 anni, prima di procedere con lo smobilizzo delle partecipazioni.

Per quanto riguarda invece il periodo necessario per la raccolta delle risorse da investire successivamente, per i fondi considerati nel loro complesso, è mediamente pari a 11,7 mesi. Tuttavia, volendo distinguere tra la raccolta effettuata dai fondi *retail* rispetto a quella dei fondi riservati, risulta che per i primi tale periodo è mediamente inferiore, pari a 9,7 mesi, a scapito dei quasi 14 mesi per la raccolta dei fondi riservati. Nel leggere questo dato bisogna porre molta attenzione in quanto l'attività di *fund raising* è influenzata, in generale, dalla fase congiunturale che attraversa il mercato finanziario ed è

73 Cfr. Gervasoni, A. & Bechi, A. *I fondi chiusi di private equity nell'esperienza italiana. Aspetti economici e giuridici*, op. cit. In particolare, capitolo 4, *Il mercato dei fondi mobiliari chiusi di diritto italiano*, paragrafo 3, *Le caratteristiche strutturali dei fondi mobiliari chiusi italiani*, pp. 178 e ss. Si specifica inoltre che, l'analisi considera i dati raccolti nell'attività di monitoraggio svolta da AIFI sui fondi mobiliari chiusi. In particolare, si considerano tutti i fondi *retail* esistenti a fine 2005, e per quanto riguarda i fondi riservati se ne considerano 30 su 46, a causa della mancanza dei restanti regolamenti. Ciò impone una cautela nell'interpretare i risultati.

74 Nello specifico la durata media prevista dai fondi retail è pari a 10 anni, mentre per i fondi riservati, leggermente inferiore, pari a 9,4 anni. Cfr. Gervasoni, A. & Bechi, A. *I fondi chiusi di private equity nell'esperienza italiana. Aspetti economici e giuridici*, op. cit. In particolare, capitolo 4, tabella 4.7, *Caratteristiche di durata*, p. 179.

condizionata inoltre dall'esperienza e dalla fiducia trasmessa agli investitori, da parte dello stesso team di gestione nel caso in cui abbia già effettuato in precedenza una raccolta di risorse per la costituzione di un fondo. Nello specifico, i fondi riservati necessitano di un periodo di tempo più lungo per la raccolta delle risorse, in quanto il fondo si rivolge a un numero ristretto di investitori qualificati ed inoltre la dimensione che intende raggiungere è generalmente superiore.

A fine dicembre 2005, i fondi attivi avevano circa 4,2 miliardi di euro a disposizione da investire nelle imprese, compresi i capitali sottoscritti ma non ancora versati. Nel mercato italiano, la dimensione media delle risorse raccolte dai fondi è pari a 107 milioni di euro. In questo dato rientrano due raccolte che superano i 500 milioni di euro effettuate da fondi riservati, e una volta escluse le due maggiori raccolte, la dimensione media dei fondi italiani scende a circa 86 milioni. Nello specifico, la dimensione media dei fondi *retail* ammonta a 72 milioni di euro, mentre quella dei riservati raggiunge i 120 milioni di euro.

Passando ad analizzare il valore medio delle quote sottoscritte dagli investitori, queste risultano essere pari a circa 51.000 euro per i fondi *retail*, e 252.000 euro per i fondi riservati. La differenza tra questi due valori è elevata perché si fa riferimento a tipologie di sottoscrittori diverse; in particolare, nei fondi riservati è possibile che lo stesso investitore sottoscriva più quote, proprio per il fatto che questi fondi si rivolgono ad una cerchia ristretta di soggetti. Solitamente i fondi riservati sono sottoscritti in due tempi, un primo periodo di sottoscrizione, necessario per raggiungere obiettivi minimi di raccolta, al quale segue un secondo periodo che permette ai primi o a nuovi investitori di delineare il proprio impegno complessivo, tenuto conto delle adesioni raccolte. Spesso i fondi riservati, fanno ricorso alla facoltà di richiamare gli investimenti nel momento in cui risultano necessari, in modo da limitare le giacenze di liquidità.

Per quanto concerne l'investimento medio posto in essere dai fondi, non tutti i regolamenti fissano dei limiti dimensionali; in particolare, per 17 fondi considerati nel campione, non sono stati previsti limiti dimensionali agli investimenti. Più nel dettaglio, per i fondi *retail*, l'investimento minimo medio è pari a 1,6 milioni di euro, mentre quello massimo corrisponde a 5,7 milioni di euro. Per i fondi riservati, l'investimento medio minimo è pari a 3,3 milioni di euro, di poco superiore a quello dei fondi *retail*, mentre

quello medio massimo è di 11,6 milioni di euro⁷⁵. In riferimento alla politica di investimento, si vuole sottolineare come le maggiori dimensioni raggiunte dai fondi italiani, abbiano consentito una maggiore diversificazione delle scelte di finanziamento, indirizzando gli investimenti anche a operazioni alle quali prima erano interessati solamente i fondi esteri.

Considerando gli schemi regolamentari, soprattutto quelli dei fondi chiusi riservati ad investitori qualificati, emerge come questi presentano profili innovativi ispirati alla prassi internazionale.

1.5 Il ciclo di vita di un fondo di private equity

I fondi mobiliari chiusi per raggiungere il loro obiettivo istituzionale, svolgono una serie di attività per implementare le strategie necessarie ad ottenere dall'investimento il massimo rendimento, in un periodo di tempo predefinito.

In particolare, queste attività possono essere scomposte in tre differenti fasi che delineano il ciclo di vita del fondo di *private equity* e sono: la raccolta delle risorse, il loro investimento in aziende, opportunamente selezionate, e il disinvestimento delle partecipazioni acquisite⁷⁶. Particolare importanza rivestono le strategie di raccolta e di investimento, in quanto la loro definizione determina le caratteristiche che il fondo stesso assumerà in termini di capitali raccolti, tipologia di investitori ai quali si rivolgerà e settori nei quali si troverà ad operare.

Passiamo ora ad analizzare singolarmente queste fasi.

75 Cfr. Gervasoni, A. & Bechi, A. *I fondi chiusi di private equity nell'esperienza italiana. Aspetti economici e giuridici*, op. cit. In particolare, capitolo 4, tabella 4.9, *Caratteristiche di investimento*, p. 181.

76 Cit. Cimino, S. "Come e perché investire in private equity. Una classe di investimento alternativa", *Amministrazione & finanza Oro*, op. cit. In particolare, paragrafo, *Il ciclo di vita del fondo*, pp. 48 e ss.

1.5.1 La fase di raccolta delle risorse

Con il termine “*fund raising*” si intende l'attività di raccolta dei capitali, o delle sottoscrizioni, destinata a finanziare il *private equiter* nello svolgimento dell'attività di investimento. La raccolta delle risorse può essere considerata come la fase antecedente rispetto a quella che caratterizza l'attività vera e propria di *private equity*, in altre parole l'investimento nel capitale di rischio delle imprese⁷⁷. E proprio tenendo conto dell'orizzonte temporale e della rischiosità dell'investimento che vuole realizzare, la SGR deve individuare quali sono le strategie di raccolta dei capitali che intende perseguire e, in base a queste, a quali investitori rivolgere il fondo.

In questa fase, un ruolo fondamentale è ricoperto dallo sponsor o promotore, che cercando di interpretare le esigenze dei potenziali sottoscrittori in termini di redditività e di trasparenza, deve rendere attraente il prodotto per questi soggetti. La condizione fondamentale per il successo dell'iniziativa è la convergenza degli interessi tra gestore e investitore, che viene delineata nella fase di studio iniziale del progetto e realizzata concretamente nella fase di contrattazione delle clausole del fondo⁷⁸.

La raccolta dei capitali è un processo complesso, sia in termini di tempo che di risorse economiche, perché rappresenta il momento nel quale si instaurano i rapporti contrattuali con gli investitori, istituzionali o privati. Il processo complesso di raccolta si può articolare in più fasi, ciascuna con una durata più o meno variabile, a seconda delle condizioni del mercato e dell'esperienza maturata dal gestore in precedenti iniziative.

Innanzitutto, nel caso in cui la SGR abbia già costituito altri fondi e intende avviare un ulteriore processo di raccolta per realizzare nuovi investimenti, questa prima fase è avvantaggiata dalle relazioni di conoscenza e fiducia che il gestore è riuscito ad instaurare con i precedenti investitori, i quali oltre a sottoscrivere egli stessi quote del nuovo fondo, potrebbero attirare nuovi sottoscrittori. Nel caso opposto, quando la società si trova a costituire un primo fondo, nella fase iniziale del processo di raccolta, deve innanzit-

⁷⁷ Cit. Chesini, G. *Il private equity e gli investitori istituzionali nel capitale di rischio delle imprese*, op. cit. In particolare, capitolo 3, *Le attività caratterizzanti il private equity*, p. 77.

⁷⁸ Cfr. Gervasoni, A. & Bechi, A. *I fondi chiusi di private equity nell'esperienza italiana. Aspetti economici e giuridici*, op. cit. In particolare, capitolo 2, *La strutturazione di un fondo chiuso di private equity. Alcune esperienze internazionali*, pp. 67-68.

to individuare gli investitori “chiave” che credono nell'operazione, in modo da coinvolgere in seguito, grazie alla presenza dei primi, ulteriori sottoscrittori.

I gestori del fondo, nell'attrarre potenziali investitori, devono porre molta attenzione nel trasmettere una buona immagine di sé, dalla quale devono emergere le competenze di gestione e l'affidabilità del gruppo. Il potenziale sottoscrittore, valuterà questi requisiti sulla base dell'esperienza passata, se sussiste, estrapolando i risultati economici ottenuti da precedenti investimenti, ma anche da semplici incontri e colloqui con i potenziali investitori.

Analizziamo ora le fasi nelle quali può essere scomposto il processo di *fund raising*⁷⁹.

Prima tra tutte è la definizione degli *obiettivi strategici e di pre-marketing*, nella quale la società di gestione si occupa di progettare in linea di massima gli obiettivi strategici del nuovo fondo come ad esempio le sue dimensioni, il mercato geografico di riferimento, la tipologia degli investimenti⁸⁰. In questa fase i gestori del fondo decidono inoltre se avvalersi di una società esterna specializzata o di una rete di consulenti locali. Questi soggetti, chiamati anche *placement agent*, intervengono nel processo di raccolta delle risorse agevolando la sottoscrizione delle quote del fondo nel caso in cui il fondo non disponga della necessaria esperienza, o nel caso in cui il fondo intenda servirsi, per velocizzare la raccolta, del network di potenziali sottoscrittori a disposizione di questi soggetti. Una volta determinati gli obiettivi, la società di gestione deve individuare gli investitori “chiave” (*gatekeepers* o *cornerstone investors*) ai quali intende rivolgersi, e successivamente, grazie alla presenza dei primi, il fondo riuscirà ad attrarre ulteriori sottoscrittori. Si tratta ad esempio di consulenti, gestori di portafogli di fondi, manager di

79 Per un dettaglio delle fasi di raccolta delle risorse: Cfr. Gervasoni, A. & Bechi, A. *I fondi chiusi di private equity nell'esperienza italiana. Aspetti economici e giuridici*, op. cit. In particolare, capitolo 2, pp. 69 e ss.

80 In particolare, le strategie di raccolta (a quali investitori rivolgersi) che il fondo vuole attuare sono influenzate dalle politiche di investimento, che analizzeremo nel prossimo paragrafo. Nello specifico, se il fondo decide di perseguire una politica di diversificazione, la raccolta deve essere rivolta ad un gran numero di investitori. Nel caso contrario, se vuole perseguire una strategia di specializzazione, la raccolta deve rivolgersi ad un gruppo ristretto di sottoscrittori, interessati non solo al rendimento del fondo, ma anche a perseguire obiettivi strategici, come la realizzazione di sinergie in seguito all'investimento. Cfr. Cimino, S. “Come e perché investire in private equity. Una classe di investimento alternativa”, *Amministrazione & finanza Oro*, op. cit. In particolare, pp. 49-50.

grandi dimensioni, ossia soggetti molto esigenti che richiedono una notevole quantità di informazioni riguardanti le strategie di investimento. Questi investitori mettono alla prova i promotori del fondo, i quali dovranno dimostrare di averlo strutturato coerentemente nei vari aspetti, economico, legale e fiscale, ricorrendo, se necessario, al supporto di esperti e professionisti nei vari ambiti considerati. Infine, con l'attività di pre-marketing si contattano i primi investitori selezionati, si testa ed eventualmente si modifica la strategia prevista, le principali condizioni contrattuali e la struttura della società.

In una seconda fase si passa a preparare il materiale di *marketing*. Si devono predisporre i documenti di presentazione che illustreranno l'iniziativa e i dettagli che permetteranno agli investitori di valutare il progetto. Considerando che questo materiale, nella fase di contrattazione con i sottoscrittori subirà continue modifiche, è necessario che si definiscano per lo meno i punti principali dell'investimento. In questo stesso momento deve iniziare il lavoro di preparazione legale e fiscale della documentazione che, al momento della chiusura dell'offerta, dovrà essere sottoscritto dagli investitori.

In una terza fase, quella del *marketing esterno* e della *due diligence* da parte degli investitori, la società di gestione incontrerà i potenziali sottoscrittori, ai quali dovrà presentare la documentazione relativa all'iniziativa opportunamente modificata. Inoltre, in questa fase, gli investitori possono organizzare sessioni di *due diligence* presso gli uffici della società di gestione, allo scopo di verificare l'attendibilità delle informazioni ricevute. Se questa fase si conclude con esito positivo, gli investitori possono a questo punto, manifestare ai gestori il loro serio interesse a partecipare all'iniziativa, solitamente subordinato alla verifica di ulteriori aspetti giuridici formali.

Nell'ultima fase del processo di raccolta si negoziano le *condizioni contrattuali* con i principali sottoscrittori, clausole che in seguito devono essere comunicate a tutti gli investitori. È in questa fase che, dopo aver delineato la struttura societaria definitiva e la documentazione legale e fiscale, si procede con la firma del contratto.

Una volta concluso il processo di *fund raising* e per tutta la vita del fondo è molto importante che la società di gestione mantenga un buon rapporto con gli investitori, per preservare la fiducia conquistata⁸¹. Il buon rapporto che si instaura tra questi soggetti

⁸¹ Cfr. Gervasoni, A. & Bechi, A. *I fondi chiusi di private equity nell'esperienza italiana. Aspetti economici e giuridici*, op. cit. In particolare, per un approfondimento sulla relazione tra investitori e società di gestione, capitolo 2, paragrafo 2.4, *L'attività di investor relations*, pp. 79 e ss.

può essere compromesso per cause interne al fondo stesso, oppure per cause esogene, e queste ultime, in particolare, possono avere conseguenze inaspettate molto negative per l'impossibilità del management di controllarle. Tra le prime rientrano, ad esempio, sbagliate scelte di gestione o performance non soddisfacenti, mentre le seconde possono riguardare gli effetti legati all'introduzione di nuove leggi in determinati paesi o la presenza di problemi macroeconomici, quali una congiuntura economica sfavorevole. Per evitare di compromettere la relazione tra investitori e management fondamentale è la trasmissione di informazioni frequenti ed annuali, unita a periodici incontri anche di carattere informale.

La trasparenza informativa del fondo è un fattore fondamentale sia all'interno del fondo, per evitare conflitti di interessi, sia al suo esterno, per comunicare l'affidabilità e la credibilità dell'intera industria del *private equity* all'interno del mercato finanziario.

1.5.2 La fase di investimento

La seconda fase del ciclo di vita dei fondi chiusi riguarda l'impiego delle risorse, precedentemente raccolte, nelle imprese selezionate.

L'investimento posto in essere dal fondo può variare a seconda della fase che l'impresa target si trova ad attraversare, all'interno di quello che può essere definito il ciclo di vita di un'azienda. Il fondo di *private equity* può, infatti, erogare diverse tipologie di finanziamento alle imprese in base al loro livello di sviluppo aziendale. All'impresa che si trova in fase di avvio corrispondono esigenze diverse rispetto a quella che si trova in uno stadio di maturità, e di conseguenza, al variare delle necessità aziendali, il *private equiter* deve possedere caratteristiche differenti per riuscire a supportare una determinata impresa. Così, ai diversi livelli di sviluppo dell'azienda, l'intervento dell'investitore in termini di risorse chiave impiegate, capitale e know how, è differente. In base a queste caratteristiche gli investimenti nel capitale di rischio possono essere segmentati in:

- *early stage*, sono i finanziamenti volti a supportare le primissime fasi di avvio

delle imprese;

- *expansion financing* o *development capital*, si tratta di investimenti finalizzati a supportare la crescita e l'implementazione di programmi di sviluppo di aziende già esistenti;
- *replacement capital*, sono interventi che si pongono l'obiettivo di sostituire gli azionisti che non vogliono più essere coinvolti nell'attività aziendale.

La prima categoria, in particolare, viene ricondotta all'attività propriamente detta di *venture capital*, l'ultima categoria riguarda invece l'attività cosiddetta di *buyout*; in ogni caso sono tutte attività rientranti in quella di *private equity*. Vogliamo ora approfondire nello specifico queste tipologie di finanziamenti.

Nei *finanziamenti all'avvio* sono ricompresi tutti gli interventi il cui obiettivo è quello di favorire la nascita di una nuova iniziativa imprenditoriale. In questa fase l'imprenditore, nelle cui idee il fondo investe, è intenzionato a sviluppare una nuova invenzione, a migliorare o implementare un nuovo prodotto, o in alternativa, un processo produttivo esistente. L'apporto dell'imprenditore è quello che si sostanzia in termini di idee e conoscenza del business, mentre il *private equiter* interviene contribuendo in termini di capitali, anche se le esigenze finanziarie a questo livello sono inferiori rispetto a quelle di aziende già sviluppate.

Il contributo richiesto in questa fase, oltre a quello finanziario, è espresso in termini di capacità imprenditoriali, competenze aziendali e manageriali. L'investitore nel capitale di rischio dell'impresa target deve supportare quest'ultima soprattutto nella definizione della formula imprenditoriale e nell'analisi della posizione competitiva⁸². Queste operazioni si caratterizzano per avere rischi operativi molto alti a causa dell'elevato tasso di insuccesso che deriva dalle maggiori probabilità di fallimento di queste iniziative. I finanziamenti all'avvio, a loro volta, si articolano in: *seed financing*, *start up financing* e *first stage financing*.

Con *seed financing* si intende il finanziamento dell'idea imprenditoriale che comporta l'intervento del *private equiter* già nella fase di sperimentazione dell'attività, quando esiste solamente un'idea o un'invenzione. Queste richieste di finanziamento, in genere,

⁸² Cfr. Gervasoni, A. & Sattin, F. *Private equity e venture capital: manuale d'investimento nel capitale di rischio*, op. cit. In particolare, capitolo 1, p. 32.

sono espresse da singoli inventori o gruppi di amici che credono di poter realizzare, grazie alle risorse messe a disposizione dall'investitore, il loro progetto; ciò significa che il *private equiter* non si troverà di fronte un imprenditore già formato. Per questi motivi l'intervento, in questa particolare fase, solitamente viene effettuato da operatori altamente specializzati nel settore di riferimento, in possesso di elevate competenze tecniche e scientifiche, oltre a quelle manageriali. Questi investimenti secondo un profilo di rischio-rendimento, sono caratterizzati da un rischio molto elevato, collegato ad un rendimento molto alto per compensare il rischio di fallimento dell'operazione⁸³.

Altro tipo di interventi sono quelli di *start up financing*, diretti a finanziare l'avvio dell'attività produttiva quando non si conosce ancora la validità commerciale del prodotto o servizio. A differenza del caso precedente, qui il prodotto è già sviluppato e verificato, si è superata la fase di sperimentazione e di ingegnerizzazione, ottenuto il brevetto, e solitamente si dispone di un prototipo del prodotto. In questa fase sono presenti le premesse per l'avvio dell'attività d'impresa, il management è stato costituito e sono stati avviati test sul prodotto e ricerche di mercato, per realizzare le quali è necessario un consistente apporto di capitale. Anche in tal caso, molto simile al precedente ad eccezione di queste particolari differenze, è necessario che l'operatore specializzato disponga essenzialmente di competenze tecniche e specifiche. Per quanto riguarda il profilo rischio-rendimento, il rischio è ancora abbastanza elevato a causa delle incertezze sul successo commerciale del business.

Il *first stage financing* è il finanziamento all'impresa target che ha già completato l'avvio dell'attività produttiva, ma la validità commerciale del prodotto o servizio non è ancora stata consolidata. In questa fase l'imprenditore è alla ricerca di ingenti mezzi finanziari per supportare la crescita di un business ancora modesto, in modo da proseguire la produzione e la distribuzione del prodotto su scala industriale. Questo fase si differenzia dalle precedenti per aver superato gli stadi antecedenti l'avvio della produzione e per

83 “In Europa è riscontrabile un elevatissimo tasso di mortalità di operatori che investono in *seed capital*”. Cit. Gervasoni, A. & Sattin, F. *Private equity e venture capital: manuale d'investimento nel capitale di rischio*, op. cit. In particolare, capitolo 1, p. 34. Come riportato: “Nel Regno Unito, la maggior parte di fondi di *venture capital* operanti alla fine degli anni ottanta non era più attiva nel 1993”. Cfr. Cary, L. (1993) *Guide to private equity and venture capital in the UK and Europe*. London, Pitman Publishing.

tale ragione, l'investitore può assumere un profilo più “generalista”⁸⁴. Al posto di competenze tecniche e specialistiche, per l'operatore che interviene in un'impresa che si trova in questa fase, sono fondamentali competenze riguardanti l'analisi di mercato e potenzialità commerciali.

I *finanziamenti allo sviluppo* sono una seconda categoria di interventi posti in essere da investitori nel capitale di rischio in imprese che si trovano ad affrontare problematiche legate al loro sviluppo. In questo caso, si tratta di imprese con un'attività imprenditoriale sviluppata che ha raggiunto un determinato livello di maturità. Per svariati motivi⁸⁵, queste imprese possono voler sviluppare ulteriormente la propria attività, e nel farlo il *private equiter* può supportarle con diverse tipologie di finanziamenti.

Il finanziamento alla seconda fase (*second stage financing*) si verifica nei casi in cui l'impresa target vuole incrementare la propria capacità produttiva, sulla base di una combinazione prodotto/mercato già collaudata, o diversificare la propria produzione. In tal caso il contributo dell'investitore nel capitale di rischio si sostanzia nell'apporto di mezzi finanziari, anche se, soprattutto nel caso in cui l'impresa voglia intraprendere la strada della diversificazione produttiva o geografica, è importante un'eventuale consulenza strategica da parte dell'operatore.

Il finanziamento alla terza fase (*third stage financing*) è richiesto da imprese che sono interessate a consolidare, ed eventualmente incrementare, la propria posizione sul mercato attraverso nuovi progetti di sviluppo, il lancio di nuovi prodotti o nuove strutture produttive, o mediante processi di acquisizione di altre aziende o rami aziendali⁸⁶. Le imprese con queste esigenze, necessitano di rilevanti risorse finanziarie per consolidare il proprio sviluppo, e magari espandersi. Nel caso in cui l'imprenditore intenda perseguire obiettivi di crescita per vie esterne, fondamentale è il network di contatti internazionali che il *private equiter* riesce ad attivare per la ricerca del partner ideale. L'operatore,

84 Cfr. Gervasoni, A. & Sattin, F. *Private equity e venture capital: manuale d'investimento nel capitale di rischio*, op. cit. In particolare, capitolo 1, p. 34.

85 Per una disamina delle motivazioni sottostanti la volontà di crescita per via interna o esterna delle imprese, Cfr. Potito, L. (2009) *Le operazioni straordinarie nell'economia delle imprese*. Torino, Giappichelli Editore.

86 Cit. Cimino, S. “Come e perché investire in private equity. Una classe di investimento alternativa”, *Amministrazione & finanza Oro*, op. cit. In particolare, paragrafo, *Tipologie di investimenti*, p.43.

che investe in un'impresa che attraversa una fase di questo tipo, deve possedere innanzitutto una consolidata esperienza di carattere internazionale e una fitta rete di conoscenze sulle realtà economiche e industriali di paesi diversi.

Il finanziamento alla quarta fase, detto anche finanziamento ponte (*fourth stage financing/bridging financing*) è richiesto da imprese che sono determinate a realizzare un progetto finanziario che richiede interventi programmati per il raggiungimento di specifici obiettivi. L'impresa, a questo livello di maturità, si aspetta dall'investitore finanziamenti di breve termine, talvolta anche rilevanti, per superare temporanee difficoltà⁸⁷. Molto spesso questi particolari interventi sono richiesti con l'obiettivo finale di raggiungere la quotazione di borsa. In vista di questo traguardo, tali finanziamenti vengono denominati *bridge financing*, in quanto l'attività di *private equity* realizza un vero e proprio finanziamento ponte dallo status di azienda a capitale chiuso a quello di società quotata⁸⁸. In questa fase, il contributo finanziario richiesto è da considerare in senso allargato; oltre all'apporto di mezzi finanziari è importante che l'investitore fornisca all'impresa la consulenza tecnica necessaria per far sì che il processo di quotazione vada a buon fine. Inoltre, in questo processo, la presenza di un investitore professionale nel capitale di rischio fornisce una garanzia sulla serietà dell'impresa e sulla consistenza dei titoli che essa emette.

Altra tipologia di intervento può essere ricompreso nei finanziamenti allo sviluppo, sono le operazioni di *cluster venture*, interventi finalizzati a realizzare un polo aziendale raggruppando più società autonome e indipendenti. Queste società sono integrabili verticalmente e orizzontalmente in quanto accomunate da similitudini nei prodotti, mercati, o nelle tecnologie. Sulla base di questa forma di finanziamento, l'investitore apporta capitali nelle imprese, che costituiscono il polo, con l'obiettivo di sfruttare le sinergie di vario genere⁸⁹ che si creano tra queste entità, senza compromettere l'autonomia e l'indi-

87 Cfr. Chesini, G. *Il private equity e gli investitori istituzionali nel capitale di rischio delle imprese*, op. cit. In particolare, capitolo 3, p. 87.

88 Cit. Gervasoni, A. & Sattin, F. *Private equity e venture capital: manuale d'investimento nel capitale di rischio*, op. cit. In particolare, capitolo 1, p.36.

89 Con il termine sinergie si intende la realizzazione di possibili fonti di valore aggiunto dalla combinazione di due imprese. Cfr. Brealey, R. & Mayers, S. (2011) *Principi di finanza aziendale*, McGraw-Hill Companies. In particolare, capitolo 31, *Fusioni e acquisizioni*.

pendenza decisionale ed operativa di ciascuna.

Il *private equiter*, generalmente, è interessato a supportare l'impresa nella fase di sviluppo, quando ha fiducia nel suo business e crede nelle sue potenzialità di crescita, dal momento in cui essa dispone dei capitali necessari per svilupparsi. Si tratta di interventi più complessi rispetto a quelli che riguardano la fase di avvio di un'attività produttiva. In sintesi, sono operazioni più articolate a causa della presenza di numerosi portatori di interessi, spesso divergenti, con i quali l'investitore si trova a negoziare, ed inoltre presentano maggiori difficoltà nello svolgere la fase antecedente l'investimento. In questa fase preparatoria vengono effettuate una serie di analisi sull'impresa, in particolare, vengono eseguite, l'analisi storica, l'analisi economica, patrimoniale e finanziaria, l'analisi del business e degli aspetti legali⁹⁰.

La terza tipologia di investimenti nel capitale di rischio riguarda il *finanziamento di processi di cambiamento* interni all'azienda, processi che spesso comportano un cambiamento del suo assetto proprietario. Quest'ultima categoria si differenzia in misura maggiore dalle precedenti; l'impresa ha raggiunto un determinato stadio di sviluppo e, a causa di un momento di “stallo” oppure al verificarsi di effetti negativi, avverte l'esigenza di un cambiamento. Questi finanziamenti possono essere a loro volta suddivisi in base alla tipologia di intervento posto in essere dall'operatore, e alle motivazioni che hanno spinto un tale cambiamento.

Con il termine *replacement capital* si intende il finanziamento che l'investitore realizza quando uno o più azionisti, dopo aver espresso la volontà di abbandonare l'impresa, cedono le proprie quote. Tali azionisti di minoranza non più interessati all'attività aziendale, vengono sostituiti temporaneamente dal *private equiter*. In questo modo, i soci non più interessati a strategie di sviluppo a lungo termine possono uscire dalla compagine azionaria realizzando un guadagno, e permettere ai soci, che credono ancora nelle potenzialità di sviluppo dell'impresa, di proseguire la loro attività. In genere, l'investitore non si limita solamente a conferire i mezzi finanziari per sostituire i soci uscenti, ma ridisegna la struttura societaria in modo più funzionale alle esigenze della proprietà e alle

⁹⁰ Cfr. Gervasoni, A. *Private equity e venture capital: manuale d'investimento nel capitale di rischio*, op. cit. In particolare, capitolo 1, p. 37.

necessità gestionali⁹¹.

Altro tipo di finanziamento è il *buy-out*, un'operazione che, per ragioni diverse⁹², permette di cambiare radicalmente la proprietà dell'impresa. In queste operazioni il *private equiter* interviene per supportare con i propri mezzi finanziari il cambiamento dell'assetto proprietario, sostenendo il nuovo gruppo imprenditoriale nell'acquisizione dell'attività ceduta. La categoria dei *buy out* può essere scomposta, in riferimento al soggetto economico che acquisterà e gestirà la società⁹³, in differenti sottospecie, ma in ogni caso la logica sottostante a queste operazioni è la medesima.

Ancora, l'intervento di *turnaround financing* viene realizzato dall'investitore quando il cambiamento radicale dell'impresa è la diretta conseguenza del verificarsi di una crisi aziendale. In una simile operazione, l'intervento del *private equiter* ha l'obiettivo di ristrutturare l'impresa in difficoltà economico-finanziarie, apportando oltre ai capitali, anche le competenze professionali necessarie a riportarla a determinati livelli di redditività. L'investitore in questi casi viene spesso visto come l'unica soluzione per permettere di risanare l'impresa, evitando ripercussioni negative a livello economico e sociale.

Nella fase di investimento, considerate le varie tipologie di finanziamento che il *private equiter* può porre in essere, è fondamentale che il fondo abbia sviluppato una propria rete di intermediari o consulenti in grado di realizzare il cosiddetto *deal flow*. Con questo termine si intende un flusso continuo di opportunità di investimento che questi soggetti segnalano al fondo, il quale a sua volta, dopo averli analizzati, procede con la sele-

91 Cfr. Dessy, A. & Vender, J. (1996) *Capitale di rischio e sviluppo dell'impresa*, Milano, Egea. In particolare, capitolo 4, *Il ruolo degli investitori istituzionali nel capitale di rischio per lo sviluppo*, pp. 128-129. Nello specifico, l'autore ritiene che riorganizzare la compagine azionaria rappresenti "il primo passo per liberare energie all'interno dell'impresa, che portano poi a successivi sviluppi..." Cit.

92 Un cambiamento nella proprietà può derivare dalla volontà manifestata dal gruppo imprenditoriale di voler liquidare l'attività complessiva o in parte; da un problema di ricambio generazionale in mancanza di un adeguato successore; dalla volontà delle amministrazioni pubbliche di procedere con la privatizzazione dell'attività pubblica. Cit. Gervasoni, A. *Private equity e venture capital: manuale d'investimento nel capitale di rischio*, op. cit. In particolare, capitolo 1, p.38.

93 *Management buy in* quando ad assumere il controllo dell'impresa è il gruppo manageriale interno; *management buy out* quando il controllo è assunto da un team di manager esterni; *family buy out* quando è la famiglia proprietaria che rileva l'impresa; *employees* o *workers buy out* quando nel nuovo assetto proprietario sono coinvolti i dipendenti dell'azienda.

zione dell'investimento più efficace⁹⁴.

La creazione di opportunità di investimento è una condizione molto importante per l'avvio e la buona riuscita del processo. Per questa ragione, il fondo non può contare solo sulla propria rete di conoscenze e contatti esterni, ma deve impiegare adeguate risorse professionali con attitudini e competenze specifiche, per realizzare il *deal flow*. Nel mercato italiano del *private equity*, a differenza dei più sviluppati come quello statunitense o anglosassone, mancano consulenti e intermediari specializzati per il finanziamento delle operazioni di *private equity*. In mancanza di tali soggetti, quando il piccolo-medio imprenditore ha un'iniziativa valida, dal punto di vista tecnologico o innovativo, non sa a chi rivolgersi. D'altra parte anche il *private equiter*, non può contare sulla presenza di questi soggetti che potrebbero affiancare e assistere le aziende nell'elaborare il *business plan* e nel predisporre la documentazione secondo gli standard che gli investitori stessi richiedono. Pertanto, in assenza di consulenti o intermediari specializzati l'incontro tra domanda e offerta è reso più difficile⁹⁵.

Il fondo, nel selezionare le opportunità di investimento, può seguire diverse strategie; importante è che queste ultime rientrino nelle politiche, di individuazione e selezione delle attività potenzialmente realizzabili, adottate come punto di riferimento. Nello specifico, il fondo può scegliere tra due differenti strategie: la diversificazione o la specializzazione.

Se il fondo opta per una strategia di diversificazione potrà, investendo in vari settori o differenti aree geografiche ripartire il rischio d'investimento e impiegare il capitale nelle opportunità migliori. Per attivare una strategia di diversificazione, il fondo, di dimensioni tali da poter realizzare molti investimenti, deve essere dotato di competenze generali per instaurare, nello stesso momento, rapporti con differenti realtà⁹⁶.

In alternativa, il fondo può adottare una strategia di specializzazione, differenziando la propria attività da quella dei concorrenti. Questa strategia è più rischiosa, in quanto, al-

94 Cfr. Cimino, S. "Come e perché investire in private equity. Una classe di investimento alternativa", *Amministrazione & finanza Oro*, op. cit. In particolare, p.50.

95 Cfr. Carlotti, M. *Tecniche di private equity. Il fondo e l'origination, l'investimento, la gestione e il disinvestimento*, op. cit. In particolare, capitolo 4, *Il proprietary deal flow*, p.43.

96 Cfr. Cimino, S. "Come e perché investire in private equity. Una classe di investimento alternativa", *Amministrazione & finanza Oro*, op. cit. In particolare, p. 50-52.

l'aumentare della specializzazione, aumenta la dipendenza del fondo al risultato dei singoli investimenti. Se il fondo di *private equity* decide di specializzarsi, significa che dovrà monitorare con molta attenzione ogni singola impresa, per seguire da vicino i suoi programmi di sviluppo, e potrà investire solo in un numero limitato di imprese. Di conseguenza, il fondo specializzato è caratterizzato da minori dimensioni rispetto a quello diversificato, ma in questo caso deve possedere competenze specifiche relative al target di imprese con cui ha deciso di operare.

In riferimento ai tipi di specializzazione, un fondo chiuso può assumere carattere regionale (*regional fund*) oppure optare per la via dell'internazionalizzazione⁹⁷. La specializzazione geografica implica che il fondo, oltre ad assumersi il rischio finanziario che deriva dall'investimento, è influenzato anche dall'incertezza dei fattori ambientali. Altro tipo di specializzazione si realizza quando il fondo seleziona imprese appartenenti allo stesso settore industriale, per realizzare importanti sinergie di crescita e di sviluppo delle imprese partecipate. Adottando una politica di specializzazione settoriale, il fondo deve assumersi i rischi connessi alla struttura del settore stesso, tra i quali il rischio di improvvise tensioni nel mercato degli approvvigionamenti o nel mercato di sbocco. Altra specializzazione che può assumere il fondo riguarda gli interventi attuati in determinati stadi di vita delle imprese target. Il fondo potrà concentrarsi, come precedentemente analizzato, su finanziamenti all'avvio, allo sviluppo o al cambiamento.

Il fondo dopo aver individuato l'impresa nella quale è interessato ad investire, nel rispetto delle politiche strategiche, deve valutare in modo approfondito il profilo dell'imprenditore per accertarne l'attendibilità, le competenze, l'esperienza, la reputazione e la validità della formula imprenditoriale proposta. In seguito passa a valutare l'azienda per ricercare un equilibrio tra le proprie esigenze, le aspettative dell'imprenditore, e le necessità dell'impresa. Se queste valutazioni si concludono con esito positivo il fondo procede a strutturare l'operazione e a determinare il valore della partecipazione. Solitamente, dopo una fase di trattativa, il *private equiter* e l'imprenditore giungono a definire il prezzo in base al quale il primo acquisterà la partecipazione nell'impresa. Dal momento in cui l'investitore partecipa al capitale di rischio dell'impresa, si definisce esaurita la fase

⁹⁷ Il fondo che decide di uscire dai confini nazionali, deve fronteggiare inoltre il rischio di cambio associato al paese al quale si riferiscono le partecipazioni in portafoglio, e il rischio politico derivante dalla solidità della nazione nella quale ha scelto di investire.

del vero e proprio investimento⁹⁸.

Tuttavia, l'investimento da parte del *private equiter* può non esaurirsi con l'assunzione della partecipazione. La letteratura suggerisce che il finanziamento a favore dell'impresa sia suddiviso in più stadi (*stage financing*), subordinati al raggiungimento di determinati obiettivi⁹⁹. Tale tecnica presenta una serie di vantaggi quali: riduce l'esposizione al rischio complessivo del finanziatore, attenua le asimmetrie informative nel rapporto tra imprenditore e investitore, in quanto ogni nuova tranche di finanziamento deve essere subordinata ad informazioni specifiche sull'andamento del progetto, ed inoltre, la minaccia del *private equity* di abbandonare il progetto, consente una maggiore selezione degli imprenditori più meritevoli, e rende l'informativa fornita in sede di negoziazione più trasparente e obiettiva. Il finanziamento per stadi successivi presenta anche dei difetti: se l'investitore ha già finanziato l'impresa in misura considerevole la minaccia di abbandono del progetto può risultare bassa, ed inoltre, l'imprenditore può essere indotto a privilegiare strategie a breve termine in seguito alla ricezione di finanziamenti a tranche. Nonostante ciò, lo *stage financing* è la metodologia favorita nei finanziamenti di imprese giovani e innovative, nelle quali la presenza di asimmetrie informative e costi di agenzia sono maggiori.

In ogni caso, una volta erogato il finanziamento, l'investitore deve monitorare la propria partecipazione, seguendo l'andamento della società per individuare e risolvere con tempestività eventuali problemi¹⁰⁰.

98 Per un approfondimento sul processo di investimento: Cfr. Gervasoni, A. & Sattin, F. *Private equity e venture capital: manuale d'investimento nel capitale di rischio*, op. cit. In particolare, capitolo 4, *Il processo investimento*.

99 Cfr. Bentivogli, C., Carmignani, A., Del Colle, D.M., Del Giudice, R., Gallo, M., Generale, A., Gervasoni, A., Rigon, M., Rossi, P., Sette, E. & Szegő, B. “*Il private equity in Italia*”, op. cit. In particolare, paragrafo 2, *Rassegna della letteratura*, pp. 12-15.

100 Per un approfondimento del processo di gestione e monitoraggio, Cfr. Gervasoni, A. & Sattin, F. *Private equity e venture capital: manuale d'investimento nel capitale di rischio*, op. cit. In particolare, capitolo 8, *Gestione, monitoraggio e valorizzazione dell'investimento*, pp. 265 e ss.

1.5.3 Il processo di disinvestimento

Il ciclo di vita del fondo di *private equity* si conclude con il disinvestimento della partecipazione precedentemente assunta. Per definizione, l'investitore istituzionale è un socio temporaneo nel capitale di rischio dell'impresa, ed è proprio in quest'ultima fase che ha la possibilità di realizzare il risultato sperato.

Le problematiche riguardanti la strategia di disinvestimento da seguire comprendono due aspetti: l'approccio che il gestore del fondo intende seguire per pianificare le dismissioni e la scelta del miglior canale per metterle in pratica¹⁰¹.

In riferimento alla prima problematica esistono in particolare due approcci per pianificare il disinvestimento: il *pro active approach*, in base al quale già dal momento in cui realizza l'investimento, il fondo ha stabilito quali saranno le modalità di uscita¹⁰²; il *passive approach*, secondo il quale il gestore, nel momento in cui acquista la partecipazione, non ha ancora ben delineato una specifica strategia di dismissione. Nella pratica, solitamente, i fondi adottano, un approccio combinato tra i due precedenti, una moderata pianificazione favorisce la buona riuscita del processo di disinvestimento, tuttavia è possibile che, in seguito, procedano a modificare ciò che in precedenza avevano ipotizzato.

Per quanto riguarda la seconda problematica menzionata, gli investitori di *private equity* possono disinvestire la partecipazione ricorrendo a diversi canali, che possono essere così classificati:

- *Trade sale*; la partecipazione viene ceduta tramite trattativa privata a soggetti diversi che possono essere: acquirenti non finanziari, quando la partecipazione viene ceduta a nuovi soci, acquirenti finanziari quali altri investitori nel capitale di rischio, altri possibili acquirenti quando con la cessione si vogliono realizzare

¹⁰¹Cfr. Cimino, S. “Come e perché investire in private equity. Una classe di investimento alternativa”, *Amministrazione & finanza Oro*, op. cit. In particolare, pp. 52-53.

¹⁰²Le modalità di disinvestimento sono stabilite sin dalla fase di negoziazione mediante l'ausilio di clausole dei patti parasociali che impegnano ad esempio i soci a raggiungere la quotazione in borsa entro una certa data, oppure tramite accordi di *put* e *call* a favore di certi soci. Cfr. Carlotti, M. *Tecniche di private equity. Il fondo e l'origination, l'investimento, la gestione e il disinvestimento*, op. cit. In particolare, capitolo 3, *La gestione e il disinvestimento*, paragrafo 25, *Il processo di disinvestimento*.

- ad esempio processi di fusione o incorporazione con altre aziende;
- *Ipo (Initial Public Offering)*, la quota di partecipazione viene ceduta mediante offerta pubblica di vendita in un mercato regolamentato;
 - *Buy back*, la partecipazione viene ceduta al socio di maggioranza o al management della partecipata;
 - *Write off*, si verifica quando l'operazione fallisce in seguito alla svalutazione totale della partecipazione, a seguito della perdita di valore della stessa.

In particolare, la scelta del canale di disinvestimento può dipendere da una serie di fattori quali: la pianificazione effettuata, prima di effettuare l'investimento, nella fase di negoziazione; la dimensione dell'impresa; il settore nella quale opera; le caratteristiche organizzative; i risultati raggiunti o prospettici; le preferenze degli azionisti¹⁰³. Inoltre in questa scelta non vanno sottovalutati, i fattori esogeni, quali lo stato dell'economia e l'evoluzione dei mercati azionari.

La decisione di disinvestimento può essere influenzata anche da aspetti tecnici come la percentuale di quota capitale posseduta e l'onerosità della cessione. Ad esempio, nel caso in cui l'investitore detenga la maggioranza, la via più semplice è la cessione dell'intera partecipazione, compreso il controllo della società, ad un acquirente strategico. A questo riguardo si deve considerare che la trattativa privata, oltre ad essere la strada più veloce, perché permette di monetizzare immediatamente l'investimento, è anche meno costosa rispetto ad un'offerta pubblica iniziale, la quale deve sottostare ad una serie di vincoli per tutelare i risparmiatori che acquisteranno le quote sul mercato.

La *cessione a terzi* tramite trattativa privata risulta essere, in Italia e in Europa, la più utilizzata tra le tipologie di investimento, anche se d'altra parte è la modalità meno apprezzata dall'imprenditore per ragioni strategiche e gestionali. La cessione a terzi contempla varie modalità di realizzo, e risultare essere una metodologia complessa e articolata in quanto il *private equiter* per realizzarla deve ottenere un accordo con la maggioranza dei soci e con coloro che rappresentano la responsabilità imprenditoriale. Per quanto riguarda l'interrogativo “a chi cedere la partecipazione”, l'investitore può ricercare di propria spontanea iniziativa i soggetti interessati ad acquistare la partecipazione,

¹⁰³Cit. Carlotti, M. (2003) *Tecniche di private equity. Il fondo e l'origination, l'investimento, la gestione e il disinvestimento*, op. cit. In particolare, capitolo 3, p.350.

ma è preferibile che questa ricerca avvenga di comune accordo con l'imprenditore¹⁰⁴.

