



Università
Ca' Foscari
Venezia

Corso di Laurea magistrale
(*ordinamento ex D.M. 270/2004*)
in Amministrazione, Finanza e Controllo

Tesi di Laurea

—

Ca' Foscari
Dorsoduro 3246
30123 Venezia

Crisi economica e ripresa:
il ruolo del *Venture Capital* in
Italia

Relatore

Ch. Prof.ssa Gloria Gardenal

Laureando

Alessandro Zanatta

Matricola 827366

Anno Accademico

2013 / 2014

Indice

Introduzione	1
1. La crisi e le difficoltà di finanziamento.....	5
1.1 Cenni sulla crisi finanziaria del 2008-2009	5
1.2 Cenni sulla crisi del debito Sovrano del 2009-2014	11
1.3 Il <i>credit crunch</i>	18
1.4 Altre fonti di risorse	24
2. <i>Private Equity</i> e <i>Venture Capital</i> in Europa e in Italia	33
2.1 Definizione ed inquadramento generale	33
2.2 Le fasi del <i>private equity</i>	41
2.3 Gli operatori di <i>private equity</i>	50
2.4 L'evoluzione del <i>private equity</i> in Europa e in Italia	53
2.5 L'impatto della crisi.....	63
3. Il ruolo del <i>Private Equity</i> e del <i>Venture Capital</i>	69
3.1 I benefici del <i>private equity</i> per l'impresa partecipata	69
3.2 I benefici del <i>venture capital</i> per l'impresa partecipata	75
3.3 I benefici del <i>private equity</i> e del <i>venture capital</i> per l'economia	80
3.4 Rendimenti elevati	88
3.5 Il ruolo del <i>private equity</i> e del <i>venture capital</i> nella ripresa	95

4. Il ruolo del <i>Venture Capital</i> in Italia: la performance delle imprese partecipate prima e dopo la crisi. Un'indagine empirica	101
4.1 La <i>ratio</i> dell'analisi empirica.....	101
4.2 Selezione e descrizione del campione analizzato	106
4.3 Le variabili oggetto di analisi	111
4.4 La risposta alla crisi (biennio 2008-2009).....	117
4.5 La ripresa economica iniziale (biennio 2010-2011)	127
4.6 Una visione d'insieme (periodo 2004-2011)	136
Conclusioni.....	149
Bibliografia.....	153

Introduzione

Nel 2006, al culmine della fase espansiva iniziata nel 2002, l'area Euro cresceva del 3.3% e l'inflazione era all'1.9%, esattamente in linea con il mandato della BCE. L'Italia, dal canto suo, nonostante un peso del debito importante (debito/PIL al 106.3%), esprimeva un tasso di crescita del PIL sostenuto, pari al 2.2%, e un contenuto tasso di disoccupazione (6.8%).

La crisi finanziaria del 2008-2009, sfociata in quella del debito Sovrano (2009-2014), ha spazzato via lo scenario di crescita e ha immerso il Vecchio Continente in una drammatica recessione. L'area Euro nel 2013, a cinque anni dal fallimento di Lehman Brothers, ha evidenziato una contrazione del prodotto interno lordo dello 0.5%, un tasso di disoccupazione del 12.1% e un'esplosione del debito al 95.2% del PIL. Il nostro Paese, poi, ha patito difficoltà ancora peggiori: PIL negativo a -1.9%, disoccupazione al 12.2% e livelli record del debito (132.5% del PIL)¹.

Ad un lustro di distanza dalla crisi finanziaria del 2008, l'Europa, e specialmente l'Italia, risultano ancora invischiate in una recessione dalla gravità assoluta, secondo alcuni anche peggiore della Grande Depressione del '29. Considerata la natura particolare della crisi, le aziende del nostro Paese si trovano a far fronte ad un'importante restrizione del credito, che ha serie conseguenze sull'andamento dell'economia nazionale. Infatti, ad una già ridotta redditività del capitale ed una pressione fiscale opprimente come mai², si aggiunge una carenza dei capitali necessari ad intraprendere progetti di sviluppo. Non sorprende, quindi, che le previsioni per il 2014 indichino un *output* sostanzialmente fermo, con sullo sfondo lo spettro di una perdurante stagnazione, che ha recentemente assunto le sembianze di deflazione.

Con queste prospettive, quindi, diventa fondamentale individuare dei soggetti in grado di garantire risorse fondamentali per far ritornare le aziende italiane nei binari della

¹ Tutti i dati qui riportati fanno riferimento alle stime realizzate dal Fondo Monetario Internazionale, presenti nel *World Economic Outlook Database*, realizzato ad aprile 2014.

² Il *total tax rate* (somma di imposte e contributi da corrispondere) per le imprese italiane è risultato pari a 65.8% nel 2013. Fonte: World Bank (2013), *Doing Business 2014: Understanding Regulations for Small and Medium-Sized Enterprises*, World Bank Group, Washington. DOI: 10.1596/978-0-8213-9984-2.

crescita, meglio ancora se corroborando questo apporto finanziario con altri di diversa natura. In proposito, il presente lavoro focalizza l'attenzione su una specifica categoria di investitori istituzionali, i fondi di *private equity* e *venture capital*, in ragione di due ordini di motivi. Anzitutto, una copiosa letteratura è stata sviluppata sul tema dei benefici non solamente finanziari garantiti da questi operatori, nonché sulla superiorità delle performance sviluppate dalle imprese partecipate. In secondo luogo, poi, la citata crisi finanziaria ha profondamente segnato anche il settore degli investimenti nel capitale di rischio aziendale, spingendo gli intermediari specializzati ad abbandonare l'utilizzo eccessivo della leva finanziaria (*leveraged buyout*) in favore di una maggior impiego di quella operativa. Accantonati i *mega deal* realizzati nella prima metà degli anni duemila, il rinnovato interesse per il segmento del *mid market*, e quindi per la creazione di valore attraverso miglioramenti strategici ed operativi in capo all'azienda acquisita, rappresenta sicuramente una grande opportunità per le medie imprese italiane che hanno spesso importanti potenziali inespressi. Peraltro, a ciò si aggiunge un'ulteriore evidenza frutto della crisi. Infatti, nel settore vi è una cospicua quantità di fondi raccolti, ma non ancora investiti: queste risorse possono essere veicolate verso quelle aziende attive nei mercati più attrattivi o che godono di un buon posizionamento competitivo nel proprio settore. Non va, infatti, dimenticato che il nostro Paese rappresenta ancora la seconda manifattura d'Europa ed esprime alcune importanti eccellenze.

Prendendo atto di questi trend in evoluzione e volendo approfondire il ruolo svolto dai *venture capitalist*, il presente scritto è stato sviluppato con l'intento di indagare se le imprese partecipate da questi soggetti abbiano meglio affrontato la fase acuta della recessione nel 2008-2009 e si siano rivelate più pronte a sfruttare la ripresa economica iniziale registrata nel 2010, poi spentasi sul finire del 2011.

In particolare, con riferimento alla struttura del presente lavoro di ricerca, nel primo capitolo vengono brevemente descritte dapprima la crisi del 2008-2009 e poi quella del debito Sovrano. Inoltre, gli ultimi due paragrafi sono dedicati al tema del *credit crunch* e alle fonti di risorse alternative. Il secondo capitolo, quindi, definisce e descrive l'andamento del settore del *private equity*, soffermandosi, in ultima, sull'impatto della crisi e sui trend che vanno delineandosi. Il terzo capitolo, dopo aver illustrato i benefici garantiti dagli operatori specializzati sia a livello di imprese finanziate che per

l'economia in generale, si sofferma sul ruolo che possono avere gli stessi nel favorire la ripresa economica iniziale. Infine, in quarto capitolo riporta l'analisi empirica svolta nell'intento di verificare proprio quest'ultima evidenza, calandosi nel contesto italiano. Come meglio illustrato in seguito, volendo indagare l'andamento delle imprese partecipate in periodo di crisi e durante la successiva ripresa economica iniziale, si è deciso di confrontare l'andamento delle stesse con un *benchmark*. In particolare, è stato fatto riferimento ad un'analisi realizzata dall'Ufficio Studi di Mediobanca in collaborazione con il Centro Studi di Unioncamere (Mediobanca, 2013), in cui sono riportati in aggregato i dati relativi alle medie imprese industriali italiane. Considerato che queste appartengono al settore manifatturiero, in cui sono ricompresi i segmenti del redditizio *Made in Italy*, si è ritenuto che il raffronto con le operazioni di *expansion financing* fosse appropriato, anche per un'ulteriore serie di ragioni che verranno in seguito meglio affrontate.

Capitolo 1

La crisi e le difficoltà di finanziamento

1.1 Cenni sulla crisi finanziaria del 2008-2009

La crisi finanziaria del 2008 ha sconvolto gli equilibri economici mondiali e ha avuto una portata da molti definita anche superiore alla Grande Depressione del 1929.

La già citata gravità dell'evento meriterebbe una trattazione a sé; in questa sede ci limiteremo a descriverne alcuni tratti principali, cominciando con una contestualizzazione macroeconomica per poi soffermarsi su alcune cause e conseguenze.

Gli Stati Uniti d'America nel corso dell'ultimo decennio del XX secolo hanno sperimentato un ciclo economico favorevole dalla durata insolitamente lunga, basti pensare che il CAGR³ del PIL nel periodo 1990-2000 è stato del 3.5%⁴. A ciò bisogna aggiungere che a seguito dell'attentato alle Torri Gemelle dell'11 settembre 2001, la Federal Reserve (Fed) ha deciso per un taglio drastico dei tassi di interesse, tanto che la media del rendimento dei Federal Funds da fine 2001 a fine 2004 è risultata inferiore al minimo raggiunto nei precedenti quarant'anni⁵. La somma di una crescita sostenuta per un arco temporale piuttosto dilatato e una politica monetaria incredibilmente accomodante ha favorito il crearsi di una bolla speculativa nel settore edilizio, che si è declinata in una bolla del credito. Infatti, i tassi particolarmente bassi hanno favorito un aumento dei mutui ipotecari e la consistente liquidità immessa nel sistema è stata resa disponibile anche a soggetti dallo scarso merito creditizio, che hanno potuto accedere ai

³ *Compound Average Growth Rate* o Tasso di crescita annuale composto. Il CAGR misura il tasso medio di crescita in un prefissato arco temporale.

⁴ Fonte: Bureau of Economic Analysis, U.S. Department of Commerce.

⁵ In particolare, la media del rendimento dei Fed Funds dal dicembre 2001 al novembre 2004 è stata 1,37% e non è mai stata superata la soglia del 2%. Per riscontrare un tasso inferiore a tale valore bisogna ritornare al lontano 1961. Fonte: Board of Governors of the Federal Reserve System, Economic Research. & Data.

cosiddetti *sub-prime mortgages*⁶. La crescente domanda di mutui per l'acquisto di immobili ha determinato un'incredibile crescita dei prezzi delle case, fenomeno che a sua volta ha dato vita ad un boom speculativo. Dato che la maggior parte delle banche richiedeva l'edificio a titolo di collaterale, il fatto che questo fosse destinato a rivalutarsi permetteva un indebitamento eccessivamente alto, quasi esclusivamente a tasso variabile. In questo contesto, quindi, anche i clienti con scarso o insufficiente reddito potevano avere accesso ai prestiti facendo leva sulla possibilità di rifinanziamento futuro.

Gli istituti di credito, nello specifico, valutano il rischio di insolvenza tenendo conto della probabilità di *default* (PD), della perdita in caso di insolvenza (LGD) e dell'esposizione al verificarsi dell'evento (EAD)⁷. Ciò ha permesso che soggetti con un'elevata PD abbiano potuto, comunque, avere accesso ai mutui ipotecari, contando su una ridotta LGD⁸.