Per quanto riguarda il disinvestimento tramite *quotazione* in un mercato regolamentato, questa tipologia ha il pregio di soddisfare contemporaneamente l'esigenza dell'investitore di massimizzare il rendimento realizzato con la dismissione della sua partecipazione, e quella dell'imprenditore di preferire la quotazione in borsa rispetto all'acquisto da parte di un altro gruppo imprenditoriale. Inoltre, la presenza del socio investitore rende il processo di quotazione meno "traumatico" per l'impresa. Il mercato borsistico presenta infatti una serie di vincoli che l'impresa deve rispettare in termini di regolamenti e procedure, alle quali spesso non è abituata. La presenza del *private equiter* aiuta l'impresa, il management, e gli imprenditori a prepararsi per questo processo, anche dal punto di vista culturale. D'altra parte come già menzionato, questa procedura risulta essere non solo la più costosa, ma anche la più rischiosa; a causa di una sottovalutazione del mercato è possibile che gli elevati guadagni attesi non si realizzino.

Il *riacquisto della partecipazione* da parte dell'imprenditore o dei soci che gestiscono l'impresa può essere vista come la tipica via d'uscita dell'"investitore passivo" quando le altre strade falliscono¹⁰⁵. In altri termini, può accadere che i vecchi azionisti siano disposti a riacquistare la partecipazione ad un prezzo presumibilmente maggiore rispetto a quello della cessione precedente, e con questa modalità la compagine azionaria si chiude nuovamente senza lasciar spazio ad ulteriori opportunità di crescita. Questa tipologia di disinvestimento può anche innescare conflitti d'interesse in riferimento alla valutazione della quota. L'obiettivo del *private equiter* di massimizzare il suo rendimento è, infatti, in contrapposizione con l'interesse dell'imprenditore o dei soci di minimizzare il costo di riacquisto della partecipazione.

Nel caso di *insuccesso* il fondo, dopo aver accertato che non riuscirà più a risolvere la situazione, deve procedere al disinvestimento. L'azzeramento della partecipazione, in seguito alla sua totale perdita di valore, può essere considerato un ultimo canale di uscita, anche se non è da considerare una vera e propria modalità di disinvestimento perché non contiene alcun elemento discrezionale da parte dell'investitore. In quest'ultimo caso

¹⁰⁴Cfr. Chesini, G. *Il private equity e gli investitori istituzionali nel capitale di rischio delle imprese*, op. cit. In particolare, capitolo 3, pag. 102.

¹⁰⁵Cit. Cimino, S. "Come e perché investire in private equity. Una classe di investimento alternativa", *Amministrazione & finanza Oro*, 6, op. cit. In particolare, p. 54.

infatti l'investitore non raggiunge il suo obiettivo finale di massimizzare il ritorno dell'investimento.

Nel momento in cui il fondo di *private equity* ha disinvestito tutte le partecipazioni assunte, conclude il proprio ciclo di vita. A questo punto preme mettere in evidenza come evidenziato da Gervasoni¹⁰⁶ che “l'elemento rilevante nell'attività di investimento nel capitale di rischio è la creazione di valore nell'impresa, attraverso la trasparenza, la professionalità ed un saggio ricorso al mercato dei capitali. Il focus degli operatori è sul potenziamento delle capacità imprenditoriali e sulla valorizzazione dell'impresa, indipendentemente dal settore in cui opera”.

¹⁰⁶Cit. Dessy, A. & Vender, J. *Capitale di rischio e sviluppo dell'impresa*, op. cit. In particolare, capitolo 4, p. 130.

2 Capitolo

Il mercato dei capitali di rischio

2.1 *Una visione d'insieme: l'andamento del private equity nel contesto internazionale*

Il mercato del capitale di rischio, nel corso degli ultimi anni, è stato caratterizzato da un trend di continua crescita. In contemporanea, i fondi di *private equity* hanno conquistato una posizione di rilievo all'interno del contesto industriale, tanto da essere considerati tra i principali fattori in grado di apportare cambiamenti significativi nel contesto nazionale. La presenza di questi fondi, infatti, permette di accelerare i processi interni alle aziende innescando un circolo virtuoso in base al quale gli effetti benefici si trasmettono al tessuto imprenditoriale¹⁰⁷.

A confermare la continua crescita di questo mercato sono alcuni dati. A livello mondiale l'ammontare degli investimenti effettuati nel periodo 2004-2006 è quasi triplicato passando da poco più di 120 a oltre 300 miliardi di dollari¹⁰⁸. Con riferimento al contesto europeo, la *European Venture Capital Association (EVCA)*¹⁰⁹, ha rilevato che nel periodo 1997-2006 l'ammontare investito è aumentato da 10 a 71 miliardi di euro e, nello specifico, anche il mercato italiano ha registrato risultati positivi. In base alle

107Cit. Bracchi, G. (2007) (intervento a cura di) Atti convegno annuale 26 marzo 2007 AIFI “*Il ruolo del private equity nella trasformazione dell'impresa*”, Milano. In particolare, *Il mercato del capitale di rischio*, p. 4.

108Dati riportati dalla società londinese *Private Equity Intelligence* (www.prequin.com).

109Le statistiche dell'*EVCA* riferite al mercato europeo del *private equity* sono pubblicate sul sito www.evca.eu.

statistiche riportate da AIFI, l'ammontare delle operazioni concluse nel periodo 2004-2007 è grossomodo triplicato, passando da 1,5 a 4,2 miliardi di euro¹¹⁰.

La crisi del 2007, che ha coinvolto l'economia globale, ha però mutato lo scenario e le caratteristiche anche del mercato del *private equity*. Con il manifestarsi della crisi è mutato il contesto macroeconomico, si è passati da una situazione contraddistinta da credito a buon prezzo, livello della domanda in aumento, valutazioni alte, elevata dipendenza dall'utilizzo della leva ad un contesto caratterizzato da stretta creditizia, contrazione della liquidità, valutazioni in decremento, aspettative disattese e difficoltà ad uscire dagli investimenti¹¹¹.

A partire dal 2009, dopo anni di grande crescita, il mercato del *private equity* ha risentito della crisi finanziaria internazionale che ha provocato un rallentamento dell'attività di investimento nel capitale di rischio. In questo particolare anno, a livello internazionale, è risultato significativo il decremento delle risorse investite, nello specifico, nel segmento dei *buyout*, queste hanno registrato una contrazione del 50 per cento in termini di ammontare e del 72 per cento in termini di operazioni realizzate. Anche a livello europeo, dai dati messi a disposizione dalle associazioni nazionali di categoria è emerso che la Francia nel 2009 ha subito una diminuzione del 59 per cento dell'ammontare investito; in Germania la contrazione è stata di circa il 70 per cento e il Regno Unito, che da sempre aveva raggiunto i migliori risultati all'interno del mercato europeo del *private equity*, ha registrato un consistente rallentamento dell'attività investita pari al 63 per cento rispetto all'anno precedente¹¹². Altresì, il mercato italiano, dopo aver raggiunto risultati record nelle risorse investite, pari a 5 miliardi di euro nel 2008, nel 2009 ha dimezzato l'ammontare investito raggiungendo i 2,6 miliardi.

A partire dalla seconda metà del 2010, grazie alla realizzazione di alcune operazioni di grandi dimensioni scomparse nel 2009 a causa della crisi, si è verificata un'inversione di

110Querci, F. (2009) "Il private equity in Italia: performance e abilità di selezione degli investimenti", *Bancaria. Il mensile dell'Associazione bancaria italiana*, 4, pp. 28-46.

111Cfr. Bracchi, G. (2010) (a cura di) Atti convegno annuale 15 marzo 2010 AIFI "Private equity e imprese dopo la crisi", Milano. In particolare, *L'impatto sul mercato del private equity a livello internazionale*, p.7.

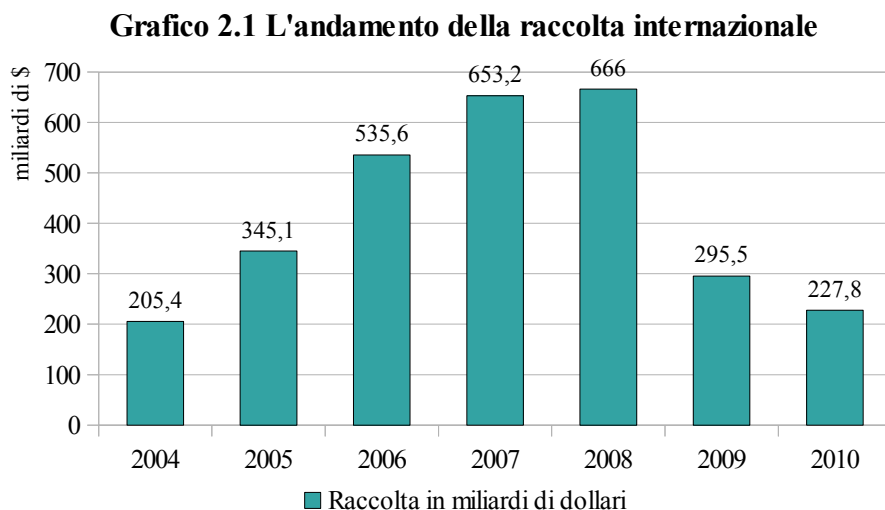
112Cfr. Bechi, A. & Muzio, A. (2010) "Private equity e venture capital di fronte al cambiamento", *Amministrazione & finanza*, 7, pp. 59-64.

tendenza che ha permesso un recupero dell'attività sia a livello internazionale, che europeo¹¹³. Nonostante ciò il mercato del *private equity* denota segnali di crescita abbastanza disomogenei: mentre i dati riguardanti gli investimenti e i disinvestimenti sono in miglioramento, la raccolta registra ancora un trend decrescente.

Questo è lo sviluppo che grossomodo, a livello internazionale, nazionale ed europeo, ha subito il mercato del *private equity* nel corso degli ultimi anni.

Qui di seguito analizzeremo brevemente l'andamento del mercato del capitale di rischio a livello mondiale, con particolare riferimento alle fasi di raccolta, investimento e disinvestimento effettuate dagli operatori, utilizzando le analisi statistiche condotte dalla società di ricerca Prequin¹¹⁴. Nei paragrafi successivi invece, inquadreremo l'evoluzione del mercato nel contesto europeo, e in seguito nel particolare contesto italiano.

Per quanto riguarda l'attività di *fundraising* a livello internazionale, nel 2010, 483 fondi hanno raccolto risorse per un ammontare pari a 228 miliardi di dollari, in calo del 22,91 per cento rispetto al 2009, anno nel quale 684 fondi hanno raccolto 296 miliardi di dollari, il livello più basso raggiunto dal 2004 (a loro volta in diminuzione del 55,63 per cento rispetto all'anno precedente, come da *grafico 2.1*).



Fonte: Prequin

¹¹³Cfr. Bracchi, G. (2011) *Private equity ed economia italiana*, Milano, Egea. In particolare, paragrafo 1, *Lo scenario economico mondiale nel 2010*, p. 9.

¹¹⁴Riportate in: Bracchi, G. *Private equity ed economia italiana*, op. cit. In particolare, paragrafo 2, *L'andamento del private equity a livello internazionale nel 2010*, p. 12.

I risultati riferiti ai fondi raccolti, negli ultimi anni, sono stati influenzati non solo dall'incertezza manifestata dai grandi investitori istituzionali nelle strategie allocative, ma anche dalla mancanza di liquidità da destinare a nuovi investimenti.

In riferimento a questo contesto, si sottolinea inoltre come la dimensione media dei nuovi fondi sia diminuita e si sia verificato un processo di consolidamento dell'offerta in seguito al quale alcuni operatori si sono trovati in difficoltà e sono stati costretti ad uscire dal mercato. Alcuni dati pubblicati da Prequin mostrano che, già a partire dal 2007, 13 fondi, il cui obiettivo complessivo era raggiungere una raccolta pari a 2 miliardi di dollari, hanno abbandonato il loro progetto. Nel 2008 la medesima situazione si è verificata per 40 fondi, per un ammontare pari a 16 miliardi¹¹⁵. A riprova dei risultati negativi registrati dall'attività di raccolta delle risorse, vi è un aumento del tempo necessario al fondo per raggiungere gli obiettivi prefissati. Nel 2010, infatti, il tempo medio necessario per terminare la raccolta si è allungato a 21 mesi, contro i 12 del 2007.

In particolare i risultati ottenuti nel 2010 con l'attività di *fundraising* possono essere attribuiti per il 18 per cento a fondi focalizzati sull'Europa (41 mld di dollari), al 22 per cento a fondi focalizzati sul Nord America (50,1 mld di dollari) e al 60 per cento a fondi focalizzati sull'Asia e sul resto del mondo (136,7 mld di dollari). Questi dati confermano un aumento del peso delle economie emergenti nel mercato del *private equity*. Soprattutto in queste aree, il settore è in grado di attirare non solo capitali privati, locali e internazionali, ma anche capitali di matrice pubblica, interni o esterni, da utilizzare per lo sviluppo dell'economia¹¹⁶.

In riferimento all'attività di *investimento*, il 2010 è stato considerato il miglior anno dopo la crisi finanziaria globale. Il segmento dei *buyout*, in particolare, è stato caratterizzato da 2.171 operazioni per un valore aggregato di 204,9 miliardi di dollari, registrando un incremento del 38 per cento in termini di numero e del 130 per cento in termini di ammontare rispetto al 2009 (*grafico 2.2*). Questi risultati sono un importante se-

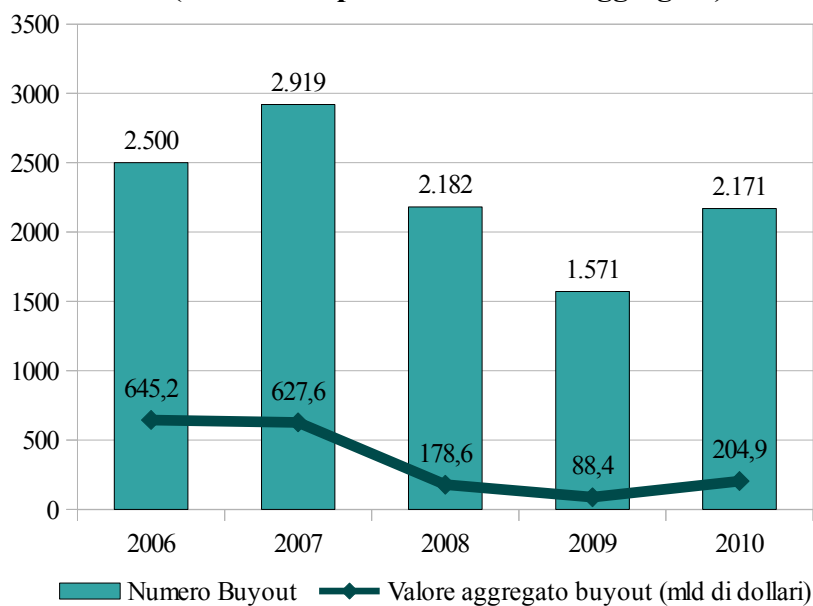
¹¹⁵Cit. Bracchi, G. (2009) "Il nuovo private equity italiano che uscirà dalla crisi", *Bancaria. Il mensile dell'Associazione bancaria italiana*, 4, pp. 22-27. In particolare, paragrafo 3, *Il rallentamento della raccolta di nuovi fondi*.

¹¹⁶Per un approfondimento sullo sviluppo delle economie emergenti soprattutto in riferimento al mercato del venture capital: Cfr. Arnone, M., Bellavite, C. & Graziadei, F. (2006) *Il venture capital per lo sviluppo. Un'analisi delle economie emergenti*, Milano, Vita e Pensiero.

gnale positivo per il settore del *private equity* e dimostrano l'aumento di fiducia verso i mercati. Si sono verificati dei miglioramenti sia nelle operazioni sul mercato nord americano, dove i flussi sono raddoppiati rispetto al 2009, sia nel contesto europeo, dove i valori si sono quasi triplicati, passando da 24,2 a 68,1 miliardi di dollari.

Per quanto riguarda gli investimenti realizzati nel 2010, si sono riaffacciate sul mercato operazioni di grandi dimensioni, che si erano drasticamente ridotte nel corso del 2009. Secondo uno studio¹¹⁷, in Europa nel 2010 sono state realizzate 12 operazioni di *buyout*, per valori superiori al miliardo di dollari, a discapito delle 9 registrate nell'anno precedente. Anche il peso delle operazioni con valori compresi tra 100 milioni e 1 miliardo è aumentato, passando dal 19 al 32 percento del numero complessivo dei *buyout* registrati.

Grafico 2.2 L'evoluzione dei buyout a livello internazionale (numero di operazioni e valore aggregato)



Fonte: Prequin

Per quanto riguarda l'attività di *disinvestimento*, le scarse possibilità, verificatesi negli ultimi anni, di uscire dall'investimento hanno conseguentemente allungato il periodo di detenzione della partecipazione. Prima della crisi questo risultava essere pari a 3 anni, mentre oggi è previsto un mantenimento della partecipazione fino a 5 anni¹¹⁸.

¹¹⁷Studio "Unquote Private Equity Barometer".

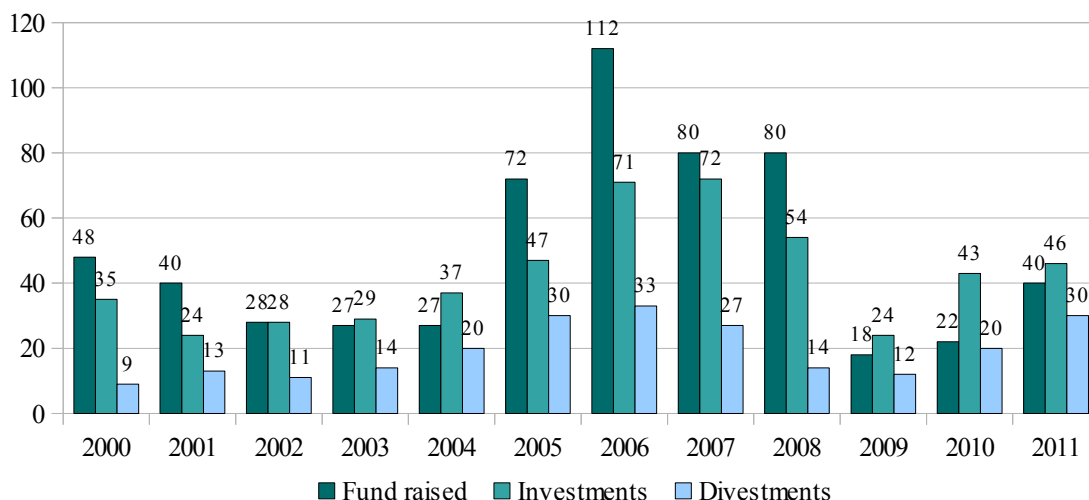
¹¹⁸Cit. Bracchi, G. "Il nuovo private equity italiano che uscirà dalla crisi", *Bancaria. Il mensile*

Nonostante ciò, nel 2010 l'attività di disinvestimento si è ripresa e sono state registrate, a livello internazionale, 811 dismissioni per un ammontare complessivo di 203 miliardi di dollari, un valore quasi triplicato rispetto a quello registrato nel corso del 2009 (73,6 miliardi di dollari). Le modalità di *exit* più utilizzate per realizzare questi disinvestimenti sono state le operazioni di *trade sale* e *secondary buyout*, e in pochi casi gli operatori sono ricorsi alla quotazione per cedere la propria quota di partecipazione nell'impresa¹¹⁹.

2.2 Il private equity nel contesto europeo

L'industria del *private equity* nel 2006, in Europa, ha registrato risultati record, confermando la propria ripresa sperimentata a partire dal 2002. Questi risultati nei due anni successivi si sono drasticamente ridotti a causa degli effetti della crisi economica, ma (come si può osservare dal *grafico 2.3*) negli ultimi anni si è assistito ad una ripresa delle attività di raccolta, investimento e disinvestimento.

**Grafico 2.3 Overview fundraising, investments and divestments 2000-2011
(amount billion of euro)**



Fonte: Thomson Reuters/EVCA (2000-2006) & EVCA/PEREP Analytics (2007-2011) dell'Associazione bancaria italiana, op. cit. In particolare, paragrafo 4, La difficoltà di disinvestire le partecipazioni.

¹¹⁹Cfr. Bracchi, G. *Private equity ed economia italiana*, op. cit. In particolare, paragrafo 2, p. 15-16.

L'attività di raccolta dei capitali, dopo aver registrato un incremento del 22 per cento nel 2010 (da 18 a 22 miliardi di euro raccolti), nell'anno successivo ha rilevato un significativo aumento dell'82 per cento in termini di ammontare (i capitali raccolti sono aumentati da 22 a 40 miliardi di euro). L'attività di investimento, al contrario, in termini di valore nel 2010 è aumentata del 79 per cento (da 24 a 43 miliardi di euro di risorse investite), rimanendo abbastanza stabile nel periodo successivo (più 7 per cento registrato nel 2011). L'attività di dismissione delle partecipazioni, dopo essere aumentata del 66 per cento nel 2010, ha subito un ulteriore incremento significativo del 50 per cento nel periodo successivo (da 20 a 30 miliardi di euro di risorse disinvestite).

Nel complesso, nel 2011, per quanto riguarda l'attività di investimento e disinvestimento si sono raggiunti buoni risultati pari a quelli ottenuti nel 2005, anno nel quale il mercato del *private equity* stava sperimentando uno sviluppo significativo. Per quanto riguarda, invece, l'attività di raccolta, seppure aumentata nel corso degli ultimi due anni, risulta ancora poco sviluppata rispetto ai risultati che erano stati ottenuti nei periodi precedenti al manifestarsi della crisi economico-finanziaria.

Relativamente all'attività di *fundraising*, a livello europeo questa è effettuata in particolare da tre differenti macro-categorie di fondi: i *venture capital fund*, i *buyout fund* e i *generalist fund*¹²⁰. In seguito a ciò, nell'analizzare i fondi che hanno raccolto i maggiori capitali primeggiano i *buyout fund*, i quali, nel corso del periodo considerato hanno raccolto più della metà dell'ammontare totale (nel 2011 il peso di questi fondi sul totale raccolto era pari al 65 per cento, nel 2010 al 61 per cento, nel 2009 al 57 per cento e nel 2008 aveva raggiunto l'81 per cento)¹²¹. Anche se nel 2009, come analizzato in generale, l'ammontare delle risorse raccolte è drasticamente diminuito rispetto al periodo prece-

¹²⁰Cfr. EVCA (2012) *Yearbook 2012. Activity Data on fundraising, investments and divestments by Private Equity and Venture Capital firms in Europe*. In particolare, i fondi di *venture capital*, sono classificati a loro volta in *early stage fund*, *later stage fund* e *balanced fund* e si riferiscono a fondi focalizzati, rispettivamente, sulle prime fasi di vita delle imprese, su imprese in espansione, o su entrambe queste fasi. I *growth fund*, la cui strategia è quella di investire o acquisire aziende mature per ampliarle o ristrutturarle, e i *mezzanine fund*, i quali forniscono debito per facilitare il finanziamento dei *buyout*, nei dati presentati sono ricompresi nella macro-categoria dei *buyout fund*, la cui strategia è quella di acquisire altri business. Infine un'altra tipologia di fondi è rappresentata dai *generalist fund* i quali non sono specializzati in alcuna fase e, per questo motivo, investono in ciascuna di esse.

¹²¹Dai dati raccolti in: EVCA. *Yearbook 2012*, op. cit.

dente, nel 2011 questi fondi hanno raccolto capitali per 33,2 miliardi di euro. In quest'ultimo anno, non è da sottovalutare il contributo derivante dalla raccolta effettuata dai *venture capital funds*, aumentata del 50 per cento rispetto al 2010, mantenendosi comunque a livelli inferiori in termini di ammontare (4,9 miliardi di euro) rispetto ai *buyout funds*. Infine, i *generalist fund* negli ultimi due anni si mantengono stabili con un ammontare raccolto nettamente inferiore agli altri fondi, pari a 1,7 miliardi di euro.

In termini numerici, nel 2011 hanno operato 135 *venture capital funds*, i quali hanno ottenuto capitali prevalentemente da enti pubblici o dedicati all'innovazione e allo sviluppo, da investitori privati e da gruppi industriali (rispettivamente per il 34 per cento, 14,9 per cento e 12,1 per cento). I fondi di *buyout* anche se numericamente inferiori, 116, hanno raccolto molti più capitali presso gli investitori, quali in particolar modo fondi pensione, banche e fondi di fondi (rispettivamente con un peso del 22,4 per cento, 17,5 per cento e 16,8 per cento sul totale). Infine, i 51 *generalist funds* hanno raccolto risorse principalmente presso *family office*¹²² e investitori privati (nella misura del 34,1 per cento e del 25,6 per cento).

L'attività di investimento, a livello europeo nello specifico (come da *grafico 2.4*), viene suddivisa in: operazioni di *venture capital* e investimenti di *buyout* e *growth*¹²³.

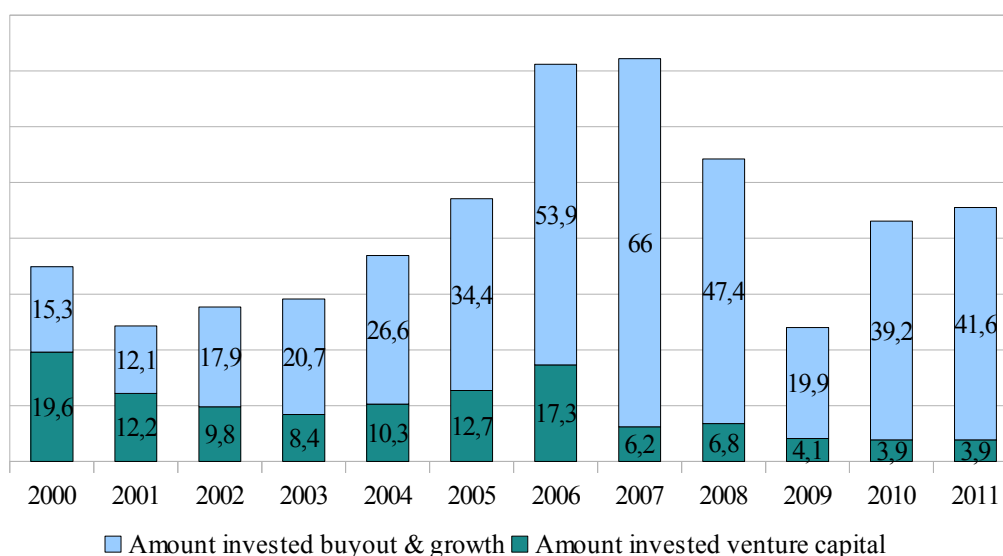
Dai dati riportati dall'EVCA, emerge come vi sia una prevalenza dell'ammontare investito in operazioni di *buyout* ed espansione, a discapito delle operazioni realizzate in imprese che si trovano ad affrontare le prime fasi del ciclo di vita. Nel 2011, in particolare, l'ammontare complessivamente investito, pari a circa 46 miliardi di euro, ha interessato per il 90 per cento (41,6 miliardi di euro) operazioni appartenenti al segmento *buyout* e *growth*. All'interno di questo segmento, sono stati investiti esattamente 34,1 miliardi di euro (equivalente al 77,3 per cento delle risorse investite) in *buyout*, 5,1 miliardi in operazioni di crescita, 0,9 miliardi in interventi di *replacement* e 0,4 miliardi in operazioni *turnaround*. In termini di operazioni effettuate, al contrario, gli interventi di *venture ca-*

¹²²Con tale termine sono da intendersi imprese che forniscono determinati servizi, quali la gestione degli investimenti, la contabilità, le consulenze fiscali e finanziarie, ad una o più famiglie. Cfr. EVCA. *Yearbook 2012*, op. cit.

¹²³Nei dati riportati, gli investimenti di *venture capital* comprendono i finanziamenti *seed*, *start up*, *later-stage venture*, mentre negli investimenti di *buyout & growth* rientrano anche le operazioni di *turnaround* e *replacement*. Cfr. EVCA. *Yearbook 2012*, op. cit.

pital sono risultati numericamente superiori, grazie soprattutto alla presenza di numerose iniziative di start-up. Nello specifico, nel corso del 2011, il 61,3 per cento delle operazioni (circa 2.966) erano concentrate nelle prime fasi di vita delle imprese, il 33 per cento delle quali erano interventi su start-up (circa 1.627). Il restante 38,7 per cento delle operazioni riguardavano il segmento *buyout e growth* (esattamente 859 *buyout* pari al 17,7 per cento e 848 operazioni di espansione pari al 17,5 per cento).

Grafico 2.4 Overview investments amount (billion of euro)



Fonte: Thomson Reuters/EVCA (2000-2006) & EVCA/PEREP_Analytics (2007-2011)

Un'ulteriore analisi sugli investimenti potrebbe riguardare l'ammontare investito nei singoli paesi appartenenti al contesto europeo che, secondo le statistiche riportate dall'EVCA, può essere suddiviso secondo due modalità. In base alla prima modalità, la somma investita in Europa è suddivisa tenendo conto del paese di appartenenza della società di *private equity* che ha effettuato l'investimento, mentre la seconda suddivide il totale investito in base ai paesi nei quali sono posizionate le società in portafoglio che si intendono finanziare. Sulla base della prima metodologia, nel 2011 risulta in particolare che l'attività di investimento sia concentrata maggiormente nelle zone del Regno Unito e Irlanda (43 per cento dell'ammontare investito), in Francia, Belgio, Paesi Bassi e Lussemburgo (27 per cento) e in misura inferiore in Germania, Austria e Svizzera (11 per cento). Al contrario, se si considera il paese nel quale sono collocate le imprese, destinatarie

dell'ammontare investito, Francia e Benelux risultano essere i Paesi nei quali è investito l'ammontare maggiore (31 per cento) seguiti dal Regno Unito e Irlanda (24 per cento) e da Germania, Austria e Svizzera (17 per cento).

Tre sono risultati i settori nei quali gli investimenti europei sono stati maggiormente indirizzati (in termini numerici e nell'ammontare investito) e sono le biotecnologie, i computer e l'elettronica di consumo, e le comunicazioni. Questi settori insieme hanno attratto il 50 per cento degli investimenti complessivi e a concentrarsi su di essi sono state, in particolare, le operazioni di *venture capital*, mentre gli interventi di *buyout* sono stati distribuiti in modo maggiormente omogeneo a livello settoriale.

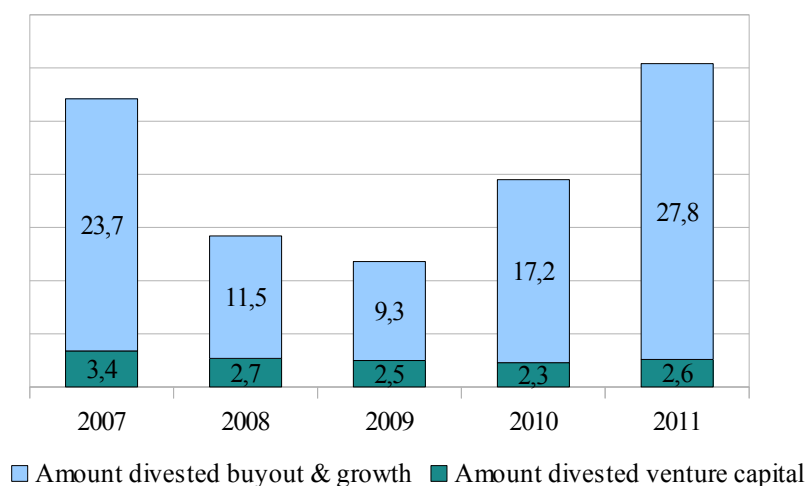
Considerando nel complesso le operazioni di *private equity* a livello europeo, emerge come il 72,7 per cento di questi interventi sia rivolto a piccole e medie imprese che occupano meno di 100 persone (in particolare il 42,8 per cento delle operazioni sono rivolte ad imprese con un numero di occupati inferiore alle 20 unità, mentre il restante 29,9 per cento degli interventi è indirizzato a imprese con un numero di dipendenti compreso tra le 20 e 100 unità). Nonostante questo risultato generale, se le operazioni di *private equity* vengono scomposte in *venture capital* e *buyout* emergono differenti risultati. In particolare, l'84 per cento dei finanziamenti di *venture capital* sono stati indirizzati ad imprese di piccole e medie dimensioni, con un numero di dipendenti inferiore ai 100. Al contrario il 79 per cento degli investimenti di *buyout* sono stati rivolti ad imprese di dimensioni maggiori, con più di 250 occupati (il 30 per cento delle risorse è stato investito in imprese con un numero di dipendenti compreso tra 1000 e 4999).

In ultima analisi, l'attività di disinvestimento presenta dei risultati in linea con quella d'investimento, in quanto il maggior ammontare disinvestito nel corso del periodo considerato è riferito ad operazioni di *buyout* (nel 2011 ammontava a quota 27,8 miliardi, pari al 91 per cento sul totale disinvestito, *grafico 2.5*).

Nel corso del 2011 la dismissione delle partecipazioni si è ripresa, grazie soprattutto alla vendita a partner industriali, modalità che ha occupato il primo posto in termini di ammontare disinvestito (37 per cento del totale). Al secondo posto, e in diminuzione rispetto al precedente anno, è risultata la vendita ad altri investitori di *private equity*, che ha pesato il 26 per cento sul totale disinvestito. Le svalutazioni delle partecipazioni, dopo aver assunto un peso rilevante nel 2009 e 2010, nel 2011 sono diminuite (i *write-off*

sono pari al 13 per cento del totale disinvestito), e ciò significa che gli investitori hanno avuto la possibilità di scegliere la modalità che ritenevano migliore per uscire dall'investimento. Nel classificare i disinvestimenti in base alle operazioni di *venture capital* o *buyout*, emerge come per entrambi gli interventi, il *trade sale* risulta la modalità di *exit* più utilizzata (nel 2011 il 46,7 per cento dell'ammontare investito in operazioni di *venture capital* è stato dismesso con questa modalità, e tale percentuale è pari al 36,2 per le operazioni di *buyout*) e i *write off* ricoprono il terzo posto (12,8 per cento); ciò che cambia è il secondo posto. Nelle operazioni di *venture capital* quest'ultimo è occupato dall'offerta pubblica di acquisto (il 14,8 per cento dell'ammontare disinvestito), mentre nell'uscire da interventi di *buyout* si è ricorso in misura secondaria alla vendita ad altri investitori di *private equity* (il 27,7 per cento dell'ammontare è stato disinvestito ricorrendo a questa modalità).

Grafico 2.5 Overview amount divestments of cost (billion of euro)



Fonte: EVCA/PEREP_Analytics

L'ammontare disinvestito, come le risorse investite, può essere ripartito tra i singoli paesi appartenenti al contesto europeo. Considerando il paese della società di *private equity* che ha realizzato la dismissione, il 41 per cento dell'ammontare totale è stato disinvestito da Regno Unito e Irlanda, seguito dal 24 per cento disinvestito da Francia e Benelux. Mentre, se si considera l'ammontare disinvestito in base al paese in cui è posizionata l'impresa target, sono le regioni della Francia e del Benelux ad avere dismesso un ammontare di partecipazioni maggiore, con una quota del 31 per cento, rispetto a Regno

Unito e Irlanda (20 percento).

2.3 L'evoluzione del mercato italiano del private equity

La nascita del mercato italiano del *private equity* è da ricondursi all'anno 1986 quando i soggetti che operavano in questo contesto costituirono l'associazione di categoria AIFI. In particolare, è a partire dagli anni 2000, grazie all'evoluzione normativa che ha interessato il mercato del *private equity* italiano di cui abbiamo parlato nel capitolo precedente, che il mercato ha registrato una vera e propria tendenza crescente. Infatti, è proprio a partire da questo periodo che i fondi mobiliari chiusi hanno iniziato a gestire volumi maggiori e ad assumere una posizione rilevante all'interno del mercato, grazie anche alla nascita di fondi con un profilo di rischio e con politiche di investimento maggiormente allineati a quelli dei fondi internazionali¹²⁴.

Di seguito analizzeremo il mercato del *private equity* italiano considerando i dati provenienti dalle statistiche elaborate da AIFI. In particolare, questi risultati non si riferiscono solamente agli operatori membri di tale associazione ma, più in generale, tengono conto di un campione di operatori oggetto di indagine. In questo campione sono compresi i membri che aderiscono ad AIFI che svolgono occasionalmente l'attività di investimento, alcuni investitori e istituzioni finanziarie italiane che non rientrano nella compagine associativa di AIFI e operatori internazionali che, pur non avendo un *advisor* stabile sul territorio italiano, hanno realizzato operazioni in imprese italiane nel corso dei periodi considerati¹²⁵.

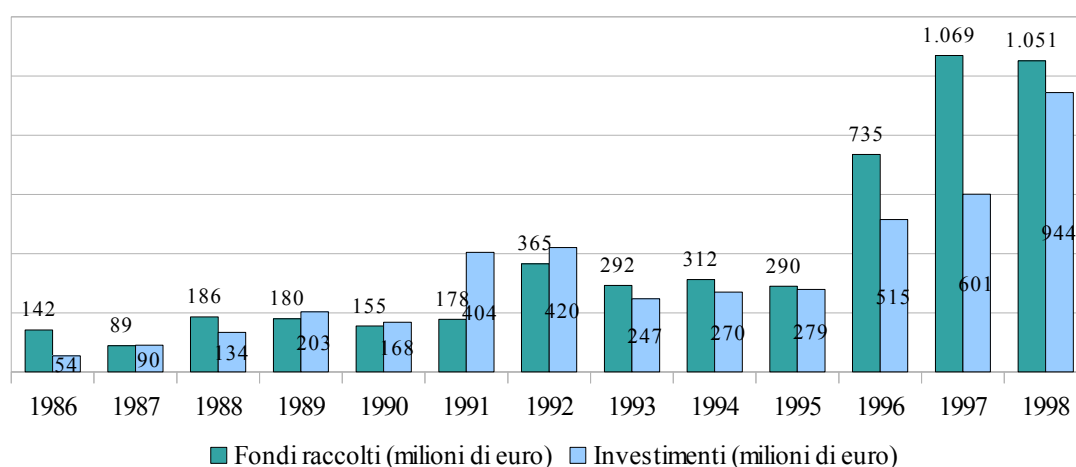
¹²⁴Cfr. Gervasoni, A. & Bechi, A. *I fondi chiusi di private equity nell'esperienza italiana. Aspetti economici e giuridici*, op. cit. In particolare, capitolo 4, p. 169.

¹²⁵AIFI annualmente redige delle statistiche riferite allo sviluppo del mercato del *private equity* sulla base di dati resi disponibili grazie alla cooperazione di un campione di operatori, che verranno di seguito definiti "oggetto di indagine". In particolare a partire dal 2011 in questo campione vengono inclusi, oltre agli associati AIFI, solamente gli operatori che nel corso degli ultimi tre anni hanno svolto almeno un'attività di investimento, disinvestimento o raccolta di capitali. Nell'interpretare il dato relativo agli operatori oggetto di indagine (171) nel 2011 si deve tenere conto di questa

L'evoluzione del mercato italiano del *private equity* (vedi grafico 2.6) può essere scomposto in una serie di sotto-periodi.

Si può ritenere che un primo periodo sia quello caratterizzato dai primi anni di vita del mercato, quelli che vanno dal 1986 al 1998. In questo periodo, proprio per il fatto che il mercato si trovava in una fase iniziale, osservando le serie storiche degli investimenti e dei fondi raccolti si evince come non vi sia ancora una tendenza evolutiva del mercato, in quanto i dati presentati in termini di risorse raccolte ed investite sono limitati (vedi grafico 2.6 [1]).

Grafico 2.6 L'evoluzione del mercato del private equity in Italia (1)



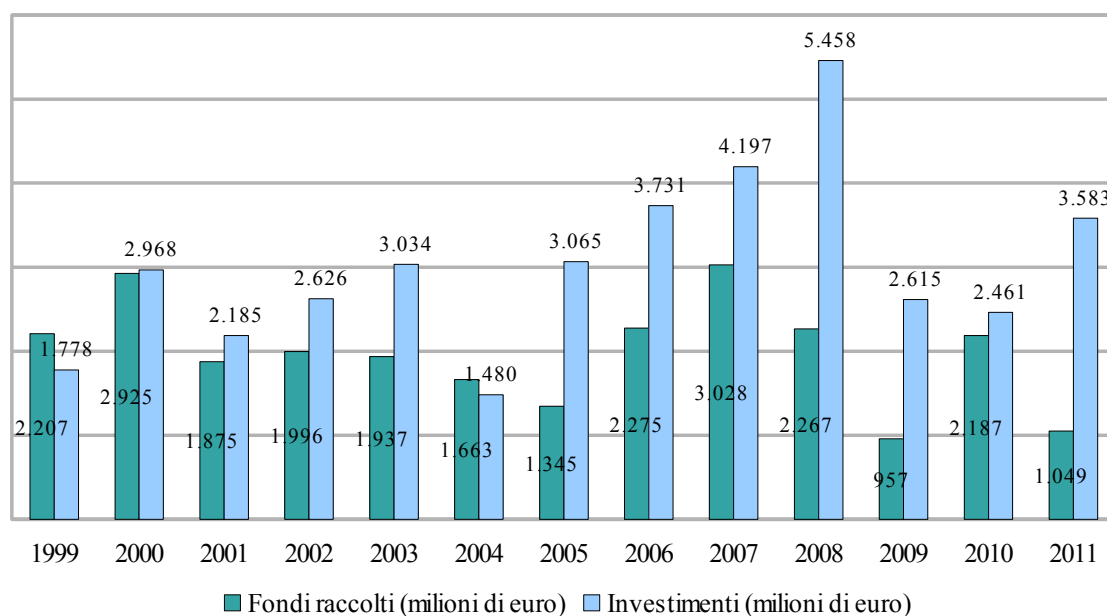
Fonte: AIFI Convegni annuali "Il mercato italiano del private equity e del venture capital"

Dopo questa fase iniziale, a partire dal 1999 il mercato italiano del *private equity* subisce una crescita consistente, e in questo particolare anno registra, rispetto al periodo precedente, un aumento delle risorse raccolte del 110 per cento e un incremento dei capitali investiti dell'88 per cento (vedi grafico 2.6 [2]). Nei primi anni 2000, il mercato presenta alcuni trend negativi ai quali seguono trend positivi.

Il periodo che va dal 2006 al 2008 può essere considerato un periodo record nel quale gli operatori hanno raggiunto i valori più elevati mai sperimentati fino ad allora. In particolare, per quanto riguarda la raccolta delle risorse nel 2006, si è invertito il trend negativo che si era manifestato negli anni precedenti e, nel 2007, per la prima volta, si sono superati i 3 miliardi di euro raccolti (3.028 milioni di euro), registrando una crescita nel campione di riferimento. Cfr. Gervasoni, A. (2011) (a cura di) *Convegno annuale 2011 AIFI "Il mercato italiano del Private Equity e Venture Capital nel 2010"*, Milano.

ta del 33 percento rispetto al dato relativo al 2006 (2.275 milioni di euro). Dal punto di vista degli investimenti effettuati, invece, i maggiori risultati nel mercato del *private equity* italiano sono stati raggiunti nel 2008 con un ammontare pari a 5.458 milioni di euro investiti che segnala una crescita del 30 percento rispetto all'anno precedente (4.197 milioni di euro investiti nel 2007).