Tuttavia, verso la fine del 2004, la Fed ha aumentato i tassi di interesse e ciò ha comportato un effetto a cascata sul settore edilizio e quindi del credito. I debitori che avevano stipulato contratti prevalentemente a tasso variabile hanno cominciato a veder deteriorata la loro affidabilità, considerata la crescente incapacità di far fronte ai pagamenti prefissati. Le banche, dal canto loro, hanno richiesto un'integrazione alle garanzie visto il ridursi del valore dei collateral, ma ciò ha determinato difficoltà ancora maggiori nel far fronte alle proprie obbligazioni. Il fatto, poi, che gli istituti finanziari abbiano cominciato a mettere in vendita un numero sempre crescente di immobili nel tentativo di recuperare la loro esposizione ha causato un grave circolo vizioso: il crollo dei prezzi delle case dovuto ad un eccesso di offerta ha comportato richieste di maggiori ed ulteriori garanzie da parte dei mutuatari, ma ciò ha causato crescenti insolvenze e un conseguente aumento dell'afflusso di abitazioni sul mercato.

Questo crollo nel prezzo delle case e l'insolvenza dei debitori hanno avuto un effetto domino nel settore finanziario. Per coprirsi dal rischio di insolvenza, infatti, le banche avevano fatto massiccio uso di strumenti finanziari derivati quali *Credit Default Swaps*

⁶ Mutui ipotecari concessi a soggetti caratterizzati da un'elevata probabilità di insolvenza.

⁷ $EL \text{ (Expected Loss)} = EAD * PD * LGD$.

⁸ Ad esempio, Lehman Brothers, poi fallita nel 2008, aveva concesso molti finanziamenti scommettendo sull'aumento del valore delle case.

(CDS) o *Collateralized Debt Obligations* (CDO). I primi consentivano di stipulare un contratto che prevedeva lo scambio di flussi finanziari con sottostante l'affidabilità di uno specifico soggetto, ed in particolare garantivano un pagamento al verificarsi di eventi che potessero essere considerati quali fattori di insolvenza. I secondi, invece, garantivano la distribuzione del rischio tra un numero elevato di soggetti ed erano quindi visti in modo favorevole anche dalle autorità⁹. Nello specifico, i CDO sono degli strumenti finanziari derivati che hanno come sottostante una serie di crediti (solitamente mutui ipotecari) concessi da una banca e prevedono dei pagamenti garantiti dai contratti di prestito in essi inglobati. Sono solitamente venduti in diverse tranche, ciascuna caratterizzata da un diverso livello di rischio/rendimento (ad esempio, la prima tranche copre il 5% del portafoglio nominale dei crediti e assorbe il primo 5% delle perdite di insolvenza, la seconda tranche copre il 10% del portafoglio e assorbe il successivo 10% delle perdite e così via). Se da un lato l'*originator* tratteneva la prima tranche, le altre erano particolarmente richieste dagli investitori, alla ricerca di rendimenti interessanti in un periodo di tassi particolarmente bassi. L'utilizzo massiccio dei CDO, però, ha comportato delle importanti conseguenze. Come ricordato da alcuni autori (Murphy, 2008), la deregolamentazione e i conseguenti ridotti o assenti obblighi di *disclosure* relativi agli strumenti finanziari derivati, uniti a dei modelli matematici che facevano eccessivo affidamento sul passato, avevano determinato un'ingiustificata sottovalutazione del rischio di credito. I CDO consentivano la creazione di liquidità e il trasferimento del rischio di insolvenza allo stesso tempo, ma il prezzo degli stessi non era frutto di dell'incontro fra domanda e offerta, bensì delle valutazioni effettuate dalle agenzie di rating, quali Standard and Poor's, Moody's e Fitch. Gli investitori non avevano alcuna possibilità di verificare la congruità del prezzo, in quanto l'origine dei crediti che venivano riversati nei CDO era sconosciuta: il prezzo dei prodotti era, infatti, derivato dal merito di credito assegnato dalle agenzie ai debitori. A questo proposito, sembra utile citare il lavoro di tre ricercatori della Banca Centrale Europea (Hau,

⁹ Alan Greenspan, all'epoca governatore della Fed, il 12 ottobre 2005 affermava "La recente riforma del sistema regolatorio, abbinata a tecnologie innovative, ha stimolato lo sviluppo di prodotti finanziari, come le *Asset-Backed Securities*, le *Collateralized Debt Obligations* e i *Credit Default Swaps*, che facilitano la dispersione del rischio [...]. Questi strumenti finanziari sempre più complessi hanno contribuito allo sviluppo di un sistema finanziario molto più flessibile, efficiente e quindi anche resiliente rispetto a quello che esisteva appena un quarto di secolo fa."

Langfield, Marques-Ibanez, 2012) che hanno indagato le determinanti della qualità dei rating. In particolare, ciò che rileva in questa sede è che è stata riscontrata una forte distorsione in favore degli istituti più grandi: un aumento delle dimensioni della banca di due deviazioni standard implica che il livello del rating sarà sovrastimato rispetto alle frequenze attese di insolvenza di 15 posizioni ogni 100 banche. Ciò si traduce in una promozione ingiustificata dal livello di rating A- ad A, ovvero una riduzione del costo di finanziamento di 40 punti base, facendo riferimento al rendimento alla scadenza delle obbligazioni bancarie emesse sul mercato primario dal 2002 al 2012. È chiaro che se consideriamo che i principali istituti americani erano anche quelli maggiormente attivi nel settore delle cartolarizzazioni e quindi aventi maggiore potere contrattuale, allora emerge una forte distorsione nella valutazione dei crediti componenti i CDO: è elevata la probabilità che il prezzo fosse lontano dal reale valore.

Il già citato aumento dei tassi di interesse da parte della FED a partire dalla fine del 2004 e il conseguente aumento del numero di insolvenze sui mutui ipotecari hanno causato il crollo dei prezzi dei CDO, rendendoli di fatto illiquidi. Ciò ha determinato ingenti svalutazioni da parte delle banche, tali da mettere talvolta in discussione la continuità aziendale¹⁰. Il timore diffuso di possibili insolvenze da parte delle controparti ha di fatto ingessato il mercato interbancario e ha determinato un peggioramento delle condizioni applicate alla clientela, con ulteriori impatti negativi su investimenti e consumi e una conseguente ridotta crescita economica. A questo punto si è reso necessario l'intervento delle Banche Centrali, che, oltre ad abbassare i tassi di interesse e ad immettere liquidità nel sistema, hanno evitato il fallimento di Bear Stearns negli USA (marzo 2008) e Northern Rock nel Regno Unito (febbraio 2008). Questi due eventi sembravano aver tranquillizzato i mercati, con il PIL americano tornato a crescere nel secondo trimestre 2008 (+2% annualizzato)¹¹. In realtà, si era solamente conclusa una prima fase della crisi. Nell'autunno del 2008, infatti, l'aggiustamento dei portafogli in vista della chiusura dei bilanci di fine anno ha fatto emergere una situazione peggiore del previsto, che ha causato una seconda fase di crisi molto più

¹⁰ Nel marzo del 2008 il FMI ha stimato in circa \$945 milioni le perdite relative a strumenti finanziari collegati al settore edilizio sofferte da società finanziarie. Fonte: IMF (2008), *Containing Systemic Risks and Restoring Financial Soundness*, Global Financial Stability Report.

¹¹ Fonte: Bureau of Economic Analysis, U.S. Department of Commerce.

acuta della prima. La diffusione dei CDO, dapprima vista come un utile strumento del rischio di insolvenza, ora veniva vista come sintomo di una diffusione capillare del rischio di insolvenza, considerato che erano presenti negli attivi di tutte le principali banche. Ciò ha determinato la cristallizzazione del mercato interbancario, in quanto nessun titolo veniva accettato come collaterale, se non quelli di Stato. Le banche in surplus preferivano parcheggiare la propria liquidità in eccesso presso la Banca Centrale, mentre quelle in deficit non avevano garanzie da offrire a fronte della loro necessità di capitali. Questa situazione si è evoluta in una disordinata e repentina vendita degli *asset* che potessero generare liquidità, con conseguente tracollo dei prezzi azionari e obbligazionari. Il risultato è stato il più grande disastro finanziario nella storia dell'umanità, paragonabile solo alla Depressione del 1929. Il 15 settembre 2008 Lehman Brothers, storica banca d'affari statunitense, annunciava la più grande bancarotta nella storia americana. Nel contempo, il Governo federale salvava Fannie Mae e Freddie Mac, due agenzie che assieme garantivano circa la metà dei mutui del Paese (oltre \$5,000 miliardi). Negli stessi giorni anche il gigante americano delle assicurazioni, American International Group (AIG), veniva aiutato con fondi pubblici. Alla fine del 2008, poi, gli USA hanno approvato l'*Emergency Economic Stabilization Act of 2008* che prevedeva lo stanziamento di 700 miliardi di dollari per ristabilire la fiducia nei mercati. Sull'altra sponda dell'Atlantico, invece, il 2 ottobre 2008 la Banca Centrale Europea (BCE) ribadiva la propria attenzione all'inflazione, per ricredersi solo pochi giorni più avanti, l'8 ottobre. In tale data la Fed, la BCE e le Banche Centrali di Canada, Inghilterra, Svizzera e Svezia tagliavano congiuntamente i tassi di 50 punti base¹². Verso metà ottobre, poi, il G7 riunitosi a Washington delineava cinque punti fondamentali allo scopo di sostenere gli intermediari finanziari colpiti dalla crisi, che ormai si propagava all'economia reale. In particolare, venivano garantiti tutti i depositi bancari e si sanciva l'inizio di acquisti di capitale delle banche, fino a quel momento limitati ai soli titoli tossici¹³ (CDO e in generale *Mortgage-Backed Securities*). Nel

¹² E' possibile prendere visione del relativo comunicato stampa al seguente indirizzo: <http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2008/html/pr081008.it.html>.

¹³ Si veda, a questo proposito, il seguente articolo: "G7, piano d'azione contro la crisi *Misure urgenti ed eccezionali*", *La Repubblica*, 11 ottobre 2008. <http://www.repubblica.it/2008/10/sezioni/economia/crisi-mutui-10/piano-g7/piano-g7.html>.

novembre del 2008, così, il governo inglese acquistava il 57,9% di Royal Bank of Scotland, storico istituto britannico. Questi interventi statali, uniti ad una maggiore spesa per gli ammortizzatori sociali, hanno rappresentato il presupposto per la Crisi del debito Sovrano, che ha intaccato l'Europa e visto protagonista il nostro Paese.