Grafico 2.6 L'evoluzione del mercato del private equity in Italia (2)



Fonte: AIFI Convegni annuali "Il mercato italiano del private equity e del venture capital"

Anche il mercato del *private equity* italiano, a partire dal 2008, ha risentito degli effetti della crisi economico-finanziaria diffusasi dal 2007 a livello internazionale. Dopo anni di grande crescita l'attività di investimento nel capitale di rischio ha subito un rallentamento, particolarmente brusco nel 2009.

Le risorse raccolte sono diminuite nel 2008 del 25 percento e nel 2009 del 58 percento, mentre gli investimenti nel 2008 non erano ancora stati influenzati dagli effetti negativi della crisi, grazie alla loro ottica di lungo periodo e anticiclica, ma nel 2009 hanno registrato una perdita del 52 percento.

A partire dal 2010 il mercato italiano del *private equity* ha evidenziato i primi segnali di ripresa. In particolare, le risorse raccolte dai fondi hanno cominciato ad aumentare a di-

scapito di un trend ancora leggermente negativo per quanto riguarda gli investimenti. Al contrario nel 2011 il *private equity* ha mostrato dei segnali incoraggianti dal lato degli investimenti, a fronte di una raccolta nuovamente negativa.

Dopo aver inquadrato l'evoluzione generale che ha caratterizzato il mercato italiano del *private equity* vogliamo ora analizzare i dati relativi all'ultimo periodo (2008-2011)¹²⁶, focalizzandoci nello specifico sulle attività di raccolta, investimento e disinvestimento, dopo aver esaminato brevemente l'evoluzione degli operatori attivi nel mercato.

2.3.1 Gli operatori e la raccolta in Italia

Come riportato nelle statistiche AIFI, se nel 2008 i dati riferiti al mercato del *private equity* consideravano l'attività svolta da 157 operatori, nel 2011 (vedi *tabella 2.1*) gli operatori oggetto di indagine ammontavano a 171. In quest'ultimo anno, come in precedenza sottolineato è cambiata la metodologia con la quale AIFI ha condotto le indagini, considerando nel campione solo coloro che negli ultimi tre anni avessero svolto almeno un'attività tra quelle di raccolta, investimento e/o disinvestimento. Dal punto di vista operativo non tutti gli operatori appartenenti al campione hanno svolto un'attività nell'anno considerato. Nella *tabella 2.1* si riportano il numero di operatori indagati. Tra questi soggetti solo una percentuale ha effettuato almeno un'attività e, in seguito, si riporta anche il dettaglio di quanti operatori si sono concentrati sulle specifiche attività d'investimento, disinvestimento o raccolta delle risorse.

¹²⁶Per effettuare quest'analisi abbiamo preso a riferimento i dati riportati nei convegni annuali di AIFI, la quale effettua ogni anno un'analisi del mercato del *private equity*. In particolare, abbiamo considerato i dati registrati negli anni 2008-2011 ed effettuato un confronto tra essi per effettuare delle osservazioni sull'andamento del mercato. Cfr. Gervasoni, A. (2009) (a cura di) *Convegno annuale 2009 AIFI "Il mercato italiano del Private Equity e Venture Capital nel 2008"*, Milano; Gervasoni, A. (2010) (a cura di) *Convegno annuale 2010 AIFI "Il mercato italiano del Private Equity e Venture Capital nel 2009"*, Milano; Gervasoni, A. (2011) (a cura di) *Convegno annuale 2011 AIFI "Il mercato italiano del Private Equity e Venture Capital nel 2010"*, Milano; Gervasoni, A. (2012) (a cura di) *Convegno annuale 2012 AIFI "Il mercato italiano del Private Equity e Venture Capital nel 2011"*, Milano.

Tabella 2.1 Numero di operatori attivi nel periodo 2008-2011

	2008	2009	2010	2011
N° di operatori indagati	157	170	188	171
Percentuale di operatori che hanno svolto almeno un'attività	80%	65%	62%	73%
- N° di operatori che hanno effettuato investimenti	106	90	97	89
- N° di operatori che hanno effettuato disinvestimenti	57	50	46	73
- N° di operatori che hanno effettuato la raccolta di risorse	24	18	19	19

Fonte: Elaborazione personale su dati AIFI

Nel 2011, rispetto agli anni precedenti, torna ad aumentare la percentuale di operatori attivi che, in termini numerici, ammontano a 125 su 171 censiti.

Gli operatori presenti nel mercato, nel periodo considerato hanno mantenuto una struttura piuttosto omogenea in riferimento alla tipologia di investitori che hanno operato in questo contesto (*tabella 2.2*). Nel 2011, in particolare, gli operatori erano costituiti per il 51 per cento da società di gestione del risparmio e da altri investitori, differenti dalle Sgr, specificatamente focalizzati sul territorio nazionale e per il 29 per cento da fondi pan-europei. La presenza crescente di questi ultimi fondi nel mercato italiano conferma che quest'ultimo è stato in grado di attrarre l'interesse degli investitori internazionali. Rivestono invece posizioni minoritarie in termini numerici rispetto agli altri operatori, quelli pubblici e regionali, i fondi di *early stage* e le banche italiane, la cui presenza nel mercato è in diminuita rispetto al 2008.

Tabella 2.2 L'evoluzione degli operatori monitorati per tipologia

	2008	2009	2010	2011
Sgr generaliste e country funds	52%	52%	52%	51%
Fondi pan-europei	23%	25%	26%	29%
Operatori pubblici regionali	10%	10%	10%	9%
Banche italiane	8%	6%	5%	4%
Fondi di early stage	8%	7%	7%	7%

Fonte: Elaborazione personale su dati AIFI

Gli operatori possono essere inoltre suddivisi anche sulla base del segmento di mercato nel quale hanno operato. In base a questa classificazione, nel 2008 il segmento dei *buy-*

out è da considerarsi quello nel quale è stato rilevato il maggior numero di investitori attivi (36 per cento), seguito da coloro che hanno effettuato interventi di *expansion* (30 per cento). Nei tre anni successivi, invece, si inverte questa tendenza, e gli investitori attivi nel mercato risultano maggiormente concentrati nel segmento dell'*expansion* (hanno registrato una percentuale del 37 per cento nel 2011, contro il 31 per cento degli operatori attivi nel segmento dei *buyout*). È possibile che questa inversione di tendenza sia guidata da una ridefinizione e un ripensamento delle modalità di intervento degli operatori, in seguito alla fase critica che il mercato ha attraversato a partire dal 2007 a causa della crisi economico-finanziaria. In particolar modo si ritiene che la crisi abbia incoraggiato gli operatori di *private equity* a ritornare ai fondamentali dell'economia, accantonando il ricorso alla leva e all'arbitraggio sui multipli di mercato, per ottenere la creazione di valore attraverso la crescita dell'azienda e la realizzazione di obiettivi di sviluppo industriale¹²⁷.

Infine, sempre con riferimento agli operatori monitorati in Italia si vuole evidenziare che, a fine 2011, questi avevano in portafoglio un numero di investimenti attivi¹²⁸ pari a 1.304, effettuati su 1.136 società, ai quali corrisponde un controvalore delle partecipazioni possedute pari a 20.123 milioni di euro. Al contempo le risorse disponibili per investimenti, al netto delle disponibilità degli operatori pan-europei e *captive*, ammontavano a circa 5.922 milioni di euro. In riferimento al portafoglio complessivo degli operatori il 94 per cento degli investimenti attivi riguarda imprese localizzate nel territorio italiano, e nel 67 per cento dei casi le operazioni sono state realizzate da operatori privati¹²⁹.

Passiamo ora ad analizzare la prima fase che delinea il ciclo di vita di un operatore che vuole svolgere l'attività di *private equity*: la raccolta delle risorse.

Nel periodo considerato, come già emerso (*grafico 2.6*), l'attività di raccolta delle risorse da parte dei fondi è stata influenzata dagli effetti negativi della crisi economico-fi-

¹²⁷Cit. Bechi, A. & Muzio, A. (2010) "Private equity e venture capital di fronte al cambiamento", *Amministrazione & finanza*, op. cit. In particolare, *I cambiamenti in atto nel mercato del private equity e del venture capital*, p. 59.

¹²⁸Con investimenti attivi si intendono quelli non ancora disinvestiti.

¹²⁹Gervasoni, A. *Convegno annuale 2012 AIFI "Il mercato italiano del Private Equity e Venture Capital nel 2011"*, op. cit. In particolare, paragrafo, *Gli operatori*, pp. 9-10.

nanziaria internazionale. In particolare, nel 2008 tale attività si è contratta del 25 per cento rispetto ai risultati record raggiunti nel 2007 e, nel 2009, è diminuita ulteriormente del 58 per cento, raggiungendo un risultato così basso che non si verificava dal 1996. Nel 2010, grazie anche all'avvio del Fondo Italiano d'Investimento¹³⁰, l'attività di *fund raising* si è ripresa aumentando del 129 per cento rispetto all'anno precedente. Questo trend positivo, tuttavia, non è resistito nel 2011, periodo nel quale la raccolta ha registrato un ulteriore ribasso del 52 per cento a causa dell'incertezza dei grandi investitori internazionali e della scarsa liquidità da destinare a favore di nuove sottoscrizioni.

Per quanto riguarda la provenienza delle risorse, nel periodo considerato (2008-2011) i capitali sono pervenuti in misura preponderante da operatori indipendenti attivi sul mercato italiano e internazionale, e per la parte residua da società di investimento di tipo *captive*. Nonostante questa tendenza ben evidente, nel 2011 il ricorso ad operatori indipendenti è diminuito rispetto all'anno precedente (66 per cento contro l'87 per cento) aumentando la percentuale di risorse fornite dalle società capogruppo (*vedi tabella 2.3*).

Più nel dettaglio, per quanto riguarda la raccolta indipendente si vuole evidenziare un'inversione di tendenza nel periodo 2008-2011 rispetto al precedente periodo 2004-2007. In quest'ultimo periodo più della metà della raccolta indipendente proveniva dal mercato internazionale (una media del 54 per cento), e questi risultati se da un lato confermavano l'interesse di investitori esteri, in particolar modo europei, verso il mercato italiano, dall'altro, evidenziavano la scarsa propensione per gli investitori domestici ad allocare parte del loro patrimonio nel settore del *private equity*¹³¹. Viceversa, nel periodo

130Il Fondo Italiano di Investimento (FII) nasce nel dicembre 2009 su iniziativa del Ministero dell'Economia e delle Finanze, della Cassa Depositi e Prestiti, dell'Associazione Bancaria Italiana, di Confindustria e i principali operatori bancari nazionali. Si tratta di un fondo di investimento mobiliare chiuso le cui quote sono destinate ad investitori qualificati. Il fondo potrà porre in essere investimenti diretti nel capitale delle imprese o finanziare i fondi di *private equity* che operano nel mercato di rischio delle Pmi (fondo di fondi). Cfr. Zarbo, T. (2012) "Le iniziative a sostegno della capitalizzazione delle Pmi", *Finanziamenti su misura – News. Rivista di agevolazioni e tecniche finanziarie*, 1, pp.13-15. Vedi anche: Ricciardi, A. (2011) "Opportunità per lo sviluppo delle Pmi: Il Fondo Italiano di Investimento", *Amministrazione & finanza*, 4, pp.75-80; Ricciardi, A. (2010) "Il Fondo Italiano d'Investimento", *Amministrazione & finanza*, 5, pp. 61-66.

131Cfr. Bentivogli, C., Carmignani, A., Del Colle, D.M., Del Giudice, R., Gallo, M., Generale, A., Gervasoni, A., Rigon, M., Rossi, P., Sette, E. & Szegő, B. "Il *private equity* in Italia", op. cit. In

più recente si constata come la raccolta indipendente proveniente dal mercato italiano (una media dell'85 percento¹³²) sia nettamente superiore rispetto a quella del mercato internazionale. Tale inversione di tendenza può derivare dalla scarsa liquidità degli investitori istituzionali esteri i quali a fatica diversificano, nel mercato italiano, i proprio investimenti.

Tabella 2.3 La provenienza dei capitale raccolti (milioni di euro)

	2008	2009	2010	2011
Capital gains	35	3	0	0
Capitale fornito dalla capogruppo	482	169	284	354
Raccolta indipendente	1.750	785	1.903	695
- di cui dal mercato nazionale	1.436	530	1.864	552
- di cui dal mercato internazionale	314	255	39	143
Totale raccolta	2.267	957	2.187	1.049
Investito da fondi pan-europei	2.268	1.123	849	1.098
Totale raccolta nel mercato italiano	4.535	2.080	3.036	2.147

Fonte: Elaborazione personale su dati AIFI

I dati relativi al “*totale raccolta*” (tabella 2.3), sono sottostimati in quanto essi non comprendono la raccolta di risorse proveniente dai fondi pan-europei con sede stabile nel territorio italiano. Nel caso in cui questi capitali fossero inclusi nel valore particolare, paragrafo 2.5, *Raccolta e disinvestimenti*, pp. 11-12.

¹³²Le risorse raccolte (vedi tabella 2.3), nel periodo 2008-2011, nei mercati italiani ammontavano complessivamente a 4.382 milioni di euro e rapportate ad una raccolta complessiva (mercato italiano più mercato internazionale) di 5.133 milioni di euro determinano una media del 85 percento di risorse reperite nel mercato nazionale in questo periodo, a scapito di una raccolta pari al 15 percento nel mercato internazionale.

Nel periodo 2004-2007 invece le risorse raccolte nel mercato internazionale risultavano pari a (in milioni di euro): 810 nel 2004, 350 nel 2005, 721 nel 2006 e 1.341 nel 2007, per un totale di 3.222. Il rapporto tra questo ammontare e le risorse complessivamente raccolte dagli operatori indipendenti (pari a 5.993 milioni di euro) dimostra che la raccolta sul mercato internazionale ha un peso del 54 percento sulla raccolta totale.

Cfr. Gervasoni, A. (2012) *Convegno annuale AIFI 19 marzo 2012 “Il mercato italiano del private equity e del venture capital nel 2011”*. In particolare, atti del convegno, *La raccolta*.

complessivo delle risorse, l'ammontare della raccolta nel mercato italiano sarebbe di gran lunga superiore. Per esempio tale dato nel 2011 corrisponderebbe a 2.147 milioni di euro, rispetto ai 1.049 milioni realizzati senza tener conto di questi fondi.

Nella *tabella 2.1* erano stati riportati gli operatori attivi nell'attività di *fund raising* nel periodo 2008-2011. Oltre a ricordare questo dato si vuole sottolineare come, in questo periodo, la maggior parte della raccolta indipendente provenga da SGR generaliste. In particolare, nel 2011, tra i 19 operatori che hanno svolto l'attività di raccolta dei fondi, 11 sono riconducibili a SGR generaliste che gestiscono fondi chiusi di diritto italiano, grazie alle quali è stato raccolto il 68 per cento delle risorse totali, pari a 470 milioni di euro¹³³.

In riferimento alla raccolta per tipologia di fonte (*tabella 2.4*) emerge come nel 2010 quasi il 41 per cento delle risorse siano state raccolte presso gli istituti bancari, questo risultato è influenzato dal fatto che questi soggetti sono stati i principali sottoscrittori del Fondo Italiano d'Investimento, precedentemente menzionato.

Nel 2011 le banche non hanno mantenuto la loro posizione di fonte primaria, occupata dai fondi di fondi, agevolati anch'essi dall'avvio dell'attività indiretta svolta dal FII. I posti successivi sono stati occupati dalle compagnie assicurative e dai fondi pensione, entrambi in aumento rispetto al 2010. Inoltre si vuole sottolineare come nel corso del periodo analizzato il peso delle risorse fornite dalle fondazioni bancarie ed accademiche e dai gruppi industriali, sia diminuito fino ad annullarsi quasi completamente nel 2011. Sotto questo punto di vista, più nel dettaglio nel periodo 2008-2011 rispetto al periodo 2004-2007 sono cambiate le fonti di *fundraising*. Nel periodo 2004-2007 le risorse provenienti dalle banche e dai fondi di fondi pesavano rispettivamente in media il 26 e 27 per cento rispetto al totale fornito, mentre nel periodo 2008-2011 il loro peso è stato rispettivamente del 23 e 15 per cento rispetto al totale. Si ha così che queste tipologie di fonti, nonostante i dati riportati negli ultimi due anni, influenzati tuttavia da interventi effettuati per aumentare la capitalizzazione delle imprese italiane, siano in diminuzione

¹³³In particolare, in questo periodo la percentuale di risorse provenienti dalle Sgr era pari al 69% delle risorse raccolte nel 2008 (1.214 milioni di euro), al 70% nel 2009 (552 milioni di euro) e al 65% nel 2010 (1.231 milioni di euro tra i quali sono compresi le risorse raccolte dal FII). Cfr. *AIFI Convegni annuali "Il mercato italiano del private equity e del venture capital"*.

rispetto al periodo precedente.

Tabella 2.4 Evoluzione dell'origine dei capitali raccolti sul mercato per tipologia di fonte

	2008	2009	2010	2011
<i>Banche</i>	10,4%	4,7%	40,7%	27,7%
<i>Fondi di fondi</i>	8,8%	19,8%	12,4%	33,6%
<i>Fondazioni bancarie e accademiche</i>	10,0%	5,8%	10,2%	0,1%
<i>Gruppi industriali</i>	22,6%	0,8%	8,8%	0,9%
<i>Settore pubblico</i>	4,5%	12,8%	8,6%	5,6%
<i>Assicurazioni</i>	7,0%	14,4%	7,9%	15,4%
<i>Fondi pensione</i>	11,4%	17,5%	4,8%	10,8%
<i>Investitori individuali</i>	21,6%	11,5%	4,2%	5,4%
<i>Società di private equity</i>	0,0%	11,1%	0,5%	0,0%
<i>Altro</i>	3,7%	1,6%	2,0%	0,5%

Fonte: Elaborazione personale su dati AIFI

Infine, per quanto riguarda la distribuzione della raccolta per tipologia di investimento, soprattutto negli ultimi due anni, è emerso che la maggior parte dei capitali accumulati dagli operatori siano destinati alla realizzazione di operazioni di *expansion*, seguite da quelle di *buyout*¹³⁴. La maggior concentrazione dei capitali per la realizzazione di operazioni di *expansion* sta a segnalare, come precedentemente riportato, che gli operatori di *private equity* cercano di ritornare ai fondamentali dell'economia puntando in particolar modo su operazioni di espansione per accrescere il valore dell'impresa target.

¹³⁴In particolare, nel 2010 il 50 per cento delle risorse sono state raccolte con l'obiettivo di investire in operazioni di *expansion*, e il 20 per cento per la realizzazione di interventi di *buyout*. Nel 2011 le stesse percentuali si sono assestate rispettivamente a quota 65 e 15. Cfr. *AIFI Convegni annuali "Il mercato italiano del private equity e del venture capital"*.

2.3.2 L'attività di investimento

Passiamo ora ad analizzare, nel mercato italiano, quella che può essere definita come l'attività vera e propria di *private equity*, l'investimento effettuato dall'operatore nel capitale di rischio delle imprese.

Come è stato sopra esposto, nell'andamento generale del mercato italiano, dopo aver raggiunto nel 2008 una cifra record di 5.458 milioni di euro investiti, negli anni seguenti questa attività ha subito l'influenza negativa della crisi economica. Dopo essere diminuita nel 2009 e 2010, nel 2011 si è ripresa registrando un aumento del 46 per cento (pari a 3.586 milioni di euro), mostrando i primi segnali incoraggianti per il mercato. In particolare, le risorse sono state impiegate in 256 società con la realizzazione di 326 nuove operazioni di investimento (più 12 per cento rispetto al 2010) (*tabella 2.3*).

Tabella 2.5 L'evoluzione dell'attività di investimento

	2008	2009	2010	2011
<i>Numero operazioni</i>	372	283	292	326
<i>Numero società</i>	284	229	226	256
<i>Ammontare (mln di euro)</i>	5.458	2.615	2.461	3.583

Fonte: Elaborazione personale su dati AIFI

Osservando l'attività di investimento svolta dalle diverse categorie di investitori monitorati emerge come, nel corso del periodo considerato, la maggior parte delle risorse sia stata investita dai fondi pan-europei. In particolare nel 2011, la maggior parte degli investimenti sono stati posti in essere dai fondi internazionali (52 per cento, pari a 1.846 milioni di euro), seguiti da SGR generaliste (33 per cento) e da *investment companies*¹³⁵ (10 per cento). Si verifica un'inversione di tendenza se si analizza il numero di operazioni realizzate anziché l'ammontare investito. Infatti, in tal caso, nel periodo con-

¹³⁵Con il termine *investment company* ci si riferisce ad un operatore nel capitale di rischio, diverso dalla Sgr generalista, che si dedica specificatamente all'Italia. In particolare nei rapporti annuali di AIFI questa dicitura, a partire dal 2011, sostituisce quella utilizzata in precedenza “*country funds*”. Cit. Gervasoni, A. *Convegno annuale AIFI 19 marzo 2012 “Il mercato italiano del private equity e del venture capital nel 2011”*, op. cit. In particolare, sezione *Glossario*.

siderato, sono le SGR a ricoprire una posizione primaria per aver effettuato il maggior numero di operazioni di investimento, seguite dagli operatori regionali e pubblici. Nel 2011, il 40 per cento delle operazioni sono state realizzate da società di gestione del risparmio e il 25 per cento da operatori pubblici.

Da questi risultati emerge come i fondi pan-europei tendono a concentrare i propri investimenti su poche operazioni di elevate dimensioni, mentre al contrario, gli altri operatori effettuano preferibilmente numerosi *deal* di dimensioni più contenute¹³⁶.

Tenendo conto dei dati sopraesposti (*tabella 2.5*) si può calcolare il taglio medio dell'ammontare investito per singola operazione, rapportando il totale complessivamente investito nell'anno al numero di operazioni di investimento realizzate. Così facendo si può osservare la variazione del taglio medio. Questo risultava essere nel 2008 pari a 14,7 milioni, e dopo aver raggiunto nel 2009 e 2010 rispettivamente i 9,2 e 8,4 milioni di euro, nel 2011, è aumentato raggiungendo gli 11 milioni di euro. Questo dato deve essere normalizzato in quanto al suo interno sono inclusi *large* e *mega deal*¹³⁷ realizzati nel corso dei rispettivi anni. Nel 2008 escludendo queste particolari operazioni¹³⁸ il taglio medio delle operazioni ha raggiunto quota 8,9 milioni di euro, nel 2009 e 2010 è diminuito rispettivamente a 6,6 e 5,3 milioni di euro, mentre nel 2011 è aumentato nuovamente a 6,6 milioni di euro.

Per quanto riguarda la tipologia di operazioni realizzate, nel periodo considerato il capitale è stato principalmente investito, in termini di ammontare, in operazioni di *buyout*. Mentre in termini di numero di investimenti realizzati, nel periodo 2008-2011 prevalgo-

136Cfr. Bentivogli, C., Carmignani, A., Del Colle, D.M., Del Giudice, R., Gallo, M., Generale, A., Gervasoni, A., Rigon, M., Rossi, P., Sette, E. & Szegö, B. “*Il private equity in Italia*”, op. cit. In particolare, paragrafo 1.4, *Principali tendenze degli investimenti di private equity e venture capital in Italia*, pp. 10.

137Con il termine *large deal* si intende un investimento di importo (*equity*) compreso tra i 150 e i 300 milioni di euro. Con la nozione *mega deal* si fa invece riferimento agli investimenti di importo (*equity*) superiore ai 300 milioni di euro. Cit. Gervasoni, A. *Convegno annuale AIFI 19 marzo 2012 “Il mercato italiano del private equity e del venture capital nel 2011”*, op. cit. In particolare le definizioni sono ritrovabili nelle ultime pagine del documento, nella sezione *Glossario*.

138Nel 2008 i *mega* e *large deal* erano 8 per un ammontare di 2.872 milioni di euro, nel 2009 erano 6 operazioni con ammontare 1.322 milioni di euro, nel 2010 4 operazioni di 1.135 milioni e nel 2011 sempre 4 operazioni per un ammontare 1.490 milioni.

no gli investimenti che riguardano il segmento *expansion*¹³⁹. Analizziamo ora l'evoluzione che ha interessato i singoli segmenti.

Nel confronto con altri mercati europei il segmento dell'*early stage (seed e start up)* e, nello specifico, gli investimenti in nuove imprese ad alta tecnologia, risulta ancora scarsamente sviluppato, a fronte di una crescita delle operazioni indirizzate ad imprese mature o in fase di crescita. A tale riguardo, come vedremo più avanti sono state sviluppate una serie di iniziative dedicate a questo segmento promosse dalle finanziarie regionali e dalle amministrazioni locali. Nel periodo considerato (*tabella 2.6*), le risorse investite in questo segmento, dopo aver raggiunto nel 2008 un ammontare notevole, registrando un incremento del 75 per cento rispetto all'anno precedente, hanno subito un decremento dapprima iniziale del 15 per cento nel 2009 e del 9 per cento nei due anni successivi. Al contrario, il numero di operazioni dopo essere diminuito del 10 per cento nel 2009, è aumentato del 34 per cento nel 2010, evidenziando in tal modo l'importanza di puntare su questo segmento anche in un contesto di crisi.

Tabella 2.6 Distribuzione degli investimenti (ammontare e numero) per tipologia di operazione

	2008		2009		2010		2011	
	N.	Ammontare mln di euro	N.	Ammontare mln di euro	N.	Ammontare mln di euro	N.	Ammontare mln di euro
<i>Early stage</i>	88	116	79	98	106	89	106	82
<i>Expansion</i>	133	796	112	371	109	583	139	674
<i>Turnaround</i>	12	41	11	416	14	51	6	7
<i>Replacement</i>	26	1.636	9	42	7	91	12	559
<i>Buy out</i>	113	2.869	72	1.688	56	1.647	63	2.261
Totale	372	5.458	283	2.615	292	2.461	326	3.583

Fonte: AIFI Convegni annuali "Il mercato italiano del private equity e del venture capital"

In particolare, nel corso del periodo esaminato, gli operatori che hanno realizzato più in-

¹³⁹In particolare, nel 2011 il 63 per cento dell'ammontare è stato investito in operazioni di *buyout* (2.261 milioni di euro), mentre il 43 per cento delle operazioni poste in essere riguardava interventi di *expansion*. Cfr. Gervasoni, A. *Convegno annuale AIFI 19 marzo 2012 "Il mercato italiano del private equity e del venture capital nel 2011"*, op. cit.

investimenti nel segmento dell'*early stage* sono stati gli operatori pubblici e i fondi specializzati in questo comparto¹⁴⁰. Tuttavia negli ultimi due anni è cresciuto l'interesse delle sgr generaliste verso questo tipo di operazioni.

Sempre sul fronte dell'offerta, nel 2011 si riscontra un maggior livello di concentrazione del comparto rispetto all'anno precedente in termini di numero (ai primi cinque operatori è riconducibile il 46 per cento dei 106 investimenti realizzati in questo comparto), ed inferiore in termini di ammontare (ai primi 5 operatori è riconducibile il 47 per cento dell'ammontare investito).

Per quanto riguarda il segmento dell'*expansion*, nel periodo considerato, l'ammontare investito in questa tipologia di operazioni, dopo essere diminuito in misura consistente (53 per cento) nel 2009, nel 2010 e 2011 ha registrato risultati positivi (rispettivamente più 57 per cento e più 16 per cento). Una simile evoluzione è riscontrabile in questo segmento anche in termini di operazioni realizzate. Il numero di operazioni dopo essere diminuito nel 2009 e 2010 (rispettivamente del 16 e 3 per cento), nel 2011 si è ripreso aumentando del 28 per cento.

Gli operatori attivi in questo segmento di mercato, sono risultati essere le società di gestione del risparmio e gli operatori pubblici. Se nel 2009 la maggior parte degli investimenti in tale settore è stata realizzata grazie alla presenza degli operatori di origine pubblica, nel 2011 al contrario primeggiano gli investimenti realizzati dalle Sgr (50 per cento delle operazioni realizzate).

In ultima analisi, sempre con riferimento al segmento dell'*expansion*, si segnala come a differenza del 2008, nel 2011 il livello di concentrazione del comparto sia diminuito in termini di numero e rimasto stabile in termini di ammontare. Nel dettaglio, nel 2011 ai primi 15 operatori è riconducibile il 66 per cento delle operazioni effettuate in tale segmento nel corso dell'anno ed il 76 per cento dell'ammontare investito.

Altro segmento da considerare è quello degli interventi di *turnaround* il quale ha assunto un ruolo significativo nel difficile contesto economico¹⁴¹. Le operazioni su imprese da

¹⁴⁰Nel 2008 il 43 per cento delle operazioni di *early stage* è stata posta in essere dai fondi specializzati in questo comparto, mentre il 34 per cento da operatori pubblici. Nel 2011 invece, il 34 per cento delle operazioni è stata realizzata da operatori pubblici, il 29 per cento dai fondi specializzati e il 26 per cento dalle sgr.

¹⁴¹Nel 2008, in particolare, i dati relativi a queste operazioni sono stati ricondotti, come previsto dalla

ristrutturare, nel mercato italiano sono ancora in via di sviluppo rispetto ad altri paesi nelle quali sono già relativamente diffuse. Tuttavia, l'interesse nei confronti di queste operazioni è aumentato in seguito alle modifiche normative, apportate alla legge fallimentare¹⁴², volte a favorire il rilancio dell'attività imprenditoriale in crisi. Il 2009, in particolare, è risultato essere l'anno nel quale sono state investite maggiori risorse in questo segmento, grazie alla presenza di una singola operazione di dimensioni estremamente elevate. In termini di ammontare, nel 2009, sono stati destinati a questo comparto 416 milioni di euro, contro i 41 milioni dell'anno precedente, i 51 milioni del 2010 e i 7 milioni del 2011¹⁴³.

Particolarmente rilevante, per effetto di alcune operazioni di dimensioni significative è risultato essere il segmento *replacement* nel 2008 e in misura inferiore nel 2011. Nel 2008, il 30 per cento dell'ammontare totale di risorse investite è stato impiegato in tale comparto. Nel 2011 questa quota è risultata essere pari al 16 per cento, inferiore rispetto al 2008 ma in crescita rispetto ai due anni precedenti.

Il ricorso ad operazioni di *buyout*, con le quali si procede alla sostituzione della compa-

metodologia internazionale, all'interno del segmento *expansion* e, solo successivamente, sono stati considerati un segmento a parte.

142Nell'ordinamento giuridico italiano la procedura fallimentare è regolata dal decreto regio n. 267 del 16 marzo 1942 (legge fallimentare) e sue successive modifiche. Negli ultimi anni il diritto fallimentare ha subito importanti modifiche finalizzate al cambiamento della concezione della crisi d'impresa e alla riforma delle procedure concorsuali adottate. La riforma delle procedure concorsuali è stata attuata con alcune modifiche alla legge fallimentare quali: il decreto legge 14 marzo 2005 n. 35 (convertito dalla legge 14 maggio 2005 n. 80), il decreto legislativo 9 gennaio 2006 n. 5, il decreto legislativo 12 settembre 2007 n. 169 e il decreto legge n. 78 del 31 maggio 2010 (convertito con modificazioni dalla legge 30 luglio 2010 n. 122). Queste modifiche sono state apportate con l'obiettivo di gestire in modo rapido ed efficiente la crisi d'impresa tramite il ricorso a procedure alternative per la risoluzione preventiva e stragiudiziale. Per la continuazione dell'attività d'impresa, oltre alla presenza del concordato preventivo sono, infatti, state introdotte nuove soluzioni quali accordi di ristrutturazione dei debiti e piani attestati di risanamento. Cfr. Assonime & Ministero della Giustizia (2012) "Rapporto sull'attuazione della riforma della legge fallimentare e sulle sue più recenti modifiche", *Note e Studi*, 4, pp. 1-106.

143Cfr. Gervasoni, A. *Convegno annuale AIFI 19 marzo 2012 "Il mercato italiano del private equity e del venture capital nel 2011"*, op. cit.

gine azionaria, è diffuso¹⁴⁴ e lo si ritiene collegato all'esigenza sentita dalle piccole e medie imprese italiane di fronteggiare delicati processi di ricambio generazionale. L'elevato ricorso ad operazioni di *buyout* non è una caratteristica distintiva del mercato italiano, in quanto, investimenti di questa tipologia sono diffusi anche in altri paesi quali Germania e Francia, le cui imprese hanno caratteristiche molto simili a quelle italiane¹⁴⁵. Nel 2008 le risorse investite in questo segmento sono diminuite del 13 per cento, in seguito alla riduzione di *large e mega deal* effettuati in precedenza in questo comparto, a fronte di un incremento di circa il 30 per cento in termini di numero di operazioni realizzate. L'ammontare investito dopo essere diminuito nel 2009 e 2010, nel 2011 ha registrato una ripresa del 37 per cento. Importante è segnalare come, nel mercato italiano vi sia una netta prevalenza di operazioni di *buyout* di piccole dimensioni (inferiori ai 15 milioni di euro investiti per singolo operatore), e solo in misura residuale (5 per cento) siano stati realizzati interventi di grandi dimensioni (superiori ai 150 milioni di euro). Gli operatori che hanno realizzato il maggior numero di operazioni di *buyout* sono risultati essere in particolar modo le società di gestione del risparmio e i fondi internazionali, anche se soprattutto nell'ultimo anno sono aumentate le operazioni realizzate dalle *investment companies*, rendendo più omogenea la distribuzione di questi interventi tra queste tipologie di operatori.

Infine, sempre con riferimento al segmento dei *buyout*, si vuole sottolineare come dal 2008 al 2011 si sia verificato un aumento della concentrazione del segmento in termini di ammontare, e una diminuzione in termini di investimenti realizzati. In quest'ultimo anno ai primi 15 operatori è stato attribuito il 93 per cento dell'ammontare investito e il 60 per cento degli investimenti realizzati.

Per quanto riguarda la distribuzione geografica degli investimenti realizzati (*tabella 2.7*) emerge come nel periodo analizzato la maggior parte degli investimenti abbia avuto ad

¹⁴⁴Il ricorso ad operazioni di *buyout* è piuttosto sviluppato in Italia. In particolare, secondo i dati riportati da AIFI, nel 2008 il 53 per cento dei capitali complessivamente investiti sono confluiti nel segmento dei *buyout*, nel 2009 tale percentuale ammontava a 65, nel 2010 a 67 e nel 2011 è risultata pari al 63 per cento.

¹⁴⁵Cfr. Bentivogli, C., Carmignani, A., Del Colle, D.M., Del Giudice, R., Gallo, M., Generale, A., Gervasoni, A., Rigon, M., Rossi, P., Sette, E. & Szegö, B. “*Il private equity in Italia*”, op. cit. In particolare, paragrafo 1.4, p. 10.

oggetto imprese localizzate nel territorio italiano. In particolare, nel 2011 il numero di operazioni effettuate in imprese italiane ha avuto un peso del 96 per cento e del 98 per cento in termini di ammontare investito.

Per quanto riguarda gli investimenti realizzati in imprese nazionali, nel 2011 è cresciuto il peso degli investimenti realizzati in aziende localizzate nel Nord Italia (82 per cento) in termini di ammontare investito, aumentando la situazione di squilibrio a favore dell'Italia settentrionale. Il Nord Italia, in ciascuno degli anni analizzati, è risultata l'area che ha attratto la maggior parte degli investimenti effettuati. Unica eccezione è riscontrabile nel 2010, quando le risorse investite nel Centro del Paese hanno subito una crescita significativa tanto da eguagliare i capitali destinati al Nord, grazie alla presenza di operazioni di dimensioni significative¹⁴⁶.

Tabella 2.7 Distribuzione geografica percentuale del numero e dell'ammontare di investimenti realizzati nel periodo 2008-2011

	2008		2009		2010		2011	
	<i>N.</i>	<i>Ammontare</i>	<i>N.</i>	<i>Ammontare</i>	<i>N.</i>	<i>Ammontare</i>	<i>N.</i>	<i>Ammontare</i>
Nord	65%	70%	66%	87%	71%	48%	66%	82%
Centro	23%	27%	22%	6%	18%	48%	19%	13%
Sud e Isole	3%	1%	4%	4%	8%	3%	11%	3%
Totale Italia	91%	98%	92%	97%	97%	99%	96%	98%
Estero	9%	2%	6%	3%	3%	1%	4%	2%

Fonte: Elaborazione personale su dati AIFI

Si segnala inoltre come, nello stesso periodo, gli investimenti indirizzati ad imprese del Centro Italia siano diminuiti nel 2011 rispetto al 2008, nell'ammontare e nel numero di operazioni effettuate. Al contrario gli investimenti nelle imprese dell'Italia meridionale e delle isole, nel corso del periodo sono aumentati, anche se rimangono marginali sia per l'ammontare che per il numero di operazioni realizzate, ma vi sono buone prospettive di crescita¹⁴⁷.

¹⁴⁶Gervasoni, A. Convegno annuale 2011 AIFI "Il mercato italiano del Private Equity e Venture Capital nel 2010", op. cit. In particolare, paragrafo, *Gli investimenti*, pp. 27 e ss.

¹⁴⁷Nel 2011 sono stati investiti nel Sud e nelle Isole 108 milioni di euro con la realizzazione di 34 operazioni, rispetto ai 70 milioni di euro investiti grazie a 12 operazioni effettuate nel 2008. Cfr.

Nel dettaglio a livello regionale si conferma il primato della Lombardia per numero di investimenti realizzati (26 per cento nel 2011). Il secondo posto è occupato a pari merito da Emilia Romagna e Veneto, le quali hanno realizzato ciascuna l'11 per cento degli investimenti, seguite a loro volta dal Friuli Venezia Giulia (10 per cento). In termini di ammontare, la Lombardia ha attratto il 35 per cento delle risorse complessivamente investite, seguita dal Veneto (25 per cento), dalla Toscana (9 per cento) e dall'Emilia Romagna (7 per cento). Nel corso del 2011 sono solo due le regioni nelle quali non sono state rilevate operazioni di *private equity*: Basilicata e Valle d'Aosta.

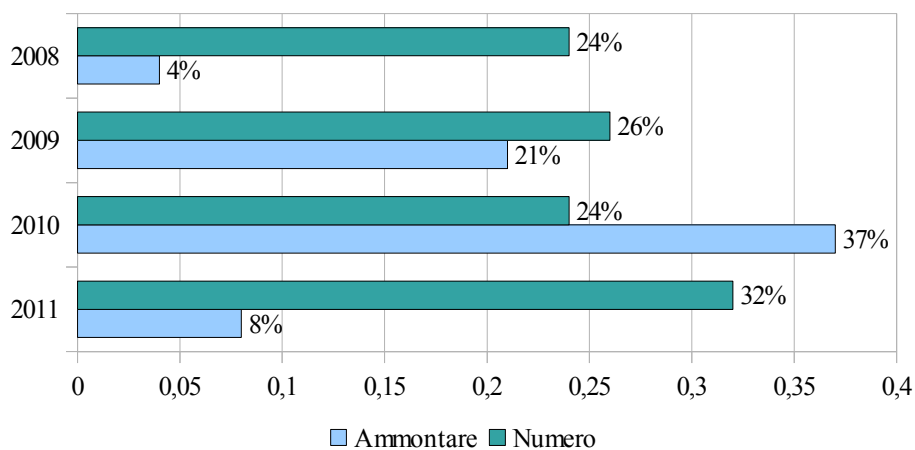
Le società oggetto di investimento da parte di *private equiters* nel periodo considerato sono risultate attive in settori piuttosto eterogenei, ma nonostante ciò si può riscontrare un comparto considerato come il principale target di investimento. Nel 2008 questo target era costituito dalle imprese attive nel settore dei prodotti e servizi per l'industria, (15 per cento), seguito dalle imprese appartenenti al settore manifatturiero. Nel 2011 invece sono state privilegiate le operazioni in aziende appartenenti al settore dell'energia e delle *utilities* (15 per cento), seguite da imprese appartenenti al settore dei prodotti e dei servizi industriali (11 per cento). Anche per quanto riguarda l'ammontare di risorse investite, nel periodo considerato, si manifesta un cambiamento di tendenza. Nel 2008 gli operatori hanno investito la maggior parte delle loro risorse in imprese appartenenti ai settori dei media e dell'intrattenimento, dei prodotti e servizi industriali e in quello manifatturiero, anche grazie alla realizzazione di investimenti di grandi dimensioni. Nel 2011 si sono orientati maggiormente al comparto *retail* (25 per cento), ai segmenti dell'energia e delle *utilities* (15 per cento), ai trasporti e alla logistica (13 per cento) e al lusso (10%).

Gli investimenti in imprese attive nei settori ad alta tecnologia sono aumentati nel 2011, in quanto il 32 per cento delle operazioni effettuate sono state indirizzate ad aziende definite "*high tech*" (grafico 2.7). Nonostante l'aumento del numero di operazioni realizzate, nel 2011 le risorse investite in imprese ad alto contenuto tecnologico in termini di ammontare hanno rappresentato solamente l'8 per cento contro il 37 per cento del 2010 (risultato ottenuto grazie alla presenza di operazioni di dimensioni significative). In particolare la maggior parte degli investimenti ad alto contenuto tecnologico (il 57 per cento) sono stati effettuati nei seguenti settori: medicale, media e intrattenimento, computer

Gervasoni, A. *Convegno annuale AIFI 19 marzo 2012 "Il mercato italiano del private equity e del venture capital nel 2011"*, op. cit. In particolare, pp. 30-31.

e biotecnologie. Significativo è precisare che, nel 2011, il 62 per cento delle operazioni *high tech* hanno coinvolto imprese in fase di avvio¹⁴⁸.

Grafico 2.7 L'evoluzione del peso % degli investimenti in imprese high tech



Fonte: AIFI Convegni annuali “Il mercato italiano del private equity e del venture capital”

In ultima analisi, vogliamo analizzare la distribuzione del numero di investimenti realizzati per dimensione delle aziende target. Da questi dati emerge che in Italia la maggior parte degli investimenti sono realizzati in imprese medio-piccole (Pmi), con un numero di dipendenti inferiore a 250. La maggioranza degli operatori concentra, infatti, i propri investimenti in queste aziende, tipiche del tessuto industriale italiano. In particolare, nel 2011¹⁴⁹ queste operazioni hanno raggiunto una quota pari all'84 per cento rispetto al totale delle operazioni (contro il 71 per cento del 2008), grazie soprattutto all'aumento delle operazioni in aziende con un numero di dipendenti compreso tra zero e diciannove. Nonostante le operazioni rivolte alle PMI siano numericamente superiori, nel 2011 hanno attratto solamente il 30 per cento delle risorse (1.086 milioni di euro). Al contrario, gli investimenti rivolti ad imprese di dimensioni maggiori, con un peso del 16 per cento in termini numerici, hanno attirato il 70 per cento delle risorse (2.497 milioni di euro). Stesse evidenze emergono se si considera la classe di fatturato anziché il numero di dipendenti. Anche in questo caso le aziende di piccola e media dimensione, con un

¹⁴⁸Cfr. Gervasoni, A. *Convegno annuale AIFI 19 marzo 2012 “Il mercato italiano del private equity e del venture capital nel 2011”*, op. cit. In particolare, p. 32.

¹⁴⁹Cfr. Gervasoni, A. *Convegno annuale AIFI 19 marzo 2012 “Il mercato italiano del private equity e del venture capital nel 2011”*, op. cit. In particolare, pp. 32-33.

fatturato inferiore ai 50 milioni di euro, pur avendo attirato, nel quadriennio considerato, risorse pari al 22 per cento (in media) rappresentano il principale target verso cui sono indirizzati gli investimenti di *private equity* e *venture capital* in Italia (74 per cento di operazioni realizzate).