Tabella 1.1 - Variazione % del PIL nei principali Paesi avanzati

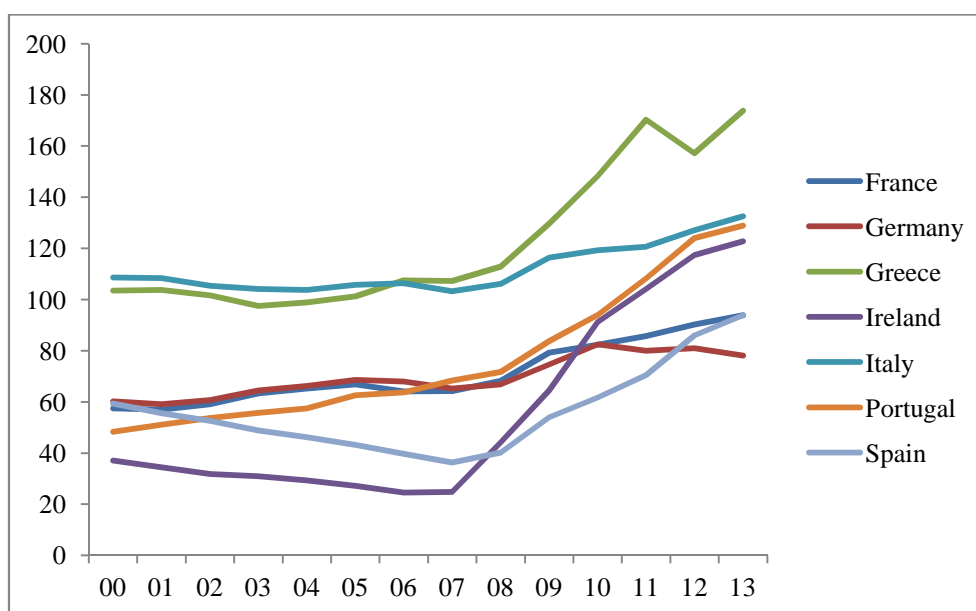
Paese		2004	2005	2006	2007	2008	2009
Canada		3.1	3.2	2.6	2.0	1.2	-2.7
France		2.5	1.8	2.5	2.3	-0.1	-3.1
Germany		0.7	0.8	3.9	3.4	0.8	-5.1
Greece		4.4	2.3	5.5	3.5	-0.2	-3.1
Ireland		4.2	6.1	5.5	5.0	-2.2	-6.4
Italy		1.7	0.9	2.2	1.7	-1.2	-5.5
Japan		2.4	1.3	1.7	2.2	-1.0	-5.5
Portugal		1.6	0.8	1.4	2.4	0.0	-2.9
Spain		3.3	3.6	4.1	3.5	0.9	-3.8
Sweden		4.2	3.2	4.3	3.3	-0.6	-5.0
Switzerland		2.4	2.7	3.8	3.8	2.2	-1.9
United Kingdom		3.2	3.2	2.8	3.4	-0.8	-5.2
United States		3.8	3.4	2.7	1.8	-0.3	-2.8

Fonte: International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, Aprile 2014

1.2 Cenni sulla crisi del debito Sovrano del 2009-2014

La gravità della crisi finanziaria ha imposto interventi non convenzionali di politica monetaria (basti pensare ai tassi praticamente nulli¹⁴ imposti dalla Fed sul finire del 2008 o ai *Quantitative Easing* (QE)¹⁵ messi in atto dalla stessa) oltre che di politica fiscale. In Europa, il crollo della produzione industriale (-8.7% in Italia) e la diminuzione di investimenti e consumi (-11.7% e -1.6% rispettivamente nel nostro Paese)¹⁶ hanno imposto uno straordinario incremento della spesa pubblica al fine di tutelare l'economia e il *welfare* in tutte le economie avanzate. Ciò, a sua volta, ha avuto importanti conseguenze a livello di indebitamento pubblico.

Grafico 1.1 – Indebitamento lordo pubblico (% Debito/PIL)



Fonte: International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, Aprile 2014

Il Vecchio Continente condivideva alcuni tratti comuni con gli USA: la prima metà degli anni Duemila era stata caratterizzata da un boom del credito e da una conseguente

¹⁴ I tassi sono stati fissati prossimi allo zero e non hanno mai superato la soglia del 0.2% nel periodo gennaio 2009 – aprile 2014. Fonte: Board of Governors of the Federal Reserve System, Economic Research & Data.

¹⁵ Il QE è uno strumento utilizzato da una Banca Centrale per aumentare l'offerta di moneta attraverso l'acquisto di titoli ed obbligazioni in circolazione nel mercato, senza stabilire la data in cui verranno rivenduti.

¹⁶ Da tendenziali per il periodo 2008 - 2009. Fonte: ISTAT.

forte crescita del settore immobiliare, specie in Irlanda e Spagna¹⁷. Inoltre, i Paesi dell'Europa meridionale, in particolare Grecia e Portogallo, erano caratterizzati da un forte deficit delle partite correnti, superiore al 10% già dal 2005¹⁸. Ciò nel medio-lungo periodo ha avuto importanti conseguenze, poiché all'interno di un'unione monetaria l'aggiustamento necessario può avvenire solamente attraverso un incremento persistente nel tasso di disoccupazione, considerate le rigidità nominali del tasso di cambio (Blanchard, 2007). Un'ampia esposizione verso l'estero, poi, espone al rischio di una fuga di capitali che nel breve periodo può impattare negativamente sul sistema bancario (Murphy, 2012). E' in questo contesto che la crisi finanziaria del 2008 si è abbattuta in tutta la sua gravità. Essa ha indotto gli investitori a ridurre le esposizioni nei confronti di Paesi con alti livelli di indebitamento privato e elevati deficit verso l'esterno. La fuga dei capitali dal settore privato ha quindi comportato il tracollo del settore edilizio, così come verificatosi in America. Come sottolineato in precedenza, ciò ha messo sotto pressione gli istituti creditizi, che da una parte vedevano incrementare le perdite sui crediti e dall'altra inasprirsi le condizioni di finanziamento. La somma di questi fattori, unita alla recessione economica, ha permesso che si venissero a creare le condizioni fondamentali per una crisi del debito Sovrano.

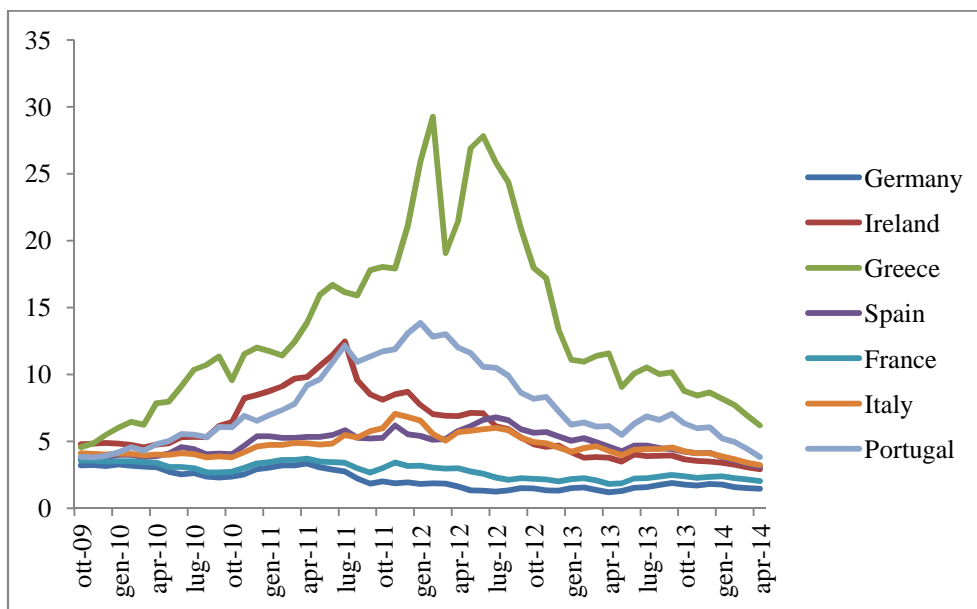
Sul finire del 2008 e per la prima metà del 2009, infatti, l'attenzione della comunità finanziaria era rivolta alle condizioni di salute delle banche europee: l'elevata esposizione estera in termini di raccolta, in particolare, ha fatto sì che il Governo Irlandese dovesse garantire i depositi bancari (settembre 2008). Tuttavia, sul finire del 2009, le preoccupazioni degli operatori finanziari hanno cominciato ad interessare i conti pubblici. Molti Paesi riportavano deficit rapportati al PIL peggiori del previsto. Il caso emblematico era quello della Grecia, dove il nuovo Governo instauratosi nell'ottobre del 2009 aveva raddoppiato le stime relative al deficit per l'anno che stava per concludersi, dal 6.0% al 12.7% (Murphy, 2012). Considerato che in Spagna ed Irlanda il tracollo del settore edilizio aveva fortemente impattato sull'economia,

¹⁷ Il rapporto tra crediti al settore privato e PIL è raddoppiato nell'arco di 10 anni: per l'Irlanda dallo 81.2% del 1998 al 184.3% del 2007 e in Spagna dall' 80.8% al 168.5%. Anche per Grecia (da 31.8% a 84.8%), Portogallo (da 92.1% a 159.8%) e Italia (da 55.7% a 96.5%) si nota un significativo aumento. Fonte: World Bank, Financial Database.

¹⁸ Il Portogallo ha avuto un deficit medio del 9.3% nel periodo 2000-2007, la Grecia dell' 8.4% e la Spagna del 5.8%. Fonte: IMF, World Economic Outlook Database, April 2014.

cominciava a diffondersi il rischio di contagio. La conseguenza naturale di ciò è stata un aumento del rendimento dei titoli di Stato.

Grafico 1.2 – Tasso di rendimento sui Titoli di Stato nell'Eurozona a 10 anni (% annua)



Fonte: ECB, Monetary and financial statistics, Aprile 2014

La Grecia ha richiesto aiuti esterni (fondi garantiti da FMI, Commissione UE, BCE) già nel maggio del 2010, l'Irlanda nel novembre dello stesso anno e il Portogallo nel maggio 2011. Spagna ed Italia sono state protagoniste nell'estate: nel caso del nostro Paese lo spread tra BTP con scadenza decennale e l'equivalente BUND tedesco ha superato la soglia psicologica dei 300 punti base nel luglio 2011, per poi raggiungere il valore record di 575 pb nel novembre 2011. L'impatto di tali avvicendamenti è stato indubbiamente notevole, anche da un punto di vista socio-politico, basti pensare che il governo Berlusconi IV ha concluso anticipatamente il proprio mandato ed è stato sostituito da un governo tecnico sotto la guida del Prof. Monti.

Se il 2010 aveva rappresentato un anno di seppur debole e limitata ripresa (il PIL era cresciuto dell'1.7% in Italia, ma Grecia, Portogallo e Spagna erano ancora in recessione), sul finire del 2011 stava per verificarsi la tempesta perfetta. La solidità delle banche era di nuovo messa in discussione in ragione della presenza di un gran numero di titoli di Stato nei loro attivi, titoli che peraltro erano gli unici collaterali accettati nel mercato interbancario solo qualche anno prima. Il fatto che nel 2012 vi

fossero un gran numero di obbligazioni bancarie in scadenza determinava un forte rischio di *credit crunch*, con effetti perversi sull'economia. Nel dicembre del 2011, così, la BCE dava avvio alla prima di due *Long Term Refinancing Operation (LTRO)*¹⁹ che avrebbero permesso agli istituti di credito di rimborsare i propri prestatori e rifinanziarsi a condizioni particolarmente vantaggiose (tasso REFI dell'1% con durata 3 anni). Le Istituzioni Europee, dal canto loro, avevano cercato di porre rimedio alla crisi in atto attraverso alcune iniziative, seppur in modo piuttosto disorganizzato. A questo proposito si può citare l'*European Stability Mechanism (ESM)*²⁰, un fondo creato per acquistare i titoli pubblici sul mercato secondario, seppure a condizioni molto severe (marzo 2011). Un anno più tardi, nel marzo del 2012, veniva ratificato il *Fiscal Compact*²¹, che prevedeva una sostanziale revisione del Patto di Stabilità e Crescita del 1997. Nello specifico, si imponeva l'obbligo di pareggio di bilancio, l'obbligo di rispettare la soglia dello 0.5% per il deficit strutturale e una significativa riduzione del debito pubblico (il 5% annuo della soglia eccedente il 60% del PIL nell'arco di un ventennio). Tuttavia, questi interventi, anche aggiunti alla seconda LTRO del febbraio 2012, risultavano insufficienti a ristabilire la fiducia sui mercati e si questionava, seppur erroneamente²², la tenuta dell'Euro quale valuta per lo scambio all'interno di un'area monetaria comune. Come se non bastasse, nel luglio del 2012 si era reso necessario un prestito da €100 miliardi in favore della Spagna, che avrebbe utilizzato tale somma per ripulire i bilanci bancari, particolarmente gravati da crediti inesigibili legati al boom immobiliare degli anni precedenti.

¹⁹ Le LTRO sono operazioni di mercato aperto di lungo periodo. Esse prevedono l'acquisto di titoli al tasso REFI, ovvero il tasso di rifinanziamento sui pronti contro termine fissato all'1%, e la restituzione degli stessi dopo 3 anni.

²⁰ L'ESM è il meccanismo permanente per la risoluzione delle crisi nell'Eurozona entrato in funzione l'8 ottobre 2012. La sua funzione è garantire la stabilità finanziaria in Europa attraverso la concessione di aiuti ai membri della zona Euro. Attualmente può contare su €700 miliardi sottoscritti dai vari Paesi, di cui 80 verranno versati, mentre i restanti 620 raccolti in caso di necessità attraverso emissioni obbligazionarie.

²¹ Il *Fiscal Compact* è entrato in vigore l'1 gennaio 2013. Il fine di questo accordo è quello di imporre regole comuni per la gestione delle finanze pubbliche: il pareggio di bilancio dovrà essere inserito nelle Costituzioni di ogni Stato e solo a seguito di tale integrazione sarà possibile ottenere aiuti dall'ESM.

²² Il sistema a valuta comune adottato nella zona Euro, infatti, non impone la difesa del tasso di cambio da parte della Banca Centrale Europea: l'Euro può liberamente deprezzarsi nei confronti delle altre valute.

Anche in questo caso, l'intervento della BCE è stato fondamentale. Dapprima, il 26 luglio del 2012, il presidente Draghi pronunciava il famoso discorso di Londra "Nell'ambito del suo mandato, la BCE è pronta a salvaguardare l'euro con ogni mezzo. E credetemi, sarà sufficiente". Poi, agli inizi di settembre, illustrava le *Outright Monetary Transactions* (OMT)²³, l'unico strumento di politica monetaria che sembrava ristabilire la fiducia relativamente all'affidabilità dei Paesi dell'Europa meridionale. L'annuncio delle OMT ha determinato una riduzione degli spread tra il rendimento dei titoli di Stato tedeschi e quelli degli altri Paesi dell'Eurozona (v. grafico 1.2). In particolare, questo meccanismo prevede acquisti illimitati di obbligazioni statali con scadenza di breve termine (da 1 a 3 anni) emesse da Paesi che si trovino in una crisi grave e conclamata, ovvero abbiano iniziato un programma di aiuti finanziari o precauzionale con l'ESM. Se la situazione dal punto di vista dei rendimenti dei titoli governativi sembrava sistemarsi, nel marzo del 2013 si rendeva necessario il salvataggio di Cipro per circa €10 miliardi. La bassa tassazione dell'isola cipriota, così come in Irlanda, aveva rappresentato un'importante fonte di attrazione dei capitali esteri, con gli attivi bancari che avevano raggiunto l'800% del PIL²⁴. L'intervento congiunto di FMI, Commissione UE e BCE era subordinato alla partecipazione alle perdite dei depositi non assicurati di ammontare superiore a €100 mila. Questa condizione ha rappresentato un cardine fondamentale su cui pochi mesi più avanti, nel dicembre del 2013, è stata proposta la creazione del *Single Resolution Mechanism* (SRM) all'interno di un progetto di realizzazione dell'Unione Bancaria Europea. Quest'ultima sembrerebbe rappresentare la soluzione al problema del circolo vizioso che ha acuito fortemente la crisi del debito Sovrano, ovvero il legame fra Stati e istituti di credito (Garicano e Reichlin, 2014). Il SRM ha previsto che le decisioni in merito alle crisi di banche di rilevanza sistemica o *cross-border* vengano prese da un *Board* composto da un presidente e 4 membri a tempo pieno, oltre ai rappresentanti delle autorità nazionali e agli osservatori di BCE e Commissione UE. Delle crisi minori, invece, si occuperanno le autorità nazionali, ma

²³ Le OMT si pongono l'obiettivo di evitare un eccessivo costo di finanziamento per quei paesi dell'area Euro che si trovano in difficoltà, allo scopo di evitare lo scatenarsi di una pericolosa spirale recessiva. Allo scopo di non aumentare il tasso di inflazione, la liquidità inserita nel sistema viene sterilizzata, ovvero assorbita, attraverso la vendita di altri titoli o altre tipologie di operazioni.

²⁴ P. Krugman, "La crisi di Cipro? Tutta colpa del denaro sporco russo", *Il Sole 24 Ore*, 25 marzo 2013.

sempre coordinando i propri interventi con il *Board*. Allo stato attuale dell'arte (Maggio 2014) risulta approvato il *Single Supervisory Mechanism* (SSM)²⁵, affidato alla BCE, che avrà il ruolo di vigilare sugli attivi di 130 istituti bancari europei dal Novembre 2014. Nell'Aprile 2014, poi, sono state definite le linee guida del SRM e le condizioni per l'utilizzo del *Single Resolution Fund* (SRF). Il *Board* previsto dal SRM, in seguito a segnalazione della BCE in relazione ad una banca prossima al fallimento, avrà diverse modalità di intervento: dismissione delle attività, intervento da parte dei creditori (con depositi superiori a €100 mila) o utilizzo del SRF. Questo ammonta a €55 miliardi e può essere impiegato una volta che la banca abbia coperto con risorse proprie almeno l'8% delle passività. L'utilizzo totale, in ogni caso, non può superare il 5% delle passività totali dell'istituto (Vella, 2014).









Dopo anni di forte recessione, anche il contesto macroeconomico sembra migliorare moderatamente, seppur molto lentamente e con importanti rischi di deflazione (Indice dei Prezzi al Consumo pari a 0.5% nell'area Euro)²⁶. Inoltre, nonostante l'uscita dal programma di aiuti di Irlanda (dicembre 2013), Spagna (gennaio 2014) e Portogallo (maggio 2014), il primo trimestre del 2014 appare ancora a tinte chiaroscuri (Eurozona in crescita del 0.2% congiunturale, mentre l'Italia perde lo 0.1%)²⁷. Ciò ad avvalorare la tesi di quanti secondo cui politiche economiche più espansive e una maggiore attenzione al livello di disoccupazione anziché all'inflazione nel medio-lungo periodo rappresentano l'unica risposta efficace (Krugman, 2012).

²⁵ La BCE avrà il ruolo di vigilare sugli attivi di 130 banche europee ritenute sistematicamente rilevanti, svolgendo un ruolo di precedente competenza nazionale. Prima di assumere l'incarico è previsto che svolga l'*Asset Quality Review*, ovvero la revisione della qualità degli attivi bancari. In particolare le banche dovranno avere un Core Tier 1 Ratio dell'8% nello scenario economico di base e del 5.5% in caso di scenario avverso simulato negli *stress test*.

²⁶ Per il nostro Paese l'indice è pari a 0.3%, come nel caso dell'Irlanda. Grecia, Portogallo e Spagna hanno registrato valori negativi. Fonte: Banca Centrale Europea, Statistics, marzo 2014.

²⁷ "Eurozona, il Pil crescerà dell'1,1% nel 2014. Scende ancora l'inflazione: 0.9%", *Il Sole 24 Ore*, 15 maggio 2014. <http://www.ilsole24ore.com/art/notizie/2014-05-15/eurozona-pil-crescerà-11percento-2014-ancora-calo-inflazione-09percento-100939.shtml?uuid=ABYjDQIB>.

Tabella 1.2 – Variazione % del PIL nell'Eurozona (* indica una previsione)

Paese		2010	2011	2012	2013	2014*	2015*
France		1.7	2.0	0.0	0.3	1.0	1.5
Germany		3.9	3.4	0.9	0.5	1.7	1.6
Greece		-4.9	-7.1	-7.0	-3.9	0.6	2.9
Ireland		-1.1	2.2	0.2	-0.3	1.7	2.5
Italy		1.7	0.5	-2.4	-1.9	0.6	1.1
Portugal		1.9	-1.3	-3.2	-1.4	1.2	1.5
Spain		-0.2	0.1	-1.6	-1.2	0.9	1.0
United States		2.5	1.8	2.8	1.9	2.8	3.0

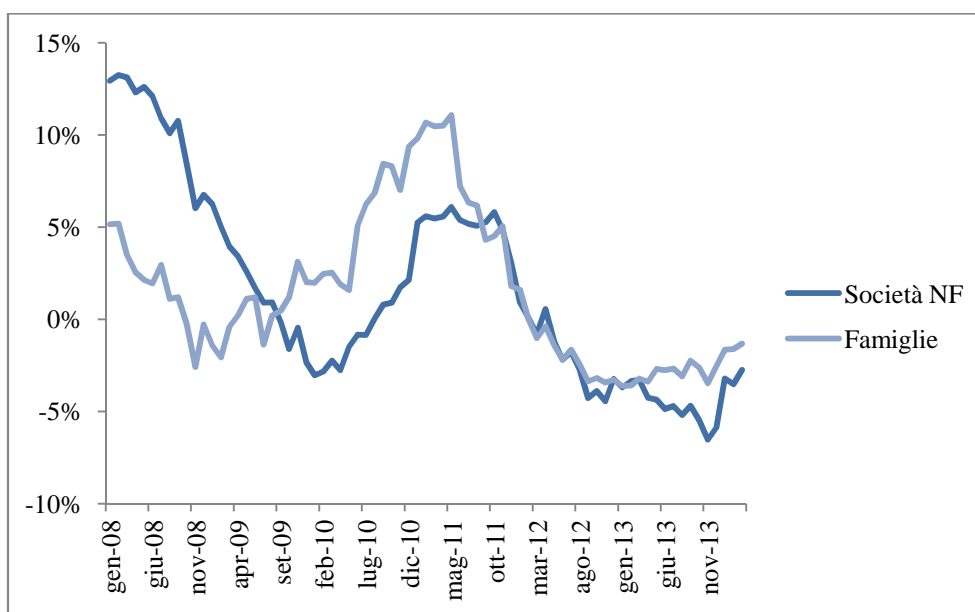
Fonte: International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, Aprile 2014

1.3 Il credit crunch

Una delle conseguenze più pesanti della crisi è indubbiamente rappresentata dal *credit crunch* che ha colpito le imprese italiane.

A livello italiano si possono evidenziare due fasi del razionamento del credito: una prima fase successiva alla crisi originatesi negli Stati Uniti e una seconda, collegata alla crisi del debito Sovrano. All'indomani del fallimento di Lehman Brothers il panico si era diffuso nei mercati e l'ingessatura del mercato interbancario aveva imposto un repentino *deleveraging* da parte degli istituti che contavano sui fondi di altri intermediari a titolo di raccolta²⁸. In particolare, alcuni studi hanno dimostrato che nel periodo post-Lehman le imprese avevano una maggiore probabilità di soffrire di un razionamento del credito pari a 7.8% (Presbitero *et al.*, 2012).

Grafico 1.3 – Prestiti ai residenti in Italia (variazione annua %)



Fonte: Banca d'Italia, Statistiche monetarie, bancarie e finanziarie, Marzo 2014

I vincoli di bilancio sopracitati hanno sicuramente influenzato l'offerta di credito, tuttavia non sembrano essere la causa principale della forte riduzione degli impieghi registrata nel periodo successivo. Peraltro, non sempre risulta semplice comprendere quanto condizionamenti dell'offerta influiscano rispetto a fattori della domanda. Su questo tema si sono interrogati molti studiosi e ricercatori e le conclusioni non sono

²⁸ Cfr. Lane, 2012.

univoche. Alcuni autori mettono maggiormente in luce dinamiche legate alla domanda, quali la riduzione del fabbisogno finanziario delle imprese legato a minori investimenti e crollo del PIL (Panetta e Signoretti, 2010), mentre altri riportano l'attenzione alle banche, sottolineando come una maggiore avversione al rischio di credito e vincoli di bilancio abbiano imposto una restrizione alle erogazioni (Presbitero *et al.*, 2012). Un'evidenza riscontrata da più autori è quella di una risposta degli istituti al peggioramento del merito di credito delle controparti: l'aumento di sofferenze e dei crediti incagliati ha determinato maggiori svalutazioni da parte delle banche, che si sono viste costrette a ridurre gli impieghi per paura di ulteriori erosioni di capitale. Peraltro, consapevoli del ritardo con cui si manifestano le partite deteriorate rispetto all'avvento della crisi, gli intermediari possono aver messo in atto opportune manovre preventive volte a diminuire la rischiosità degli attivi. È stato riscontrato, infatti, un aumento della liquidità degli attivi, specie conseguente a maggiori acquisti di titoli di Stato (Panetta e Signoretti, 2010). Per quanto la risposta degli istituti creditizi possa dirsi ragionevole, lo stesso non può dirsi delle modalità attuative.