Da questa analisi emerge come il mercato italiano si focalizzi prevalentemente sul segmento del cosiddetto “*mid market*”, in quanto realizza investimenti aventi ad oggetto imprese di piccola e media dimensione. L'investimento tipico riguarda, infatti, imprese di medie dimensioni, leader nel proprio mercato, che necessitano di una guida, per espandersi verso nuovi mercati, o di aiuto nei processi di ricambio generazionale. Sono proprio queste caratteristiche che contraddistinguono il mercato italiano, tanto da considerarlo un caso a sé stante nel panorama internazionale¹⁵⁰.

2.3.3 Il disinvestimento

Infine per quanto riguarda l'andamento del mercato del *private equity* è utile analizzare anche l'ultima fase, la dismissione delle partecipazioni assunte nelle imprese in portafoglio.

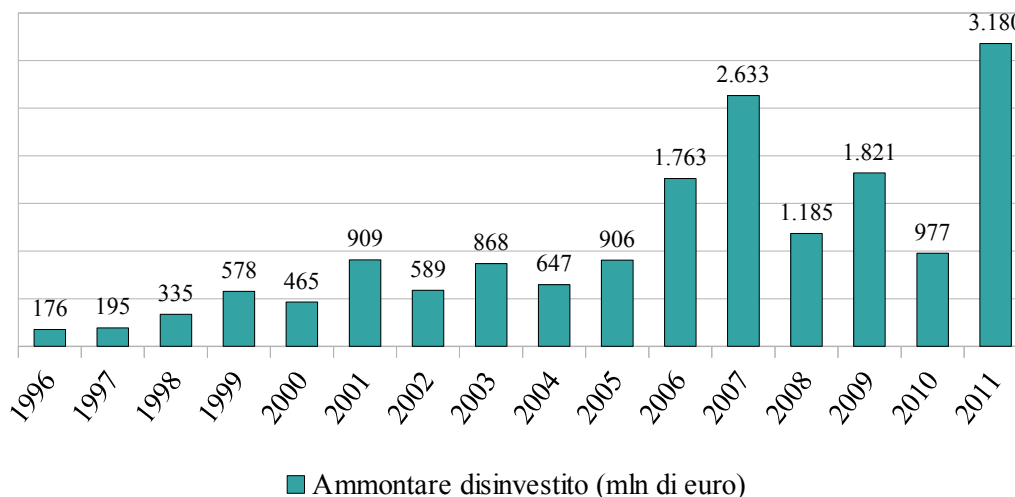
Innanzitutto volgiamo uno sguardo generale all'attività di disinvestimento (*grafico 2.8*). Come già esposto, con l'attività di disinvestimento il *private equiter* cede, dopo un periodo di tempo che può corrispondere a circa una decina d'anni, la partecipazione posseduta realizzando in questo modo il proprio guadagno. Considerato il tempo necessario a realizzare l'investimento, i primi dati relativi all'ammontare disinvestito emergono a partire dal 1996, periodo nel quale i primi fondi istituiti hanno dismesso le proprie partecipazioni.

A partire dal 2006 questa attività è cresciuta in modo rilevante, tanto da registrare nel 2007 un valore record pari a 2.633 milioni di euro (ammontare calcolato al costo di acquisto della partecipazione). Dopo aver raggiunto questi valori, anche l'attività di disin-

¹⁵⁰Cfr. Bracchi, G. “Il nuovo private equity italiano che uscirà dalla crisi”, *Bancaria. Il mensile dell'Associazione bancaria italiana*, op. cit. In particolare, paragrafo 2, *La tenuta degli investimenti nonostante la crisi*.

vestimento è stata influenzata dalle turbolenze dei mercati finanziari, le quali hanno ostacolato le cessioni delle partecipazioni facendo registrare, nel 2008, una diminuzione del 55 per cento dell'ammontare disinvestito.

Grafico 2.8 L'evoluzione dell'ammontare disinvestito



Fonte: Elaborazione personale su dati AIFI

Anche il 2009 ha risentito degli effetti negativi della crisi economico-finanziaria, in quanto l'85 per cento dell'ammontare disinvestito ha riguardato svalutazioni delle partecipazioni delle società detenute in portafoglio, riducendo significativamente l'aumentato dell'attività di disinvestimento registrata rispetto al periodo precedente. Nel 2010, nonostante sia stata rilevata una diminuzione dell'ammontare disinvestito, tale attività sembra mostrare i primi segnali di ripresa, grazie alla diminuzione dei cosiddetti *write off*. Nel 2011, grazie al miglioramento delle condizioni dei mercati, l'ammontare disinvestito è triplicato, mostrando dei segnali di ripresa incoraggianti (tabella 2.8).

Tabella 2.8 L'evoluzione dell'attività di disinvestimento

	2008	2009	2010	2011
<i>Numero operazioni</i>	181	143	123	139
<i>Numero società</i>	152	108	112	121
<i>Ammontare (mln di euro)</i>	1.185	1.821	977	3.180

Fonte: Elaborazione personale su dati AIFI

Importante è non solo esaminare l'ammontare dell'attività di disinvestimento, o il numero di operazioni effettuate, ma andare ad analizzare le modalità di cessione delle partecipazioni (tabella 2.9). Considerando questo aspetto si può osservare come nel 2008 la vendita a partner industriali abbia rappresentato il canale di disinvestimento preferito. Questa modalità è stata utilizzata nel 43 per cento delle operazioni (meno 27 per cento rispetto al 2007¹⁵¹) e ha permesso di dismettere partecipazioni per un valore di 462 milioni di euro (39 per cento dell'ammontare complessivo). Mentre un'altra parte rilevante di partecipazioni è stata dismessa mediante la vendita ad altri investitori finanziari (38 per cento rispetto al totale disinvestito). Il canale della quotazione è stato utilizzato in misura inferiore rispetto al periodo precedente (68 per cento di operazioni meno) e anche in termini di valore, a causa della situazione avversa dei mercati, l'ammontare disinvestito è diminuito del 94 per cento (23 milioni di euro). Nel 2008 sono inoltre aumentate le svalutazioni delle partecipazioni in portafoglio sia in termini numerici, che di ammontare.

Tabella 2.9 Distribuzione percentuale dei disinvestimenti (ammontare e numero) per tipologia

	2008		2009		2010		2011	
	N.	Ammontare mln di euro	N.	Ammontare mln di euro	N.	Ammontare mln di euro	N.	Ammontare mln di euro
<i>Trade sale</i>	43%	39%	36%	5%	51%	21%	44%	64%
<i>Vendita ad altri investitori</i>	18%	38%	8%	6%	17%	43%	13%	16%
<i>Ipo</i>	3%	2%	10%	3%	2%	1%	6%	11%
<i>Write off</i>	20%	13%	39%	85%	11%	28%	20%	5%
<i>Altro</i>	16%	8%	7%	1%	19%	7%	17%	4%

Fonte: Elaborazione personale su dati AIFI

Il 2009, come precedentemente anticipato, è stato pesantemente influenzato dai *write off*, tanto che, in seguito alla riduzione o all'azzeramento della quota di partecipazione detenuta dai *private equiter*, questo è stato il “canale” più utilizzato per uscire dagli in-

¹⁵¹Nel 2007 sono state circa 105 le operazioni di dismissione avvenute con la modalità del *trade sale*, mentre nel 2008 queste operazioni sono state circa 78.

vestimenti. Per quanto riguarda le altre modalità di cessione delle partecipazioni, la vendita a partner industriali, in termini numerici, continua a rappresentare il canale di disinvestimento più utilizzato (36 per cento) anche se il valore disinvestito è diminuito drasticamente (meno 80 per cento) rispetto al precedente anno. Per quanto riguarda il canale borsistico, nonostante gli effetti negativi conseguenti alla crisi, sono aumentate le operazioni con le quali la partecipazione è stata ceduta mediante la quotazione della società stessa (nel 2008 tali operazioni rivestivano una quota del 3 per cento contro il 10 per cento registrato nel 2009) ed è incrementato leggermente anche il valore dismesso con tale canale. Escludendo i *write off*, la vendita ad altri operatori finanziari ha rappresentato il canale con il quale sono state dismesse più partecipazioni (per un valore di 109 milioni di euro, pari al 6 per cento), seguita dal *trade sale* (con un valore di 91 milioni di euro, pari al 5 per cento). Il 2010 è stato interessato dai primi segnali di ripresa grazie alla diminuzione del peso dei *write off*, sia nel numero di operazioni (28 per cento), sia nell'ammontare (11 per cento). Nell'anno si osserva come, se a livello numerico la modalità di *exit* preferita risulta essere la vendita ad investitori industriali (63 dismissioni), la vendita ad altri investitori finanziari è risultato essere il principale canale di disinvestimento in termini di ammontare disinvestito, seguita dal *trade sale*. Infine, il 2011 è tornato in linea con i dati storici in quanto il *trade sale* è risultato nuovamente la modalità di uscita più utilizzata sia in termini numerici (incidenza del 44 per cento), sia nell'ammontare disinvestito (64 per cento dell'ammontare disinvestito) grazie in particolar modo ad alcune operazioni di dimensioni significative. In questo periodo si segnala nuovamente un incremento, rispetto al 2010, delle cessioni realizzate mediante quotazione per mezzo delle quali sono stati dismessi circa 350 milioni di euro con la realizzazione di 8 operazioni. In quest'ultimo anno, infine, le svalutazioni delle partecipazioni si sono drasticamente ridotte in termini di ammontare (5 per cento) nonostante siano aumentate numericamente (20 per cento).

Nel periodo considerato, gli investitori più attivi sul fronte delle dismissioni sono risultati essere le società di gestione del risparmio generaliste (nel 2011 hanno realizzato il 35 per cento dei disinvestimenti) e gli operatori regionali e/o pubblici (21 per cento).

Analizzando il numero di operazioni di disinvestimento per singolo canale si riscontra un ricorso piuttosto omogeneo a tutti i canali di *way out* disponibili da parte dei diffe-

renti operatori. Ad esempio nel 2011, in particolare, le banche hanno preferito il canale borsistico, mentre le società di gestione hanno preferito dismettere le proprie partecipazioni ricorrendo in misura prevalente alla vendita ad altri investitori.

Infine, incrociando il numero dei disinvestimenti con la tipologia di investimento originario, nel corso del periodo considerato emerge come il maggior numero di dismissioni sia riconducibile ad originarie operazioni di *expansion* (50 per cento nel 2011), seguite dai *buyout* (27 per cento), e per la parte residua dagli interventi di *earlystage* (11 per cento), *turnaround* (7 per cento) e *replacement* (5 per cento)¹⁵².

2.4 Gli ostacoli allo sviluppo del mercato del private equity: come superarli a sostegno del sistema imprenditoriale italiano

Dopo aver sintetizzato la dimensione del mercato del capitale di rischio a livello internazionale ed europeo, i dati sopraesposti hanno offerto una panoramica dei trend e delle caratteristiche che si sono osservati nel particolare mercato italiano del *private equity*. Questa analisi è risultata utile per cercare di comprendere come gli operatori di *private equity* si muovono all'interno di questo contesto. Nel confronto con altri paesi europei il mercato italiano presenta, sotto vari punti di vista, degli aspetti critici. Qui di seguito andremo ad analizzare queste particolari problematiche, che ancora ostacolano il raggiungimento della fase di piena maturità, volgendo uno sguardo anche al sistema imprenditoriale nazionale verso il quale l'attività di *private equity* è indirizzata.

Pur avendo assunto un ruolo di rilievo all'interno del mercato internazionale, il mercato italiano del *private equity* si colloca decisamente al di sotto dei valori medi europei in riferimento ad alcuni indicatori riguardanti l'attività di investimento nel capitale di rischio. Secondo alcuni risultati riportati dall'EVCA la percentuale di investimenti in capitale di rischio realizzati rispetto al prodotto interno lordo risulta essere pari allo 0,337

¹⁵²Cfr. Gervasoni, A. *Convegno annuale AIFI 19 marzo 2012 "Il mercato italiano del private equity e del venture capital nel 2011"*, op. cit. In particolare, paragrafo, *I disinvestimenti*, pp. 57-58.

per cento per quanto riguarda la media europea, e un risultato decisamente inferiore è stato registrato riferito all'Italia, pari allo 0,075 per cento¹⁵³. Questi dati evidenziano come questo genere di investimenti, in Italia, siano in ritardo rispetto ad altri paesi europei. Inoltre, già è stato segnalato come l'attività di investimento in Italia presenti gravi squilibri a livello territoriale. In riferimento alla distribuzione delle operazioni realizzate per area geografica, le regioni settentrionali si confermano da anni la principale area catalizzatrice degli investimenti. Vengono infatti premiate le regioni nelle quali vi è una presenza più diretta di sedi di società di gestione di fondi chiusi o di altre strutture societarie di investimento¹⁵⁴.

Lo sviluppo del mercato italiano è ostacolato da: pochi investimenti specializzati su singoli segmenti (*early stage*, imprese *higt tech*, operazioni di *turnaround* e di ricambio generazionale), limitate opportunità interessanti per uscire dagli investimenti e scarso sviluppo dei fondi pensione nei sistemi finanziari banco-centrici¹⁵⁵.

Dopo aver analizzato queste aree problematiche, verranno prese in considerazione delle iniziative legislative di recente attuazione e alcune possibili linee di intervento, proposte da AIFI, per la crescita futura e il consolidamento della posizione competitiva del mercato italiano a livello europeo.

153Cfr. EVCA, *Yearbook 2012*, op. cit. In particolare qui si è fatto riferimento alle statistiche di settore, ossia i dati sugli investimenti sono aggregati in base alla localizzazione della società di *private equity*, indipendentemente dalla localizzazione delle imprese in portafoglio. In ogni caso, anche le statistiche di mercato, che riuniscono i dati in base alla localizzazione delle imprese target, presentano risultati simili.

154Cit. Gervasoni, A. & Bechi, A. *I fondi chiusi di private equity nell'esperienza italiana. Aspetti economici e giuridici*. In particolare, capitolo 6, *Lo sviluppo dei fondi mobiliari chiusi in Italia: opportunità e criticità*, pp. 231 e ss.

155Cfr. Revest, V. & Sapiro, A. (2012) "Financing technology-based small firms in Europe: what do we know?", *Small Business Economics*, 1, pp.179-205.

2.4.1 *Pochi investimenti specializzati in particolari segmenti*

Passiamo ad analizzare quello che può essere considerato un primo ostacolo allo sviluppo del mercato italiano del *private equity*: la ridotta presenza di investimenti specializzati su singoli segmenti.

Innanzitutto nel mercato italiano sono soprattutto le operazioni relative al comparto dell'*early stage* ad essere in ritardo rispetto agli altri paesi europei.

Lo sviluppo del *venture capital*, il quale si concentra su questi particolari segmenti, è considerato un elemento fondamentale per l'innovazione e il rilancio del sistema industriale a livello internazionale, ed è per questa ragione che i maggiori *player* economici, come ad esempio gli Stati Uniti, continuano ad investire in questo comparto ingenti risorse. Se il mercato europeo nei primi anni 2000 ha evidenziato un forte distacco rispetto a quello statunitense in termini di risorse investite in operazioni riguardanti le prime fasi del ciclo di vita delle imprese, oggi è riuscito a recuperare il ritardo che aveva accumulato. Questo recupero tuttavia non è stato equilibrato in tutti i paesi europei, anzi, è da attribuire in particolar modo al Regno Unito, in quanto, in questo paese i *venture capitalist* hanno investito in misura superiore rispetto agli altri principali paesi europei¹⁵⁶. Alcuni dati confermano questa tendenza. Osservando il rapporto tra gli investimenti effettuati dai *venture capitalist* europei rispetto al prodotto interno lordo (PIL) emerge che nel 2011 la media europea è del 0,029 percento. L'Italia è tra i paesi che presentano una percentuale al di sotto di questa media (0,003 percento), mentre Regno Unito, Francia, Germania si trovano al di sopra di questo valore medio (rispettivamente 0,047, 0,037 e 0,030 percento)¹⁵⁷. Questi risultati evidenziano l'inferiorità del mercato italiano nell'attrarre gli investimenti realizzati dai *venture capitalist*.

Se si volge uno sguardo al sistema imprenditoriale emerge come, non solo gli investimenti in *venture capital* siano limitati nel contesto italiano, ma risulta anche particolarmente difficile avviare una nuova attività imprenditoriale a causa soprattutto dei costi burocratici, delle tasse e delle difficoltà di accesso ai finanziamenti¹⁵⁸. Ancora, conside-

¹⁵⁶Cfr. Revest, V. & Sapio, A. "Financing technology-based small firms in Europe: what do we know?", *Small Business Economics*, op.cit.

¹⁵⁷Cfr. EVCA, *Yearbook 2012*, op. cit.

¹⁵⁸L'indicatore "Ease of doing business 2012" pubblicato dalla Banca Mondiale che esprime la capacità

rando un altro studio, emerge che nel 2010 solamente il 2,4 percento della popolazione in Italia, è stata coinvolta in un'attività imprenditoriale di *early stage*. Questo valore è al di sotto della media europea, pari al 5,6 percento, e dei valori registrati in riferimento alle nazioni più sviluppate, quali il Regno Unito (6,4 percento) e gli Stati Uniti (7,6 percento)¹⁵⁹.

Non solo le operazioni di *early stage*, ma anche gli investimenti indirizzati ad imprese *high tech* sono limitati nel mercato italiano e presentano valori al di sotto della media europea. I capitali affluiti verso queste tipologie di operazioni come abbiamo visto, nel 2011 hanno rappresentato solamente l'8 percento del totale¹⁶⁰.

D'altra parte, dal punto di vista delle imprese, emerge come queste risultino scarsamente innovative. La Commissione Europea inquadra l'Italia nel gruppo di paesi caratterizzati da innovazione “moderata”, con una performance innovativa, anche se in leggero miglioramento rispetto agli anni precedenti, inferiore rispetto alla media comunitaria¹⁶¹. Le cause di ciò possono essere ricondotte alla scarsa collaborazione tra imprese e alla carenza di investimenti in risorse umane, cause ricollegabili alla struttura industriale delle imprese italiane, piccole e con scarsa propensione ad aggregarsi. Anche secondo il rapporto sullo *Small Business Act 2010*, l'Italia si trova in una posizione di svantaggio rispetto ai principali paesi europei, in particolare, per quanto riguarda le competenze, l'innovazione e l'internazionalizzazione delle Pmi¹⁶².

di fare impresa, colloca l'Italia all'ottantasettesima posizione in una classifica che comprende 183 nazioni. Cfr. The World Bank & International Finance Corporation (2012) *Doing Business 2012. Doing business in a more transparent world*, Washington, The International Bank for Reconstruction and Development.

159Cfr. Kelley, D., Bosma, N., & Amorós, J. E. (2010) *Global Entrepreneurship Monitor. 2010 Global Report*. Global Entrepreneurship Research Association. In particolare, Tabella 3, *Entrepreneurial Activity in the 59 GEM Countries in 2010, by Phase of Economic Development*.

160Nel 2005 i capitali investiti in imprese *high tech* corrispondevano al 10 percento, collocando l'Italia in fondo alla classifica dei paesi europei. Cfr. Gervasoni, A. & Bechi, A. *I fondi chiusi di private equity nell'esperienza italiana. Aspetti economici e giuridici*. In particolare, capitolo 6, pp. 235-236.

161Cfr. Commissione Europea (2011) *Innovation Union Scoreboard 2011*, Bruxelles, Enterprise and Industry. In particolare, figura 2, *Eu member State' innovation Performance*.

162Cfr. Capuano, G., Nassisi, E., Canavese, V., Pugliares, G., Caiazzo, M., Carnazza, P. & Saracino, P., (2010) *Small Business Act. Le iniziative a sostegno delle Pmi in Italia e nell'Europa A 27. Rapporto 2010*, Ministero dello sviluppo economico.

Considerato che la nascita di nuove imprese, in particolare innovative, è un'area critica nel mercato italiano, e lo sviluppo di particolari fondi di *private equity* può essere visto come lo strumento in grado di espandere il contesto imprenditoriale, sono state promosse alcune iniziative legislative le quali hanno inciso positivamente sul comparto dell'*early stage*.

Tra queste iniziative rientra l'avvio del “Fondo Nazionale per l'Innovazione”¹⁶³, con il quale sono stati stanziati 20 milioni di euro per agevolare la nascita di fondi mobiliari chiusi dedicati al finanziamento di progetti innovativi finalizzati allo sfruttamento economico di uno o più brevetti. Altra iniziativa riguarda l'operatività dei fondi assegnatari delle risorse del Fondo High Tech per il Mezzogiorno¹⁶⁴, istituito con l'obiettivo di favorire l'afflusso di capitale di rischio verso piccole e medie imprese del centro-sud Italia, in grado di sviluppare progetti di rilancio dell'innovazione di prodotto o di processo, con l'utilizzo della tecnologia digitale. Ancora, la proposta di legge, non ancora approvata, per l'“Istituzione del Fondo dei fondi presso la Cassa Depositi e Prestiti” è un'iniziativa che consente di allocare le risorse raccolte seguendo la logica del “fondo di fondi”. In particolare, prevede la compartecipazione pubblico-privata dei fondi destinati agli investimenti di *venture capital* per finanziare progetti imprenditoriali in fase iniziale, dedicati alle nuove tecnologie. Sempre in riferimento al mercato del *venture capital*, per appianare la disomogeneità esistente tra gli investimenti nel territorio, è necessario che le iniziative a carattere nazionale siano affiancate da misure regionali. Gli enti regionali devono essere coinvolti per canalizzare in modo efficiente le misure a sostegno di nuove imprese e start-up. Un'iniziativa di questo genere è quella istituita dalla regione Lazio, la quale ha promosso l'istituzione del “Fondo POR I.3” finalizzato a stimolare una partnership pubblico-privata negli investimenti di capitale di rischio nelle imprese innovative della zona. Questo strumento in particolare prevede un meccanismo di incentivo ibrido, che concede ai co-investitori privati un vantaggio nel momento in cui saranno distribuiti i proventi dell'investimento¹⁶⁵.

¹⁶³Istituito con decreto ministeriale del 10/03/2009.

¹⁶⁴Istituito con legge 30/12/2004 n. 311, articolo 1, comma 222.

¹⁶⁵*Up-side leverage scheme* prevede che i profitti derivanti dal disinvestimento non siano ripartiti in modo proporzionale tra i sottoscrittori del fondo, ma siano attribuiti in via preferenziale al soggetto privato. Per un approfondimento sui modelli di partnership pubblico-privato: Commissione Venture

Infine, riportiamo alcune proposte formulate da AIFI per sviluppare maggiormente i fondi di *private equity* specializzati.¹⁶⁶ Per espandere i fondi specificatamente dedicati alle imprese *high tech* propone di introdurre agevolazioni fiscali a favore dei sottoscrittori, sulla scia degli incentivi previsti dalle leggi francesi, commisurati all'ammontare investito in quote di fondi di *venture capital* dedicati a queste specifiche imprese. Altra proposta riguarda l'assegnazione alle imprese, che richiedano investimenti in *venture capital*, di voucher per l'innovazione, con i quali queste possono coprire i costi di consulenza legati alla stesura del business plan e alla pianificazione delle differenti ipotesi di finanziamento. Infine per rafforzare le capacità imprenditoriali, migliorare le competenze gestionali nelle imprese start up e supportare la crescita propone un sistema di sgravi fiscali e contributivi a favore dell'assunzione, in imprese *spin-off* della ricerca, di manager industriali con più di 40 anni e attualmente in cerca di occupazione¹⁶⁷.

Una peculiarità del mercato italiano del *private equity* è quella di focalizzarsi principalmente su investimenti aventi ad oggetto imprese di piccole e medie dimensioni che risultano sottocapitalizzate. La presenza di queste imprese non deve essere intesa come un ostacolo, anzi, in presenza di opportuni incentivi, queste possono essere considerate una grande fonte di sviluppo per il mercato del capitale di rischio.

In riferimento a questo, si vuole sottolineare come il tessuto imprenditoriale italiano sia costituito per lo più da micro imprese, il 94,7 percento delle imprese ha un numero di addetti inferiore a 9¹⁶⁸. Nel confronto con i principali paesi europei, l'Italia si caratterizza per la maggior presenza di imprese di piccolissime dimensioni, visto che il medesimo dato relativo alla Germania è pari all'83 percento e per il Regno Unito è pari all'87,9 percento. L'importante ruolo della piccola dimensione in Italia viene confermato

Capital AIFI (2011) *Libro bianco. Proposte per lo sviluppo del venture capital in Italia*.

166Per approfondire le tematiche delle proposte formulate da AIFI: Commissione Venture Capital AIFI, *Libro bianco*, op. cit. In particolare, paragrafo quattro, *Le proposte: gli interventi di sistema*, e cinque, *Le proposte: gli interventi specifici a sostegno del settore*.

167Cfr. Bracchi, G. *Private equity ed economia italiana*, op. cit. In particolare, paragrafo 3, *Le proposte AIFI per rilanciare il mercato del capitale di rischio a sostegno della ripresa del sistema imprenditoriale italiano*, p. 17-21.

168Cfr. Capuano, G., Nassisi, E., Canavese, V., Pugliares, G., Caiazzo, M., Carnazza, P. & Saracino, P., *Small Business Act. Le iniziative a sostegno delle Pmi in Italia e nell'Europa A 27. Rapporto 2010*, op. cit.

dal fatto che il 71,3 per cento del valore aggiunto complessivo nazionale è attribuibile alle PMI (media europea 58 per cento). Nello specifico il contributo della micro impresa alla formazione del valore aggiunto è pari al 31,5 per cento, a fronte del 15,4 per cento della Germania, del 22 per cento della Francia e del 18,4 per cento del Regno Unito. D'altra parte la grande dimensione incide per il 28,7 per cento, registrando un netto distacco (13 punti percentuali) rispetto alla media europea. Questa eccessiva frammentazione del sistema imprenditoriale rappresenta un limite alla crescita delle produttività. Basti pensare che in Italia il valore aggiunto per addetto ammonta a 43,2 mila euro di molto inferiore alle soglie di Germania, Francia e Regno Unito (i cui dati sono rispettivamente 55,2, 55,7 e 63,4 mila euro).

Collegato a questo problema dimensionale è da considerare la sottocapitalizzazione della maggioranza delle imprese italiane. Il rapporto tra mezzi propri e totale delle passività è, per le imprese nazionali, al di sotto dei valori registrati per i concorrenti europei, soprattutto in riferimento ad imprese di dimensioni ridotte (posto pari a 100 l'indice di patrimonializzazione delle imprese, l'Italia registra un valore inferiore, pari ad 88¹⁶⁹). La struttura finanziaria italiana si caratterizza per livelli di indebitamento, soprattutto a breve termine, elevati e il fabbisogno di finanziamenti bancari rimane in Italia tra i più significativi d'Europa (nel 2010 il 67 per cento dei debiti finanziari delle imprese italiane era di origine bancaria, contro il 27 per cento del Regno Unito)¹⁷⁰.

Inoltre, spesso le piccole imprese non riescono ad accedere ai mercati esteri in quanto per fare ciò sono necessari ingenti investimenti e una solida struttura organizzativa. L'internazionalizzazione rappresenta un ulteriore elemento di difficoltà per le imprese italiane. Secondo i dati riportati nello *Small Business Act*, ad eccezione del risultato relativo alla quota di PMI che hanno esportato (27,3 per cento), che si colloca leggermente al di sopra delle media europea, gli altri indicatori¹⁷¹ vedono l'Italia al di sotto di questo

169Cfr. Bracchi, G. *Private equity ed economia italiana*, op. cit. In particolare, paragrafo 3, p. 24.

170Cfr. Fusaro, G. & Muzio, A. (2011) "Superare gli ostacoli delle dimensioni d'impresa", *Amministrazione & finanza*, 10, pp. 54-60.

171Gli altri indicatori fanno riferimento alla percentuale di fatturato derivante dalle esportazioni, al numero di giorni richiesti per esportare o importare, alla percentuale di PMI che ricevono reddito dalle filiali e/o partecipate all'estero e la percentuale di PMI che hanno investito all'estero nel triennio 2006-2008.

valore medio.

Considerando queste particolarità del tessuto imprenditoriale, alcune importanti iniziative sono state intraprese in modo da rafforzare le fonti di accesso al capitale di rischio per la piccola e media impresa. Una di queste è l'istituzione del già citato “Fondo Italiano d'Investimento”. A questo è stato attribuito un duplice obiettivo: agevolare i processi di internazionalizzazione ed aggregazione delle piccole imprese italiane, mediante investimenti diretti in aziende con fatturato compreso tra i 10 e i 100 milioni di euro, e favorire, attraverso l'attività del fondo dei fondi, la crescita del settore in generale. Inoltre, per garantire un maggior afflusso di risorse private nelle imprese italiane, è stato ritenuto opportuno istituire un quadro generale a sostegno della quotazione delle piccole imprese. In Italia si stanno ora diffondendo gli investitori focalizzati sulle imprese cosiddette “*small cap*”, largamente presenti in altri paesi europei come la Gran Bretagna. In questa direzione, a partire dal 1 marzo 2012, è stato istituito AIM Italia, il mercato alternativo del capitale dedicato alla piccole e medie imprese italiane ad alto potenziale di crescita. Questo mercato offre un percorso più rapido e flessibile alla quotazione, tutelando al contempo gli investitori, grazie ad un insieme di regole che risponde ai bisogni delle piccole imprese e degli investitori specializzati. La quotazione permette di selezionare in modo trasparente le imprese, dotandole dei mezzi necessari per competere con successo nei mercati internazionali¹⁷².

Il mercato italiano del *private equity*, dal punto di vista dei finanziamenti di processi di cambiamento interni all'azienda, è in fase di sviluppo. A questo è necessario ricollegare il carattere familiare che contraddistingue la maggior parte delle imprese italiane. In molti casi la coincidenza del patrimonio tra azienda e famiglia proprietaria, unita alla scarse competenze manageriali, influiscono negativamente sulle possibilità di sviluppo e di crescita dell'azienda stessa. Spesso, inoltre, l'imprenditore “personalizza” l'azienda che egli stesso ha creato, che ha visto svilupparsi nel tempo e dalla quale difficilmente intende separarsi. Conseguenza di ciò è che questi soggetti sono solitamente riluttanti a condividere con altri soci o manager professionisti il controllo dell'attività, così come aprire la governance a soggetti estranei alla cerchia familiare¹⁷³. Questo atteggiamento

172Cfr. Borsa Italiana. London Stock Exchange Group. <http://www.borsaitaliana.it/azioni/mercati/aim-italia/descrizione-aim-italia/descrizione.htm>

173Cfr. Fusaro, G. & Muzio, A. “Superare gli ostacoli delle dimensioni d'impresa”, *Amministrazione &*

ostacola un maggior sviluppo del mercato del capitale di rischio.

In Italia le imprese di origine familiare sono circa il 90 per cento, valore superiore rispetto a quello riscontrabile negli altri principali paesi europei, e ad esse è ricondotto l'80 per cento del PIL complessivo italiano¹⁷⁴. Contrariamente all'opinione comune, le aziende familiari non sono necessariamente di piccole dimensioni. Secondo un'indagine¹⁷⁵ condotta su queste ultime emerge infatti che, il 45 per cento di quelle con un fatturato superiore ai 250 milioni di euro ha carattere familiare. Inoltre in queste imprese è ridotta la presenza di giovani, e nel 43 per cento dei casi gli imprenditori hanno più di 60 anni. Considerata in particolar modo quest'ultima caratteristica emerge come per queste imprese risulti fondamentale il ricambio generazionale, in modo da assicurare continuità nel momento in cui la famiglia esaurisca il proprio ruolo propulsivo iniziale. Questo è un momento delicato nella vita delle imprese, solamente il 24 per cento delle aziende sono in grado di sopravvivere al passaggio tra prima e seconda generazione e solo il 14 per cento di queste sopravvive anche alla terza.

In un contesto di questo tipo, al *private equity*, in particolar modo specializzato in operazioni di *replacement* o *buyout*, viene attribuito un ruolo fondamentale. In riferimento a queste imprese familiari di medie e grandi dimensioni. Per queste imprese familiari di medie e grandi dimensioni, infatti, l'acquisizione da parte di investitori finanziari si configura sempre più frequentemente come l'unica opportunità per mantenere la propria sede nel territorio nazionale. L'alternativa è spesso identificabile nell'acquisizione da parte di acquirenti industriali esteri i quali sono incentivati a trasferire i centri decisionali presso la casa madre. In questo contesto è fondamentale che gli imprenditori comprendano il ruolo positivo che potrebbero rivestire gli operatori del capitale di rischio e le regole di trasparenza e di *governance* che questi investitori chiedono di rispettare.

L'attività svolta da operatori specializzati nell'investimento in imprese che attraversano situazioni di tensione economica e finanziaria, con l'obiettivo di risanarle e rilanciarle,

finanza, op. cit.

174Cfr. Bracchi, G. *Private equity ed economia italiana*, op. cit. In particolare, paragrafo 3, p. 25-26.

175Cfr. Osservatorio AidAF Unicredit Bocconi. Nell'indagine sono state monitorate circa 8.000 aziende con fatturato superiore ai 50 milioni di euro, e nei risultati è emerso che il 56 per cento (circa 4.251) sono imprese a carattere familiare.

risulta essere nel mercato italiano ancora in via di sviluppo rispetto ad altri paesi nei quali è già relativamente diffusa. La scarsa diffusione di questo segmento è da imputarsi in particolar modo alle problematiche legate alla vecchia legge fallimentare, ma anche alla mancanza di esperienza specifica sul *turnaround*, che ostacola la raccolta di fondi specializzati, e alla difficoltà di creare team di gestione con competenze adeguate per queste tipologie di operazioni. Questo segmento presenta notevoli potenzialità di crescita, considerate le imprese che sono entrate o stanno entrando in difficoltà¹⁷⁶. Infatti, nonostante l'andamento dell'industria italiana abbia evidenziato nell'ultimo periodo segnali di ripresa, il numero di fallimenti delle imprese rimane elevato. Secondo alcuni dati di *Cerved Group*¹⁷⁷, le imprese entrate in procedura fallimentare nel 2011 sono state più di 12 mila, registrando un aumento del 7,4 per cento rispetto all'anno precedente (circa 11 mila fallimenti). A testimonianza di come la crisi abbia toccato grossomodo tutti i settori, il 39,8 per cento dei fallimenti hanno riguardato imprese industriali, il 31 per cento imprese nel settore delle costruzioni e il 18,7 per cento imprese nei servizi.

Altri dati importanti sulle imprese in difficoltà emergono dal Turnaround Monitor. In un'indagine¹⁷⁸, condotta da quest'ultimo, sono state analizzate 11.942 imprese, con un volume di ricavi nel 2010 compreso tra 20 e 200 milioni di euro, per individuare quali realtà aziendali si trovano in una situazione di oggettiva tensione finanziaria. Per fare ciò sono stati applicati in sequenza tre indici, i quali hanno determinato come 353 imprese del campione, i cui indicatori finanziari manifestano uno stato di emergenza, potrebbero richiedere interventi di *turnaround*.

Per sviluppare i fondi specializzati in operazioni di *turnaround* risultano di fondamentale importanza gli interventi normativi volti a perfezionare la nuova Legge fallimentare per potenziare il ricorso agli istituti di risanamento, nell'ottica di incentivare le composizioni negoziali per il salvataggio delle imprese coinvolte. Il segmento del *turnaround fi-*

176Cfr. Bechi, A. & Muzio, A. (2010) "Private equity e venture capital di fronte al cambiamento", *Amministrazione & finanza*, op.cit.

177Cfr. Cerved Group (2012) *Osservatorio trimestrale sulla crisi d'impresa. Quarto trimestre 2011*.

178Turnaround Monitor è l'osservatorio relativo alle operazioni di ristrutturazione aziendale poste in essere dagli investitori istituzionali nel capitale di rischio, nato dalla collaborazione tra l'Università Carlo Cattaneo e il fondo Orlando Italy. L'indagine è contenuta nel "Rapporto Italia 2011" elaborato da questo osservatorio.

nancing deve essere potenziato per risanare e rilanciare le imprese, e nel fare ciò l'intervento di un investitore finanziario specializzato rappresenta un efficace, se non unico, strumento per salvare l'impresa. AIFI per sviluppare questo segmento propone di introdurre procedure facilitate per l'intervento di operatori specializzati nella gestione di aziende in crisi e agevolazioni fiscali per le imprese che si trovano in situazioni di tensione finanziaria¹⁷⁹.

2.4.2 Limitate opportunità interessanti di uscita dagli investimenti

Il disinvestimento chiude il ciclo di *private equity* e le possibilità di smobilizzo possono condizionare tutto il processo di investimento, perfino la scelta delle imprese nelle quali investire. Il tema relativo alle modalità di uscita è particolarmente sentito anche a livello europeo. Con riferimento ai canali di dismissione delle partecipazioni, le barriere strutturali allo sviluppo del capitale di rischio sono riconducibili alla frammentazione dei mercati, in conseguenza al quale le strategie di disinvestimento risultano limitate e la quotazione la maggior parte delle volte non è considerata un'alternativa perseguibile. Per superare questi ostacoli, la Commissione Europea sta considerando l'idea di creare un mercato azionario paneuropeo per società ad elevate potenzialità di crescita. Con la realizzazione di questo mercato le imprese potrebbero contare su una piattaforma di contrattazione comune, su stessi requisiti di ammissione e su un controllo accentrato a livello europeo¹⁸⁰.

In riferimento al contesto italiano, ad agevolare il disinvestimento è ricorso un accordo siglato da AIFI con Borsa Italiana, per la creazione di un accesso facilitato¹⁸¹ (*Fast*

¹⁷⁹Cfr. Bracchi, G. *Private equity ed economia italiana*, op. cit. In particolare, paragrafo 3, p. 28-29.

¹⁸⁰Gervasoni, A. & Bechi, A. *I fondi chiusi di private equity nell'esperienza italiana. Aspetti economici e giuridici*, op. cit. In particolare, capitolo 6, pp.252-253.

¹⁸¹L'accesso facilitato è previsto per le società nel cui capitale siano presenti, da almeno due anni, uno o più investitori istituzionali nel capitale di rischio, con una partecipazione almeno pari al 30%, anche in forma congiunta. Ai fini della quotazione, al posto dell'attestazione dello sponsor, è richiesta una dichiarazione del presidente del collegio sindacale sul sistema di controllo di gestione. Una procedura più semplice, è prevista anche per l'analisi del piano industriale, in quanto le informazioni necessarie

Track) al mercato telematico azionario (MTA) per le società partecipate da uno o più fondi di *private equity*. L'accordo con Borsa Italiana definisce inoltre un rapporto di collaborazione continuativo, al fine di promuovere una “visione integrata” del ricorso al capitale di rischio e per sensibilizzare gli operatori finanziari e le imprese su temi e opportunità relative alla quotazione in Borsa¹⁸².

2.4.3 Lo scarso sviluppo dei fondi pensione

Come è stato menzionato precedentemente per quanto riguarda la raccolta delle risorse, negli ultimi anni si è riusciti a rafforzare i canali di raccolta interni e, infatti, la maggior parte delle risorse sono state raccolte nel mercato italiano. Considerando l'attività di *fundraising* in riferimento alla tipologia di fonti, nel mercato italiano la presenza dei fondi pensione, quali fonte costante di capitali, è limitata nel confronto con altri paesi europei (nel 2011 il 24 per cento delle risorse raccolte nel Regno Unito era attribuibile ai fondi pensione¹⁸³, contro il 10,8 per cento registrato in Italia). Inoltre, anche l'esperienza di Paesi non europei, come ad esempio l'America del Nord, dimostra che da molti anni i fondi pensione investono una quota del proprio patrimonio in fondi di *private equity*¹⁸⁴. Nel mercato italiano risulta necessario potenziare il contributo dei fondi pensione nazionali alla raccolta dei fondi di *private equity*, la cui scarsa presenza, finora, si è verificata anche se non vi sono vincoli normativi stringenti¹⁸⁵ che impediscono l'allocazione delle

per presentare domanda di ammissione, verranno inserite in appositi schemi semplificati predisposti da Borsa Italiana.

182Cfr. Bechi, A. & Muzio, A. (2010) “Private equity e venture capital di fronte al cambiamento”, *Amministrazione & finanza*, op. cit.

183British Private Equity & Venture Capital Association (2012) *BVCA Private Equity and Venture Capital Report on Investment Activity 2011*.

184Da alcuni dati risulta che in Nord America le fondazioni e i fondi pensione investono circa il 7 per cento delle proprie risorse in *private equity*, mentre in Europa la stessa percentuale è pari circa al 5 per cento. Cfr. Frank Russel Company (2007) *Russel Survey on Alternative Investing 2007-2008*.

185Secondo quanto previsto dal *decreto ministeriale 21/11/96 n. 703*, successivamente modificato con il decreto legislativo 5/12/2005 n. 252 e il decreto legislativo 6/02/2007 n. 28, i fondi pensione possono investire direttamente in quote di fondi d'investimento chiusi mobiliari entro il limite del 20 per cento

risorse in questi strumenti. Le cause sono pertanto riconducibili alla difficoltà di realizzare un'opportuna diversificazione del rischio nell'ambito dei patrimoni gestiti dai fondi pensione di dimensioni “contenute” e alla mancanza di competenze, dei gestori dei fondi, adatte a comprendere e valutare questi strumenti di investimento alternativo.

Tra le proposte formulate da AIFI per accrescere le risorse raccolte presso i fondi pensione, si annovera quella in base alla quale una percentuale del trattamento di fine rapporto, conferita ai fondi pensione secondo quanto previsto dalla riforma previdenziale, sia destinata all'investimento in fondi mobiliari chiusi specializzati negli investimenti in piccole e medie imprese italiane non quotate. Questo provvedimento non sarebbe di impatto immediato, ma le risorse a disposizione sarebbero comunque consistenti. In ogni caso sarebbe necessario cercare di dimostrare l'attrattiva di questi investimenti, in termini di rendimento e diversificazione, in modo da sviluppare una cultura riallocativa a favore degli investimenti alternativi, tra i quali rientra il *private equity*¹⁸⁶.

del patrimonio del fondo pensione e del 25 per cento del valore del fondo chiuso (articolo 6, comma 1, lettera e)).

186Cfr. Gervasoni, A. & Bechi, A. *I fondi chiusi di private equity nell'esperienza italiana. Aspetti economici e giuridici*, op. cit. In particolare, capitolo 6, pp. 242-244.

3 Capitolo

Il processo d'investimento e la selezione delle imprese nelle quali investire

3.1 *Il processo d'investimento: una revisione della letteratura*

Dopo aver analizzato nei capitoli precedenti l'attività di *private equity* e delineato l'evoluzione che questo mercato ha subito negli ultimi anni vogliamo focalizzarci, in questo capitolo, sul processo d'investimento.

Il processo d'investimento fa parte del “ciclo di vita” di un operatore di *private equity* ed è rimasto sostanzialmente immutato fin dai primi studi accademici sviluppati negli anni 70. Come precedentemente trattato¹⁸⁷, nel corso del ciclo completo il *private equiter* raccoglie fondi, li investe in un processo di investimento, monitora e gestisce l'affare, e infine realizza il profitto mediante la dismissione della partecipazione assunta¹⁸⁸. Questo tipo di processo ha ricevuto molte attenzioni in letteratura poiché caratterizzato da incertezza e da vincoli temporali.

Nonostante l'importanza di questa tematica, la maggior parte degli studi svolti a livello internazionale si sono focalizzati, in particolar modo, sulla selezione di start-up e imprese giovani: questo significa che gran parte delle decisioni di investimento sono state ignorate. L'evidenza risulta essere particolarmente vera soprattutto in Europa, dove, a

¹⁸⁷Cfr. Capitolo 1, *Il private equity*. In particolare, paragrafo 1.5, *Il ciclo di vita di un fondo di private equity*, pp. 39 e ss.