La maggiore rischiosità percepita ha avuto pesanti effetti sull'industria manifatturiera italiana, considerato che la restrizione del credito ha colpito indistintamente soggetti dal merito di credito deteriorato e soggetti che presentavano invece prospettive di crescita. Nonostante le banche abbiano fatto affidamento prevalentemente all'equilibrio economico-patrimoniale e quindi agli indici relativi quali criteri di selezione della clientela, anche le imprese caratterizzate da elevati tassi di crescita del fatturato o degli investimenti, della redditività o della propensione all'export hanno sofferto una riduzione degli impieghi a loro destinati. Colpisce, poi, che le imprese caratterizzate da una maggiore propensione all'esportazione siano state maggiormente colpite da una restrizione dell'offerta, specie se si considera la caduta dei consumi e quindi della domanda interna (Costa e Margani, 2009).

Alcuni studi hanno evidenziato come vi sia stato un *home bias* anziché un *flight to quality* da parte delle banche. La vicinanza alla sede dell'istituto creditizio ha aiutato ad allentare la morsa della riduzione dei prestiti: da una parte la lontananza dal quartier generale aumenta l'asimmetria informativa e i costi di agenzia (Presbitero *et al.*, 2012), dall'altra rapporti più stretti con uno specifico soggetto bancario aumentano le informazioni *soft* in suo possesso. Ciò ha favorevolmente influito sulle piccole imprese

che facevano affidamento ad un unico interlocutore, il quale generalmente non ha fatto venir meno i fondi in tempo di crisi (Albareto e Finaldi Russo, 2012).

Tutto ciò ha avuto indubbi ed importanti risvolti negativi a livello di sviluppo economico futuro (Albareto e Finaldi Russo, 2012). In un Paese come il nostro, dove le imprese sono prevalentemente piccole o medie²⁹, il rapporto banca-impresa è caratterizzato da un cospicuo numero di aziende dalle dimensioni ridotte che si rivolgono in via esclusiva o quasi³⁰ al canale bancario per l'ottenimento di capitali (Presbitero *et al.*, 2012). Le tensioni nel mercato del credito possono quindi comportare importanti conseguenze a livello di caduta dell'attività economica, anche nel caso di shock di livello contenuto (Panetta e Signoretti, 2010). In particolare, l'impatto del *credit crunch* in termini di ridotta crescita economica è stato stimato nell'intervallo 0.5 – 1.5 punti percentuali per il 2009 (Panetta e Signoretti, 2010).

È da sottolineare, ad ogni modo, che le imprese dalla struttura finanziaria più fragile sono quelle che hanno subito le conseguenze più gravi. La probabilità di razionamento è risultata maggiore per le richieste di finanziamento del capitale circolante e per la ristrutturazione del debito (Albareto e Finaldi Russo, 2012). Inoltre, le imprese più piccole, caratterizzate da una minore propensione alla reportistica e quindi meno trasparenti, hanno visto calare gli impieghi a loro destinati, specie da parte dei grandi gruppi bancari (Panetta e Signoretti, 2010).

Oltre ad un razionamento del credito, si è anche registrato un inasprimento delle condizioni di offerta. Ciò può aver influito negativamente sulla domanda di finanziamenti. Secondo dati ISAE³¹ da giugno a dicembre 2008 il numero delle imprese

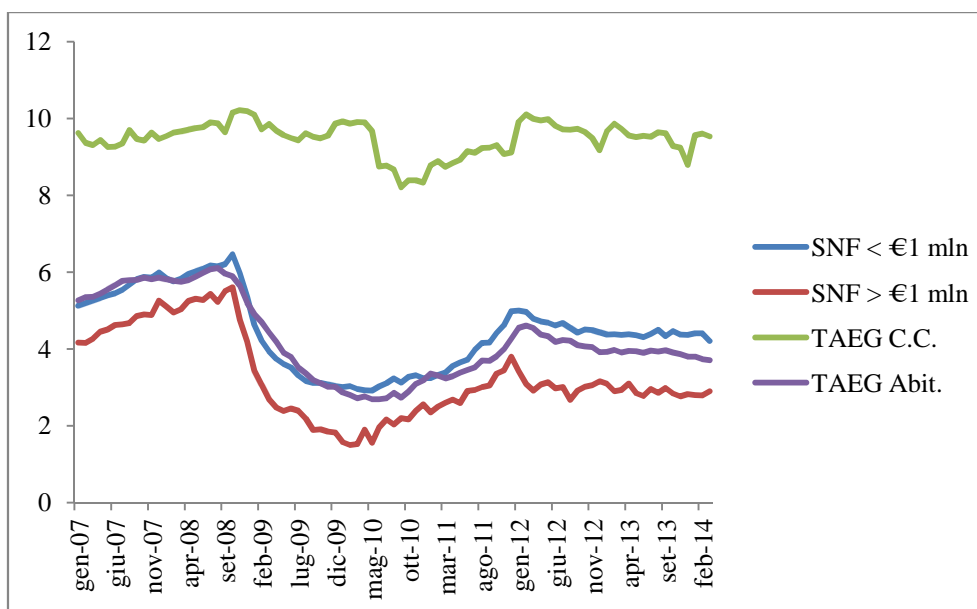
²⁹ Secondo stime London Economics per l'anno 2012, le PMI rappresentano il 99.9% delle imprese presenti nello scenario Italiano e sono così ripartite: 94.4% Micro (0-9 addetti), 5.0% Piccole (10-49 addetti) e 0.5% Medie (50-249 addetti). Le PMI impiegano l'80% degli occupati e creano il 68.0% del Valore Aggiunto. Fonte: Commissione Europea.

³⁰ Secondo statistiche della Banca d'Italia, il credito bancario e il debito finanziario a breve termine rappresentavano rispettivamente per il 67% e il 37% delle passività finanziarie delle imprese italiane, contro il 27% del Regno Unito e il 43% degli USA (Costa *et al.*, 2012).

³¹ L'Istituto di Studi e Analisi Economica si occupava di effettuare analisi e studi statistici utili per impostare la politica economica del Governo, del Parlamento e delle pubbliche amministrazioni. L'ISAE è stato soppresso nel dicembre 2010 e dal gennaio 2011 molte delle sue funzioni sono state trasferite all'ISTAT.

manifatturiere che hanno sperimentato un peggioramento delle condizioni applicate ai prestiti è raddoppiato, passando dal 20.7% al 40.1%. In particolare, le medie e grandi imprese sono state chiamate a pagare tassi di interesse più elevati o a fornire maggiori garanzie reali a fronte dei prestiti ottenuti (Costa e Margani, 2009). Ad ogni modo, la dinamica dei tassi bancari ha invertito rotta sul finire del 2008, in corrispondenza del già citato taglio dei tassi da parte della Banca Centrale Europea in cooperazione con le corrispondenti estere (v. *supra*). La tendenza a scendere si è interrotta all'inizio del 2010, anno che sembrava riportare la crescita nei Paesi tanto duramente colpiti dalla crisi finanziaria: la risalita è proseguito fino a fine 2011, quando la LTRO ad opera della BCE ha arrestato il trend e ha fatto ridiscendere i valori.

Grafico 1.4 – Tassi bancari (valori %)



Fonte: Banca d'Italia, Statistiche monetarie, bancarie e finanziarie, Marzo 2014

Come accennato in precedenza, nel 2010 la situazione nel nostro Paese pareva ristabilirsi: il PIL segnava +0.8% nel primo trimestre³² e anche la dinamica dei prestiti aveva ricominciato a crescere nella seconda metà dello stesso anno. In linea con il già citato ritardo fisiologico del palesarsi dei crediti deteriorati rispetto alla fase recessiva, la discesa dei prestiti si era arrestata a metà 2010 e gli impieghi avevano cominciato ad aumentare in maniera sostenuta a partire dal gennaio 2011.

³² Dato riferito alla variazione congiunturale trimestrale. Fonte: ISTAT.

È a questo punto che la crisi del debito europea ha interessato il nostro Paese e ha segnato l'inizio della seconda fase del *credit crunch*. L'aumento vertiginoso del rendimento del BTP a scadenza decennale che ha interessato il nostro Paese fin dall'estate 2011 imponeva dei costi di raccolta più elevati da un lato e perdite sulle attività finanziarie (leggi titoli di Stato) dall'altra. Se si pensa che le banche italiane avevano risposto alla crisi originatesi negli USA con un aumento degli acquisti di titoli di Stato al fine di diminuire la rischiosità degli attivi (Panetta e Signoretti, 2010), si può comprendere la portata e la gravità di tali avvenimenti. L'autunno dello stesso anno è stato caratterizzato da una fortissima tensione sulle obbligazioni governative e una drastica riduzione dei prestiti bancari. Questi ultimi hanno ristagnato per i primi mesi del 2012 e poi hanno cominciato a contrarsi secondo una spirale negativa che ancora non è stata interrotta (marzo 2014).

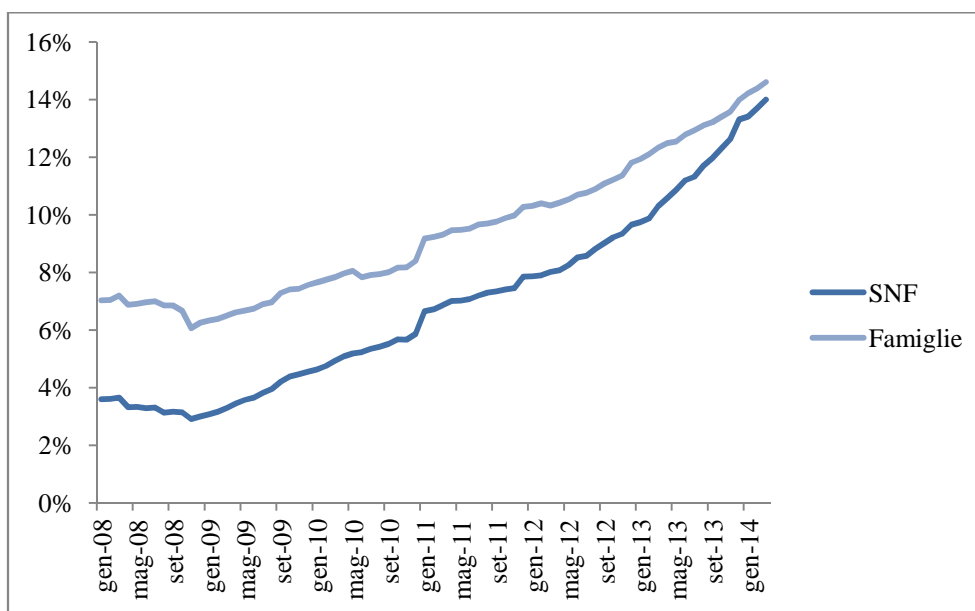
La letteratura relativa è piuttosto scarsa, tuttavia sembra utile sottolineare che fin dalla metà del 2011 è aumentata la percentuale di imprese sottoposte ad un forte razionamento del credito, trend che secondo gli ultimi dati disponibili (marzo 2012) non accennava a migliorare³³ (Costa *et al.*, 2012). Inoltre, dall'indagine sulle imprese industriali e dei servizi della Banca d'Italia è emerso che nel 2012 circa il 12.4% (11.7% nel 2011) delle imprese si è visto negare in tutto o in parte le richieste di nuovi finanziamenti. La quota si è distribuita pressoché ugualmente fra le diverse classi dimensionali e settori di attività, anche se si è confermata più elevata nel Meridione (15%). Significativo, poi, il dato relativo alle imprese che hanno registrato un peggioramento delle condizioni applicate ai prestiti tra il primo e il secondo semestre, pari al 29.1%. Tale livello ha rappresentato un miglioramento rispetto al 2011 (35.2%), ma si è attestato su valori ancora molto elevati anche quando raffrontato al 2009 (19.5%). Da sottolineare, infine, l'aumento delle richieste di rientro da parte delle banche, che hanno interessato il 9.7% delle imprese (Banca d'Italia, 2013). Tali comportamenti sono probabilmente da mettere in relazione al fatto che gli intermediari hanno visto diminuire il loro capitale durante la fase recessiva. Infatti, le svalutazioni

³³ Di seguito si riporta la percentuale di imprese che non hanno ottenuto il credito richiesto o sono state sottoposte ad un forte razionamento dello stesso, con la specifica settoriale. Il primo valore si riferisce a gennaio 2011, mentre il secondo a marzo 2012 (ultimi dati disponibili). Manifatturiero: da 2.4% a 4.4%; Costruzioni: da 9.3% a 15.9%; Servizi: da 1.7% a 3.0%; Retail: da 1.3% a 2.9%. Fonte: ISTAT.

sulle attività finanziarie e i maggiori accantonamenti sugli impieghi imposti dal deterioramento del merito di credito della clientela hanno imposto una riduzione delle erogazioni e un rientro dalle esposizioni. A questo proposito, sembra utile rimandare al grafico 1.4, in cui emerge chiaramente la gravità della dinamica dell'incidenza delle sofferenze sui prestiti.