¹⁸⁸Cfr. Kollmann, T. & Kuckertz, A. (2010) “Evaluation uncertainty of venture capitalists' investment criteria”, *Journal of Business Research*, 7, pp. 741-747.

differenza degli Stati Uniti, gli investimenti in imprese mature rappresentano una quota maggiore sul totale degli investimenti effettuati rispetto a quelli in fase di avvio, come analizzato nel capitolo precedente. Inoltre, la maggior parte delle risorse messe a disposizione dai *private equiters* in alcune delle principali aree economiche, quali Italia, Francia e Regno Unito affluiscono in misura preponderante alle imprese familiari¹⁸⁹.

In particolare, Wells¹⁹⁰ è stato uno dei primi ad occuparsi dell'attività di *private equity* volendo descrivere la collaborazione tra investitore, nello specifico *venture capitalist*, e imprenditore. In seguito, altri studiosi si sono focalizzati su questa tematica, fino a fornire una concettualizzazione del processo d'investimento stesso. Tyebjee e Bruno¹⁹¹ hanno descritto l'attività del *venture capital* come un processo ordinato che coinvolge cinque fasi distinte. Nella prima fase, denominata *origination deal*, l'investitore è alla ricerca delle opportunità d'investimento, le quali nella successiva fase di *screening* saranno sottoposte ad una prima selezione e gran parte di queste verranno eliminate. Le opportunità d'investimento ritenute maggiormente promettenti, passano alla terza fase o *deal evaluation*, nella quale gli investitori valutano il rapporto rischio percepito-rendimento atteso dell'iniziativa e sulla base di questo decidono se effettuare o meno l'investimento. La quarta fase consiste nello strutturare l'operazione; le parti negoziano il prezzo e chiariscono i termini della transazione, mentre l'ultima fase riguarda l'attività di post-investimento, nella quale il *venture capitalist* supporta l'imprenditore nella gestione aziendale, nello sviluppo del piano industriale e nella preparazione dell'impresa stessa in vista di un futuro disinvestimento.

A questo studio ne sono susseguiti altri nel corso degli anni. Alcuni autori¹⁹² hanno proposto differenti disaggregazioni del processo d'investimento, ad esempio, la

189Cfr. Dawson, A. (2011) "Private equity investment decisions in family firms: The role of human resources and agency costs", *Journal of Business Venturing*, 26, pp. 189-199.

190Cfr. Wells, W. A. (1974) *Venture Capital Decision Making*, unpublished doctoral dissertation, Carnegie-Mellon University.

191Cfr. Tyebjee, T. T. & Bruno, A. V. (1984) "A model of venture capitalist investment activity", *Management Science*, 9, pp. 1051-1066.

192Cfr. Hall, J. (1989) *Venture Capitalist Decision Making and the Entrepreneur: An Exploratory Investigation*, Unpublished doctoral dissertation, University of Georgia; Fried, V. H. & Hisrich, R. D. (1994) "Toward a Model of Venture Capital Investment Decision Making", *The Journal of the Financial Management Association*, 3, pp. 28-37.

scomposizione della fase di valutazione. Quest'ultima, secondo Hall, può essere suddivisa in una prima fase nella quale l'investitore effettua una rapida valutazione iniziale delle opportunità d'investimento, alla quale segue una *due diligence* più formale nel caso in cui l'iniziativa superi la prima supervisione. In ogni caso, queste due fasi sono tra loro strettamente combinate, infatti l'una non viene eseguita senza l'altra.

Ancora, altri studi successivi¹⁹³ hanno introdotto un'ulteriore fase dopo l'attività di post-investimento prevista nel modello proposto da Tyebjee e Bruno: l'incasso e l'uscita dall'investimento stesso. È proprio quest'ultima fase che conclude il ciclo di vita di un fondo; il *venture capitalist* cede la sua partecipazione nell'impresa e così facendo realizza il rendimento atteso.

Da una revisione della letteratura emerge come i diversi autori (Wells, Tyebjee e Bruno, Silver, Hall) concordino sul fatto che il processo d'investimento, attuato dagli operatori nel capitale di rischio delle imprese target, sia scomponibile in una serie di fasi distinte. Nonostante ciò, si trovano in disaccordo nel definire quali siano le specifiche fasi che delineano questo processo¹⁹⁴.

Senza scendere nei dettagli come fatto dagli studiosi statunitensi, Carlotti¹⁹⁵, propone una scomposizione ideale del processo di finalizzazione del *deal* in tre fasi. Questa scomposizione permette di definire gli atteggiamenti più idonei che l'operatore dovrebbe assumere nelle varie fasi del processo e, individuare le attitudini caratteriali e la vocazione dei singoli individui.

L'*origination* è la fase nella quale prevalgono le capacità relazionali del fondo di *private equity*, il quale deve individuare le opportunità di investimento interessanti, selezionandole tra molte altre. Il fondo, dopo aver tentato un primo approccio, vince la diffidenza della controparte ottenendo la sua fiducia e prevale sulla concorrenza nel momento in

193Cfr. Silver, A. D. (1985) *Venture Capital: The Complete Guide for Investors*, New York, John Wiley and Sons,; Hall, J. *Venture Capitalist Decision Making and the Entrepreneur: An Exploratory Investigation*, op. cit.

194Cfr. Hudson, E. & Evans, M. (2005) "A review of research into venture capitalists' decision making: implications for entrepreneurs, venture capitalists and researchers", *Journal of Economic and Social Policy*, 10, pp. 1-18.

195Cfr. Carlotti, M. *Tecniche di private equity. Il fondo e l'origination, l'investimento, la gestione e il disinvestimento*, op. cit. In particolare, capitolo 4, p. 41-43.

cui è l'impresa stessa che sceglie di rivolgersi proprio ad esso.

La seconda fase è quella dell'*implementation*, nella quale il fondo deve ricorrere alle proprie capacità analitiche per studiare i punti di forza e debolezza della controparte utilizzando le informazioni a disposizione. In questa fase inoltre deve anche valutare le proprie capacità contrattuali.

Nell'ultima fase, quella di *closing*, devono prevalere le capacità negoziali del fondo, il quale espone le proprie esigenze, cerca di far accettare alla controparte le proprie condizioni contrattuali in modo da massimizzare il proprio rapporto costi/benefici.

Considerando le differenti capacità richieste in ciascuna di queste fasi, se in una piccola struttura la stessa persona deve ricoprire necessariamente i tre ruoli, in una struttura di dimensioni maggiori potrebbe essere prevista una maggiore segmentazione e specializzazione in base alle caratteristiche professionali e alle attitudini caratteriali¹⁹⁶.

Qui di seguito vogliamo concentrarci sulle prime fasi del processo di investimento in particolare sulle modalità con le quali gli operatori di *private equity* creano un *flusso di opportunità di investimento*¹⁹⁷ dal quale selezionano successivamente le imprese nelle quali investire. Nel capitolo successivo, invece, si vuole proporre un modello del tutto sperimentale che potrebbe essere utilizzato dai *private equiters* per individuare, in base ad una prima analisi dei dati contabili, le potenziali imprese nelle quali investire, superando il limite legato al fatto che le imprese non quotate, a cui tipicamente ci riferiamo parlando di *private equity*, non possono essere valutate con i metodi tradizionali basati sui dati di mercato.

196Cfr. Carlotti, M. *Tecniche di private equity. Il fondo e l'origination, l'investimento, la gestione e il disinvestimento*, op. cit. In particolare, capitolo 4, p. 41-43.

197Tale espressione, che verrà frequentemente utilizzata in questa sede, è stata tratta dalla seguente opera: Carlotti, M. *Tecniche di private equity. Il fondo e l'origination, l'investimento, la gestione e il disinvestimento*, op. cit.

3.2 *Il deal origination*

Individuare l'impresa target nella quale il fondo intende investire è una problematica rilevante all'interno del contesto italiano. Nei mercati statunitensi e anglosassoni, più evoluti finanziariamente, sono i manager o gli imprenditori stessi che vanno alla ricerca del partner finanziario e per tale ragione, generalmente, le opportunità di investimento arrivano direttamente agli investitori in forma strutturata. Diversamente, in Italia, gli imprenditori possiedono scarse conoscenze relativamente a questi strumenti e gli operatori di *private equity*, per individuare le imprese potenziali nelle quali apportare le proprie risorse, devono svolgere un'attività di “*marketing diretto*” caratterizzata da un notevole spreco di risorse. Nei casi in cui non sia l'imprenditore a richiedere l'intervento, l'operatore deve identificare il target potenziale raccogliendo informazioni e stabilendo una valida rete di contatti, anche informali, con altri professionisti, manager di società, associazioni industriali, banche e centri di ricerca. Solo così facendo potrà generare il proprio flusso di proposte di investimento potenzialmente interessanti¹⁹⁸.

L'analisi del mercato italiano del capitale di rischio, precedentemente effettuata, ha evidenziato notevoli potenzialità di sviluppo. Dal lato dell'offerta, infatti, lo stock di capitali disponibili per operazioni di investimento nelle imprese non quotate è aumentato negli ultimi anni, anche se recentemente influenzato dagli effetti negativi della crisi economica. Dal lato della domanda, invece, le imprese stanno considerando il fatto di dover modificare le proprie strutture finanziarie ricercando un equilibrio nel rapporto tra mezzi propri e di terzi. La domanda di capitale di rischio è destinata ad aumentare grazie alle imprese più dinamiche e innovative che stanno cambiando la propria cultura finanziaria. Nel mercato italiano i fondi dispongono di capitali in misura maggiore rispetto alle opportunità di investimento interessanti ed effettivamente realizzabili, e per questa ragione l'offerta di capitali rischia di anticipare un po' troppo la domanda, la quale da potenziale fatica a tradursi in effettiva¹⁹⁹. In questo scenario sempre più competitivo, caratterizzato

198Cfr. Gervasoni, A. & Sattin, F. *Private equity e venture capital: manuale d'investimento nel capitale di rischio*, op. cit. In particolare, capitolo 4, *Il processo di investimento*, pp. 86 e ss.

199Cfr. Carlotti, M. *Tecniche di private equity. Il fondo e l'origination, l'investimento, la gestione e il disinvestimento*, op. cit. In particolare, capitolo 4, p. 41-43.

da una crescente presenza di operatori specializzati e dall'incremento dello stock di capitali disponibili, per il successo dell'iniziativa risulta essere fondamentale la capacità di *scouting* dell'operatore di *private equity*. Con quest'ultima si intende la capacità di individuare, prima della concorrenza, le migliori opportunità di investimento evitando, soprattutto in riferimento ad operazioni riguardanti aziende di piccole o medie dimensioni, eventuali “aste competitive” con le quali si diluirebbero eccessivamente le quote dei singoli investitori²⁰⁰.

3.2.1 La creazione di un flusso costante di opportunità d'investimento: fonti esterne o scouting diretto?

Dall'evidenza riscontrata nel mercato emerge come le offerte potenziali possano essere portate a conoscenza del *private equiter* in due modi: mediante fonti esterne, quando queste provengono spontaneamente e disordinatamente dal mercato, oppure mediante una ricerca attiva delle offerte da parte del fondo stesso, finalizzata a realizzare un *proprietary deal flow* di qualità.

Tra le fonti esterne si annoverano: operatori di M&A, intermediari, consulenti, commercialisti, avvocati e altri professionisti. Questi soggetti sono la fonte principale di nuove opportunità ma, allo stesso tempo, in mancanza di adeguate competenze, le proposte derivanti da questa fonte risultano solitamente caratterizzate da casualità e qualità scadente, spesso sono operazioni già note tra gli addetti ai lavori e le poche buone opportunità si trovano al centro di aspre polemiche. Per evitare un'eccessiva dispersione su operazioni di scarso interesse o non rientranti nelle strategie d'investimento, il fondo deve affinare le tecniche di selezione all'ingresso, istruendo le fonti esterne. In particolare, il fondo, per qualificare la propria rete di corrispondenti, deve informarli sulle tipologie di operazioni che ritiene di maggior interesse, garantire eventualmente il loro coinvolgimento professionale nell'operazione, dare un riscontro alle loro segnalazione anche nel caso di non interesse, effettuare sistematicamente un *follow-up* sui professionisti più

200Cfr. Carlotti, M. *Tecniche di private equity. Il fondo e l'origination, l'investimento, la gestione e il disinvestimento*, op. cit. In particolare, capitolo 4, p. 41.

qualificati in modo da creare una buona immagine, attuare azioni promozionali mirate, come ad esempio seminari e convegni e cercare di avere con essi un rapporto se non esclusivo almeno preferenziale²⁰¹.

Al contrario, con l'attività di *scouting* diretto, il fondo cerca di realizzare un proprio flusso di opportunità il più possibile esclusivo e di qualità. La strutturazione di un flusso sistematico di opportunità è influenzata da tre ordini di fattori.

Innanzitutto la strutturazione di un flusso costante di proposte potenziali deve essere coerente con le politiche di investimento del fondo. Questo perché l'operatore deve adottare approcci completamente differenti per realizzare operazioni su imprese in fase di avvio-espansione piuttosto che interventi di cambiamento dell'assetto proprietario dell'impresa stessa o di ristrutturazione. Se l'obiettivo è quello di identificare imprese start-up in specifici settori, ad esempio quelli delle alte tecnologie, il marketing deve focalizzarsi in quel settore e nei luoghi dove quelle opportunità si generano, come università, centri di ricerca, esperti del settore e consulenti specializzati. Se il fondo intende concentrarsi su operazioni di *turnaround*, molto utili possono risultare i contatti con professionisti esperti in procedure concorsuali. Ancora, se le politiche di investimento sono indirizzate ad acquisire partecipazioni in aziende di grandi dimensioni (*expansion*) o acquisire la totalità di azioni in società private o da privatizzare (*buyout*), la strutturazione del flusso di opportunità di investimento avviene con modalità del tutto differenti. In questi casi, ad esempio potrebbe essere fondamentale un'azione di sviluppo ad alto livello su canali istituzionali, per la quale risulterà necessario possedere un'immagine professionale e un *track record* di prestigio, aver costituito nel tempo un patrimonio di contatti con i *decision maker* istituzionali e politici, in quanto queste operazioni solitamente sono realizzate per mezzo di alleanze, scambi di favori e partecipazioni concordate. In ognuno di questi casi il fondo dovrà innanzitutto procedere con l'identificazione degli attori e dei *decision maker* coinvolti nelle differenti tipologie di investimento che vuole attuare e, in secondo luogo, organizzare azioni di comunicazione e di contatto coerenti con quest'analisi²⁰².

201Cfr. Carlotti, M. *Tecniche di private equity. Il fondo e l'origination, l'investimento, la gestione e il disinvestimento*, op. cit. In particolare, capitolo 4, p. 44.

202Cfr. Gervasoni, A. & Sattin, F. *Private equity e venture capital: manuale d'investimento nel capitale di rischio*, op. cit. In particolare, capitolo 4, pp. 90-91.

In ogni caso, nell'attività di *scouting*, non si tratta solamente di prelevare i dati da vari database disponibili e incrociarli con le segnalazioni ricevute al fine di predisporre una lista di aziende e di nomi da contattare. Di fondamentale importanza risultano essere le caratteristiche umane nell'approccio, quali intraprendenza e professionalità, la capacità di persuadere la controparte per costruire un rapporto di fiducia basato sulla condivisione degli obiettivi e la comprensione delle aspettative, la creatività nel proporre nuove soluzioni e nel sapersi inventare le operazioni, la capacità di intuire le potenzialità di sviluppo di un'azienda e le qualità imprenditoriali di chi la gestisce, prima ancora di effettuare le opportune verifiche in sede di *due diligence*²⁰³.

La capacità di generare un flusso sistematico di opportunità d'investimento è, infatti, in secondo luogo influenzata dalle caratteristiche dell'investitore e, in particolare, dalla sua notorietà, immagine, esperienza e dalla considerazione/reputazione di cui gode nel mercato specifico dove intende operare. L'immagine e la reputazione di un *private equiter* è strettamente collegata alle operazioni che egli ha precedentemente concluso e all'esperienza specifica accumulata in un particolare mercato, altresì denominata *track record*. Di frequente, la scarsa capacità di un operatore di strutturare un flusso di opportunità d'investimento viene interpretata come mancanza di esperienza positiva dell'investitore necessaria per essere ritenuto capace e credibile all'interno del mercato. Oltre a ciò, di notevole importanza è anche la capacità di saper presentare i propri successi e le esperienze effettuate e, nel conseguire questo risultato, i canali di marketing tradizionali, come riviste, conferenze, pubblicazioni, risultano essere un utile mezzo. Ancora, non è sufficiente che l'operatore di *private equity* sia in possesso dell'esperienza necessaria per operare nel mercato; queste capacità devono essere percepite anche dal mercato stesso. Può accadere che alcuni operatori, nonostante siano molto noti nei rispettivi mercati domestici, siano scarsamente conosciuti in altri paesi, tanto che la loro immagine risulta inferiore rispetto ad altri operatori domestici che, seppure di dimensioni minori, hanno una reputazione superiore a livello locale. Questo perché l'esperienza e l'immagine accumulata in uno specifico mercato geografico non è facilmente trasferibile in contesti differenti²⁰⁴.

²⁰³Cfr. Carlotti, M. *Tecniche di private equity. Il fondo e l'origination, l'investimento, la gestione e il disinvestimento*, op. cit. In particolare, capitolo 4, p. 45.

²⁰⁴Cfr. Gervasoni, A. & Sattin, F. *Private equity e venture capital: manuale d'investimento nel capitale*

Altro aspetto fondamentale da considerare per strutturare meccanismi volti a massimizzare il *deal flow* sono le caratteristiche del mercato geografico nel quale si vuole operare: in particolare è fondamentale conoscere le esperienze e le abitudini degli operatori economici e degli imprenditori. Per conoscere il territorio risulta opportuna la presenza dell'operatore direttamente "sul campo"; per questa ragione, infatti, gli operatori stranieri interessati a svolgere attività d'investimento nel segmento delle medie imprese italiane, generalmente costituiscono apposite strutture domestiche avvalendosi in particolar modo di management nazionale²⁰⁵.

Nei mercati più evoluti, come quello statunitense, le operazioni vengono effettuate generalmente grazie alla presenza di intermediari professionali specializzati nel settore delle fusioni e acquisizioni, il cui compito è quello di supportare l'impresa e l'imprenditore nella predisposizione di un adeguato *business plan*, valutare l'iniziativa e massimizzare il valore della transazione, a vantaggio del loro cliente, gestendo il processo di vendita tramite un'asta competitiva. Contatti sistematici con questi intermediari specializzati, che fungono da tramite tra l'imprenditore e l'investitore, sono essenziali per la creazione di un flusso sistematico di opportunità di investimento. Nel mercato italiano, a differenza di quelli più evoluti, solo le operazioni di maggiori dimensioni passano attraverso questi operatori specializzati. Infatti, nel caso di operazioni di medie o piccole dimensioni, che si realizzano in misura maggiore rispetto alle precedenti, l'imprenditore stesso si affida solitamente a personaggi o professionisti di sua fiducia, quali ad esempio il commercialista o il consulente di fiducia, che raramente possiedono una specializzazione nel settore delle operazioni straordinarie. In questi casi, ciascun contatto viene selezionato e concordato con l'investitore e spesso non viene predisposta alcuna documentazione informativa o *business plan* da sottoporre alla sua attenzione. Nella negoziazione, anche se questi professionisti fungono in qualche modo da intermediari, l'investitore si trova a trattare direttamente con l'imprenditore, il quale può assumere comportamenti e approcci del tutto imprevedibili e non razionali, considerata la straordinarietà dell'esperienza che sta vivendo. In questi mercati meno evoluti, il marketing deve essere rivolto a questi professionisti, se non

di rischio, op. cit. In particolare, capitolo 4, pp. 88-89.

205Cfr. Carlotti, M. *Tecniche di private equity. Il fondo e l'origination, l'investimento, la gestione e il disinvestimento*, op. cit. In particolare, capitolo 4, p. 45.

addirittura direttamente all'imprenditore. Di conseguenza, le modalità di comunicazione più efficaci risultano essere il passaparola tra gli imprenditori, conferenze o contatti con le banche locali, le quali hanno instaurato con gli imprenditori stessi rapporti consolidati²⁰⁶.

La ricerca attiva sul mercato delle proposte potenziali permette di ottenere una serie di vantaggi. L'analisi preliminare, in base alle politiche di investimento, permette di selezionare un insieme di aziende target che apparentemente possiedono i requisiti fondamentali desiderati dall'operatore, creando in tal modo un flusso di opportunità di buona qualità. Se l'operatore affina la propria capacità di ricerca riuscirà ad individuare prima della concorrenza opportunità interessanti, ma sconosciute perché riferite ad imprese giovani o comunque non in rilievo. Inoltre, altro vantaggio attribuibile alla ricerca diretta è la stimolazione dell'interesse di imprenditori che autonomamente non avrebbero contattato il *private equiter*. Lo *scouting* diretto permette inoltre di stabilire una relazione personalizzata e un rapporto di fiducia con l'imprenditore, in quanto viene eliminata la figura dell'intermediario e nel tempo consente di costruire un proprio flusso di opportunità di investimento che valorizza il patrimonio contatti²⁰⁷.

In particolare, in Italia, a differenza dei mercati più evoluti, gli operatori di *private equity* devono affidarsi quasi esclusivamente alle proprie capacità di *origination* interne, sviluppando una rete di intermediari e di consulenti informale ma ben diversificata.

3.2.2 La selezione delle opportunità d'investimento

I fondi di *private equity*, creato il flusso di proposte d'investimento, devono selezionare quelle che ritengono di maggior interesse, e questo comporta il dover pesare minacce e opportunità conseguenti ad un determinato investimento.

Il *private equiter* è estremamente selettivo ed elitario nelle scelte d'investimento in

²⁰⁶Cfr. Gervasoni, A. & Sattin, F. *Private equity e venture capital: manuale d'investimento nel capitale di rischio*, op. cit. In particolare, capitolo 4, pp. 89-90.

²⁰⁷Cfr. Carlotti, M. *Tecniche di private equity. Il fondo e l'origination, l'investimento, la gestione e il disinvestimento*, op. cit. In particolare, capitolo 4, pp. 45-46.

quanto non è libero di investire in tutte le potenziali iniziative che ritiene idonee dal punto di vista finanziario ma è soggetto ad un insieme di vincoli derivanti dal “problema dello zaino²⁰⁸”. Per questa ragione l'attività di *origination* comporta un notevole impegno sia in termini di tempo che di risorse.

Studiare il processo decisionale e i criteri utilizzati dai gestori dei fondi per individuare le proposte vincenti, efficaci ed efficienti è un aspetto particolarmente critico.

Alcuni studi²⁰⁹ si sono concentrati sull'analisi delle relazioni esistenti tra decisioni d'investimento e fattori macro-economici, e da questi è emerso che fattori quali la crescita del prodotto interno lordo, l'inflazione e la disoccupazione influenzano il processo decisionale. La dimensione e la demografia di un paese sono, infatti, determinanti fondamentali del potenziale di crescita dell'economia di un paese in quanto creano uno scenario ideale per attirare nuovi investimenti²¹⁰.

Una larga parte degli studi²¹¹ in materia, si è concentrata sull'identificazione e sulla

208Vedi: Petty, J. S. (2009) “The dynamic of venture capital decision making”, *Academy of Management Meeting Proceedings*. Con il termine “*knapsack problem*” o “problema dello zaino” si fa riferimento ad un problema di ottimizzazione combinatoria. Considerato uno zaino che può sopportare un determinato peso, e un insieme di oggetti caratterizzati da uno specifico peso e valore, con tale problema si cerca di individuare quali oggetti mettere nello zaino in modo da ottenere il maggior valore senza eccedere il peso sostenibile dallo zaino stesso. In altri termini, considerato che il fondo di *private equity* deve costruire il proprio portafoglio di imprese avendo a disposizione un ammontare di risorse determinato, nel momento in cui accetta di investire in una specifica impresa, il capitale a disposizione del fondo sarà inferiore. La conclusione di un affare, di conseguenza, può imporre vincoli sempre maggiori al processo di selezione di ulteriori imprese, e allo stesso tempo le offerte potenziali sono in concorrenza tra loro per le restanti risorse del fondo.

209Cfr. Lewis, J. (2000) “Factors influencing foreign direct investment in lesser developed countries”, *The park place economist*, 8, pp. 99-107.

210Cfr. Arora, P. K. & Chakraborty, S. (2012) “An analysis of factors affecting private equity investment decision: evidence from Singapore”, *International Journal of Business Research*, 12, pp. 104-113.

211Cfr. Tyebjee, T. T. & Bruno, A. V. (1984) “A model of venture capitalist investment activity”, *Management Science*, op. cit; MacMillan, I. C., Siegel, R. & Narasimha, P. N. (1985) “Criteria used by venture capitalists to evaluate new venture proposals”, *Journal of Business Venturing*, 1, pp. 119-128; MacMillan, I. C., Zemann, L. & Subbanarasimha, P. N. (1987) “Criteria distinguishing successful from unsuccessful ventures in the venture screening process”, *Journal of Business Venturing*, 2, pp. 123-137; Robinson, R. B. (1987) “Emerging Strategies in the Venture Capital Industry”, *Journal of Business Venturing*, 2, pp. 53-77; Sandberg, W. R., Schweiger, D. M. & Hofer,

classificazione dei criteri di valutazione utilizzati dai *venture capitalist*, nella selezione e nella valutazione delle proposte d'investimento. In particolare, hanno cercato di individuare quali sono i criteri utilizzati dagli investitori nel processo di valutazione delle iniziative, come questi sono stati utilizzati e l'importanza che ad essi è stata attribuita. Queste ricerche, effettuate tramite questionari rivolti ai *venture capitalist*, presentano tuttavia una carenza fondamentale riscontrabile nella metodologia utilizzata: sono tutti aperti ad errori e distorsioni che derivano dall'autovalutazione dei dati. Utilizzando questo metodo di indagine è possibile che gli intervistati, anziché identificare il reale processo decisionale, siano stati influenzati da quale dovrebbe essere stata la risposta corretta o più appropriata considerata la loro posizione all'interno della comunità economica. È possibile inoltre che alcuni intervistati non abbiano realmente utilizzato i criteri nel modo in cui credono di aver fatto²¹². La presenza di questi problemi metodologici comporta la non replicabilità degli studi.

Nonostante ciascuno di questi studi abbia individuato differenti criteri di valutazione, da un loro confronto sono emersi sei particolari fattori che influenzano le decisioni d'investimento e sono: le competenze e l'esperienza del management, il management team, gli attributi del prodotto, la dimensione del mercato, la crescita del mercato e il rendimento atteso. Tuttavia considerati i limiti impliciti in questi studi grandi dubbi si ripercuotono anche sui criteri utilizzati dai *venture capitalist* nel processo di selezione e valutazione delle proposte d'investimento. Le preoccupazioni sollevate sono ricollegabili al fatto che i ricercatori, in questi studi, hanno cercato di modellare il processo decisionale umano, il quale risulta costituito da percezioni, emozioni e processi cognitivi difficili da schematizzare. Alcuni autori, considerata la scarsa convergenza dei risultati della ricerca, sono giunti alla conclusione che questo processo è considerato più un'arte che una scienza. Un'arte nel senso che include la capacità di interpretare i problemi relazionali dell'uomo, i valori e gli atteggiamenti che conducono al successo finanziario. Una scienza, in quanto richiede la comprensione di aspetti ambientali e politici, di prodotto, di

C. W. (1988) "The Use of Verbal Protocols in Determining Venture Capitalist's Decision Processes", *Entrepreneurship Theory and Practice*, 2, pp. 8-20.

212Cfr. Hall, J. & Hofer, C. H. (1993) "Venture capitalist decision criteria in new venture evaluation", *Journal of Business Venturing*, 8, pp. 25-42.

mercato, competitivi, tecnologici, strategici e i problemi finanziari²¹³.

Tralasciando questi studi che si sono concentrati prevalentemente sulle operazioni di *venture capital*, in generale, in tutte le operazioni di investimento su aziende di piccole e medie dimensioni, l'investitore si indirizza principalmente verso imprese innovative e brillanti, con livelli attesi di crescita e redditività anche notevolmente superiori alla media²¹⁴. Nello specifico, sulla base della tipologia di investimento che l'operatore di *private equity* intende effettuare varia il profilo dell'impresa ottimale. Infatti, nel caso di finanziamenti volti a supportare le prime fasi di avvio delle imprese, l'attenzione dell'investitore è rivolta verso giovani società con elevate potenzialità di crescita, operanti preferibilmente in settori innovativi o tecnologici, ma anche verso realtà neo-costituite o in fase di nascita, nel caso di finanziamenti all'idea imprenditoriale. Nel caso di operazioni di *buyout*, invece, l'investitore aspira a imprese consolidate in grado di far fronte al maggior indebitamento che questo tipo di operazione comporta. Si tratta solitamente di aziende di medie e grandi dimensioni, spesso operanti in settori maturi e con un ottimo management team. Ancora, nel caso di operazioni di *turnaround*, l'investitore è alla ricerca di società che nonostante la situazione di difficoltà economico-finanziaria che si trovano ad affrontare, presentino considerevoli possibilità di recupero²¹⁵.

Solitamente l'investitore è concentrato a individuare un insieme ristretto di imprese con buone prospettive di crescita. Più precisamente, come riportato da uno studio condotto sulle performance realizzate dai fondi di *private equity* italiani e sulla loro abilità di selezionare gli investimenti²¹⁶, il fondo di solito può raggiungere buone prestazioni grazie alla presenza di un numero limitato di operazioni. Conseguenza di questo risulta-

213Cfr. Hudson, E. & Evans, M. "A review of research into venture capitalists' decision making: implications for entrepreneurs, venture capitalists and researchers", *Journal of Economic and Social Policy*, 10, op. cit.

214Cfr. Carlotti, M. *Tecniche di private equity. Il fondo e l'origination, l'investimento, la gestione e il disinvestimento*, op. cit. In particolare, capitolo 4, pp. 45-46.

215Cfr. Gervasoni, A. & Sattin, F. *Private equity e venture capital: manuale d'investimento nel capitale di rischio*, op. cit. In particolare, capitolo 4, pp. 91-92.

216Tale studio ha per oggetto tutte le operazioni di *private equity* concluse dai rispettivi fondi mobiliari chiusi italiani nel periodo 1999-2003. Cfr. Querci, F. (2009) "Il private equity in Italia: performance e abilità di selezione degli investimenti", *Bancaria. Il mensile dell'Associazione bancaria italiana*, 4, pp. 28-46.

to è che il portafoglio di un determinato fondo può ottenere performance positive, o di alto livello, grazie all'inclusione di una o due aziende potenzialmente molto redditizie. Identificare questo genere di imprese è un compito influenzato dall'abilità del gestore del fondo nel selezionare le migliori opportunità d'investimento. Carlotti ricorre alla metafora in base alla quale “*l'operatore di private equity può essere paragonato al navigatore di un pilota di rally. Tutti gli imprenditori hanno la patente, ma l'investitore nel capitale di rischio deve sapere individuare il campione, il potential winner. Oltre a fornire le risorse per finanziare la preparazione della macchina e la partecipazione al campionato, l'investitore deve saper rischiare al fianco del pilota, confidando nelle sue capacità di guida e stabilendo un rapporto di reciproca fiducia. Deve saper dare suggerimenti sulla strategia da seguire in corsa, indicazione sul percorso e sulla difficoltà delle curve, incitandolo e spronandolo a spingere al massimo, condividendone rischi e successi*”²¹⁷.

Considerato il fatto che il *private equiter* si concentra su un numero ristretto di proposte d'investimento il “tasso di mortalità”, ossia la percentuale di proposte scartate, è molto elevata rispetto a quelle effettivamente realizzate. Alcuni autori hanno riportato che i rapporti d'investimento instaurati rispetto alle proposte prese in considerazione variano tra l'1,46 per cento e il 3,4 per cento; questo implica che le proposte presentate agli operatori hanno una bassa probabilità di successo²¹⁸.

Abbiamo già sottolineato che per alimentare il processo d'investimento l'operatore di *private equity* deve avere creato un adeguato flusso di opportunità di investimento costantemente aggiornato. Tuttavia per evitare uno spreco di tempo e di risorse professionali su proposte considerate non interessanti, è opportuno che l'operatore effettui sin dalla fase di *origination* una preselezione delle proposte. Come riportato da Caselli “il cinquanta per cento delle proposte ricevute dal *venture capitalist* viene rifiutato; le rimanenti sono analizzate in modo più approfondito, valutando la dimensione del mercato e il suo grado di sviluppo, i risultati economico-finanziari attesi e l'ammontare dei finan-

217Cit. Carlotti, M. *Tecniche di private equity. Il fondo e l'origination, l'investimento, la gestione e il disinvestimento*, op. cit. In particolare, capitolo 4, p. 48.

218Cfr. Hudson, E. & Evans, M. “A review of research into venture capitalists' decision making: implications for entrepreneurs, venture capitalists and researchers”, *Journal of Economic and Social Policy*, op. cit.

ziamenti necessari. In seguito a questo approfondimento gli operatori procedono con l'eliminazione di un ulteriore trentacinque per cento delle proposte²¹⁹. La maggior parte delle proposte sono pertanto rifiutate nella fase di selezione iniziale e il loro rigetto può essere ricollegato alla mancanza di criteri ritenuti di fondamentale importanza per l'operatore.

Tra i principali fattori ritenuti essere la chiave del successo dell'attività di *private equity* sono da includere il settore e il posizionamento dell'impresa potenziale, le capacità e le qualità dell'imprenditore o del management, il prezzo di ingresso e la tempestiva modalità di dismissione della partecipazione²²⁰. Di seguito analizziamo nel dettaglio questi fattori.

3.2.2.1 *Le prospettive di crescita*

L'obiettivo principale dell'operatore di *private equity*, come più volte riportato nel corso di questo scritto, è quello di creare valore migliorando il profilo dell'azienda partecipata. Il ricorso alla leva finanziaria non deve essere considerato lo strumento che consente all'operatore di realizzare il *capital gain* prospettato, anche se permette di ottimizzarne la struttura e il rendimento. In particolare, nelle operazioni di *leveraged buy out* il ricorso al debito diventa un fattore di interesse per l'investitore in quanto permette di migliorare il proprio rendimento. Nel momento in cui l'operatore ricorre ad debito deve rispettare una serie di impegni formali, quali il pagamento degli interesse e la restituzione del capitale. Per far fronte agli impegni assunti l'impresa nella quale investe deve essere in grado di generare risultato operativo. È per questo motivo che nelle operazioni di *private equity* devono prevalere le prospettive industriali dell'impresa rispetto a qualsiasi logica finanziaria.

La creazione di valore deriva, pertanto, dall'implementazione di un piano di sviluppo²²¹,

²¹⁹Cfr. Caselli, S. (2010) *Private equity and venture capital in Europe: markets, techniques, and deals*, Elsevier, Burlington, USA. In particolare, capitolo 9, *Investing*, pp. 131 e ss.

²²⁰Cfr. Carlotti, M. *Tecniche di private equity. Il fondo e l'origination, l'investimento, la gestione e il disinvestimento*, op. cit. In particolare, capitolo 4, pp. 46-48.

il quale si deve focalizzare sul raggiungimento di determinati obiettivi, come ad esempio il rafforzamento della quota di mercato, l'espansione verso aree strategiche d'affari contigue, il contenimento dei costi operativi o l'ottimizzazione degli investimenti in circolante o immobilizzazioni²²². Il piano industriale consente di stabilire una prima relazione tra *private equiter* e imprenditore, considerato che tale documento viene utilizzato dalla potenziale impresa target per formulare la propria domanda di capitale di rischio. Per questo motivo il management team lo deve redigere con molta attenzione, mettendo in evidenza, in particolar modo, le informazioni utili a rendere il progetto unico e interessante²²³. Ricevuto il piano strategico predisposto dal management dell'impresa target, il *private equiter* lo deve innanzitutto analizzare. Come andremo ad analizzare successivamente, nel processo di valutazione l'operatore non deve essere guidato da un'analisi tradizionale di questo documento, la quale si focalizzerebbe esclusivamente sui risultati quantitativi, ma deve adottare un approccio a maggior valenza strategica²²⁴. L'analisi del piano comporta per il *private equiter* una verifica del reale possesso, da parte dell'impresa target, di vantaggi competitivi sostenibili e della coerenza tra dinamica settoriale, strutture, risorse e strategie dell'impresa stessa.

Il *private equiter* analizzando il piano industriale ritiene rilevanti, in qualsiasi operazione di investimento, fattori quali la tipologia del business e il posizionamento strategico competitivo. Da un'indagine condotta dall'EVCA²²⁵, riferita ai principali fattori di successo e insuccesso delle operazioni di investimento nel capitale di rischio, emerge che gli investitori pongono grande attenzione alle caratteristiche del mercato e del prodotto,

221Nello specifico, in questo paragrafo, con piano industriale o di sviluppo si fa riferimento ad un documento preliminare che costituisce la premessa di un futuro *business plan*. Cfr. Gervasoni, A. & Sattin, F. *Private equity e venture capital: manuale d'investimento nel capitale di rischio*, op. cit. In particolare, capitolo 4, pp. 101 e ss.

222Cfr. Gagliardi, G. & Ghiringhelli, M. "Ottenere capitali dai fondi di private equity", *Contabilità finanza e controllo*, 12, op. cit. In particolare, *Prospettive di crescita*, p. 984.

223Cfr. Caselli, S. *Private equity and venture capital in Europe: markets, techniques, and deals*, op.cit.. In particolare, capitolo 9, paragrafo 9.1, *Valuation and Selection*, pp. 133-137.

224Cfr. Carlotti, M. *Tecniche di private equity. Il fondo e l'origination, l'investimento, la gestione e il disinvestimento*, op. cit. In particolare, capitolo 5, *L'analisi del business plan*, pp. 52.

225EVCA, PriceWaterhouseCoopers (1998) *Lessons Learned from Past Mistakes*, Pubblicazione interna, London.

quali fattori che determinano il successo di un'operazione.

L'analisi del mercato, sia effettiva che potenziale, è una fase particolarmente delicata e deve essere svolta con procedure dettagliate ed accurate. Ad esempio, nel caso di un'operazione di *early stage financing*, solitamente il *private equiter* preferisce che le ipotesi relative alla quota potenziale di mercato siano formulate dal management stesso sulla base di ricerche di mercato dirette. In questo modo, il gruppo imprenditoriale può dimostrare di avere una conoscenza approfondita delle caratteristiche intrinseche del prodotto e servizio offerto. L'imprenditore, per essere considerato credibile, deve inoltre convincere l'investitore che esiste un mercato per il prodotto/servizio che lui stesso propone e deve dimostrare di aver compreso le ragioni che indurranno potenziali clienti ad acquistarlo e, di aver sviluppato una strategia di penetrazione del mercato, di consolidamento e sviluppo della propria posizione²²⁶.

3.2.2.2 *Il management team*

Nel processo di valutazione di un investimento, altro elemento fondamentale del quale deve tener conto il *private equiter* è il *management*. Per l'investitore non è sufficiente scegliere un'impresa caratterizzata da una valida attività e buone prospettive di crescita, ma deve assicurarsi che il management sia in grado di svilupparla. L'operatore di *private equity* non presta attenzione solo alle competenze di gestione di cui è dotato il management, ma considera anche le sue qualità, il suo *know-how* personale, la sua esperienza e la sua sincerità²²⁷. È per questa ragione che la figura imprenditoriale gioca un ruolo fondamentale nell'attirare l'attenzione dell'investitore in un determinato progetto.

Il fattore umano e la valutazione del profilo imprenditoriale e del management, infatti, è considerato senza alcun dubbio la risorsa in grado di determinare il successo o il fallimento dell'operazione. Per l'investitore esprimere un giudizio sulla validità del manager

²²⁶Cfr. Gervasoni, A. & Sattin, F. *Private equity e venture capital: manuale d'investimento nel capitale di rischio*, op. cit. In particolare, capitolo 4, pp. 91-92.

²²⁷Cfr. Arora, P. K. & Chakraborty, S. "An analysis of factors affecting private equity investment decision: evidence from Singapore", *International Journal of Business Research*, 12, op.cit.

(o management team) è un processo tutt'altro che standardizzabile, poiché non esiste una situazione ideale con caratteristiche delineate che lo aiutino a formulare tale valutazione. In molti casi, un'errata analisi delle capacità imprenditoriali e manageriali è risultata essere la principale causa del fallimento di alcune operazioni²²⁸.

Gli investitori sono consapevoli che per il successo dell'operazione devono essere adeguatamente presidiate all'interno dell'azienda tre posizioni chiave: *operation*, *marketing* e finanza. Proprio da queste dipende il conseguimento degli obiettivi strategici delineati nel piano industriale, i quali influenzano la scelta dell'operatore di investire in una determinata impresa²²⁹.

Più volte, nel corso degli studi sui criteri adottati dai *private equiters* per selezionare le nuove proposte d'investimento²³⁰, è emerso che è in particolar modo la qualità dell'imprenditore, con le sue esperienze e la sua personalità, che determina in ultima analisi la decisione di finanziare una determinata impresa.

Per un operatore nel capitale di rischio l'imprenditore ideale deve perseguire obiettivi di sviluppo dell'impresa e di affermazione personale, impegnativi ma realistici, tra loro coordinati all'interno del piano di sviluppo aziendale. Fondamentale, inoltre, è che gli interessi e gli obiettivi delle varie parti coinvolte, management team e investitore, siano allineati. Tale allineamento permette a questi soggetti di ottenere reciproci vantaggi: da una parte l'investitore raggiungerà un buon rendimento grazie al successo dell'operazione posta in essere, dall'altra il management team sarà motivato ad agire per godere degli incentivi (*stock option* ed *exit ratchet*) collegati al raggiungimento degli obiettivi pre-

228Cfr. Gervasoni, A. & Sattin, F. *Private equity e venture capital: manuale d'investimento nel capitale di rischio*, op. cit. In particolare, capitolo 4, pp. 92-93.

229Cfr. Gagliardi, G. & Ghiringhelli, M. "Ottenere capitali dai fondi di private equity", *Contabilità finanza e controllo*, 12, op. cit. In particolare, *Prospettive di crescita*, p. 984-985.

230Studi riferiti nello specifico all'attività di venture capitale. Cfr. Wells, W. A. *Venture Capital Decision Making*, unpublished doctoral dissertation, op. cit.; Tyebjee, T. T. & Bruno, A. V. "A model of venture capitalist investment activity", *Management Science*, op. cit.; MacMillan, I. C., Siegel, R. & Narasimha, P. N. "Criteria used by venture capitalists to evaluate new venture proposals", *Journal of Business Venturing*, op. cit.; MacMillan, I. C., Zemann, L. & Subbanarasimha, P. N. "Criteria distinguishing successful from unsuccessful ventures in the venture screening process", *Journal of Business Venturing*, op. cit.; Hall, J. & Hofer, C. H. "Venture capitalist decision criteria in new venture evaluation", *Journal of Business Venturing*, op. cit.

fissati²³¹.

L'operatore nel capitale di rischio per la buona riuscita dell'investimento deve riporre massima fiducia nell'imprenditore. Generalmente, anche se l'investitore adotta un approccio attivo che prevede il suo coinvolgimento nell'attività di gestione dell'impresa partecipata, solitamente non si sostituisce al ruolo operativo svolto dal management. Questo perché egli non sempre ha una conoscenza approfondita dell'attività dell'impresa nella quale vuole investire, a causa delle scarse competenze ed esperienze dirette maturate in ambito commerciale e industriale. Per questo motivi è necessario coinvolgere il management team nel progetto per la buona riuscita dell'operazione. L'instaurarsi di una certa affinità tra le due parti, anche dal punto di vista caratteriale, è necessaria considerando che questi soggetti dovranno collaborare strettamente nel caso in cui l'impresa sia selezionata dall'operatore di *private equity*²³². Per stabilire un buon rapporto tra le parti, inoltre, il ruolo dell'imprenditore deve essere affidato ad una persona idonea e competente fin dai primi momenti. Spesso, nelle imprese familiari italiane si tende ad affidare a soggetti inadatti cariche manageriali, con l'intenzione di sostituirli in un secondo momento. Questo atteggiamento non è apprezzabile nel caso di operazioni di *private equity* in quanto è causa di tensioni che nella peggiore delle ipotesi possono portare al fallimento del progetto stesso²³³.