Nel confrontare la prima e la seconda fase del *credit crunch*, alcuni autori sottolineano che, nonostante i fattori dell'offerta abbiano avuto un impatto minore rispetto a quelli della domanda, i primi sono stati fortemente determinanti nei due picchi delle crisi, ossia l'ultimo trimestre del 2008 e del 2011. Inoltre, viene dimostrato come a metà 2012 il credito alle imprese sarebbe stato più elevato di 11 punti percentuali e i tassi di interesse più bassi di 200 punti base se le condizioni di offerta fossero rimaste le stesse del periodo pre-crisi (Del Giovane *et al.*, 2013). La crisi del debito Sovrano che ha interessato il nostro Paese sul finire del 2011 e durante il 2012 ha sicuramente messo sotto pressione gli attivi bancari e conseguentemente ridotto la propensione alle erogazioni. I vincoli di bilancio sono quindi risultati più stringenti nella seconda fase del *credit crunch*, che ancora caratterizza il nostro Paese.

Grafico 1.5 – Sofferenze residenti in Italia (sofferenze/prestiti in %)



Fonte: Banca d'Italia, Statistiche monetarie, bancarie e finanziarie, Marzo 2014

1.4 Altre fonti di risorse

Le restrizioni dal lato dell'offerta di credito hanno imposto degli interventi governativi che limitassero gli impatti negativi sul tessuto economico del Paese. Considerato che il principale ostacolo all'espansione dei prestiti era rappresentato da un deterioramento del merito di credito della clientela, in particolar modo delle imprese, gli interventi più importanti si sono concentrati in questo ambito (Gobbi, 2013). In particolare, il Fondo di Garanzia per le Piccole e Medie Imprese (PMI) è stato alimentato con risorse pubbliche e la sua operatività è stata potenziata, allargando la platea dei beneficiari. Si è infatti cercato di sopperire al calo dei prestiti (-4.6% su base annua ad agosto 2013) da un lato e migliorare il profilo di rischiosità delle PMI italiane dall'altro. La quota di finanziamento coperta dalle garanzie statali, infatti, gode di una ponderazione pari a zero secondo le regole di Basilea III³⁴. Basti pensare, a questo proposito, che il tasso di ingresso dei prestiti in sofferenza aveva raggiunto il 4.7% nel secondo trimestre del 2013, a fronte di 1.5% nel periodo pre-crisi (Gobbi, 2013). È chiaro che una così elevata probabilità di insolvenza impone consistenti accantonamenti da parte degli istituti creditizi, che vedono così ridursi la redditività e conseguentemente la convenienza a concedere ulteriori finanziamenti che destabilizzano l'attivo. Dal 2009 al 2012 il Fondo di Garanzia per le PMI ha concesso garanzie su oltre €31 miliardi di prestiti, svolgendo un ruolo fondamentale per quelle imprese che sempre più hanno difficoltà ad autofinanziarsi (Gobbi, 2013). Nello specifico, nel secondo trimestre del 2013 il rapporto tra margine operativo lordo e valore aggiunto è stato del 31.0% e la quota di imprese che ha previsto di chiudere l'esercizio in nero del 55.0%, contro valori rispettivamente del 37.0% e 65.0% negli anni precedenti la crisi (Gobbi, 2013).

Un altro intervento pubblico rivelatosi efficace durante la prima fase del *credit crunch*, ma meno nella seconda, è il fondo istituito dalla Cassa Depositi e Prestiti (CDP), che ha destinato 8 miliardi alle banche. Queste potevano godere di tassi di interesse particolarmente bassi per reperire risorse da incanalare verso le imprese italiane. Tuttavia, i capitali destinati ai nuovi fondi "PMI-Investimenti" e "PMI-Crediti vs PA", creati nel 2012, sono rimasti pressoché inutilizzati (Gobbi, 2013).

³⁴ L'*International regulatory framework for banks*, noto con il nome di Basilea III, ha conservato sostanzialmente gli stessi coefficienti di ponderazione per le diverse classi di attivo previsti nell'ambito di Basilea II, il precedente impianto regolamentare internazionale delle banche.

La sospensione parziale dei pagamenti per il rimborso del capitale (moratoria ABI-associazioni delle imprese) e il rimborso dei debiti della Pubblica Amministrazione iniziato nel 2013 completano interventi volti ad allentare la carenza di liquidità nel sistema economico.

Gli importanti effetti congiunturali determinati dapprima dalla crisi finanziaria e poi dalla crisi del debito Sovrano tradiscono una struttura finanziaria delle imprese italiane particolarmente fragile. Come già rilevato in precedenza (v. *supra*), l'indebitamento finanziario è in misura decisamente preponderante bancario e il livello di leva è molto maggiore rispetto alle controparti europee³⁵. Tali politiche finanziarie sono frutto di molteplici cause, tra cui forse la più rilevante è la ritrosia degli imprenditori italiani nell'aprire a terzi il capitale, anche a costo di una perdita di competitività (Panetta, 2014). Le PMI italiane, caratterizzate da una *governance* familiare, considerano la trasparenza richiesta dal mercato un costo troppo elevato in termini di perdita parziale del controllo e di maggiori carichi fiscali. Il mercato dei capitali è, quindi, particolarmente ridotto nel nostro Paese se confrontato con le altre economie avanzate: le imprese non finanziarie quotate rappresentano il 20.0% del PIL e i titoli obbligazionari sono solo il 9% dei debiti finanziari³⁶ (Gobbi, 2013). Le imprese con una struttura del passivo prevalentemente composta da debito bancario a breve termine sopportano dei rischi ulteriori per due ordini di motivi.

Innanzitutto la durata e la tipologia dei finanziamenti impedisce lo sviluppo di progetti di medio-lungo termine, considerato che uno dei principi fondamentali della finanza aziendale è l'allineamento dei flussi delle passività e delle attività. Inoltre, così come suggerisce la *Trade-Off Theory*³⁷, le imprese più innovative che godono di un maggiore potenziale di crescita devono fare maggiore ricorso al capitale di rischio (Brighi e

³⁵ Alla fine del 2013, il *leverage* (debiti finanziari/patrimonio netto) era del 48.0% e il credito bancario contava per il 70.0% dei debiti finanziari, contro valori del 42.0% e 50.0% nell'Eurozona (Gobbi, 2013).

³⁶ In Germania la quota del PIL rappresentata dalle imprese non finanziarie quotate è del 40.0%, in Francia del 50.0%, fino ad arrivare all'80.0% di Regno Unito e Stati Uniti. Per quanto concerne le obbligazioni, l'incidenza sui debiti finanziari è pari all'Italia, in Francia è del 23.0%, nel Regno Unito è del 30.0% e negli Stati Uniti sfiora il 50.0%.

³⁷ La *Trade-Off Theory* è stata introdotta da Kraus e Litzbenger (1973). Secondo questa teoria, esiste un livello di indebitamento ottimale, che dipende dal *trade-off* tra costi e benefici del debito. I primi sono legati alla bancarotta e ai costi di agenzia, mentre i secondi sono legati allo scudo fiscale.

Toruluccio, 2007). Utilizzare il credito bancario implicherebbe l'imporsi di vincoli che non possono essere rispettati e comporterebbe un'esposizione nei confronti di investitori con una propensione al rischio decisamente non in linea con quella richiesta da imprese ad elevato contenuto tecnologico: il profilo rischio-rendimento risulterebbe senza dubbio insoddisfacente. Il secondo svantaggio connesso all'indebitamento bancario è relativo allo stretto legame che viene a crearsi con le sorti degli istituti creditizi. In fase recessiva ciò comporta un circolo vizioso che si autoalimenta. Il peggioramento del contesto economico provoca una diminuzione della solvibilità delle imprese e ciò si ripercuote sulla redditività delle banche. Queste a loro volta restringono l'offerta e acuiscono le difficoltà delle aziende, dando vita ad una pericolosa spirale al ribasso.

Il governo Monti ha così deciso di intervenire nel 2012, istituendo nuovi strumenti finanziari per le piccole e medie imprese italiane, allo scopo di favorire una diversificazione delle fonti di finanziamento e spezzare questo circuito perverso. Sembra utile soffermarsi brevemente sui provvedimenti adottati, corroborati anche dalla *Pecking-Order Theory*³⁸: da un lato si propongono di favorire lo sviluppo del mercato dei capitali, dall'altro rispondono alle esigenze delle imprese che nel reperire le risorse necessarie guardano primariamente al debito, una volta ritenute insufficienti le fonti interne. Il decreto legge n. 83/2012, noto come Decreto Sviluppo³⁹, ha rimosso vincoli civilistici e fiscali che penalizzavano le società non quotate rispetto alle corrispondenti quotate. In particolare, è stato modificato l'impianto normativo relativo ad obbligazioni e cambiali finanziarie, oltre ad aver introdotto le obbligazioni subordinate e partecipative rivolte a *start-up* e *turnaround* aziendali. Per quanto riguarda le obbligazioni, il legislatore ha provveduto a eliminare il limite civilistico all'ammontare fissato in due volte il patrimonio netto; ha equiparato il trattamento fiscale degli emittenti quotati e non quotati; ha agevolato l'accesso ai mercati regolamentati o ai sistemi multilaterali di negoziazione anche per le società dalle dimensioni minori (KPMG, 2013a). A questo proposito, va sottolineato che Borsa Italiana ha

³⁸ La *Pecking-Order Theory* (Myers, 1984) afferma che esiste una gerarchia nell'utilizzo delle fonti di risorse, frutto delle asimmetrie tra proprietari e finanziatori. Ciascuna azienda utilizzerà dapprima risorse interne e poi risorse esterne, nell'ordine debito e capitale di rischio.