Alcuni autori hanno associato l'imprenditore ad un fantino che deve essere in grado di guidare il proprio cavallo. L'imprenditore, così come il fantino, per decretare il successo dell'operazione deve avere capacità di gestione ed esperienza passata, deve essere in grado di gestire il rischio e avere familiarità con il mercato target. In mancanza di questi specifici attributi deve essere abile nel costituire un team con tali caratteristiche, e dimostrare di essere in grado di guidare questa squadra²³⁴.

231Cfr. Arora, P. K. & Chakraborty, S. "An analysis of factors affecting private equity investment decision: evidence from Singapore", *International Journal of Business Research*, op.cit.

232Cfr. Gagliardi, G. & Ghiringhelli, M. "Ottenere capitali dai fondi di private equity", *Contabilità finanza e controllo*, 12, op. cit. In particolare, *Prospettive di crescita*, pp. 984-985.

233Cfr. Gervasoni, A. & Sattin, F. *Private equity e venture capital: manuale d'investimento nel capitale di rischio*, op. cit. In particolare, capitolo 4, pp. 92-93.

234Cfr. Macmillan, I. C., Siegel, R. & Narasimha, P. N. "Criteria used by venture capitalists to evaluate new venture proposals", *Journal of Business Venturing*, op. cit.

Gestire un'attività imprenditoriale, indifferentemente che sia nuova o in fase di maturità, solitamente richiede un insieme di competenze che non dovrebbero far capo ad un singolo individuo, cosa che invece accade spesso nelle piccole imprese italiane. Per un'impresa che sceglie di crescere, infatti, non è più accettabile che essa sia condotta da un unico soggetto (*one man show*), ritenendosi invece necessaria la presenza di un management team. Pertanto, nel momento in cui l'imprenditore si presenta ad un investitore, deve garantire che il team da lui stesso costituito, sia in possesso di tutte le competenze che riguardano gli aspetti gestionali critici. La focalizzazione delle abilità del gruppo imprenditoriale su uno o alcuni aspetti è stata considerata in molti progetti la causa che ha determinato il rifiuto dell'opportunità d'investimento da parte dell'operatore di *private equity*. Inoltre, a causa dell'elevato rischio che possono correre nell'affidare la buona riuscita del progetto ad un unico uomo, questi operatori non vedono di buon occhio le proposte di investimento che provengono da un “*one man show*”.

Sempre con riferimento al fattore umano, per l'investitore è molto importante verificare che il management sia adatto a gestire tutti gli aspetti della vita dell'impresa. Deve pertanto possedere le capacità necessarie a condurre l'impresa sia nelle prime fasi di avvio ma anche essere in grado di raggiungere risultati positivi nel processo di crescita.

Infine, l'investitore valuta il grado di coinvolgimento emotivo del gruppo di gestione in un determinato business. Quest'analisi è necessaria in quanto, in alcuni casi reali, l'insuccesso delle operazioni è stato attribuito all'eccessivo coinvolgimento nell'attività del manager-imprenditore, il quale non era in grado di individuare i problemi più banali a causa della scarsa lucidità conseguente alla mancanza di obiettività²³⁵.

3.2.2.3 Il rendimento atteso

Il rendimento atteso è il motivo principale che spinge l'operatore di *private equity* ad investire in una specifica impresa. Questo valore è commisurato al rischio che caratterizza l'investimento, pertanto all'aumentare del rischio, aumenta il rendimento che l'operatore

²³⁵Cfr. Gervasoni, A. & Sattin, F. *Private equity e venture capital: manuale d'investimento nel capitale di rischio*, op. cit. In particolare, capitolo 4, pp. 92-93.

si aspetta di ricevere. Il *private equiter* valuta, per gli investimenti che ritiene interessanti, il rendimento atteso e altri parametri di performance quali, per esempio, il tasso interno di rendimento e l'indice di redditività²³⁶.

Nella valutazione preliminare delle opportunità d'investimento solitamente l'investitore utilizza un modello di valutazione più o meno sofisticato e formale, senza perdere di vista i suoi obiettivi di guadagno. Adottando questa analisi egli sarà in grado di definire la strategia alla quale farà ricorso nella negoziazione con l'imprenditore, dopo aver determinato il valore massimo attribuibile all'impresa target e la quota di partecipazione corrispondente ad un dato investimento²³⁷.

Secondo la teoria della valutazione d'azienda, valore e prezzo sono due grandezze che portano a risultati che possono non coincidere tra loro a causa dei differenti fattori che determinano ed influenzano entrambe. Considerata la complessità di questa tematica²³⁸, in questa sede vogliamo solo fornire alcune argomentazioni.

Il concetto di “valore d'impresa” viene ricondotto dalla teoria classica a quello di “capitale economico” e viene determinato per mezzo di una valutazione che può essere definita generale, razionale, dimostrabile e possibilmente stabile. Questa grandezza è altresì definita come il valore che, trascurando la natura delle parti, la forza contrattuale e gli specifici interessi a eventuali negoziazioni, in normali condizioni di mercato viene considerato congruo per il capitale di una determinata impresa²³⁹. Calcolare questa quantità significa quantificare in modo oggettivo l'attività di creazione del valore da parte del management dell'impresa, sulla base di una serie di previsioni dei flussi che pertanto, in parte, sono frutto di stime ed ipotesi soggettive. Questa grandezza non coincide con il prezzo, il quale rappresenta il dato che viene espresso dal mercato, che può essere influenzato da fattori soggettivi e psicologici in grado di modificare i termini

²³⁶Cfr. Arora, P. K. & Chakraborty, S. “An analysis of factors affecting private equity investment decision: evidence from Singapore”, *International Journal of Business Research*, op. cit.

²³⁷Cfr. Gagliardi, G. & Ghiringhelli, M. “Ottenere capitali dai fondi di private equity”, *Contabilità finanza e controllo*, 12, op. cit. In particolare, *Prospettive di crescita*, p. 985.

²³⁸Per una trattazione esaustiva si rimanda a: Balducci, D. (2006) *La valutazione dell'azienda*, Assago Milano, Edizioni Fag.

²³⁹Cit. Commissione Istituto di Economia delle Aziende industriali e commerciali dell'Università L. Bocconi, ASSIREVI, Borsa valori di Milano, Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti (1989) *Principi e metodi nella valutazione di aziende e di partecipazioni societarie*, Milano, Egea.

della negoziazione.

Nelle operazioni di *private equity* la valutazione è sempre legata ad un prezzo, reale ed effettivo, la quale costituirà la base dello scambio nella transazione stessa. Il risultato finale sarà ottenuto dalla considerazione congiunta di aspetti qualitativi per una valutazione teorica dell'impresa target, ma soprattutto dalla libera negoziazione tra le parti e dalla relativa forza contrattuale di ciascuna di esse²⁴⁰.

Per quanto riguarda la valutazione dell'impresa target è da evidenziare che non esiste un'unica metodologia: esse differiscono a seconda delle preferenze dell'investitore e del settore di appartenenza della target, ma la metodologia più utilizzata risulta essere quella dei multipli. Una valutazione di questo genere permette di individuare rapidamente il valore del capitale economico dell'impresa ricorrendo a multipli di mercato o di transazione. Nel primo caso si fa riferimento a parametri delle società quotate operanti nello stesso settore; nel secondo, invece, a parametri derivanti da operazioni sul capitale di società comparabili non quotate. Il metodo dei multipli presenta indubbiamente dei vantaggi quali la semplicità e l'immediatezza della valutazione che ne consegue, ma d'altra parte si basa su una serie di ipotesi semplificatrici che lo rendono un metodo discutibile dal punto di vista teorico²⁴¹.

D'altra parte, il prezzo massimo che l'investitore è disposto a pagare viene determinato tenuto conto degli obiettivi di profitto dell'operatore e il possibile valore di mercato della target al momento del disinvestimento. Considerato che l'investitore intende ottenere un utile dalla cessione della partecipazione, egli deve tener conto sin dall'inizio

240Cfr. Gervasoni, A. & Sattin, F. *Private equity e venture capital: manuale d'investimento nel capitale di rischio*, op. cit. In particolare, capitolo 4, pp. 110-111.

241La stima dell'azienda mediante il metodo dei multipli è ritenuta affidabile quando i multipli possiedono una serie di caratteristiche: *normalità*, il multiplo non fuoriesce da un range di grandezze giudicate ragionevoli; *ordinabilità*, a parità di risultati contabili storici le aziende presentano multipli tanto più elevati quanto maggiori sono le opportunità future di creazione del valore; *stabilità*, uno insieme di valori di multipli ampi e volatili non è significativo; *validabilità*, gli elementi di distorsione e di scostamento sono normalizzabili con opportuni aggiustamenti. Utilizzare questo metodo potrebbe portare ad un risultato poco coerente, che non considera le potenzialità dell'impresa ma che rispecchia i trend e gli umori del mercato. La tendenza è quella di sovrastimare o sottostimare l'azienda in funzione del valore che il mercato attribuisce ad aziende omogenee nelle fasi in cui rispettivamente le sopravvaluta o sottovaluta. Cfr. Balducci, D. *La valutazione dell'azienda*, op. cit.

della possibilità di smobilizzo e il tasso di ritorno che auspica di ricevere. In base ad alcune proiezioni disponibili, egli ipotizza il futuro valore di mercato della società, e tenuto sempre in considerazione il suo obiettivo di ritorno, determina il prezzo massimo che è disposto a pagare per una determinata quantità di capitale dell'impresa target²⁴². Con la successiva negoziazione del prezzo l'imprenditore cerca di minimizzare il costo iniziale del suo investimento. Per il buon esito della transazione questi due elementi, prezzo e valutazione, risultano essere due fattori chiave²⁴³.

3.2.2.4 Le strategie di uscita

Fin dal momento in cui l'operatore di *private equity* procede a selezionare l'impresa nella quale è intenzionato ad investire, egli deve porre particolare attenzione alle modalità di uscita dall'investimento stesso.

Le prospettive di crescita devono dar prova del fatto che, una volta sviluppato il piano industriale, l'impresa risulti interessante per alcuni concorrenti o per la Borsa. In questo modo l'operatore è sicuro di poter cedere la propria partecipazione possibilmente ad un prezzo che remunererà il suo investimento in termini di tempo trascorso e rischio assunto. Investire in un'impresa presenta un grado di rischio piuttosto elevato rispetto, ad esempio, all'investimento in titoli obbligazionari, a causa della scarsa prevedibilità dei flussi di cassa potenzialmente derivanti dall'investimento stesso. Inoltre, investire in azioni non quotate è ancora più rischioso a causa della minor liquidabilità di questi titoli e dell'assenza di diretti parametri di valutazione²⁴⁴.

Solitamente gli operatori di *private equity* remunerano il loro investimento solo nel momento in cui cedono la propria partecipazione. Proprio per questa ragione essi sono incentivati ad introdurre alcune clausole necessarie a garantire loro le condizioni di uscita

²⁴²Cfr. Gagliardi, G. & Ghiringhelli, M. "Ottenere capitali dai fondi di private equity", *Contabilità finanza e controllo*, op. cit. In particolare, *Prospettive di crescita*, p. 985-986.

²⁴³Cfr. Arora, P. K. & Chakraborty, S. "An analysis of factors affecting private equity investment decision: evidence from Singapore", *International Journal of Business Research*, op. cit.

²⁴⁴Cfr. Gagliardi, G. & Ghiringhelli, M. "Ottenere capitali dai fondi di private equity", *Contabilità finanza e controllo*, op. cit. In particolare, *Prospettive di crescita*, pp. 987-988.

dall'investimento e, inoltre, limitano la facoltà di “uscita” dell'imprenditore dalla società. Ad esempio, nel caso di operazioni di *venture capital* dove l'impresa non è quotata, la partecipazione detenuta dall'operatore è in genere di minoranza e le capacità personali dell'imprenditore rivestono un ruolo chiave per la buona riuscita del progetto. In una situazione di questo genere, se il socio di maggioranza vende la propria partecipazione a terzi, il valore della partecipazione minoritaria posseduta dall'operatore risentirebbe indubbiamente di questa variazione. Per tale motivo spesso l'investitore introduce clausole che limitano o addirittura escludono la facoltà di uscita del socio imprenditore e gli garantiscono una modalità di disinvestimento qualora l'impresa non sia sufficientemente profittevole dopo un determinato periodo di tempo²⁴⁵.

3.3 L'implementation

Dopo aver selezionato alcune potenziali aziende nelle quali investire, l'operatore di *private equity* effettua una valutazione più approfondita sull'impresa target per decidere se portare o meno a termine l'operazione. Questa fase è fondamentale perché si focalizza sulla ricerca di un equilibrio tra le esigenze dell'imprenditore, gli obiettivi dell'investitore e le reali necessità dell'impresa target²⁴⁶. La valutazione dei progetti d'investimento da parte dell'operatore si basa sull'analisi competitiva dell'impresa target nel settore di riferimento; con questo esame si valuta la capacità futura dell'impresa oggetto di possibile acquisizione di generare valore nel tempo attraverso il suo sistema di competenze.

Questo processo di valutazione è stato influenzato nel corso degli anni da logiche differenti. In particolare, in passato la valutazione delle imprese target era guidata da una logica maggiormente finanziaria piuttosto che industriale, in seguito alla quale l'investito-

²⁴⁵Cfr. Bentivogli, C., Carmignani, A., Del Colle, D.M., Del Giudice, R., Gallo, M., Generale, A., Gervasoni, A., Rigon, M., Rossi, P., Sette, E. & Szegö, B. (2009) (a cura di) “Il private equity in Italia”, *Questioni di economia e finanza*, 41, Banca d'Italia. In particolare, paragrafo 2, *Rassegna della letteratura*, p. 13.

²⁴⁶Cfr. Caselli, S. *Private equity and venture capital in Europe: markets, techniques, and deals*, op. cit.. In particolare, capitolo 12, paragrafo 12.1, *Company valuation*, pp. 175-176.

re, nel selezionare l'operazione, si focalizzava principalmente sulle caratteristiche finanziarie. Pertanto egli si preoccupava di incrementare la leva del debito e di ristrutturare le fonti di finanziamento, senza considerare le caratteristiche industriali dell'operazione. Come analizzato nel capitolo precedente²⁴⁷, i cambiamenti in atto nel mercato del *private equity* hanno cambiato le logiche di selezione degli investitori. Questi ultimi, ora, per determinare se un investimento è profittevole, danno maggior importanza agli aspetti strettamente industriali, quali le concrete capacità dell'impresa target di incrementare il proprio reddito operativo aziendale attraverso la realizzazione di un progetto industriale. In questo scenario, la valutazione delle reali capacità competitive dell'impresa e della coerenza tra le strategie aziendali e i flussi di reddito previsti nel *business plan* redatto dall'imprenditore, diventa un'attività critica²⁴⁸.

Al fine di supportare il passaggio da una logica di analisi quantitativo-finanziaria del *business plan* ad un approccio a maggior valenza strategica, Carlotti²⁴⁹ propone un modello semplificato, che “identifica una serie di passaggi logici che devono essere percorsi dall'operatore di *private equity* nel momento in cui analizza il profilo competitivo dell'impresa target al fine di valutare il suo reale settore di appartenenza, la sua capacità competitiva e la coerenza tra il potenziale stimato di settore, i *drivers* di redditività e i risultati previsti nel piano industriale”.

Qui di seguito andremo a sintetizzare le fasi che l'operatore dovrebbe seguire per implementare un'analisi strategica del *business plan* per non ricadere in un'analisi orientata solamente ai risultati quantitativi.

Innanzitutto l'investitore, dopo aver analizzato il mercato in un'ottica che può essere definita “macroeconomica”²⁵⁰, dovrà delineare il settore o i settori di appartenenza dell'impresa target. Nello specifico, in quest'analisi con “settore” si fa riferimento a:

²⁴⁷Capitolo 2, *Il mercato dei capitali di rischio*. In particolare, paragrafo 2.3.1, *Gli operatori e la raccolta*, pp. 71-77.

²⁴⁸Cfr. Carlotti, M. *Tecniche di private equity. Il fondo e l'origination, l'investimento, la gestione e il disinvestimento*, op. cit. In particolare, capitolo 5, *L'analisi del business plan*, pp. 51 e ss.

²⁴⁹Cfr. Carlotti, M. *Tecniche di private equity. Il fondo e l'origination, l'investimento, la gestione e il disinvestimento*, op. cit. In particolare, capitolo 5, *L'analisi del business plan*, pp. 51 e ss.

²⁵⁰Cfr. Gervasoni, A. & Sattin, F. *Private equity e venture capital: manuale d'investimento nel capitale di rischio*, op. cit. In particolare, capitolo 4, p. 103.

“l'insieme dei prodotti e servizi che l'azienda è in grado di collocare sul mercato utilizzando le sue competenze, con un vantaggio competitivo sostenibile sulla concorrenza e con una profittabilità positiva”²⁵¹. Ci si riferisce pertanto ad un concetto di settore allargato, che permette all'investitore di valutare le reali competenze dell'impresa e di individuare i segmenti che attualmente essa è in grado di servire, ma anche di identificare il reale contesto competitivo in cui opera. Il potenziale di mercato di una specifica impresa è costituito, infatti, non solo dal suo *core business* ma anche da settori adiacenti.

In seconda istanza, l'operatore deve analizzare il settore di riferimento, in modo da definirne il livello di attrattività, i *drivers* di redditività e le fonti di vantaggio competitivo. In fase di valutazione strategica il modello di analisi più utilizzato è il modello delle cinque forze elaborato da Porter²⁵². Questo modello permette di analizzare le forze che compongono l'arena competitiva e sono: il potere contrattuale dei fornitori e dei clienti, la minaccia di potenziali entranti e di prodotti e servizi sostitutivi e la concorrenza di settore. L'analisi condotta con l'ausilio di questo modello è stata ritenuta, negli studi condotti sul processo di selezione e valutazione del *private equity*, un buon punto di partenza per la valutazione di una nuova proposta d'investimento²⁵³.

Dopo aver analizzato le potenzialità di settore, l'operatore deve passare ad esaminare la posizione competitiva dell'impresa all'interno del settore di riferimento. In questa fase, egli deve verificare se l'impresa è in grado di creare un maggior valore rispetto ai suoi concorrenti diretti, gestendo le seguenti variabili competitive: clienti, costi, competenze e concorrenti. Tra le fonti che generano vantaggio competitivo sono pertanto inclusi sia

251Cit. Carlotti, M. *Tecniche di private equity. Il fondo e l'origination, l'investimento, la gestione e il disinvestimento*, op. cit. In particolare, capitolo 5, pp. 53-54.

252Cfr. Porter, M. E. (1982) *Competitive Advantage*, New York, The Free Press. Per un approfondimento sul modello di Porter: Lambin, J. J. (2002) *Marketing strategico e operativo. Market-driven management*, Milano McGraw-Hills Companies. Per casi concreti di analisi delle forze competitive e del loro impatto sulla redditività delle imprese oggetto di valutazione vedi: Carlotti, M. *Tecniche di private equity. Il fondo e l'origination, l'investimento, la gestione e il disinvestimento*, op. cit. In particolare, capitolo 5, pp. 55-59.

253Cfr. Hudson, E. & Evans, M. “A review of research into venture capitalists' decision making: implications for entrepreneurs, venture capitalists and researchers”, *Journal of Economic and Social Policy*, op. cit.

elementi interni, quali ad esempio competenze distintive, brevetti e marchi, vantaggi di costo derivanti dalla curva di esperienza, sia elementi esterni, quali monopoli, licenze e altri fattori ambientali²⁵⁴. In questa fase, l'investitore deve come prima cosa identificare le leve di redditività specifiche di un settore e, successivamente, confrontare i risultati ottenuti dall'impresa con quelli dei concorrenti. Egli deve considerare come leve di redditività quei fattori di successo per i quali è possibile individuare una correlazione con la profittabilità dei diversi operatori. Alcuni *drivers* di successo sono, ad esempio, la quota di mercato relativa, intesa come il rapporto tra la quota dell'impresa (*follower*) e quella del concorrente leader, la redditività delle vendite e il tasso di fedeltà dei clienti²⁵⁵.

La quarta fase prevede che l'operatore di *private equity* quantifichi il potenziale di settore. In altri termini, egli deve identificare l'insieme dei profitti generati in un determinato settore ai vari livelli della catena del valore²⁵⁶, il cosiddetto *profit pool*. Più precisamente, in questa fase egli deve definire il *pool*, ossia le attività appartenenti alla catena del valore in grado di influenzare la creazione di profitto nell'impresa, sia nel breve che nel lungo periodo. Successivamente, egli deve stimare in termini assoluti la dimensione del mercato di riferimento lungo la catena del valore e il profitto totale generato nel mercato. In seguito egli procede a misurare la distribuzione dei profitti, analizzando la profittabilità media, percentuale e in valore assoluto, generata da ogni singola attività della catena. Infine egli deve verificare la coerenza tra l'attrattività e il livello di competizione nelle singole attività e la distribuzione dei profitti. La quantificazione del potenziale di settore, consente all'investitore di indagare la realtà competitiva da un'ottica "laterale", che evidenzia le opportunità di riconfigurazione strategica della catena del valore, ma

254Cfr. Gervasoni, A. & Sattin, F. *Private equity e venture capital: manuale d'investimento nel capitale di rischio*, op. cit. In particolare, capitolo 4, p. 103.

255Cfr. Carlotti, M. *Tecniche di private equity. Il fondo e l'originazione, l'investimento, la gestione e il disinvestimento*, op. cit. In particolare, capitolo 5, pp. 60-64.

256"La catena del valore disaggrega un'azienda nelle sue attività strategicamente rilevanti allo scopo di comprendere l'andamento dei costi, le fonti esistenti e i potenziali di differenziazione. Un'impresa acquisisce il vantaggio competitivo quando svolge queste attività strategicamente importanti in modo più economico o efficiente dei suoi concorrenti". Cit. Volpato, G. (2008) *Concorrenza, impresa, strategie. Metodologia dell'analisi dei settori industriali e della formulazione delle strategie*, Bologna, Il Mulino. Per un approfondimento, vedi capitolo 4, *Differenziali di competitività tra le imprese*, paragrafo 19, *La catena del valore*, pp. 131 e ss.

questo non deve essere utilizzato come unico strumento per le scelte di integrazione. L'entrata in singoli segmenti di business attrattivi deve essere guidata, infatti, dall'analisi del modello di competizione e dalle competenze differenzianti che l'azienda possiede rispetto ai concorrenti già presenti nel mercato target²⁵⁷.

Nella quinta fase il *private equiter* deve quantificare il massimo potenziale dell'azienda, ossia il potenziale di profitto realizzabile dall'azienda stessa. Deve pertanto delineare, in sede di analisi, le aree di crescita e miglioramento dell'azienda target, al fine di definire il suo reale potenziale e verificare la coerenza di questo potenziale con le linee guida del *business plan* presentato. Se il potenziale stimato dall'azienda si discosta in misura maggiore dai valori espressi dal piano di sviluppo, significa che essa ha elevate opportunità reali di creare valore in logica industriale. Per l'investitore potrebbe essere utile una scomposizione del potenziale massimo dell'azienda nelle sue aree chiave: strategica, operativa, organizzativa e finanziaria, in modo da analizzare il potenziale di crescita per ciascuna dimensione. Il potenziale dell'azienda, come in precedenza riportato, può riguardare il suo *core business* oppure settori o segmenti adiacenti al momento non serviti. In quest'ultimo caso, le opportunità di crescita devono essere ricercate e indagate solo nel caso in cui esistano reali sinergie con il *core business* in termini di condivisione dei clienti, dei costi, dei canali o delle competenze-tecnologie²⁵⁸.

Giunto a questo punto l'investitore dovrà definire e formalizzare le linee guida strategiche, che verranno implementate nel caso in cui l'operazione sia conclusa. Come prima cosa, egli deve individuare le priorità strategiche post acquisizione, quali ad esempio l'acquisizione di *competitor* più piccoli in un nuovo segmento di mercato. Nella decisione d'investimento, infatti, la valutazione della fattibilità e del successo derivante dall'implementazione di queste priorità strategiche è un'attività chiave. A questo segue la definizione e la formalizzazione di un piano di implementazione di massima, il quale sarà perfezionato solo alla conclusione dell'affare. Si tratta di un piano che identifica, lungo l'asse temporale, i passi e le azioni da compiere per realizzare il massimo potenziale dell'azienda. In ultima istanza, l'operatore dovrà inquadrare e quantificare gli investimenti

257Cfr. Carlotti, M. *Tecniche di private equity. Il fondo e l'origination, l'investimento, la gestione e il disinvestimento*, op. cit. In particolare, capitolo 5, pp. 64-66.

258Cfr. Carlotti, M. *Tecniche di private equity. Il fondo e l'origination, l'investimento, la gestione e il disinvestimento*, op. cit. In particolare, capitolo 5, pp. 66-68.

necessari per una strategia di crescita post-acquisizione. Valutare il massimo potenziale dell'impresa target è fondamentale nell'analisi preliminare. Tale stima influenza notevolmente la valutazione di economicità dell'operazione e la strutturazione in termini di fabbisogno di capitali da far affluire nella target in fase di acquisizione e nei periodi successivi²⁵⁹.

Dopo aver analizzato il contesto strategico del settore e la posizione competitiva dell'impresa all'interno del settore, l'investitore deve verificare l'attendibilità del *business plan*, in altre parole deve verificare se il documento è stato formulato sulla base di ipotesi realistiche e giustificabili. In questa fase non esistono particolari strumenti tecnici di analisi che permettono di valutare in modo “certo” la fattibilità del piano proposto. Tuttavia, tramite un'attività di confronto con gli indicatori relativi all'azienda, ai concorrenti o al mercato è possibile testare la veridicità delle ipotesi sottostanti il piano stesso. Innanzitutto, il confronto tra performance storiche e risultati di piano permette di valutare, da un lato i risultati ottenuti dal management con le sue scelte strategiche prima dell'acquisizione e, dall'altro, di stimare quanto i risultati prospettici, finanziari, gestionali e competitivi, si discostano dai valori consuntivi. Un'elevata differenza tra le performance indica obiettivi di piano molto ambiziosi e per questa ragione saranno necessari maggiori elementi che giustifichino la loro credibilità²⁶⁰. Altro tipo di confronto è quello con il mercato; questo permette di comparare gli obiettivi di crescita dei ricavi previsti con la dimensione e i tassi di crescita dei mercati di riferimento target, per determinare la quota di mercato che l'azienda prevede di ottenere nel tempo. Ancora, il confronto con i *competitor* comparabili consiste nella comparazione dei principali indici di redditività attuali e prospettici (come ad esempio il reddito operativo) con i risultati raggiunti dai concorrenti e con la loro evoluzione nel tempo per verificarne la sostenibilità. Infine è utile effettuare un confronto dei singoli segmenti rispetto al risultato complessivo. In questa analisi il conto economico dell'impresa target viene segmentato il più possibile per formulare stime di evoluzione delle performance economiche nei singoli sottoinsiemi e queste previsioni vengono successivamente confrontate

²⁵⁹Cfr. Carlotti, M. *Tecniche di private equity. Il fondo e l'originazione, l'investimento, la gestione e il disinvestimento*, op. cit. In particolare, capitolo 5, pp. 68-69.

²⁶⁰Cfr. Gervasoni, A. & Sattin, F. *Private equity e venture capital: manuale d'investimento nel capitale di rischio*, op. cit. In particolare, capitolo 4, p. 108.

con il risultato complessivo determinato come sommatoria dei sottoinsiemi. L'analisi quantitativa dell'evoluzione dei risultati economici consente una pre-valutazione della fattibilità del *business plan* da verificare in ogni caso in base al giudizio delle risorse che possiedono una profonda conoscenza del settore target²⁶¹.

Nonostante siano previsti questi metodi di controllo del piano industriale, non viene eliminata l'aleatorietà implicita nella verifica di fattibilità delle stime future. Per questa ragione, per ridurre il rischio connesso all'investimento in una specifica impresa, l'investitore deve sviluppare un piano di sviluppo dinamico, che permetta di analizzare l'impatto sui risultati del piano di differenti ipotesi di scenario. L'analisi di sensitività condotta con un approccio del tipo *what if*, dopo aver individuato le variabili critiche, competitive e gestionali, che hanno un'influenza maggiore sulla creazione del valore, permette di verificare gli effetti associati ai diversi scenari²⁶². Con questa tecnica è possibile valutare l'impatto economico di variazioni nelle ipotesi strategiche chiave, e una volta attribuita una diversa probabilità ai differenti scenari, di meglio definire un range di valutazione per l'investitore, la cui scelta finale sarà determinata dalla propensione al rischio relativa²⁶³.

In seguito a questa analisi del *business plan*, l'operatore di *private equity* deciderà se investire o meno in una determinata impresa. Spesso tra le proposte potenziali scartate dall'operatore sono incluse diverse operazioni che sono state considerate valide, ma non adeguatamente presentate. Abbiamo più volte sottolineato in questa sede che l'operatore solitamente indirizza la propria attenzione verso imprese con valide prospettive di crescita dimensionale e reddituale, guidate da un imprenditore competente, credibile e trasparente e un management team con una solida esperienza nel settore. Nonostante l'impresa disponga di questi elementi, la presenza di questi fattori non è sufficiente per farla entrare nel portafoglio di un fondo di *private equity*. L'impresa, infatti, deve formalizzare, in modo efficace, il proprio progetto imprenditoriale e le relative strategie

261Cfr. Carlotti, M. *Tecniche di private equity. Il fondo e l'origination, l'investimento, la gestione e il disinvestimento*, op. cit. In particolare, capitolo 5, pp. 69-76.

262Cfr. Gervasoni, A. & Sattin, F. *Private equity e venture capital: manuale d'investimento nel capitale di rischio*, op. cit. In particolare, capitolo 4, pp. 109.

263Cfr. Carlotti, M. *Tecniche di private equity. Il fondo e l'origination, l'investimento, la gestione e il disinvestimento*, op. cit. In particolare, capitolo 5, pp. 76-77.

d'implementazione in un piano idoneo ad essere revisionato dall'operatore. Per l'imprenditore alla ricerca di capitali il *business plan* costituisce lo strumento essenziale per dimostrare la realizzabilità e la redditività del proprio progetto; ed è il documento che l'investitore analizza in ultima istanza per valutare l'opportunità di investimento e il suo potenziale ritorno. Per queste ragioni l'imprenditore deve redigere questo piano di sviluppo in modo chiaro, completo e attraente²⁶⁴.

²⁶⁴Cfr. Gagliardi, G. & Ghiringhelli, M. "Ottenere capitali dai fondi di private equity", *Contabilità finanza e controllo*, op. cit. In particolare, *Prospettive di crescita*, p. 988.

4 Capitolo

Come individuare un flusso di opportunità d'investimento: un'analisi empirica su un campione di imprese italiane

4.1 La ricerca di opportunità d'investimento nel contesto italiano

Nel capitolo precedente abbiamo analizzato il processo in base al quale il fondo di *private equity* investe in una specifica impresa. In particolare ci siamo concentrati sulle prime fasi: *the origination* e *the implementation*.

Anche se già messo in evidenza, vogliamo nuovamente porre l'attenzione sulla particolarità del mercato italiano del *private equity*. Quest'ultimo non ha ancora raggiunto uno stadio di pieno sviluppo come altri mercati quali quello statunitense o anglosassone.

Particolarmente laboriosa, nel contesto italiano, risulta essere la ricerca delle imprese nelle quali il fondo di *private equity* può apportare le proprie risorse per favorire la creazione di valore nell'impresa stessa. A questo sono ricollegabili due problematiche. Innanzitutto, la mancanza nel mercato nazionale di consulenti e operatori specializzati con il compito di intermediari, rende maggiormente complesso l'incontro tra offerta e domanda di capitale di rischio²⁶⁵. In secondo luogo, gli imprenditori italiani hanno scarse conoscenze relative alle operazioni di *private equity* e per tale ragione non sono alla ricerca di soggetti che offrono capitale proprio come avviene nei mercati più evoluti. In

²⁶⁵Capitolo 1, *Il private equity*. In particolare, paragrafo 1.5, *Il ciclo di vita di un fondo di private equity*, pp. 39 e ss.

Italia, infatti, gli operatori ricevono poche richieste di capitale e sono essi stessi che devono “investigare” nelle imprese appartenenti al tessuto imprenditoriale per selezionare quelle nelle quali investire²⁶⁶.

Considerate queste problematiche, gli studi sull'attività di *private equity* sviluppati a livello nazionale e internazionale, non hanno messo in luce nessun modello che possa in qualche modo supportare gli operatori di *private equity* nel selezionare le imprese da includere nei propri fondi. I ricercatori, nella maggior parte dei casi, si sono focalizzati sugli aspetti strategici e qualitativi che una proposta d'investimento deve possedere per essere ritenuta interessante dall'operatore stesso.

Solamente in uno studio²⁶⁷ condotto a livello nazionale è emersa la volontà di individuare un numero di imprese che si presentano come potenziali candidate per l'attività di *private equity* nel mercato italiano. Considerati gli investimenti realizzati in passato dai fondi di *private equity* e le peculiarità da essi ricercate, questa indagine ha cercato di comprendere quante imprese italiane, appartenenti al segmento del *mid market*, potessero costituire un target potenziale per il *private equiter*. In particolare, questo studio si è focalizzato sui tre principali comparti del settore manifatturiero italiano, l'alimentare, l'abbigliamento e l'automazione e ha preso a riferimento un insieme di imprese operanti in questi settori partecipate da fondi di *private equity* nel periodo 2000-2008. Una serie di indicatori economico-finanziari²⁶⁸ registrati da queste imprese sono stati successivamente confrontati con un campione di imprese non quotate tuttora operanti in questi settori. La comparazione tra i due campioni ha permesso allo studio di isolare un numero di società che si presentano come opportunità interessanti per gli operatori di *private equity*²⁶⁹.

Tenuto conto di queste considerazioni, quello che qui di seguito si è pensato di sviluppa-

²⁶⁶Capitolo 3, *Il processo d'investimento e la selezione delle opportunità di investimento*, paragrafo 3.2, *Il deal origination*, pp. 108 e ss.

²⁶⁷Cfr. Fusaro, G. & Muzio, A. (2012) “Domanda e offerta di private equity in Italia: il segmento del mid market”, *Impresa e mercati finanziari*, 8, Liuc Papers n. 245, pp. 1-36.

²⁶⁸In particolare, sono stati calcolati i seguenti indicatori: ricavi delle vendite, EBITDA, utile netto, patrimonio netto, posizione finanziaria netta, rapporto debito/equity e dipendenti.

²⁶⁹Fusaro, G. & Muzio, A. “Superare gli ostacoli delle dimensioni d'impresa”, *Amministrazione & finanza*, op. cit.

re è un modello del tutto differente. Si vuole, infatti, proporre un modello originale con il quale il *private equiter* possa individuare, in base ad una serie di indicatori economico-finanziari desunti dai bilanci di imprese non quotate, un gruppo di potenziali imprese nelle quali potrebbe investire. In questa sede si vuole sottolineare come questo modello sia del tutto originale e in alcun modo validato.

4.2 Il modello: investire in un'impresa privata o nel portafoglio di mercato?

Come precedentemente evidenziato, il tessuto imprenditoriale italiano è costituito in prevalenza da piccole e medie imprese non quotate, delle quali si conoscono solamente i dati economico-finanziari desumibili dal bilancio d'esercizio.

Se l'operatore di *private equity* avesse a disposizione i dati di mercato relativi alla società *target*, potrebbe calcolare il valore attuale netto collegato all'investimento in quella specifica impresa e decidere facilmente se finanziarla o meno. Una possibile metodologia di valutazione è il ricorso al *Discounted Cash Flow* (DCF), modello che si basa sull'attualizzazione dei flussi di cassa attesi generati dall'azienda. Di conseguenza, il suo valore sarebbe così pari alla somma dei flussi di cassa attesi generati in un periodo futuro (t) rapportati al relativo tasso di sconto. In particolare, quest'ultimo elemento è scomponibile in due fattori: il tasso privo di rischio che riflette il fattore temporale, e il premio al rischio, ossia la variabile collegata alla rischiosità dei flussi di cassa stimati. Gli investitori, infatti, sono disposti ad assumersi un rischio maggiore nel caso in cui la possibilità di non vedere realizzati i flussi di cassa prospettati sia ricompensata da un maggiore rendimento²⁷⁰.

Tuttavia, considerata la prevalenza di imprese non quotate nel mercato italiano, difficilmente l'operatore può utilizzare questa metodologia per calcolare il valore attuale netto del suo investimento. Questo è dovuto alla problematica determinazione del premio al

270Cfr. Carlotti, M. *Tecniche di private equity. Il fondo e l'origination, l'investimento, la gestione e il disinvestimento*, op. cit. In particolare, capitolo 6, *La valutazione*, pp. 81 e ss.

rischio il quale, ottenuto come differenza tra il rendimento atteso del mercato (R_M) e il tasso privo di rischio (R_F), moltiplicata per il beta associato allo specifico investimento, non può essere conosciuto dall'investitore anticipatamente²⁷¹. A ciò consegue che egli non può utilizzare il metodo del DCF per valutare le imprese nelle quali potrebbe investire.

Per ovviare a questo problema, in questa sede, ripresentiamo un modello proposto in uno studio precedente²⁷² il quale identifica uno strumento che può essere di ausilio all'operatore di *private equity* nel processo di selezione che egli compie per isolare un gruppo di imprese non quotate da inserire nel suo portafoglio.

L'analisi sopra citata si avvale di un approccio di valutazione alternativo al DCF, elaborato da Lintner e derivante dalla teoria dell'utilità attesa di Von Neumann e Morgenstern²⁷³. Lintner, in particolare, propone un modello valutativo che separa l'effetto del tasso privo di rischio da quello rischioso, determinando il valore certo che ritiene scambiabile con l'importo aleatorio, qualunque sia il periodo nel quale questo importo venga conseguito. Il valore così ottenuto, cosiddetto equivalente certo dell'importo aleatorio (*certainty equivalent*), verrà poi scontato al tasso privo di rischio. In questo modello egli dimostra che è possibile calcolare il valore dell'investimento equivalente certo utilizzando misure contabili quali indicatori desunti dai bilanci d'esercizio e che questo valore

²⁷¹Il *Capital Asset Pricing Model (CAPM)* esprime la relazione tra rendimento atteso e rischio di un singolo titolo. Da questo modello derivano due implicazioni: la prima riferita al calcolo del rendimento atteso del mercato e la seconda riferita al rendimento atteso di uno specifico titolo. Le implicazioni di questo modello sono rappresentate qui di seguito.

$$\bar{R}_M = R_F + \text{premio per il rischio}$$

$$\bar{R} = R_F + \beta x (\bar{R}_M - R_F)$$

In questa sede teniamo a precisare che la variabile β , determinata come covarianza standardizzata tra il rendimento del titolo e il rendimento del mercato, è la migliore misura del rischio di un titolo in un portafoglio ampio. Cfr. Ross, S. A., Westerfield, R. W. & Jaffe, J. F. (2005) *Finanza Aziendale*, Bologna, Il Mulino. In particolare, capitolo 9, *Rendimento e rischio: il Capital Asset Pricing Model (CAPM)*, pp. 317 e ss.

²⁷²Cfr. Gardenal, G. (2010) *Applied topics in financial agents' behavior*, doctoral dissertation, Venezia, Università Cà Foscari. In particolare, terzo articolo, "The "selection bias" in Private Equity: the Treviso case", pp. 101-125.

²⁷³Cfr. Von Neumann, J. & Morgenstern, D. (1953) *Theory of Game and Economic Behavior*, Princeton, Princeton University Press.

coincide con quello determinato con la teoria del valore di mercato²⁷⁴.

Il modello che adotteremo prevede di determinare, e successivamente confrontare tra loro, l'utilità che l'operatore otterrebbe in seguito ad un investimento nel portafoglio di mercato e l'utilità che conseguirebbe nel caso in cui finanziasse una specifica impresa privata²⁷⁵.

Per quanto riguarda il calcolo dell'utilità collegata all'investimento nel portafoglio di mercato si hanno a disposizione tutti i dati necessari, ovvero: il rendimento atteso del portafoglio di mercato [$E(R_M)$], l'avversione al rischio degli investitori [A] e la volatilità dei rendimenti del portafoglio di mercato [σ^2_M]²⁷⁶.

Viceversa, determinare l'utilità che deriva dall'investire in una specifica impresa non è altrettanto immediato perché, come già evidenziato, si hanno a disposizione solamente i valori contabili desunti dai bilanci d'esercizio²⁷⁷. In aggiunta, stimare la variabilità dei flussi di cassa futuri, riconducibili all'investimento nell'impresa, risulta problematica in quanto è impossibile ottenere una singola misura di volatilità dei rendimenti²⁷⁸.

Il risultato economico-finanziario che l'investitore si attende di ricevere finanziando un'impresa è, infatti, influenzato dalla presenza di differenti tipologie di rischio collega-

274Cfr. Lintner, J. (1965) "The valuation of risk assets and the selection of risky investments in stock portfolios and capital budgets", *The Review of Economics and Statistics*, 47, pp. 13-37.

275Per un approfondimento sul processo metodologico utilizzato si rimanda a: Gardenal, G. *Applied topics in financial agents' behavior*, op.cit. In particolare, *The "selection bias" in Private Equity: the Treviso case*, pp. 101-125.

276Analiticamente la formula utilizzata per calcolare l'utilità derivate dall'investimento nel portafoglio di mercato è la seguente: $U_M = E(R_M) - A * \sigma^2_M$.

277In modo speculare la formula utilizzata per determinare l'utilità che deriva dall'investire in una singola impresa è la seguente: $U_i = E(R) - A * \sigma^2_i$. Secondo quanto riportato da Lintner i valori contabili forniscono informazioni sufficienti dalle quali poter estrarre una buona approssimazione del rapporto rischio-rendimento delle imprese, pertanto per questo calcolo si partirà dalla considerazione di queste uniche informazioni disponibili. Cfr. Lintner, J. "The valuation of risk assets and the selection of risky investments in stock portfolios and capital budgets", *The Review of Economics and Statistics*, op.cit.

278Nella realtà economica al termine "rischio" è associato il concetto di deviazione del possibile risultato futuro da quello medio atteso. Gli elementi caratterizzanti tale concetto sono: la probabilità, intesa come manifestazione attesa del risultato futuro, e la volatilità, intesa come scostamento dal risultato atteso. Cfr. Zara, C. (2005) *Valutazione finanziaria per le decisioni di investimento*, Milano, Egea S.p.a. In particolare, capitolo 11, *La comprensione del rischio nell'analisi finanziaria*, pp. 347 e ss.

bili al modello di business dell'azienda. Una specifica impresa si trova ad affrontare rischi cosiddetti *core* e *no core*. Tra i primi rientrano quelli dipendenti dall'andamento delle variabili endogene al business e/o settore di appartenenza, questi sono direttamente riconducibili alla formula imprenditoriale dell'azienda stessa e gestibili dal management. Al contrario, tra quelli *no core* rientrano quelli di natura esogena al business, i quali non dipendono dalle scelte operative del gruppo di gestione. In generale, i rischi *core* che l'impresa si trova a fronteggiare possono essere: rischi operativi, quali variazioni delle quantità vendute; rischi di prezzo/costo, come ad esempio una variazione nel prezzo dei prodotti venduti; rischi tecnologici, quali l'età e il grado di sfruttamento economico degli impianti e rischi connessi alla struttura finanziaria, riconducibili ad esempio ad un eccessivo indebitamento. Diversamente, tra i rischi *no core* rientrano: rischi di natura politica e sociale come ad esempio un eventuale esproprio o turbolenze sociali; ambientali, quali calamità naturali; legislativi, come modifiche della regolamentazione e macroeconomici, quali variazioni dei tassi d'interesse e/o di cambio²⁷⁹.

Nel nostro modello non sono stati considerati i rischio *no core*, ma solamente quelli rientranti nella prima classificazione, in quanto misurabili a partire dai dati disponibili dai bilanci d'esercizio²⁸⁰. Di conseguenza, sono stati selezionati una serie di indicatori i quali, nel complesso, esprimono al meglio il rischio dell'impresa. Considerando che i rischi collegati alla gestione caratteristica sono gestibili in modo congiunto dal management nello svolgimento delle attività quotidiane, i rispettivi indicatori sono stati correla-

279Cfr. Zara, C. (2005) *Valutazione finanziaria per le decisioni di investimento*, op. cit. In particolare, capitolo 11, pp. 347 e ss.

280All'interno dell'azienda il rischio dovrebbe essere misurato, valutato ed infine gestito. Misurare il rischio significa determinare come variano i risultati economici al mutare dei possibili scenari futuri. Una volta misurato, il rischio deve essere valutato economicamente mediante l'analisi del rapporto fra costi e benefici potenziali che da esso derivano. Infine, il rischio va gestito massimizzando questo *trad-off* tra costi-benefici. È impossibile utilizzare una corretta misura del rischio d'impresa a causa delle complessità tecniche che lo caratterizzano e per le difficoltà che possono emergere in sede di analisi e di comparazione dei costi e benefici con quelli graditi dagli investitori. Inoltre, va considerato che gli effetti del rischio sono misurabili solamente ex-post, ma la loro gestione deve avvenire ex-ante: per questo è necessaria una valutazione a priori. Cfr. Gardenal, G. (2011) *Strumenti di analisi finanziaria e dei rischi aziendali: una fotografia dell'economia trevigiana in tempo di crisi*, Venezia, Studio LT2.

ti tra loro. Calcolare l'utilità ottenuta dall'investimento in una specifica impresa non quotata a differenza di quella collegata al portafoglio di mercato, ha pertanto richiesto l'utilizzo di più indicatori di rischio che analizzeremo dettagliatamente nel paragrafo successivo.

Una volta individuati gli indicatori contabili ritenuti più rappresentativi della misura di rischio aziendale, il modello esamina anche la capacità del *private equiter* di migliorare il rapporto rischio-rendimento dell'impresa desunto dagli indicatori contabili. Il livello di coinvolgimento dell'investitore nella gestione dell'impresa stessa, difatti, può essere di tipo attivo (*hands on*) o passivo (*hands off*). Un approccio del primo tipo prevede che l'operatore, una volta acquisita la partecipazione nell'impresa, instauri un rapporto di collaborazione attiva con l'imprenditore di modo da accompagnarlo nello sviluppo e nella realizzazione del progetto imprenditoriale. Viceversa, nel caso di coinvolgimento passivo, l'investitore si limita a controllare l'andamento dell'impresa in base ai dati forniti dall'imprenditore e interviene solo nel caso in cui individui segnali di pericolo o di deviazione rispetto al programma iniziale²⁸¹. Nel modello è stato ipotizzato che il *private equiter* sia orientato ad un coinvolgimento attivo nell'attività di gestione. Per questo motivo, egli potrebbe decidere di investire in un'impresa con rischio elevato se ritiene di essere in grado, grazie alle proprie capacità manageriali, di influenzare le componenti specifiche che lo determinano. Pertanto, nel processo di selezione l'investitore valuta, oltre al livello di utilità conseguibile con l'investimento, anche le proprie capacità di gestione dei rischi. Nonostante la volontà di considerare nel modello il coinvolgimento dell'operatore, a questo punto si ricorre ad una semplificazione in quanto impossibile rilevare, dalle informazioni disponibili, come varia la capacità dell'investitore di gestire ciascun rischio aziendale. In conseguenza di ciò, si impone lo stesso valore alle capacità manageriali dell'operatore di gestire ciascun rischio²⁸². Dopo aver individuato questi va-

281Cfr. Gervasoni, A. & Bechi, A. *I fondi chiusi di private equity nell'esperienza italiana. Aspetti economici e giuridici*, op. cit. In particolare, capitolo 2, paragrafo 3, *I profili strategici dell'attività di gestione*, pp. 83 e ss.

282La capacità dell'operatore di gestire i rischi aziendali è stata calcolata come segue. Fissati gli indicatori di rischio-rendimento contabili per ciascuna azienda non quotata e determinata l'utilità di investire nel portafoglio di mercato, attraverso una simulazione, è stata posta l'utilità degli investimenti nel capitale privato pari a quella di mercato trovando, in tal modo, il valore che soddisfa

lori, che esprimono il rapporto rischio-rendimento dell'impresa, è stato possibile valutare l'investimento nelle imprese non quotate.

Una volta determinate entrambe le utilità, da una parte quella che collegabile all'investimento nel portafoglio di mercato e dall'altra quella conseguibile investendo nell'impresa privata, sono state tra loro confrontate.

In base a questa comparazione è stato possibile selezionare le imprese che consentono all'operatore di *private equity* di ottenere un rendimento maggiore o uguale rispetto a quello conseguibile da un investimento nel portafoglio di mercato. Il criterio di selezione che potrebbe essere applicato dagli operatori per selezionare, in base ad analisi preliminari, le opportunità d'investimento maggiormente "interessanti" è il seguente: l'operatore sceglie di investire in una specifica impresa non quotata se la sua utilità è almeno uguale all'utilità dell'investimento nel portafoglio di mercato.

E' necessario precisare che le analisi condotte sono tutte di tipo ex-post, non essendo così immediato immaginare di proiettare nel futuro i flussi di cassa delle imprese del campione analizzato, senza incorrere in errori grossolani o in stime poco accurate.

4.3 Il campione

Il campione è costituito da 913 imprese operanti nella provincia di Treviso, in tutti i principali settori dell'economia italiana. In particolare, nel campione sono state incluse solamente le imprese risultanti attive nel periodo di interesse, ovvero il 2003-2010, e per ciascuna di esse sono stati calcolati alcuni indicatori economico-finanziari per tutti gli anni di riferimento.

Lo strumento utilizzato per individuare le informazioni economico-finanziarie relative a

questa condizione. Imponendo lo stesso valore per ogni componente, si è però ipotizzato che il *private equiter* selezioni l'impresa nella quale investire confrontando solo l'utilità data rispetto all'utilità di investire in un portafoglio di mercato e non secondo le abilità nella gestione dei rischi dell'impresa. Cfr. Gardenal, G. *Applied topics in financial agents' behavior*, op. cit. In particolare, *The "selection bias" in Private Equity: the Treviso case*, pp. 104-109.

questo campione di imprese è il database *AIDA-Bureau Van Dijk*.

In prima istanza, andremo ad analizzare gli indicatori di bilancio utilizzati nella nostra analisi.

4.3.1 Gli indicatori di bilancio

Per descrivere il rapporto rischio-rendimento di ciascuna impresa sono stati calcolati una serie indicatori che di seguito andremo ad elencare e descrivere²⁸³.

Il rendimento atteso derivante dall'investire in una specifica impresa è stato espresso utilizzando un indicatore di redditività. In senso lato, la redditività può essere definita come “*la capacità di remunerare congruamente tutti i fattori produttivi impiegati nella produzione economica ed il capitale di rischio apportato dai soggetti proprietari dell'azienda*”²⁸⁴. Esprimere il reddito come valore assoluto del risultato economico potrebbe risultare poco espressivo. Infatti, lo stesso ammontare potrebbe essere considerato soddisfacente per un'impresa con limitate necessità d'investimento e allo stesso tempo deludente per un'impresa che ha richiesto rilevanti apporti di capitale ed elevati investimenti per lo svolgimento della propria attività. Diversamente, gli indicatori di redditività mettono a confronto una determinata configurazione di reddito con il capitale dal quale lo stesso reddito è stato prodotto, valutando in tal modo la capacità dell'impresa di produrre risultati economici soddisfacenti²⁸⁵.

Esistono varie modalità per calcolare la redditività degli investimenti in base alle componenti di stato patrimoniale che si vogliono evidenziare. Nel nostro caso è stato utiliz-

²⁸³Questi indicatori sono stati ritenuti i più efficaci nel descrivere il rapporto rischio-rendimento di una generica impresa. Gardenal, G. *Applied topics in financial agents' behavior*, op. cit. In particolare, *The “selection bias” in Private Equity: the Treviso case*, pp. 101-125.

²⁸⁴Cit. Facchinetti, I. (2006) *Analisi di bilancio: metodologie, procedure e casi di analisi per margini, indici e flussi*, Milano, Il Sole 24 Ore. In particolare, capitolo 7, *Le analisi per indici. Sintesi e sviluppi*, pp. 227-229.

²⁸⁵Cfr. Sòstero, U., Ferrarese, P., Mancin, M. & Marcon, C. (2010) *Elementi di bilancio e di analisi economico-finanziaria*, Venezia, Libreria Editrice Cà Foscari. In particolare, capitolo 5, *L'analisi del bilancio attraverso gli indici*, p. 266.

zato un indicatore che esprime la redditività del capitale investito netto: il *Return on capital (ROC)*, altresì definito *ROI-finanziario*. Questo indicatore è stato calcolato come segue.

$$ROC = (\text{Reddito operativo} / \text{CIN}) \times 100$$

In questa espressione al numeratore viene considerato il reddito operativo della gestione caratteristica, mentre al denominatore è stato stimato il capitale investito netto (CIN). In particolare, questo valore è composto dalle risorse investite nette nella sola gestione operativa ed esprime il fabbisogno finanziario dell'impresa derivante da uno sviluppo per "linee interne"²⁸⁶. Questo indicatore di redditività esprime la ricchezza che la gestione operativa è in grado di generare con il capitale in essa investito, escludendo il contri-

²⁸⁶Considerati i dati disponibili nel database *Aida-Bureau Van Dijk* in riferimento al campione selezionato, per calcolare il capitale investito netto sono state adottate delle semplificazioni. Il campione di riferimento include, infatti, imprese che hanno la facoltà di redigere il bilancio in forma abbreviata, le quali possono omettere alcune voci di dettaglio come previsto dall'articolo 2435 bis del codice civile (*Bilancio in forma abbreviata*). In particolare, tale riferimento normativo concede decise semplificazioni per quanto riguarda alcune voci di stato patrimoniale: i crediti esposti nell'attivo circolante e i debiti. Con le semplificazioni introdotte, per queste voci non è più possibile individuare la natura e/o i soggetti titolari del credito o debito, ma viene solamente indicata la distinzione fra i crediti e i debiti entro e oltre l'esercizio. Per una trattazione esaustiva sull'argomento si rimanda a: Ferrarese, P. (2006) *Il sistema di bilancio per le aziende di piccola dimensione*, Venezia, Libreria Editrice Cafoscarina.

Per queste ragioni, per calcolare il capitale circolante netto commerciale, si è ricorso a due semplificazioni relative, per l'appunto, al calcolo delle attività e passività correnti. In riferimento alle attività è stato calcolato il valore dei crediti di natura corrente considerando l'intero ammontare di quelli esigibili entro l'esercizio. Per quanto riguarda le passività non è stato possibile utilizzare la medesima logica in quanto nella voce debiti sono compresi oltre a quelli di natura corrente anche quelli finanziari e tributari. Considerata l'eterogeneità delle voci incluse, è stato assunto che le passività correnti siano costituite dai debiti verso fornitori, dal fondo di trattamento fine rapporto lavorativo e dalla voce ratei e risconti passivi. Inoltre, non potendo disporre del valore puntuale riferito ai debiti verso fornitori, è stato ipotizzato un rapporto costante tra quest'ultimo valore e il totale dei debiti, e sulla base di questo rapporto è stato stimato che tutte le imprese appartenenti al campione avessero lo stesso tasso di incidenza. In particolare, in questo studio, è stato utilizzato un tasso di incidenza del 38 per cento. Cfr. Gardenal, G. (2011) *Strumenti di analisi finanziaria e dei rischi aziendali: una fotografia dell'economia trevigiana in tempo di crisi*, Venezia, Studio LT2.

buto fornito dalla gestione accessoria patrimoniale. Il *ROC* si differenzia dalla redditività del capitale investito (*ROI*) proprio per il fatto che, al denominatore, considera solamente il capitale circolante netto commerciale e l'attivo immobilizzato, escludendo le attività accessorie.

Dal valore attribuito al *ROC* è possibile desumere alcune informazioni utili come, ad esempio, quale stadio del ciclo di vita l'impresa sta attraversando. Infatti, un valore molto basso può essere riferibile ad un'impresa start up, nella quale gli investimenti attuati non hanno ancora prodotto i relativi risultati economici, viceversa, un valore molto alto e stabile nel tempo è rappresentativo di un'impresa che ha raggiunto uno stadio di maturità. Ancora, se si considera un'impresa in espansione il valore del *ROC* risulterà crescente, mentre se questa sta attraversando una fase di declino presenterà un valore decrescente a ritmi piuttosto sostenuti²⁸⁷.

Come esposto in precedenza, per esprimere il rischio collegato all'investimento nella specifica impresa si sono presi a riferimento più indicatori: il grado di leva operativa, il grado di leva di prezzo, la vita residua degli impianti, il rapporto di indebitamento e l'intensità del capitale circolante netto commerciale.

Per misurare il rischio d'impresa si è innanzitutto tenuto conto di due indicatori che esprimono la rischiosità derivante dalle scelte di struttura dei costi: il grado di leva operativa e il grado di leva di prezzo. La distinzione dei costi della gestione caratteristica tra costi fissi e variabili, in base alla loro attitudine a modificarsi o meno in funzione delle variazioni di volume delle attività e della capacità produttiva data, permette di analizzare l'andamento del margine di contribuzione²⁸⁸.

Il *grado di leva operativa (GLO)* mette in relazione il reddito operativo con i costi fissi ed è calcolato come segue:

$$GLO = \text{Margine di contribuzione} / \text{Reddito Operativo}$$

²⁸⁷Cfr. Gardenal, G. *Strumenti di analisi finanziaria e dei rischi aziendali: una fotografia dell'economia trevigiana in tempo di crisi*, op. cit. In particolare, capitolo 3, *L'analisi della redditività corrente*, pp. 51 e ss.

²⁸⁸Cfr. Sòstero, U. & Ferrarese, P. (2000) *Analisi di bilancio. Strutture formali, indicatori e rendiconto finanziario*, Milano, Giuffrè Editore. In particolare, capitolo 3, *Gli indicatori e i quozienti per l'analisi di bilancio*, pp. 59 e ss.

In questa espressione al numeratore si considera il margine di contribuzione, inteso come differenza tra fatturato e costi variabili; tale valore rappresenta la parte di risultato economico che ci si aspetta di veder variare quando si modificano i volumi di attività, a parità di ogni altra condizione. Al denominatore, invece, è stato considerato il risultato operativo, calcolato come differenza tra ricavi e costi operativi (variabili e fissi²⁸⁹). Tenuto conto che il risultato operativo della gestione caratteristica è influenzato dalla differenza di due fattori, uno variabile (il margine di contribuzione) e uno costante (i costi fissi), l'effetto di leva si verifica nel caso in cui il reddito operativo risente della variazione del volume di attività in modo più che proporzionale. Il grado di leva operativa è il fattore che determina l'entità dell'effetto amplificativo delle modificazioni del volume di attività sulla variabilità del risultato operativo.

Il grado di leva operativa permette di misurare la variazione del risultato operativo della gestione caratteristica rispetto alle modificazioni del volume di quantità vendute; in termini percentuali l'indice esprime la variazione del reddito operativo al diminuire dell'1 per cento delle quantità vendute, a parità di ogni altra condizione. Il rapporto dipende dall'incidenza dei costi fissi sul totale dei costi operativi: maggiore è questa incidenza, maggiore sarà l'effetto di amplificazione delle variazioni del volume di attività. L'ammontare dei costi fissi viene pertanto considerato il fulcro della leva operativa²⁹⁰.

Altro indicatore che esprime la rischiosità derivante dalle scelte di struttura dei costi è il *grado di leva di prezzo (GLP)* il quale misura l'esposizione al rischio di elasticità della domanda indicando di quanto dovrebbe variare la quantità prodotta e venduta in seguito ad una riduzione del prezzo, di modo da mantenere inalterato il reddito operativo. Anali-

²⁸⁹I costi fissi della gestione caratteristica sono costituiti da: costi di struttura che dipendono dalla configurazione dell'impresa, ammortamenti relativi alla struttura tecnico-patrimoniale dell'azienda e costi di politica, i quali sono discrezionali in quanto connessi agli indirizzi di gestione ritenuti opportuni. Cfr. Sòstero, U. & Ferrarese, P. *Analisi di bilancio. Strutture formali, indicatori e rendiconto finanziario*, op. cit. In particolare, capitolo 3, p. 98.

Tenuto conto che in quest'analisi non è possibile individuare i costi che ciascuna impresa ritiene fissi, sono stati considerati non variabili i costi quali: ammortamenti, costo del lavoro e costi per godimento dei beni di terzi. Cfr. Gardenal, G. *Strumenti di analisi finanziaria e dei rischi aziendali: una fotografia dell'economia trevigiana in tempo di crisi*, op. cit.

²⁹⁰Cfr. Sòstero, U. & Ferrarese, P. *Analisi di bilancio. Strutture formali, indicatori e rendiconto finanziario*, op. cit. In particolare, capitolo 3, p. 99.

ticamente questo indice viene calcolato come rapporto tra la variazione percentuale delle quantità vendute e la variazione percentuale del prezzo di vendita. Considerando i dati disponibili dai bilanci, il GLP è stato calcolato come segue:

$$GLP = (100 \times Ricavi \times 0,01) / (\text{Reddito operativo} + \text{Costi fissi})$$

Questo indicatore definito anche come “elasticità della domanda implicita nella struttura dei costi” esprime quale dovrebbe essere l'elasticità minima della domanda che l'impresa dovrebbe fronteggiare affinché una variazione nel prezzo di vendita non provochi l'erosione del reddito operativo²⁹¹.

Per misurare il rischio d'impresa si è successivamente tenuto conto di due indicatori che esprimono la rischiosità legata al capitale: la vita residua degli impianti e l'intensità del capitale circolante netto commerciale.

Nella misurazione della rischiosità legata al capitale si è considerato innanzitutto un indicatore in grado di esprimere il rischio tecnologico degli impianti: la *vita residua degli impianti (V-RES)*. Quando l'impresa decide di acquisire un nuovo impianto/macchinario è vincolata a questa particolare tecnologia per tutta la vita del bene. Il rischio insito in questa operazione è ricollegabile al fatto che un'impresa potrebbe essere sorpassata da un concorrente che, utilizzando una tecnologia più avanzata, riesce a ridurre i prezzi di vendita ed a operare in modo più efficiente²⁹². Nel dettaglio questo indicatore è stato calcolato come seguente:

$$V-RES = \text{Immobilizzazioni materiali nette} / \text{Ammortamenti immobilizzazioni materiali}$$

Il valore ottenuto da questa formulazione indica il numero degli anni di vita residua dei beni aziendali. Nel calcolare questo indicatore si deve comunque considerare che al denominatore viene utilizzata una voce di conto economico, gli ammortamenti, influenzata fortemente dalle decisioni di carattere contabile e fiscale prese dal management.

²⁹¹ Cfr. Gardenal, G. *Strumenti di analisi finanziaria e dei rischi aziendali: una fotografia dell'economia trevigiana in tempo di crisi*, op. cit. In particolare, capitolo 4, pp. 81-82.

²⁹² Cfr. Gardenal, G. *Strumenti di analisi finanziaria e dei rischi aziendali: una fotografia dell'economia trevigiana in tempo di crisi*, op. cit. In particolare, capitolo 4, pp. 77-78.

Altro indicatore che permette di analizzare i rischi legati al capitale è l'intensità di *capitale circolante netto commerciale (CCNC)*. Per l'impresa scegliere l'adeguata dotazione di capitale è molto importante in quanto permette di ottimizzare il suo utilizzo e di ridurre i rischi collegati al suo razionamento. Calcolare l'intensità del capitale permette di mettere in relazione fra loro il livello del capitale e i ricavi di vendita, più precisamente l'intensità del capitale circolante netto commerciale è stata calcolata nel modo seguente:

$$\text{Intensità di CCNC} = \text{CCNC} / \text{Fatturato} \times 100$$

Questo indice esprime la dotazione di capitale impiegato nella gestione caratteristica necessaria per produrre 100 euro di fatturato. All'aumentare dell'intensità di capitale, maggiori saranno le risorse finanziarie che l'impresa dovrà impiegare, e quindi essa sarà soggetta ad un maggior rischio legato al ciclo di vendita. Infatti, un'eventuale riduzione di fatturato potrebbe non garantire margini sufficienti a coprire i costi derivanti dagli investimenti. Al contrario, una diminuzione dell'indicatore in seguito ad un aumento delle vendite rappresenta un recupero di efficienza grazie ad un migliore utilizzo delle risorse²⁹³.

Infine, per misurare il rischio d'impresa si è tenuto conto di un indicatore che esprime il rischio collegato alla gestione finanziaria: il *tasso di indebitamento (D/E)*. Il rapporto debito su *equity* esprime la proporzione tra mezzi di terzi e mezzi propri ed è stato calcolato come segue:

$$D/E = \text{Mezzi di terzi} / \text{Patrimonio netto}$$

Questo indicatore presenta un trend crescente all'aumentare della rilevanza assunta dai debiti sul totale delle fonti. In questo modo è possibile ottenere una misura relativa del valore complessivo delle passività molto più significativa rispetto alla loro espressione in termini assoluti. Questo perché nel confronto con altre imprese lo stesso valore assoluto può essere considerato congruo per un'impresa, ma eccessivo per un'altra²⁹⁴.

²⁹³Cfr. Gardenal, G. *Strumenti di analisi finanziaria e dei rischi aziendali: una fotografia dell'economia trevigiana in tempo di crisi*, op.cit. In particolare, capitolo 4, pp. 73-77.

²⁹⁴Cfr. Sosterò, U., Ferrarese, P., Mancin, M. & Marcon, C. *Elementi di bilancio e di analisi economico-*

Il rischio insito in tale rapporto è riconducibile alle aspettative di rendimento di obbligazionisti e azionisti. I primi hanno diritto ad essere rimborsati in via anticipata in caso di fallimento e in seguito a questa garanzia il costo del capitale di debito risulta solitamente inferiore rispetto al capitale proprio. Un costo minore e i vantaggi fiscali derivanti dalla deducibilità degli oneri finanziari inducono l'impresa ad indebitarsi ma non oltre un determinato livello a partire dal quale prevalgono, infatti, i costi del dissesto collegati al debito. Viceversa, le aspettative di rendimento degli azionisti, non essendo esplicite e garantite da patti contrattuali, sono maggiori rispetto a quelle degli obbligazionisti, in quanto i primi si assumono un maggior rischio collegato all'andamento economico dell'impresa. Secondo la teoria finanziaria²⁹⁵ l'impresa determina il proprio tasso di indebitamento tenendo conto del *trade-off* esistente tra benefici fiscali e costi del debito²⁹⁶.

Gli indicatori qui sopra esposti sono stati calcolati per ogni impresa in ciascuno degli anni presi a riferimento.

In seguito a questo calcolo, il campione iniziale è stato ridimensionato perché si sono escluse le imprese con indicatori “anormali”. Sono state, infatti, eliminate tutte le imprese che hanno presentato indicatori non normali anche in un esercizio.

In seguito a questa ridefinizione sono state mantenute le imprese che presentavano i seguenti valori per ciascun indice:

- ROC compreso tra -150 per cento e 150 per cento [$-150\% < ROC < 150\%$];
- GLO compreso tra -50 e 50 [$-50 < GLO < 50$]²⁹⁷;

finanziaria, op. cit.

295Per una trattazione più esaustiva si rimanda a: Cfr. Ross, S. A., Westerfield, R. W. & Jaffe, J. F. *Finanza Aziendale*, op. cit. In particolare, capitolo 14, *La struttura finanziaria: principi fondamentali*, pp. 503-548.

296Cfr. Gardenal, G. *Strumenti di analisi finanziaria e dei rischi aziendali: una fotografia dell'economia trevigiana in tempo di crisi*, op. cit. In particolare, capitolo 2, *Lettura e analisi finanziaria dei bilanci aziendali*, p. 39.

297Nel calcolare il GLO sono emerse due particolari problematiche. La prima riguarda il caso in cui la società presenti un margine di contribuzione negativo. L'indice così ottenuto risulterà positivo ma privo di attendibilità dal punto di vista economico. La seconda è riconducibile al fatto che l'impresa presenti un margine di contribuzione non sufficiente a coprire i costi fissi, presentando quindi un reddito operativo negativo. Anche in questo caso il valore dell'indice non è significativo economicamente in quanto, se negativo, una diminuzione della quantità provocherebbe un aumento

- GLP compreso tra -50 e 50 [$-50 < GLP < 50$];
- V-RES compresa tra 0 e 30 [$0 < V-RES < 30$];
- Intensità di CCNC compresa tra -500 per cento e 500 per cento [$-500\% < intensità\ CCNC < 500\%$];
- D/E compreso tra -30 e 30 [$-30 < D/E < 30$].

I valori esclusi sono ritenuti non giustificabili economicamente in quanto potrebbero derivare da politiche di bilancio. Con queste ultime sono da intendersi le operazioni poste in essere dal management che rendono i dati di bilancio non conformi alla reale situazione aziendale. Solitamente, queste azioni sono poste in essere per soddisfare formalmente obiettivi dimensionali, gestionali e di immagine, come rassicurare i finanziatori attuali o potenziali sullo stato di salute dell'impresa, ovvero favorire la formazione di valori di cessione del pacchetto azionario o di sue quote particolarmente elevate²⁹⁸.

In seguito all'eliminazione delle imprese che avevano presentato valori anomali, il campione è stato ridimensionato a 604 società²⁹⁹.

del reddito operativo. Per queste ragioni sono state escluse dal campione le imprese con margine di contribuzione negativo e quelle con reddito operativo negativo. Cfr. Gardenal, G. *Strumenti di analisi finanziaria e dei rischi aziendali: una fotografia dell'economia trevigiana in tempo di crisi*, op. cit. In particolare, capitolo 4, *L'analisi dei rischi aziendali*, pp. 79-86.

²⁹⁸Cfr. Santesso, E. & Sòstero, U. (2008) *Il bilancio. Principi generali, struttura e regole di valutazione*, Milano, Il sole 24 ore. In particolare, capitolo 1, *Le finalità e i principi del bilancio d'esercizio*, p. 3.

²⁹⁹In questo studio si è preso come punto di partenza il campione ridefinito di 913 imprese risultate da uno studio precedente (Gardenal, G. *Applied topics in financial agents' behavior*, op.cit). In base a questo, state così individuate 851 imprese ancora attive per le quali sono stati calcolati tutti gli indicatori analizzati. Da questo campione sono state successivamente escluse le imprese che hanno presentato, anche in uno solo degli anni considerati, un valore anomalo. In conseguenza di ciò il campione analizzato è costituito da 604 società.

4.4 Alcune analisi

Prima di procedere con l'implementazione del modello di selezione delle opportunità d'investimento vogliamo proporre una serie di analisi preliminari svolte sugli indicatori di rischio-rendimento. Innanzitutto, si è sviluppata un'analisi di correlazione in base alla quale gli indicatori di rischio utilizzati sono stati considerati efficaci nell'esprimere il rischio complessivo aziendale. Successivamente, si è voluto analizzare l'andamento degli indicatori di bilancio, calcolati per il campione di 604 imprese, nel periodo 2003-2010.

4.4.1 L'analisi di correlazione degli indicatori di rischio-rendimento

Una volta determinati gli indicatori di rischio e rendimento sono state effettuate delle analisi di correlazioni tra questi indici³⁰⁰, con lo scopo di indagare le relazioni esistenti tra l'indicatore che esprime la redditività dell'impresa (*ROC*) e gli indicatori di rischio selezionati. Come possiamo osservare dalla *tabella 4.1*, riferita all'intero periodo 2003-2010, si sono ottenuti significativi livelli di correlazione tra *ROC* e indicatori di rischio. In particolare, focalizzandoci sulla prima colonna della tabella sottostante si constata come il campione sia caratterizzato da un rapporto rischio-rendimento inverso.

³⁰⁰In particolare, la correlazione è una misura statistica che esprime la relazione esistente tra due variabili. L'ordine delle due variabili non è importante; la correlazione tra A e B è uguale alla correlazione tra B e A. Se la correlazione è positiva si dice che le variabili sono positivamente correlate; se è negativa le variabili sono negativamente correlate. Nel caso in cui fosse zero, le variabili sono incorrelate, ossia la correlazione è assente. Cfr. Ross, S. A., Westerfield, R. W. & Jaffe, J. F. *Finanza Aziendale*, op. cit. In particolare, capitolo 9, *Rendimento e rischio: il Capital Asset Pricing Model (CAPM)*, pp. 321-325.

Tabella 4.1 Correlazione media tra gli indicatori di rischio-rendimento (2003-2010)

Correlazione media	ROC	GLO	GLP	V-RES	D/E	CCNC/F
ROC	1					
GLO	-0,324133066	1				
GLP	-0,204234844	-0,124049099	1			
V-RES	-0,196942148	-0,027603847	0,1059406955	1		
D/E	-0,212198159	0,1880227924	0,1268356112	0,013583873	1	
CCNC/F	-0,148155471	-0,122975714	-0,028882307	-0,085452101	-0,051626486	1

Fonte: Elaborazione personale

Le variabili che esprimono il rischio connesso all'impresa sono correlate negativamente con il suo rendimento; in altri termini, un aumento del rischio determina un rendimento inferiore. La relazione qui dimostrata contrasta con quella derivante dalla teoria del CAPM: gli individui sono disposti a detenere un'attività rischiosa solo nel caso in cui il suo rendimento atteso ne compensi il rischio, ossia il rendimento atteso di un titolo dovrebbe essere positivamente correlato con il suo rischio³⁰¹.

La relazione rischio-rendimento si presenta inversa non solo nel periodo considerato unitariamente, ma gli stessi risultati sono stati ottenuti anche calcolando la correlazione tra gli indici in ciascun periodo di riferimento, come si può osservare dalle tabelle sottostanti.

Tabella 4.2 Correlazione media tra gli indicatori di rischio-rendimento (2003)

Correlazione media (2003)	ROC	GLO	GLP	V-RES	D/E	CCNC/F
ROC	1					
GLO	-0,290195335	1				
GLP	-0,192984795	-0,185413755	1			
V-RES	-0,209350356	-0,054105247	0,1231978366	1		
D/E	-0,179011413	0,1720063639	0,1084159865	0,1095031288	1	
CCNC/F	-0,161198976	-0,03483579	-0,033694475	-0,153996245	-0,092125619	1

Fonte: Elaborazione personale

³⁰¹Cfr. Ross, S. A., Westerfield, R. W. & Jaffe, J. F. *Finanza Aziendale*, op. cit. In particolare, capitolo 9, pp. 356-362.

Tabella 4.3 Correlazione media tra gli indicatori di rischio-rendimento (2004)

Correlazione media (2004)	ROC	GLO	GLP	V-RES	D/E	CCNC/F
ROC	1					
GLO	-0,220745996	1				
GLP	-0,218052045	-0,170988092	1			
V-RES	-0,196626931	-0,051009912	0,103587194	1		
D/E	-0,171283532	0,1719645247	0,1421728042	0,1188496283	1	
CCNC/F	-0,17543121	-0,087141901	-0,027336535	-0,124465665	-0,097053163	1

Fonte: Elaborazione personale

Tabella 4.4 Correlazione media tra gli indicatori di rischio-rendimento (2005)

Correlazione media (2005)	ROC	GLO	GLP	V-RES	D/E	CCNC/F
ROC	1					
GLO	-0,302796267	1				
GLP	-0,243858575	-0,113216837	1			
V-RES	-0,152080264	-0,044745534	0,1162534276	1		
D/E	-0,226921223	0,1422416283	0,098321624	0,0555503677	1	
CCNC/F	-0,176873131	-0,106171328	-0,039315456	-0,128383496	-0,04070786	1

Fonte: Elaborazione personale

Tabella 4.5 Correlazione media tra gli indicatori di rischio-rendimento (2006)

Correlazione media (2006)	ROC	GLO	GLP	V-RES	D/E	CCNC/F
ROC	1					
GLO	-0,340668225	1				
GLP	-0,232970729	-0,128054188	1			
V-RES	-0,179829995	-0,056282632	0,1467617432	1		
D/E	-0,265515882	0,2484812211	0,1602499993	0,0614833316	1	
CCNC/F	-0,153802098	-0,174339601	-0,025407225	-0,127492017	-0,040196987	1

Fonte: Elaborazione personale

Tabella 4.6 Correlazione media tra gli indicatori di rischio-rendimento (2007)

Correlazione media (2007)	ROC	GLO	GLP	V-RES	D/E	CCNC/F
ROC	1					
GLO	-0,329718686	1				
GLP	-0,261140406	-0,072859371	1			
V-RES	-0,173808765	-0,023973049	0,1392429367	1		
D/E	-0,299259125	0,271266148	0,1448038536	0,0758105115	1	
CCNC/F	-0,145044757	-0,258415971	-0,011692745	-0,121407057	-0,016891041	1

Fonte: Elaborazione personale

Tabella 4.7 Correlazione media tra gli indicatori di rischio-rendimento (2008)

Correlazione media (2008)	ROC	GLO	GLP	V-RES	D/E	CCNC/F
ROC	1					
GLO	-0,28949761	1				
GLP	-0,132216473	-0,069723706	1			
V-RES	-0,212639577	-0,036112037	0,1106521471	1		
D/E	-0,209457419	0,3002382898	0,1176120604	-0,046215661	1	
CCNC/F	-0,116346508	-0,187334924	-0,028249969	-0,057236269	-0,034009736	1

Fonte: Elaborazione personale

Tabella 4.8 Correlazione media tra gli indicatori di rischio-rendimento (2009)

Correlazione media (2009)	ROC	GLO	GLP	V-RES	D/E	CCNC/F
ROC	1					
GLO	-0,393129726	1				
GLP	-0,175482458	-0,130544437	1			
V-RES	-0,190415537	-0,041174739	0,0933146807	1		
D/E	-0,20230266	0,1888033186	0,1053838816	-0,018000108	1	
CCNC/F	-0,143354214	-0,081026401	-0,026347077	-0,062489143	-0,038674084	1

Fonte: Elaborazione personale

Tabella 4.9 Correlazione media tra gli indicatori di rischio-rendimento (2010)

Correlazione media (2010)	ROC	GLO	GLP	V-RES	D/E	CCNC/F
ROC	1					
GLO	-0,408523157	1				
GLP	-0,202950117	-0,104104083	1			
V-RES	-0,243319691	-0,007292708	0,0902679208	1		
D/E	-0,22858628	0,1514908901	0,1136962959	-0,040250032	1	
CCNC/F	-0,129247442	-0,128681013	-0,026443677	-0,056012479	-0,006556936	1

Fonte: Elaborazione personale

Considerando che in tutti gli anni considerati le variabili che esprimono il rischio connesso all'impresa sono correlate negativamente con il suo rendimento, questa relazione esprime l'incapacità delle aziende appartenenti al campione di gestire il rischio prima che si manifesti. Le decisioni aziendali, infatti, devono basarsi su un livello di rischio percepito al momento in cui queste vengono assunte, mentre la misurazione degli effetti è possibile solo ex post. Le variabili di rischio qui utilizzate non rispecchiano le aspettative dell'imprenditore, ma sono evidenze ex post delle decisioni assunte. Se queste im-

prese fossero in grado di anticipare e gestire il rischio, il rapporto rischio-rendimento sarebbe sicuramente invertito³⁰². In aggiunta, analizzando le matrici di correlazione nei vari anni si può osservare come queste presentino dei rapporti piuttosto stabili nel tempo, indice che gli imprenditori si ostinano a gestire i rischi a posteriori.

Medesimo risultato era stato ottenuto nello studio preso a riferimento³⁰³. In questo era stato sottolineato come il *private equiter* difficilmente deciderà di investire in un'impresa appartenente a questo campione, a meno che non sia in grado di invertire il rapporto rischio-rendimento. Si attribuiva, inoltre, la causa dello scarso sviluppo dell'attività di *private equity*, soprattutto in quest'area, all'inefficienza imprenditoriale nella gestione dei rischi.

4.4.2 L'andamento degli indicatori di bilancio nel periodo 2003-2010

Prima di procedere con l'implementazione del modello si vogliono riportare alcune riflessioni sull'andamento degli indicatori di rischio-rendimento nel periodo 2003-2010.

Come prima cosa, sono stati calcolati i valori medi degli indicatori in ciascuno degli anni considerati (*tabella 4.10*).

Osservando i valori medi registrati nel periodo 2003-2010 si nota come l'indicatore di redditività sia stato caratterizzato da un trend crescente nel periodo 2003-2007. In particolare, in quest'ultimo anno ha registrato un valore pari a 18,82 punti percentuali. Viceversa, nei tre anni successivi tale indicatore è diminuito; rispetto al valore registrato nel 2007 la redditività è diminuita del 17,69 percento. Considerando insieme le 604 imprese del campione come un unico portafoglio, la redditività media derivante da un investimento in esso, nel 2010, è risultata pari a 15,49 percento. Questo dato segnala che le imprese negli ultimi anni si sono trovate in difficoltà a causa degli effetti negativi provocati dalla crisi economica e, in particolare, con il capitale che avevano investito hanno

³⁰²Cfr. Gardenal, G. *Strumenti di analisi finanziaria e dei rischi aziendali: una fotografia dell'economia trevigiana in tempo di crisi*, op.cit. In particolare, capitolo 4, pp. 72-73.

³⁰³Cfr. Gardenal, G. *Applied topics in financial agents' behavior*, op. cit. In particolare, *The "selection bias" in Private Equity: the Treviso case*, pp. 101-125.

generato ricchezza dalla gestione operativa in misura inferiore.

Tabella 4.10 Media e deviazione standard degli indicatori di rischio-rendimento nel periodo 2003-2010

		2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003
ROC (%)	media	15,49	15,61	17,18	18,82	18,23	17,38	17,24	16,71
	dev. Std	16,08	16,42	17,18	17,32	16,62	16,62	17,60	18,43
GLO	media	7,56	7,86	6,37	5,95	5,87	6,57	6,38	7,19
	dev. Std	6,21	6,73	5,74	5,29	4,39	5,53	5,46	6,06
GLP	media	4,19	3,88	4,27	4,33	4,41	4,30	4,37	4,31
	dev. Std	3,73	2,92	3,49	3,36	3,54	3,30	3,44	3,42
V-RES	media	8,26	8,09	8,29	6,88	6,56	6,49	6,44	6,05
	dev. Std	6,09	6,05	6,31	4,86	4,52	4,50	4,56	4,65
D/E	media	3,23	3,38	3,81	4,41	4,60	4,59	4,79	5,21
	dev. Std	3,94	4,31	4,66	4,63	4,79	4,82	5,28	5,62
CCNC/F (%)	media	27,14	26,82	24,73	24,82	24,57	24,41	23,35	23,20
	dev. Std	29,98	25,44	25,82	21,83	21,24	22,36	20,07	21,58

Fonte: Elaborazione personale

Se il rendimento presenta un andamento decrescente a causa della difficile situazione economica, ci si aspetta che gli indicatori utilizzati per esprimere il grado di rischio collegato all'investimento nell'impresa presentino un trend crescente, in modo da evidenziare un aumento del rischio.

Per quanto riguarda il grado di leva operativa si denota un andamento decrescente dell'indicatore nel periodo 2003-2006, in quanto da un valore iniziale di 7,19 diminuisce a 5,87 (-18 per cento). Successivamente, nel periodo 2007-2010 il trend viene invertito: l'indicatore cresce registrando un aumento del 27 per cento. Nel 2010, il campione presenta un quoziente pari a 7,56; questo significa che a fronte di una diminuzione del fatturato per quantità dell'1 per cento il reddito operativo ha subito un decremento del 7,56 per cento. Non abbiamo a disposizione tutti i dati relativi alle determinati del GLO, ma si può prevedere comunque che i valori di questo indice abbiano subito un progressivo aumento a causa degli effetti generati dalla crisi. In particolare, questa situazione ha determinato una riduzione del reddito operativo. A riprova di ciò si considera, infatti, che dal campione considerato in seguito alla deduzione delle imprese che avevano presentato indicatori anomali costituito da 724 imprese, sono state escluse circa 120 imprese che

hanno riportato un reddito operativo negativo negli anni 2009-2010³⁰⁴. In queste imprese gli effetti della crisi sono stati molto evidenti ma, in generale, tutte le attività economiche rientranti nel campione hanno riportato un reddito operativo decrescente.

I valori presentati nella *tabella 4.10*, riferiti al grado di leva di prezzo risultano piuttosto stabili nel corso degli anni: l'indice oscilla tra 3,88 e 4,41. Stessa stabilità è riscontrata anche nella deviazione standard rispetto ai valori medi.

La vita residua degli impianti, la quale esprime il rischio tecnologico assunto dalle imprese, nel periodo 2003-2010 ha subito una progressiva crescita. Se nel 2003 per gli impianti è stata stimata una vita media presunta pari a circa 6 anni, nel 2010 questa si è allungata di 2 anni (8,26). Si denota così un aumento del rischio tecnologico nel corso degli ultimi anni. Questo è ricollegabile alla forte espansione economica verificatasi fino al 2007 la quale ha generato aspettative di crescita fra gli imprenditori che hanno così realizzato importanti investimenti. La crisi finanziaria ha però ridimensionato queste aspettative a causa del razionamento del credito e, di conseguenza, le decisioni relative all'acquisto di nuovi macchinari prese in passato sono divenute fonte di maggior rischio. Il tasso di indebitamento nel periodo considerato è diminuito di circa il 38 per cento: nel 2003 il rapporto era pari a 5,21 ed è sceso nel 2010 a 3,23. Questa diminuzione segnala che le imprese hanno cercato di cambiare le proprie scelte di struttura finanziaria in quanto si sono trovate a fare i conti con il razionamento del credito del sistema bancario a causa dell'instabilità generale provocata dalla crisi. Le imprese si sono trovate di fronte ad una riduzione degli affidamenti bancari e per queste ragioni hanno dovuto ricorrere a capitali propri e quindi liquidità interne per finanziare le proprie attività. La riduzione del rapporto capitale di terzi su capitale proprio è da considerare una conseguenza della situazione che le imprese si sono trovate ad affrontare. Riducendo i mezzi di terzi, in qualche modo, esse hanno cercato di ridurre le probabilità di *default*³⁰⁵.

304L'esclusione è ricollegabile al fatto che in presenza di reddito negativo il grado di leva operativo non avrebbe avuto un significato economico. Si rimanda a nota 297.

305Un'impresa eccessivamente indebitata è esposta ad una serie di pericoli. Con il debito l'impresa assume degli impegni formali quali il pagamento di interessi e il rimborso del capitale. Se questi impegni non venissero rispettati, essa si troverebbe ad affrontare una situazione di dissesto finanziario, e nella peggiore delle ipotesi di fallimento vero e proprio. A differenza, gli impegni collegati al capitale proprio sono del tutto differenti: gli azionisti si aspettano di ricevere i dividendi ma non

In riferimento all'intensità di capitale circolante netto commerciale, dalla *tabella 4.10*, si osserva come questa sia aumentata progressivamente nel periodo considerato. Nel 2003 tale valore ammontava al 23,20 per cento, mentre nel 2010 risultava essere pari a 27,14 per cento (aumento di 17 punti percentuali). L'aumento di intensità segnala una crescita del rischio collegato al ciclo di vendite, in seguito a ciò le imprese dovranno disporre di una maggiore quantità di capitale circolante netto commerciale per produrre 100 euro di fatturato.