³⁹ Decreto Legge 22 giugno 2012, n. 83, recante misure urgenti per la crescita del Paese, convertito in Legge con modificazioni il 7 agosto 2012. Successivamente modificato con il Decreto Legge 18 ottobre 2012, n.179 (Decreto Sviluppo II), convertito in Legge con modificazioni il 17 dicembre 2012.

tempestivamente provveduto a creare ExtraMOT PRO, un segmento destinato agli investitori professionali che vogliano esporsi nei confronti delle piccole e medie imprese italiane che abbiano deciso di quotare la propria emissione obbligazionaria. Il d.l. 83/2012 ha poi previsto sgravi fiscali parziali per le imprese non quotate che emettono obbligazioni non quotate. In questo caso ci si riferisce a *private placement*⁴⁰, ovvero accordi privati fra emittenti ed un limitato gruppo di investitori professionali (KPMG, 2013a). Il secondo strumento modificato ed integrato dal legislatore sono le cambiali finanziarie. Queste sono titoli di credito all'ordine emessi in serie che consentono di reperire risorse nel breve termine (fino a 36 mesi). Le cambiali finanziarie possono essere dematerializzate e, nel caso delle PMI, l'emissione deve essere assistita da uno sponsor, solitamente un intermediario finanziario. I vincoli all'emissione sono l'assoggettamento dell'ultimo bilancio a revisione legale e la sottoscrizione da parte di soli investitori professionali. Infine, le obbligazioni subordinate partecipative sono titoli di debito con clausole di partecipazione agli utili e di subordinazione. Sono strumenti che hanno durata pari o superiore ai 36 mesi e sono destinati ad investitori istituzionali. Prevedono una remunerazione in parte fissa (non inferiore al Tasso Ufficiale di Riferimento) ed una variabile legata all'andamento dell'emittente (KPMG, 2013a).

Questi interventi sembrano utili per favorire il ricorso alle emissioni obbligazionarie, che hanno registrato interessanti aumenti nel periodo 2009-12 (+57.9% rispetto al periodo 2005-07). Ciò è particolarmente positivo se si pensa che gli 80 gruppi industriali italiani che dal 2009 hanno emesso obbligazioni sono riusciti a ridurre l'indebitamento bancario del 33.0%, contro un aumento del 12.0% dei restanti 170 gruppi (Panetta, 2014). Tuttavia, le imprese di minori dimensioni non sembrano aver fatto registrare un andamento simile, anzi è stata osservata una riduzione del numero di quelle che si sono affacciate per la prima volta sul mercato. Le emissioni riconducibili al d.l. 83/2012, poi, sono risultate limitate: una ventina di collocamenti per un totale di €5 miliardi di obbligazioni emesse (Panetta, 2014). I principali ostacoli alla diffusione dei cosiddetti mini-bond sono da ricercarsi nei ridotti importi unitari delle emissioni e

⁴⁰ I *private placement* sono collocamenti di emissioni obbligazionarie presso una ristretta cerchia di investitori istituzionali. Nel panorama italiano si possono citare i casi di Illycaffè, Luxottica, Piaggio e Barilla (KPMG, 2013a).

nella difficoltà degli investitori nel valutare il merito di credito delle società emittenti. Difficoltà che comunque sembrano destinate a risolversi grazie alla creazione di *credit funds*, ovvero dei fondi di investimento chiusi che acquistano obbligazioni di imprese non quotate, solitamente caratterizzate da solidità patrimoniale e una buona esposizione verso i mercati esteri (Gobbi, 2013 e Panetta, 2014).

Anche a livello europeo si cerca di risolvere il problema del finanziamento alle PMI: una politica che è vista favorevolmente è un'incentivazione del mercato delle cartolarizzazioni aventi come sottostante prestiti alle imprese. Pur tenendo presente che l'utilizzo sconsiderato di questa tipologia di strumenti finanziari è alla base della crisi finanziaria del 2008, le *Asset-Backed Securities* consentirebbero il conseguimento di due finalità. Da una parte gli investitori che volessero esporsi nei confronti di imprese dinamiche e con prospettive di crescita potrebbero farlo forti di una valutazione del loro *rating* da parte degli istituti creditizi. Dall'altra questi ultimi potrebbero liberare risorse da destinare ad ulteriori impieghi, ovvero ridurre quelle partite deteriorate che minano la redditività attraverso l'emissione di titoli con un profilo di rischio-rendimento elevato.

Considerati quelli che sono stati gli interventi congiunturali in tema di finanziamenti bancari e quelli strutturali volti ad incentivare la diversificazione del debito, risulta necessario soffermarsi ora sull'assoluta importanza della patrimonializzazione delle imprese. La crescita dei prestiti bancari dal 2000 al 2008 ha comportato un parallelo aumento dell'indebitamento delle società non finanziarie italiane, che hanno fatto registrare un aumento di 50 punti percentuali dell'incidenza dei debiti sul valore aggiunto (Panetta, 2014). Le modificazioni della struttura finanziaria delle imprese italiane hanno visto una decisa propensione al debito, con il *leverage*⁴¹ salito dal 34.0% al 43.0% e una sempre maggiore incidenza degli oneri finanziari sui margini lordi (Panetta, 2014). Il confronto con gli altri Paesi dell'Eurozona non lascia spazio ad interpretazioni di altro tipo: nel 2010 l'indebitamento delle nostre imprese è risultato mediamente superiore di 11 punti percentuali, con un divario particolarmente accentuato per le imprese dalle dimensioni minori (Panetta, 2014). L'intervento richiesto per riallineare i valori secondo il *benchmark* europeo è sicuramente di rilievo: bisognerebbe trasformare in capitale di rischio un ammontare di debiti pari a circa €150-220 miliardi. Tuttavia, se spalmata su un lustro, risulterebbe un'operazione realizzabile,

⁴¹ Il *leverage* qui indicato è il rapporto tra debiti finanziari e la somma degli stessi con il patrimonio netto.

considerato che implicherebbe la trasformazione di debiti pari al 3.0% annuo di quelli complessivi (Panetta, 2014).

Al fine di agevolare un maggiore impiego di capitale di rischio in alternativa al debito, vanno innanzitutto risolte le distorsioni causate dall'imposizione fiscale. In presenza di sistemi tributari dalle aliquote particolarmente elevate come il nostro, si crea infatti una forte convenienza nel ricorso al debito: la deducibilità degli oneri finanziari consente lo sfruttamento dello scudo fiscale. In questo senso va letta in chiave positiva l'introduzione dell'ACE⁴² (Aiuto alla Crescita Economica) da parte del governo Monti. Grazie a questo intervento gli apporti di capitale di rischio (aumenti di capitale o utile d'esercizio non distribuito) costituiranno imponibile solamente per la quota parte che eccede una soglia prestabilita, ovvero il valore risultante dal prodotto tra l'aliquota fiscale ordinaria (27.5%), l'apporto di capitale e il tasso fissato dal Ministero dell'Economia e delle Finanze, pari al rendimento medio dei titoli di Stato aumentato di 3 punti percentuali⁴³. Alcuni studi hanno dimostrato che un aumento di capitale finalizzato ad aumentare di 50.0% il rapporto tra il beneficio dell'ACE e il fatturato implicherebbe una riduzione dell'indebitamento pari al 3.2% (Panteghini *et al.*, 2012). È stato riscontrato, poi, che nel biennio 2012-13 circa il 6.0% delle imprese industriali e dei servizi e circa il 5.0% di quelle delle costruzioni hanno aumentato la loro capitalizzazione a fronte di tali sgravi fiscali (Gobbi, 2013).

L'elevato carico fiscale che sopportano le imprese italiane comporta ulteriori distorsioni indirette a favore del debito, in particolare quello bancario. Infatti, l'accesso al mercato dei capitali impone dei costi molto elevati in riferimento all'attenzione da parte delle autorità di controllo, alla condivisione del governo dell'azienda con azionisti di minoranza e alla maggiore visibilità nei confronti delle autorità fiscali (Panetta, 2014). Le PMI italiane, che presentano generalmente strutture di governo a carattere familiare, sono poco inclini ad un'apertura verso l'esterno o ad una maggiore trasparenza necessaria per aprire il capitale ad investitori esterni. È da sottolineare, ad ogni modo,

⁴² Art. 1 del Decreto Legge 6 dicembre 2011 (c.d. "Salva Italia"), n. 251, recante disposizioni urgenti per la crescita, l'equità e il consolidamento dei conti pubblici, convertito in Legge con modificazioni il 22 dicembre 2011.

⁴³ Ad esempio, con un aumento del capitale proprio pari ad €1 milione, il beneficio garantito dall'ACE è di €8'250, così calcolati: $1'000'000 * 3\%$ (tasso fissato dal governo per il primo triennio) $* 27.5\%$ (aliquota IRES).

l'incremento del numero di società che hanno deciso di quotarsi: dal gennaio 2013 venti imprese di piccola o media dimensione sono entrate a far parte dell'AIM Italia⁴⁴, caratterizzato da costi ammissione e requisiti regolamentari inferiori (Panetta, 2014). In tal senso va letta anche l'iniziativa ELITE, il programma lanciato da Borsa Italiana in collaborazione con le più importanti istituzioni finanziarie ed industriali del Paese⁴⁵. Tale programma, che ha visto la partecipazione di ben 150 società in soli due anni, accompagna piccole e medie imprese lungo un percorso propedeutico alla quotazione o comunque al reperimento di risorse finanziarie da parte di fondi di *private equity*, *credit funds*, istituti creditizi o altri investitori istituzionali.

Proprio il *private equity* sembra essere una risposta chiave al fabbisogno di capitale di rischio che caratterizza le nostre imprese. Una struttura finanziaria più bilanciata permette da un lato un superamento della crisi attuale e dall'altro una ripresa con maggior vigore non appena i primi segnali positivi si rafforzeranno. In proposito, va segnalata l'istituzione nel 2010 del Fondo Italiano d'Investimento, che ha già realizzato molteplici operazioni sul capitale di imprese italiane di medio-grandi dimensioni. Le modalità di intervento sono volte a contenere l'influenza sulle scelte strategiche delle partecipate ed a garantire un supporto per un arco temporale sufficientemente esteso, maggiore dell'*holding period*⁴⁶ medio di settore. Gli interventi sul capitale da parte di un *private equiter* sembrano attenuare anche la principale problematica sollevata dall'imprenditoria italiana, ovvero l'eccessiva trasparenza o la perdita di controllo. Attraverso opportune operazioni vengono infatti garantiti fondamentali apporti finanziari e manageriali, indispensabili per aumentare la competitività dell'azienda e allo stesso tempo possono essere studiate specifiche iniziative per mitigare l'impatto

⁴⁴ AIM Italia è stato creato nel marzo 2012 dall'accorpamento di AIM Italia e Mercato Alternativo del Capitale allo scopo di favorire la quotazione delle piccole e medie imprese italiane. Richiede la presenza di un Nominated Adviser (Nomad) che valuti l'appropriatezza della quotazione di una società e che supporti la stessa durante il periodo di permanenza nel mercato.

⁴⁵ ELITE è un progetto lanciato nel 2012 da Borsa Italiana che mira ad educare le piccole e medie imprese italiane relativamente alle possibilità garantite dal mercato dei capitali. I principali partner sono Associazione Bancaria Italiana, Ministero dell'Economia e delle Finanze, Confindustria, SACE, Simest, Fondo Italiano d'Investimento, Bocconi, London Stock Exchange Group Academy.

⁴⁶ L'*holding period* è la durata della partecipazione nel capitale azionario di un'azienda da parte di un *private equiter* o *venture capitalist*.

sulla compagine societaria. Ad esempio, si possono adottare soluzioni per consentire una graduale fuoriuscita del socio fondatore, che può conservare una carica onoraria nel Consiglio di Amministrazione, oppure si può limitare l'intervento del fondo a quote minoritarie del capitale.

Non bisogna dimenticare, poi, che le imprese tecnologicamente più avanzate ed innovative richiedono un maggiore apporto di capitale proprio considerata la maggiore rischiosità. Da una parte la partecipazione azionaria consente di trarre vantaggio dagli elevati rendimenti garantiti dalle iniziative profittevoli, dall'altra l'apporto di risorse proprie aumenta la credibilità dell'impresa nei confronti del debitore, che ha un chiaro riscontro della *self-confidence* in merito all'iniziativa imprenditoriale. Considerato che le imprese più innovative sono anche quelle con maggiori prospettive di crescita e che il comparto del *venture capital* nel nostro Paese è decisamente poco sviluppato rispetto agli altri Stati europei⁴⁷, vanno aumentati gli sgravi fiscali in favore dei soggetti che investono nel capitale di rischio delle imprese innovative.