Dagli andamenti presentati dagli indicatori di bilancio delle imprese del campione si osserva come, in via generale, le imprese negli ultimi anni abbiano risentito degli effetti della crisi economico-finanziaria. Tenuto conto di ciò, andiamo di seguito ad analizzare i risultati del modello proposto.

4.5 I risultati

Come precedentemente esposto, il modello proposto prevede di calcolare innanzitutto l'utilità conseguibile investendo nel portafoglio di mercato e successivamente determinare l'utilità collegata all'investimento nelle imprese non quotate. Il confronto tra le due permetterà di individuare le aziende con utilità superiore rispetto al mercato, che possono essere considerate buone opportunità di investimento per l'operatore di *private equity*.

Per calcolare l'utilità relativa all'investimento nel portafoglio di mercato, sono stati presi in considerazione i prezzi giornalieri del *Dow Jones Euro Stoxx Index (SXXE)*³⁰⁶ relativi al periodo 31/12/2002 – 30/12/2011³⁰⁷.

vantano legalmente alcun diritto a riceverli. Cfr. Ross, S. A., Westerfield, R. W. & Jaffe, J. F. *Finanza Aziendale*, op. cit. In particolare, capitolo 15, *La struttura finanziaria: limiti all'uso del debito*, pp. 549-607.

306L'*Euro Stoxx Price Index* è un indice di capitalizzazione ponderato che considera i paesi appartenenti all'unione economica e monetaria europea. L'indice è stato sviluppato con un valore base di 100 al 31 dicembre 1991. Cfr. <http://www.bloomberg.com/quote/SXXE:IND>.

307La serie storica è stata estrapolata dal portale *Bloomberg* il quale mette a disposizione degli utenti

In base ai rendimenti registrati da questo indice ex-post sono stati calcolati i rendimenti attesi che l'investitore avrebbe potuto realizzare, in ottica prospettica, investendo nel portafoglio di mercato. Utilizzando questi specifici rendimenti si è ipotizzato di riuscire a prevedere ciò che accade nell'immediato futuro prendendo a riferimento le quotazioni già registrate³⁰⁸.

In particolare, è stata calcolata la media del rendimento atteso nel periodo 2003-2011 e questa è risultata essere pari a 5,04 percento. La media della varianza di questi rendimenti è risultata essere pari a 22,23 percento. Considerato il valore di avversione al rischio fisso e pari a 5, l'utilità relativa all'investimento nel portafoglio di mercato è risultata essere pari a $-7,31$ ³⁰⁹.

L'utilità è risultata negativa in quanto, a causa della crisi economico-finanziaria che ha colpito i mercati nazionali e internazionali, i rendimenti offerti sono drasticamente diminuiti a partire dal 2008. L'indice, dopo aver raggiunto nel periodo 2003-2010 il massimo prezzo registrato nel giugno 2007, pari a 442,87, ha riportato giorno dopo giorno rendimenti decrescenti. Si consideri che, se al primo gennaio 2008 il rendimento dell'indice è

strumenti software di analisi dei dati finanziari e servizi di dati e notizie per le organizzazioni di tutto il mondo. Cfr. <http://www.bloomberg.com/>. In particolare, le quotazioni prese a riferimento includono i giorni festivi che non siano sabato o domenica, quali ad esempio festività nazionali come primo maggio o venerdì santo. Nello specifico, i prezzi di questi giorni festivi sono stati calcolati come media tra la quotazione del giorno precedente e successivo. In questo modo si ipotizza che tutte le settimane siano composta da cinque giorni lavorativi..

308 Analiticamente il rendimento ex ante è stato calcolato come segue: $[(P_{t+1}/P_t) - 1]$. In questa espressione P_t è la quotazione del titolo registrata in un particolare momento (esempio al 31/12/2002) mentre P_{t+1} è la quotazione riportata l'anno successivo (esempio 30/12/2003. Nello specifico, è la quotazione ottenuta dopo 260 giorni di borsa aperta; ai 365 giorni sono sottratti i giorni festivi quali sabati e domeniche) .

309 L'utilità è stata calcolata con la seguente formula (vedi nota 12): $U_M = E(R_M) - 0,005 * A * \sigma_M^2$.

Nello specifico, il fattore 0,005 è una convenzione di scala che permette di esprimere il rendimento atteso e la deviazione standard come percentuali anziché decimali, mentre A è il fattore che esprime l'avversione al rischio dell'investitore e si ipotizza che questo valore medio nel lungo termine sia pari a 5. Solitamente si ritiene che tale valore sia compreso tra 4 e 6; un alto valore esprime l'avversione al rischio dell'investitore, viceversa un basso valore indica che l'investitore è propenso al rischio. Cfr. Gardenal, G. *Applied topics in financial agents' behavior*, op.cit. In particolare, *Modelling risk aversion and information risk*, pp. 43-99.

risultato essere pari a 412,42, a fine anno si era quasi dimezzato e risultava essere pari a 222,7. Il prezzo del *Dow Jones Euro Stoxx Index* è sceso ulteriormente nei primi mesi del 2009, riportando un rendimento pari a 169,38 nel marzo di quell'anno. A partire da questa data i rendimenti a poco a poco hanno registrato lievi aumenti e diminuzioni, fino a chiudere con una quotazione pari a 225,78 nel dicembre 2011.

Determinata l'utilità collegata al portafoglio di mercato si è cercato di calcolare quella riconducibile all'investimento nelle imprese non quotate. Per fare ciò si è utilizzato un metodo per "ricerca obiettivo" che uguagliasse l'utilità dell'investimento nell'indice di mercato, all'utilità dell'investimento nell'intero campione trevigiano, immaginando di usare il ROC medio come misura di rendimento (pari a 17,08%), la matrice di varianza e covarianza degli indicatori di rischio medi del campione (stabile nel tempo) come misura di rischio e cambiando il vettore dell'avversione al rischio (interpretata come volontà del *private equiter* di intervenire nei vari fattori di rischio delle imprese campionate). Il vettore così individuato è stato poi applicato, azienda per azienda, sui dati di rischio e rendimento specifici delle stesse, per calcolarne la relativa utilità, da confrontare con quella dell'investimento nell'indice di mercato e decretare così la convenienza o meno di investire in ciascuna specifica impresa campionata (604 in tutto)³¹⁰.

Così facendo, sono state selezionate le imprese che hanno fornito un'utilità superiore a quella di mercato. Secondo questo criterio sono state isolate 96 imprese che hanno evidenziato un'utilità superiore a quella di mercato (-7,31). Posto che nessun investitore

³¹⁰L'utilità è stata determinata sulla base di questa formulazione: $U_i = E(R) - A * \sigma_i^2$. In particolare, il fattore che esprime il rischio ($A * \sigma_i^2$) è stato decomposto per considerare la capacità dell'operatore di *private equity* di gestire i rischi aziendali. In generale, il fattore A di avversione al rischio è stato calcolato moltiplicando il vettore che rappresenta la capacità del *private equiter* di gestire il rischio (A-Var) per la matrice di varianza-covarianza degli specifici indicatori di rischio contabili (Var-Cov). Dopo aver impostato il vettore A, ancora sconosciuto, è stato moltiplicato per il vettore degli indicatori di rischio (media degli indicatori di rischio). A questo punto, è stato utilizzato il risolutore in modo da ottenere l'utilità degli investimenti nel portafoglio di mercato pari a quella nel portafoglio di imprese non quotate, impostando come variabile il vettore A-var. Inoltre, i componenti del vettore sono stati posti uguali tra loro. Il vettore così ottenuto è stato trasposto e moltiplicato per la matrice Var-cov degli indicatori e questo risultato è stato utilizzato come livello ottimale di avversione al rischio per ciascuna specifica categoria di rischio. Per un approfondimento sul processo metodologico utilizzato si rimanda a: Gardenal, G. *Applied topics in financial agents' behavior*, op.cit.

è interessato ad un progetto che genera utilità negativa, tra queste imprese sono state infine selezionate solamente quelle che hanno registrato utilità positive (maggiori o uguali a zero), ossia 58.

Il portafoglio di mercato ha dato una disutilità a causa dei risultati negativi registrati a partire dal 2008. Per queste ragioni si è voluto replicare l'analisi escludendo gli ultimi anni caratterizzati dalla crisi economico-finanziaria internazionale.

Una seconda analisi è stata effettuata prendendo in considerazione il periodo 2003-2007. Così facendo l'utilità collegata all'investimento nel mercato è risultata essere leggermente positiva, pari a 0,23³¹¹. Comparando quest'ultima con quella risultante dalle imprese non quotate, nello stesso periodo, sul campione di 604 imprese, 129 hanno ottenuto performance superiori rispetto a quelle di mercato, quasi il doppio rispetto al caso precedente.

Ancora, si è voluta fare un'ulteriore prova considerando solamente il periodo 2003-2006 in modo da eliminare completamente gli effetti della crisi economica. In questo caso, l'utilità attesa che l'investitore si aspettava di ricevere investendo nel portafoglio di mercato risultava essere pari a 16,85. Si osserva come, rispetto al caso precedente, sia di gran lunga superiore in quanto sono stati eliminati completamente gli effetti della crisi. Comparando l'utilità così ottenuta con quella derivante dall'investimento in imprese non quotate, 84 sono risultate buone opportunità d'investimento³¹².

Considerando i risultati ottenuti con la prima analisi, dalla quale sono state selezionate 58 imprese nelle quali l'operatore di *private equity* dovrebbe investire per ottenere un'utilità maggiore rispetto a quella offerta dal mercato, vogliamo ora analizzare se queste attività rientrano in particolari settori economici.

³¹¹Si deve considerare che l'utilità, come esposto in precedenza, viene calcolata considerando il rendimento ex-ante che è stato calcolato tenendo conto delle quotazioni registrate dall'indice ex-post. A ciò consegue che il calcolo del rendimento ex ante riferito al 2007 si basa sui rendimenti registrati nel 2008, e come analizzato in precedenza proprio a partire da questo periodo la quotazione ha subito una brusca diminuzione.

³¹²Nel leggere i risultati di queste ulteriori analisi relative al periodo 2003-2007 e 2003-2006 si deve tenere in considerazione che è stato preso a riferimento sempre il campione di 604 imprese, dal quale erano state escluse tutte le imprese che avevano presentato indicatori anomali nel periodo 2003-2010 e tutte quelle che avevano presentato risultati operativi negativi negli ultimi anni a causa del manifestarsi degli effetti della crisi economica.

Questo è possibile in quanto il bilancio di ciascuna impresa è accompagnato da una serie di informazioni, tra le quali il codice Ateco 2007³¹³ il quale fornisce una descrizione sintetica dell'attività economica svolta dall'impresa. Grazie alla disponibilità di queste informazioni è stato possibile risalire all'attività economica svolta dalle imprese considerate come possibili opportunità d'investimento.

Da questa analisi emerge come nel gruppo di imprese selezionate la maggior parte, circa il 40 per cento, svolgano “attività manifatturiere”. Tra queste nel nostro campione sono ricomprese una varietà di imprese quali: industrie alimentari, industrie specializzate nella fabbricazione di articoli in gomma e materie plastiche, di prodotti in pelle, in metallo o in vetro, di imprese produttrici di mobili. Un altro 28 per cento di imprese rientrano nella categoria del “commercio all'ingrosso, riparazione di autoveicoli e motocicli e commercio al dettaglio”. Anche questa è una categoria molto eterogenea nella quale sono compresi: supermercati, minimercati ed altri esercizi di alimentari vari non specializzati; farmacie; commercianti all'ingrosso di vario genere come quelli di fiori e piante, computer e apparecchiature informatiche, mobili; dettaglianti di carburante, di tessuti per l'abbigliamento e l'arredo. Emerge, inoltre, che il 14 per cento delle imprese selezionate rientrano nella macro-classe “servizi di informazione e comunicazione”. Si tratta, in particolare, di imprese che si occupano dell'elaborazione elettronica dei dati contabili e di imprese che producono software o offrono servizi di consulenza informatica.

Pertanto, il *private equiter* che si volesse concentrare in questa area geografica, alla luce dei risultati qui riportati avrebbe a disposizione un flusso di opportunità d'investimento eterogeneo.

Di seguito vogliamo brevemente analizzare l'andamento degli indicatori di rischio-rendimento delle sole imprese selezionate per vedere se presentano particolari differenze rispetto all'intero campione.

313Il codice Ateco 2007 è uno strumento di codifica predisposto dall'Istat che permette una classificazione gerarchica delle attività economiche produttive. Per un approfondimento: http://www3.istat.it/dati/catalogo/20090615_00/metenorme09_40classificazione_attivita_economiche_2007.pdf.

Tabella 4.11 : Media e deviazione standard degli indicatori di rischio-rendimento delle imprese selezionate nel periodo 2003-2010

		2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003
ROC (%)	media	33,57	33,90	35,61	38,70	34,61	31,21	36,58	32,43
	dev.Std	27,65	28,11	27,11	28,27	23,18	22,38	30,52	30,10
GLO	media	6,65	5,82	6,91	5,85	5,80	6,35	5,92	6,76
	dev.Std	5,67	4,56	7,87	5,95	4,16	4,41	4,02	5,26
GLP	media	3,34	3,31	3,53	3,44	3,32	3,26	3,33	3,25
	dev.Std	3,33	3,24	3,53	3,21	2,66	2,52	2,64	2,20
V-RES	media	8,19	8,09	8,47	7,52	7,24	7,04	6,67	6,20
	dev.Std	5,89	6,13	6,68	5,75	5,55	5,43	5,17	4,91
D/E	media	2,24	2,52	2,95	3,07	3,38	3,34	3,42	4,20
	dev.Std	3,45	4,75	5,39	4,16	4,79	4,17	4,02	4,96
CCNC/F (%)	media	-2,18	-0,28	-0,96	-0,51	0,15	-0,11	-1,58	-2,30
	dev.Std	45,22	43,78	41,25	41,00	36,67	32,06	28,68	28,97

Fonte: Elaborazione personale

L'indice di redditività delle imprese selezionate presenta un andamento analogo a quello del campione considerato in precedenza. Nel periodo 2003-2007 questo subisce un progressivo aumento, ma a partire dal 2008 il trend viene invertito e comincia a diminuire. A differenza dei valori medi riferiti al campione nel complesso in questo caso, però, i rendimenti sono di gran lunga superiori, il che è giustificabile dal fatto che gli operatori di *private equity* sono interessati alle imprese che presentano livelli di rendimento piuttosto elevati.

Osservando gli andamenti del *return on capital* riferiti a ciascuna impresa si voleva analizzare, inoltre, se le imprese si trovassero ad affrontare particolari stadi del loro ciclo di vita. Questi risultati evidenziano come le imprese selezionate siano eterogenee anche sotto questo punto di vista. Sono incluse, infatti, imprese *start up* caratterizzate da indicatori contenuti, imprese mature con valori alti e piuttosto stabili nel tempo, imprese in declino con valori decrescenti, declino che potrebbe essere stato causato dalla situazione avversa degli ultimi anni. Oltre a ciò sono incluse anche imprese che presentano un trend inverso rispetto al campione generale: si tratta di aziende in crescita il cui ROC è aumentato negli anni considerati.

Anche il grado di leva operativa presenta un andamento simile a quello del campione in generale, con valori decrescenti nel periodo 2003-2006 e crescenti nel periodo 2007-2010 i quali riflettono un aumento del rischio d'impresa. Il grado di leva di prezzo, an-

cora una volta, presenta invece dei valori piuttosto stabili in tutto il periodo.

I valori relativi alla vita residua degli impianti rispecchiano quelli del campione generale. Si osserva un aumento di circa 2 anni della vita media presunta degli impianti dal 2003 al 2010, che riporta un conseguente aumento del rischio tecnologico.

Il rapporto debito su mezzi propri riferito alle imprese selezionate si è quasi dimezzato dal 2003 al 2010. Queste imprese hanno cercato di ridurre le proprie probabilità di dissesto finanziario variando le scelte di indebitamento.

L'intensità di capitale circolante netto commerciale delle imprese selezionate, a differenza dell'intero campione, presenta valori negativi nella maggior parte del periodo. In particolare, l'indice presenta un trend crescente nel periodo 2003-2006 e un andamento decrescente nel periodo 2007-2010. La maggior parte delle imprese selezionate, infatti, presenta valori delle passività correnti superiori rispetto alle attività correnti tanto da determinare un capitale circolante netto commerciale negativo.

Un CCNC positivo è rappresentativo del fabbisogno finanziario di cui necessita l'impresa in seguito allo svolgimento del ciclo di attività economica (acquisto – trasformazione – vendita). Per queste ragioni un CCNC positivo è tipico di industrie manifatturiere e imprese di servizi. Viceversa, un valore negativo del capitale circolante netto commerciale indica che l'impresa dispone di risorse da investire in altri ambiti gestionali. In normali condizioni economiche, un valore negativo è tipico delle imprese appartenenti alla grande distribuzione. Come precedentemente esposto, le imprese del nostro campione appartengono a settori piuttosto eterogenei con prevalenza di attività manifatturiere. In seguito a questa considerazione, il capitale circolante netto commerciale dovrebbe presentare valori positivi, ma la particolare situazione economica che ha caratterizzato gli ultimi anni ha fatto in modo che le imprese, indipendentemente dal settore economico di appartenenza, registrassero valori di CCNC negativo. È da considerare, infatti, che una variazione crescente del capitale circolante netto commerciale denota un incremento delle risorse investite e del fabbisogno finanziario dell'impresa, come verificatosi nel periodo 2003-2006. Viceversa, un trend decrescente del CCNC indica che le imprese stanno disinvestendo le risorse e risulta necessario indagare le cause di questa diminuzione, come avvenuto nel periodo 2007-2010. In particolare, in questa situazione l'andamento decrescente potrebbe essere ricollegato in parte alla riduzione del volume di atti-

vità, e in parte ad un allungamento dei tempi di pagamento dei fornitori.

Così come il mercato ha subito l'influenza negativa della crisi economica anche le imprese selezionate hanno dovuto fare i conti con gli effetti negativi generati dalla difficile situazione economica. Nonostante questo, il modello che abbiamo presentato è riuscito ad individuare un gruppo di imprese che il *private equiter* dovrebbe considerare nel momento in cui svolge la propria attività di *scouting* diretta. Nel caso in cui fosse interessato ad una di queste specifiche imprese dovrebbe procedere ad ulteriori analisi per verificare la bontà e la fattibilità dell'investimento.

Un'analisi fondata su questo modello permetterebbe al fondo di costituire il proprio campione, nel rispetto delle politiche di investimento che esso ha stabilito. Può, infatti, concentrarsi indistintamente sulle imprese localizzate in una particolare area geografica, oppure considerare solamente le attività operanti in specifici settori. In questo modo avrebbe la possibilità di creare il proprio flusso di opportunità d'investimento di qualità in modo piuttosto semplice, in quanto per fare ciò si utilizzano gli indicatori di bilancio. In un secondo momento potrebbe effettuare analisi più specifiche sulle imprese così individuate.

Conclusioni

Il tessuto imprenditoriale italiano è costituito in prevalenza da piccole e medie imprese non quotate, delle quali si conoscono solamente i dati economico-finanziari desumibili dal bilancio d'esercizio. Per questa ragione, in questo semplice studio è stato proposto un modello originale con il quale il private equiter possa individuare, in base ad una serie di indicatori economico-finanziari, un gruppo di potenziali imprese nelle quali investire. Si vuole sottolineare come questo modello sia del tutto originale e in alcun modo validato.

Il modello adottato prevede di determinare, e successivamente confrontare, l'utilità che l'operatore di private equity otterrebbe in seguito ad un investimento nel portafoglio di mercato e l'utilità che conseguirebbe nel caso in cui finanziasse una specifica impresa non quotata.

Innanzitutto, per calcolare l'utilità collegata all'investimento nel portafoglio di mercato si avevano a disposizione tutti i dati necessari e questa è risultata essere pari a $-7,31$. L'utilità è risultata negativa in quanto, a causa della crisi economico-finanziaria che ha colpito i mercati nazionali e internazionali, a partire dal 2008 i rendimenti offerti dai titoli azionari sono drasticamente diminuiti.

Viceversa, determinare l'utilità derivante dall'investimento in una specifica impresa non è stato altrettanto immediato in quanto, in primo luogo, si disponeva solamente dei valori contabili desunti dai bilanci d'esercizio e, in aggiunta, risultava impossibile ottenere una singola misura di volatilità dei rendimenti. Tenuto conto di ciò, sono stati selezionati una serie di indici i quali, nel complesso, si è ritenuto esprimessero al meglio il rapporto rischio-rendimento dell'impresa. In riferimento a questo rapporto, lo studio è risultato particolarmente utile in quanto ha permesso di identificare un'anomalia: le variabili che esprimono il rischio connesso all'impresa sono risultate correlate negativamente con il suo rendimento; in altri termini, un aumento del rischio determina un rendimento inferiore. Questa relazione contrasta con quella derivante dalla teoria del

CAPM, in base alla quale gli individui sono disposti a detenere un'attività rischiosa solo nel caso in cui il suo rendimento atteso ne compensa il rischio, ossia il rendimento atteso di un titolo dovrebbe essere positivamente correlato con il suo rischio. Il rapporto rischio-rendimento del campione considerato esprime, pertanto, l'incapacità di queste imprese di gestire il rischio prima che si manifesti. Sulla base di questo risultato si ritiene che il private equiter difficilmente vorrà investire nelle imprese trevigiane, a meno che non sia in grado di invertire il rapporto. Inoltre, l'inefficienza imprenditoriale nella gestione dei rischi può essere considerata la causa dello scarso sviluppo dell'attività di private equity soprattutto nell'area considerata.

Una volta calcolati gli indicatori in grado di esprimere il rapporto rischio-rendimento dell'impresa è stato possibile determinare l'utilità delle partecipazioni in ciascuna delle 604 imprese del campione.

In seguito, confrontando l'utilità di investire nel portafoglio di mercato con quella ottenuta per ciascuna impresa, sono state selezionate 96 imprese che hanno evidenziato un'utilità superiore a quella di mercato. Posto che nessun investitore è interessato ad un progetto che genera utilità negativa, tra queste imprese sono state identificate solamente quelle che hanno registrato risultati positivi, ossia 58.

Il private equiter che si volesse concentrare in questa area geografica avrebbe a disposizione un flusso di opportunità d'investimento eterogeneo in quanto, in seguito ad un'analisi settoriale delle imprese selezionate, è emerso che queste appartengono a settori completamente differenti. Sono, infatti, incluse imprese che svolgono svariate attività manifatturiere, quali la fabbricazione di prodotti plastici, in gomma, in pelle, in metallo o in vetro, specializzate nel settore alimentare o nella produzione di mobili. Altre imprese si occupano, invece, del commercio all'ingrosso o al dettaglio, nel quale rientrano sia minimercati e supermercati sia attività commerciali che si occupano della vendita di piante e fiori, tessuti per l'abbigliamento e l'arredo, computer e attrezzature informatiche. Nel campione di imprese selezionate sono comprese, infine, anche quelle specializzate nei servizi di informazione e comunicazione quali l'elaborazione elettronica dei dati contabili e le imprese che producono software o offrono servizi di consulenza informatica.

Infine, da un'analisi degli indicatori economico-finanziari delle imprese selezionate

emerge come anche queste hanno subito, come il mercato, l'influenza negativa della crisi economica. Nonostante la situazione avversa, il modello presentato è riuscito in ogni caso ad individuare un gruppo di imprese che potrebbero costituire per il private equiter un flusso di opportunità d'investimento interessanti.

Il modello qui proposto potrebbe essere utilizzato dal fondo stesso per selezionare le imprese da inserire nel suo portafoglio, nel rispetto delle politiche di investimento prefissate. Potrebbe, infatti, creare il proprio campione concentrarsi indistintamente sulle imprese localizzate in una particolare area geografica, oppure considerare solamente le attività operanti in specifici settori. In modo piuttosto semplice, con l'utilizzo degli indicatori di bilancio, avrebbe la possibilità di individuare un gruppo di imprese che potrebbero essere considerate un buon investimento. In un secondo momento, dovrebbe comunque effettuare analisi più specifiche sulle imprese così individuate.

Questo studio presenta il vantaggio di utilizzare indicatori contabili e non dati di mercato per valutare, in base ad una prima analisi, l'utilità che l'investitore otterrebbe investendo in una particolare impresa non quotata. Allo stesso tempo il modello presenta indubbiamente delle criticità e risulta essere sicuramente migliorabile. Alla luce di queste considerazioni lo studio proposto dovrebbe essere visto come punto di partenza per ulteriori sviluppi successivi.

Riferimenti bibliografici

- AIFI (1990) *Venture capital. Capitale per lo sviluppo*, Milano, Il sole 24 ore Libri;
- AIFI (2004) Quaderni sull'investimento nel capitale di rischio, *Il private equity come motore dello sviluppo*, Milano, Egea;
- Angelini, E. (2006) *I mercati e gli strumenti finanziari di borsa. Aspetti strutturali, normativi e funzionali del mercato mobiliare italiano*, Torino, Giappichelli Editore;
- Arnone, M., Bellavite, C. & Graziadei, F. (2006) *Il venture capital per lo sviluppo. Un'analisi delle economie emergenti*, Milano, Vita e Pensiero;
- Arora, P. K. & Chakraborty, S. (2012) "An analysis of factors affecting private equity investment decision: evidence from Singapore", *International Journal of Business Research*, 12, pp. 104-113;
- Assonime & Ministero della Giustizia (2012) "Rapporto sull'attuazione della riforma della legge fallimentare e sulle sue più recenti modifiche", *Note e Studi*, 4, pp. 1-106;
- Balducci, D. (2006) *La valutazione dell'azienda*, Assago Milano, Edizioni Fag;
- Banca d'Italia, *Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio adottato con provvedimento del 14 aprile 2005* (modificato con i provvedimenti Banca d'Italia del 21 giugno 2007, del 27 febbraio 2008, provvedimento Banca d'Italia/Consob del 29 ottobre 2007 e provvedimento della Banca d'Italia del 16 dicembre 2008);
- Bechi, A. & Muzio, A. (2010) "Private equity e venture capital di fronte al cambiamento", *Amministrazione & finanza*, 7, pp.59-64;
- Bencini, F. & Filippini, L. (2008) "La determinazione dell'equilibrio finanziario nelle imprese. La ricerca dell'equilibrio tra teoria e vincoli", *Contabilità finanza e controllo*, 3, pp. 230-234;

- Bentivogli, C., Carmignani, A., Del Colle, D.M., Del Giudice, R., Gallo, M., Generale, A., Gervasoni, A., Rigon, M., Rossi, P., Sette, E. & Szegö, B. (2009) (a cura di) “Il private equity in Italia”, *Questioni di economia e finanza*, 41, Banca d’Italia;
- Bovaird, C. (1990) *Introduction to venture capital finance*, London, Pitman;
- Bracchi, G. (2007) (intervento a cura di) Atti convegno annuale 26 marzo 2007 AIFI “*Il ruolo del private equity nella trasformazione dell’impresa*”, Milano;
- Bracchi, G. (2009) “Il nuovo private equity italiano che uscirà dalla crisi”, *Bancaria. Il mensile dell’Associazione bancaria italiana*, 4, pp. 22-27;
- Bracchi, G. (2010) (a cura di) Atti convegno annuale 15 marzo 2010 AIFI “*Private equity e imprese dopo la crisi*”, Milano;
- Bracchi, G. (2011) *Private equity ed economia italiana*, Milano, Egea;
- Brealey, R. & Myers, S. (2011) *Principi di finanza aziendale*, McGraw-Hill Companies;
- Brighi, P. & Torluccio, G. (2008) “Selezione e specificazione delle fonti di finanziamento nelle pmi in Italia”, *Banca impresa società*, 1, pp. 71-109;
- British Private Equity & Venture Capital Association (2012) *BVCA Private Equity and Venture Capital Report on Investment Activity 2011*;
- Bygrave, W. & Timmons, J. A. (1992) *Venture Capital at the Crossroad*, Boston, Harvard Business School Press;
- Capuano, G., Nassisi, E., Canavese, V., Pugliares, G., Caiazzo, M., Carnazza, P. & Saracino, P., (2010) *Small Business Act. Le iniziative a sostegno delle Pmi in Italia e nell’Europa A 27. Rapporto 2010*, Ministero dello sviluppo economico;
- Carlotti, M. (2003) *Tecniche di private equity. Il fondo e l’origination, l’investimento, la gestione e il disinvestimento*, Milano, Egea;
- Caruso, A., Palmucci, F. & Zambelli, S. (2006) (a cura di) “Lo sviluppo e la crescita delle PMI In Italia: apertura del capitale di rischio e servizi di corporate banking”, *Convegno AIDEA 2006 – Finanza e industria in Italia*, Roma;

- Cary, L. (1993) *Guide to private equity and venture capital in the UK and Europe*. London, Pitman Publishing;
- Caselli, S. (2010) *Private equity and venture capital in Europe: markets, techniques, and deals*, Elsevier, Burlington, USA;
- Cenni, S. (2006) “La domanda di servizi di corporate banking e la finanza delle imprese”, *Banche e banchieri*, 23, 1, pp. 36-53;
- Cerved Group (2012) *Osservatorio trimestrale sulla crisi d'impresa. Quarto trimestre 2011*;
- Chesini, G. (2000) *Il private equity e gli investitori istituzionali nel capitale di rischio delle imprese*, Padova, CEDAM;
- Cimino, S. (2003) “Come e perché investire in private equity. Una classe di investimento alternativa”, *Amministrazione & finanza Oro*, 6;
- Commissione Europea (2011) *Innovation Union Scoreboard 2011*, Bruxelles, Enterprise and Industry;
- Commissione Istituto di Economia delle Aziende industriali e commerciali dell'Università L. Bocconi, ASSIREVI, Borsa valori di Milano, Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti (1989) *Principi e metodi nella valutazione di aziende e di partecipazioni societarie*, Milano, Egea;
- Commissione Venture Capital AIFI (2011) *Libro bianco. Proposte per lo sviluppo del venture capital in Italia*;
- Coopers & Lybrand, EVCA (1996) *The economic impact of Venture Capital in Europe*, pubblicazione interna, Zaventem;
- Dawson, A. (2011) “Private equity investment decisions in family firms: The role of human resources and agency costs”, *Journal of Business Venturing*, 26, pp. 189-199;
- De Luca, P. (2009) “La competitività dell'azienda sui mercati finanziari ed il private equity”, *Amministrazione & finanza, gli inserti*, 3, pp. I-XV;
- De Luca, P. & Ferri, S. (2009) *Le scelte di finanziamento in ottica strategica. Equity*,

debito e strumenti ibridi, Milanofiori Assago, Wolters Kluwer Italia S.r.l.;

De Socio, A. (2010) (a cura di) “La situazione economica-finanziaria delle imprese italiane nel confronto internazionale”, *Questioni di economia e finanza*, 66, Banca d’Italia;

Decreto del ministero del Tesoro n.228 del 24 maggio 1999 (modificato da ultimo dal decreto ministeriale 14/10/05 n.256, pubblicato sulla G.U. n. 295 del 20/12/05) concernente la determinazione dei criteri generali cui devono uniformarsi i fondi comuni di investimento;

Del Giudice, R. & Gervasoni, A. (2002) *Finanziarsi con il venture capital*, Milano, ETAS;

Dessy, A. & Vender, J. (1996) *Capitale di rischio e sviluppo dell'impresa*, Milano, Egea;

Di Giorgio, G. & Di Odoardo, M. (2008), “Venture capital e private equity in Italia”, *Working Papers*, 3, Ministero dell’Economia e delle Finanze. Dipartimento del Tesoro;

Divisione relazioni esterne, ufficio relazione con il pubblico (2010) *Testo unico della Finanza*, Decreto Legislativo n.58, del 24 febbraio 1998;

EVCA (2012) *Yearbook 2012. Activity Data on fundraising, investments and divestments by Private Equity and Venture Capital firms in Europe*;

Facchinetti, I. (2006) *Analisi di bilancio: metodologie, procedure e casi di analisi per margini, indici e flussi*, Milano, Il Sole 24 Ore;

Ferrarese, P. (2006) *Il sistema di bilancio per le aziende di piccola dimensione*, Venezia, Libreria Editrice Cafoscarina;

Forestieri, G. & Lazzari, V. (2003) *Il finanziamento delle imprese. Quale futuro? Capitale di rischio, venture capital, Ipo, e nuovi rapporti banca-impresa*, Milano, Bancaria Editrice;

Frank Russel Company (2007) *Russel Survey on Alternative Investing 2007-2008*;

Fried, V. H. & Hisrich, R. D. (1994) “Toward a Model of Venture Capital Investment Decision Making”, *The Journal of the Financial Management Association*, 3, pp. 28-37;

- Fusaro, G. & Muzio, A. (2011) “Superare gli ostacoli delle dimensioni d’impresa”, *Amministrazione & finanza*, 10, pp. 54-60;
- Fusaro, G. & Muzio, A. (2012) “Domanda e offerta di private equity in Italia: il segmento del mid market”, *Impresa e mercati finanziari*, 8, Liuc Papers n. 245, pp. 1-36;
- Gagliardi, G. & Ghiringhelli, M. (2006) “Ottenere capitali dai fondi di private equity”, *Contabilità finanza e controllo*, 12, pp. 982-988;
- Gardenal, G. (2010) *Applied topics in financial agents' behavior*, doctoral dissertation, Venezia, Università Cà Foscari;
- Gardenal, G. (2011) *Strumenti di analisi finanziaria e dei rischi aziendali: una fotografia dell'economia trevigiana in tempo di crisi*, Venezia, Studio LT2;
- Gervasoni, A. (2008) (a cura di) *Convegno annuale 2008 AIFI “Il mercato italiano del Private Equity e Venture Capital nel 2007”*, Milano;
- Gervasoni, A. (2009) (a cura di) *Convegno annuale 2009 AIFI “Il mercato italiano del Private Equity e Venture Capital nel 2008”*, Milano;
- Gervasoni, A. (2010) (a cura di) *Convegno annuale 2010 AIFI “Il mercato italiano del Private Equity e Venture Capital nel 2009”*, Milano;
- Gervasoni, A. (2011) (a cura di) *Convegno annuale 2011 AIFI “Il mercato italiano del Private Equity e Venture Capital nel 2010”*, Milano;
- Gervasoni, A. (2012) (a cura di) *Convegno annuale 2012 AIFI “Il mercato italiano del Private Equity e Venture Capital nel 2011”*, Milano;
- Gervasoni, A. & Bechi, A. (2007) *I fondi chiusi di private equity nell’esperienza italiana. Aspetti economici e giuridici*, Bologna, Il Mulino;
- Gervasoni, A. & Sattin, F. (2008) *Private equity e venture capital: manuale d’investimento nel capitale di rischio*, Milano, Edizioni Angelo Guerini e Associati;
- Hall, J. (1989) *Venture Capitalist Decision Making and the Entrepreneur: An Exploratory Investigation*, Unpublished doctoral dissertation, University of Georgia;

- Hall, J. & Hofer, C. H. (1993) "Venture capitalist decision criteria in new venture evaluation", *Journal of Business Venturing*, 8, pp. 25-42;
- Hudson, E. & Evans, M. (2005) "A review of research into venture capitalists' decision making: implications for entrepreneurs, venture capitalists and researchers", *Journal of Economic and Social Policy*, 10, pp. 1-18;
- Kelley, D., Bosma, N., & Amorós, J. E. (2010) *Global Entrepreneurship Monitor. 2010 Global Report*, Global Entrepreneurship Research Association;
- Kollmann, T. & Kuckertz, A. (2010) "Evaluation uncertainty of venture capitalists' investment criteria", *Journal of Business Research*, 7, pp. 741-747;
- Lambin, J. J. (2002) *Marketing strategico e operativo. Market-driven management*, Milano McGraw-Hills Companies;
- Legge 14 agosto 1993, n. 344. Istituzione e disciplina dei fondi comuni di investimento mobiliari chiusi. Gazzetta Ufficiale n.205, dell'1.09.1993 – supplemento ordinario n. 85;*
- Lewis, J. (2000) "Factors influencing foreign direct investment in lesser developed countries", *The park place economist*, 8, pp. 99-107;
- Lintner, J. (1965) "The valuation of risk assets and the selection of risky investments in stock portfolios and capital budgets", *The Review of Economics and Statistics*, 47, pp. 13-37;
- MacMillan, I. C., Siegel, R. & Narasimha, P. N. (1985) "Criteria used by venture capitalists to evaluate new venture proposals", *Journal of Business Venturing*, 1, pp. 119-128;
- MacMillan, I. C., Zemann, L. & Subbanarasimha, P. N. (1987) "Criteria distinguishing successful from unsuccessful ventures in the venture scening process", *Journal of Business Venturing*, 2, pp. 123-137;
- NVCA, Venture One, Coopers & Lybrand (1998) Eighth annual economic impact of venture capital study, Arlington (Virginia);

- Petty, J. S. (2009) "The dynamic of venture capital decision making", *Academy of Management Meeting Proceedings*;
- Porter, M. E. (1982) *Competitive Advantage*, New York, The Free Press;
- Potito, L. (2009) *Le operazioni straordinarie nell'economia delle imprese*, Torino, Giappichelli Editore;
- Querci, F. (2009) "Il private equity in Italia: performance e abilità di selezione degli investimenti", *Bancaria. Il mensile dell'Associazione bancaria italiana*, 4, pp. 28-46;
- Revest, V. & Sapio, A. (2012) "Financing technology-based small firms in Europe: what do we know?", *Small Business Economics*, 1, pp. 179-205;
- Ricciardi, A. (2010) "Il Fondo Italiano d'Investimento", *Amministrazione & finanza*, 5, pp. 61-66;
- Ricciardi, A. (2011) "Opportunità per lo sviluppo delle Pmi: Il Fondo Italiano di Investimento", *Amministrazione & finanza*, 4, pp. 75-80;
- Robinson, R. B. (1987) "Emerging Strategies in the Venture Capital Industry", *Journal of Business Venturing*, 2, pp. 53-77;
- Ross, S. A., Westerfield, R. W. & Jaffe, J. F. (2005) *Finanza Aziendale*, Bologna, Il Mulino;
- Rossi, S. (1999) "Il finanziamento del sistema imprenditorialità", *Rapporto di ricerca Cesdi: Le prospettive dell'Italia settentrionale nel duemila*, Torino, pp. 167-178;
- Salerno, R. (2010) "Promozione di investimenti nel capitale di rischio delle Pmi", *Finanziamenti su misura. Rivista di agevolazioni e tecniche finanziarie*, 9, pp. 20-24;
- Sandberg, W. R., Schweiger, D. M. & Hofer, C. W. (1988) "The Use of Verbal Protocols in Determining Venture Capitalist's Decision Processes", *Entrepreneurship Theory and Practice*, 2, pp. 8-20;
- Santesso, E. & Sòstero, U. (2008) *Il bilancio. Principi generali, struttura e regole di valutazione*, Milano, Il sole 24 ore;
- Scali, L. (2008) "La struttura di finanziamento delle PMI, rating e mezzanine finance",

- Contabilità finanza e controllo*, 8-9, pp.704-707;
- Scali, L. & Salvador, F. (2007) “Finanziamento subordinato (mezzanine financing)”, *Contabilità finanza e controllo*, 11, pp. 926-932;
- Silver, A. D. (1985) *Venture Capital: The Complete Guide for Investors*, New York, John Wiley and Sons;
- Sòstero, U. & Ferrarese, P. (2000) *Analisi di bilancio. Strutture formali, indicatori e rendiconto finanziario*, Milano, Giuffrè Editore;
- Sòstero, U., Ferrarese, P., Mancin, M. & Marcon, C. (2010) *Elementi di bilancio e di analisi economico-finanziaria*, Venezia, Libreria Editrice Cà Foscarina;
- Szego, B. (2002) (a cura di) “Il venture capital come strumento per lo sviluppo delle piccole e medie imprese: un’analisi di adeguatezza dell’ordinamento italiano”, *Quaderni di ricerca giuridica della consulenza legale*, 55, Banca d’Italia;
- Tappeiner, F., Howorth, C., Achleitner, A. & Schraml, S. (2012) “Demand for private equity minority investments: a study of large family firms”, *Journal of Business Strategy*, 1, pp. 38-51;
- The World Bank & International Finance Corporation (2012) *Doing Business 2012. Doing business in a more transparent world*, Washington, The International Bank for Reconstruction and Development;
- Tyebjee, T. T. & Bruno, A. V. (1984) “A model of venture capitalist investment activity”, *Management Science*, 9, pp. 1051-1066;
- Vegas, G. (2011) (a cura di) *VI commissione (finanze): Indagine conoscitiva sul mercato degli strumenti finanziari*, Consob, Roma;
- Vinzia, M. A. (2010) “Le scelte di struttura finanziaria. Capital structure policy: trade-off tra costo e rischio delle fonti finanziarie”, *Contabilità finanza e controllo*, 6, pp. 510-516;
- Volpato, G. (2008) *Concorrenza, impresa, strategie. Metodologia dell’analisi dei settori industriali e della formulazione delle strategie*, Bologna, Il Mulino;

Von Neumann, J. & Morgestern, D. (1953) *Theory of Game and Economic Behavior*, Princeton, Princeton University Press;

Wells, W. A. (1974) *Venture Capital Decision Making*, unpublished doctoral dissertation, Carnegie-Mellon University;

Zara, C. (2005) *Valutazione finanziaria per le decisioni di investimento*, Milano, Egea;

Zarbo, T. (2012) “Le iniziative a sostegno della capitalizzazione delle Pmi”, *Finanziamenti su misura – News. Rivista di agevolazioni e tecniche finanziarie*, 1, pp.13-15.

Sitografia

<http://www.bloomberg.com/>;

<http://www.bloomberg.com/quote/SXXE:IND>;

[http://www3.istat.it/dati/catalogo/20090615_00/metenorme09_40classificazione_attivit
a_economiche_2007.pdf](http://www3.istat.it/dati/catalogo/20090615_00/metenorme09_40classificazione_attivit
a_economiche_2007.pdf);

Ringraziamenti

In poche righe non è facile ringraziare tutte le persone che mi hanno accompagnata nella redazione di questo lavoro e nel mio percorso universitario. Tra queste rientrano coloro che mi hanno sostenuta moralmente e materialmente, che mi hanno supportata con consigli, suggerimenti, parole di incoraggiamento e di conforto.

Desidero innanzitutto ringraziare la prof.ssa Gardenal Gloria, relatrice di questa tesi, per tutto l'aiuto che mi ha fornito, per la grande disponibilità e cortesia dimostrata.

Raggiungere questo traguardo, per me, è stata una grande soddisfazione e questo non sarebbe stato possibile senza il supporto della mia famiglia. Rivolgo un ringraziamento speciale ai miei genitori, Gaetano e Cristina, che hanno riposto in me e nelle mie capacità una fiducia incondizionata. Un grazie anche a nonna Geromina e alle sorelle Lara e Monica per l'appoggio costante e per avermi sopportato con molta pazienza.

Un grazie di cuore a Roberto per essermi sempre stato vicino nei momenti felici e quelli nei quali temevo di non farcela.

Ringrazio tutti gli amici più cari, Erika, Anna, Ilaria, Giorgia, Andrea, Matteo, Mirko e Riccardo per aver allietato le mie giornate.

Grazie alle mie coinquiline con le quali, nel corso di questi cinque anni, ho condiviso un'esperienza indimenticabile. Non posso scordare, inoltre, il sostegno ricevuto da tutti i compagni universitari, Elisa, Alessia, Vincenzo, Sara, Alessandra, Alberto, Alessia, i quali si sono rivelati veri amici più che semplici colleghi.

Non volendo escludere nessuno, ringrazio tutti coloro che hanno compreso il grande valore che per me ha avuto raggiungere questo traguardo.