⁴⁷ L'incidenza sul PIL degli investimenti del settore è pari a un terzo rispetto a Francia e Germania e poco più grande di un decimo rispetto agli Stati Uniti (Gobbi, 2013).

Capitolo 2

Private Equity e Venture Capital in Europa e in Italia

2.1 Definizione ed inquadramento generale

L'EVCA (European Private Equity & Venture Capital Association) definisce il *private equity* come “una forma di investimento nel capitale di rischio di imprese non quotate in Borsa.[...] Un mezzo per investire a lungo termine, caratterizzato da una proprietà attiva. [...] permette la realizzazione di business migliori attraverso il rafforzamento dell'expertise del management, il miglioramento della gestione operativa e aiutando le imprese nell'accesso a nuovi mercati”. Il *venture capital* è invece definito come “una tipologia di *private equity* focalizzata sulle start-up. [...] Supporta imprenditori con idee innovative relative a prodotti o servizi i quali necessitano investimenti o supporto tecnico nel sviluppare la propria impresa”⁴⁸.

Anche l'AIFI (Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital) fornisce una specifica definizione di *private equity* quale “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 termine”⁴⁹. Il *venture capital*, poi, è inteso come una particolare attività di *private equity* volta a finanziare l'impresa nei primi stadi del suo ciclo di vita (Gervasoni e Sattin, 2008). Nella prassi, si utilizza il termine *private equity* per riferirsi ad entrambi i fenomeni.

L'aggettivo *private* si differenzia da *public* proprio per indicare che questa tipologia di investimenti in capitale di rischio è rivolta a quelle imprese che non sono quotate in un mercato regolamentato. Ciò che contraddistingue questo tipo di operazioni è l'elevata rischiosità associata. Nel mercato *public*, infatti, vengono scambiati rischi di entità minima o ridotta. Basti pensare, ad esempio, che le emissioni obbligazionarie quotate sono prevalentemente afferenti le prime quattro classi di rating (da AAA fino ad A) e i

⁴⁸ <http://www.evca.eu/about-private-equity/private-equity-explained>.

⁴⁹ Da delibera del Consiglio Direttivo di AIFI del 22 luglio 2004.

restanti titoli sono comunque ricompresi nell'area *investment grade*⁵⁰. Se guardiamo ai titoli azionari, poi, anche in questo caso le imprese quotate risultano caratterizzate da un profilo di rischio ridotto, in quanto prevalentemente mature o comunque operanti in settori tradizionali. La Borsa risponde quindi alle esigenze dei piccoli risparmiatori, che possono individuare opportunità di investimento in linea con la loro propensione al rischio e consente ai gestori del risparmio di poter effettuare *screening* e valutazioni con una ragionevole rapidità.

Gli investimenti in *private equity*, invece, si traducono in negoziazioni private e sono tipici di una categoria di investitori alla ricerca di elevati rendimenti, commisurati al rischio sopportato. Questi soggetti investono in imprese caratterizzate da interessanti prospettive di crescita e mirano a realizzare importanti plusvalenze in conto capitale. In Italia nel 2013 erano presenti circa 170 operatori che hanno investito in quasi 1200 società (AIFI, 2013). Come vedremo in seguito, gli operatori possono essere di vario tipo e la loro composizione è cambiata nel corso degli anni. Da sottolineare, poi, che il fatto di operare *private* può essere una scelta autonoma della specifica società, come ad esempio nel caso di Ferrero S.p.A. o Barilla S.p.A., mentre risulta una scelta obbligata per tutte quelle piccole e medie imprese italiane che non hanno la massa critica per potersi quotare. A questo proposito, si rimanda al progetto ELITE di Borsa Italiana, cui si è accennato in precedenza (v. *supra*).

Le operazioni di *private equity* possono essere di vario tipo e sono solitamente classificate in relazione alla fase del ciclo di vita di un'impresa cui si riferiscono.

I finanziamenti all'avvio o *early stage financing* ricomprendono il *seed financing*, il *start-up financing* e il *first stage financing*. Questa tipologia di investimenti è quella che in tempi recenti risulta essere maggiormente dinamica: molti investitori sono alla ricerca di imprese innovative, che sfruttino in qualche modo le potenzialità del web 2.0 e del mondo digitale in generale, al fine di realizzare importanti profitti (AA.VV., 2013). Molto spesso, infatti, l'imprenditore possiede un'idea di business molto interessante, ma non ha né le competenze manageriali né le risorse finanziarie per realizzarla. Il *venture capitalist* interviene quindi garantendo sia un indispensabile apporto finanziario sia le

⁵⁰ Secondo la scala dei *rating* di Standard and Poor's, l'*investment grade* va da AAA a BBB-, mentre il *non-investment grade* o *high yield* da BB+ a SD. Fonte: La scala dei *rating* di breve e di lungo termine, l'*outlook* e il *creditwatch*, Standard and Poor's Europe.

necessarie competenze tecniche, manageriali, commerciali o legali per, dapprima, realizzare un prototipo e poi industrializzare il prodotto. La rischiosità dell'intervento è molto elevata, poiché vi sono importanti asimmetrie informative tra imprenditore e finanziatori e, inoltre, non vi è uno storico cui poter guardare per poter effettuare delle proiezioni relative a fatturato e flussi di cassa. L'unico documento disponibile è il *business plan*, ma questo molte volte può risultare eccessivamente ottimistico poiché realizzato dall'imprenditore stesso.

Durante la fase di *seed financing* l'obiettivo è proprio lo sviluppo dell'idea imprenditoriale: il fabbisogno finanziario non è particolarmente elevato, ma il rischio che sopporta l'investitore, invece, lo è. Solitamente gli interventi di questo genere sono indirizzati a prodotti o servizi particolarmente innovativi, ad esempio nel settore dell'*Information and Communication Technology*⁵¹.

La fase successiva, definita *start-up financing*, è focalizzata sull'industrializzazione del prodotto e sulla sua commercializzazione. Questa fase è probabilmente la più rischiosa, in quanto è necessario sviluppare i processi operativi finalizzati alla produzione del prodotto, oltre che condurre un'importante campagna di *marketing* per aumentare l'*appeal* commerciale della proposta ed identificare una clientela potenziale. Fondamentali risulteranno le ricerche di mercato realizzate nella fase precedente, che già avevano permesso di stimare la redditività dell'idea di business. Dal punto di vista delle risorse necessarie, è richiesto un consistente apporto di capitali per la costituzione del capitale circolante e per gli investimenti in macchinari ed impianti. A livello di circolante viene costituito il magazzino, se necessario, cominciano a formarsi i primi crediti verso la clientela che si avvicina al prodotto e si contraggono debiti con i fornitori. La quota principale delle risorse è sicuramente veicolata verso le strumentazioni e le attrezzature necessarie per avviare la produzione.

La terza ed ultima fase ricompresa nell'*early stage financing* è il *first stage financing*, che prevede lo sviluppo del business sia a livello operativo che commerciale. L'intervento del *venture capitalist* è ancora una volta importante sia a livello di apporto di competenze tecniche e manageriali, sia a livello di capitale. A seguito dell'espansione

⁵¹ A questo proposito sembra utile citare i casi di *venture incubator* del Nord-Est, quali H-farm ed M31. Entrambi questi incubatori di imprese sono attivi nel mondo *high-tech* e supportano le idee imprenditoriali nel mondo digitale, garantendo supporto finanziario e tecnico.

della capacità produttiva e di campagne commerciali sempre più ampie, infatti, il capitale circolante comincia a dilatarsi in misura notevole: l'aumento della dimensione del magazzino e l'incremento delle vendite sono solo parzialmente controbilanciate dall'incremento dei debiti verso i fornitori.

I finanziamenti all'avvio sono caratterizzati da un'elevata rischiosità in tutte e tre le fasi sopra descritte e richiedono pertanto l'interessamento di soggetti che siano caratterizzati dalla giusta propensione al rischio, meglio ancora se in grado di fornire ulteriori apporti. Non va poi dimenticato che i flussi di cassa sono fisiologicamente negativi nei primi anni, in quanto è necessario dare avvio all'attività produttiva e raggiungere un certo livello di fatturato prima di poter realizzare margini sufficienti a coprire i fabbisogni. Il *venture capital* rappresenta quindi l'interlocutore più adatto nella fasi iniziali del ciclo di vita dell'impresa, in quanto incarna tutta una serie di caratteristiche fondamentali: capitale paziente (orizzonte temporale di investimento pari a 5-7 anni), elevata propensione al rischio e disponibilità al supporto dell'iniziativa imprenditoriale attraverso figure specializzate. Oltre alla figura del *venture capitalist*, negli stadi iniziali dell'iniziativa, quando questa è percepita come particolarmente rischiosa e non soddisfa una prefissata soglia di investimento, vi è il coinvolgimento di uno o più *business angel*. Questi soggetti sono caratterizzati da una maggiore propensione al rischio, in quanto investono proprie risorse, e non hanno condizionamenti indotti da costi di struttura legati alle operazioni di monitoraggio e valutazione sopportati dai fondi di *venture capital*. Inoltre, sono solitamente imprenditori che hanno deciso di mettere le proprie competenze e il proprio network relazionale a disposizione di idee di business innovative. La loro esperienza nel settore e le motivazioni non puramente lucrative consentono così di superare il problema dell'asimmetria informativa tra finanziatori ed imprenditori.

All'interno delle operazioni di *venture capital* rientrano poi le operazioni di finanziamento allo sviluppo o *expansion financing*. A questo proposito, va sottolineato che la tassonomia europea differisce da quella statunitense: la prima ricomprende il finanziamento allo sviluppo nell'area del *private equity*, mentre la seconda lo considera

affidente il *venture capital*. In questa sede si utilizza quest'ultima impostazione, considerato che si sta cercando di conformarsi a livello globale⁵².

L'obiettivo di questa specifica fase è quello di sostenere lo sviluppo di un'impresa che è già avviata. Le iniziative messe in atto possono essere di vario tipo, quali il consolidamento della quota di mercato, l'espansione della capacità produttiva e/o distributiva (anche attraverso acquisizioni e fusioni), nonché l'internazionalizzazione dell'azienda attraverso l'ingresso in nuovi mercati. In molti casi, poi, l'intervento è finalizzato a supportare il passaggio e la trasformazione da impresa familiare, gestita in maniera accentrata dal socio fondatore, a impresa di stampo manageriale, amministrata da personale specializzato e qualificato. Una volta raggiunto un fatturato pari a €40-50 milioni, infatti, amministrare una società autonomamente diventa improponibile. L'imprenditore rischia di essere assorbito dalla gestione dell'operatività giornaliera perdendo di vista l'ottica strategica. È a questo punto che l'intervento di soggetti esterni, in grado di garantire sia fonti finanziarie indispensabili per poter sviluppare ulteriori progetti di crescita sia importanti apporti manageriali o relazionali, diventa fondamentale. Alcune volte l'intervento è legato alla decisione di quotarsi e raggiungere quindi la dimensione necessaria. In questo caso il *venture capitalist* entra nel capitale dell'impresa per un orizzonte temporale vincolato al raggiungimento della soglia prefissata, per poi uscire rivendendo le quote al proprietario originale. Si parla di *bridge financing* e le modalità di *exit*, ovvero di dismissione dell'investimento, sono spesso prefissate fin dall'inizio (multiplo sull'EBITDA, diritto di prelazione del proprietario attuale, utilizzo delle buste)⁵³.

Venendo a quelle che sono le operazioni di *private equity*, le operazioni di *replacement* sono finalizzate allo sostituzione di un azionista che non voglia più far parte della

⁵² Negli USA si è soliti distinguere tra *venture capital* e operazioni di *buy out*. In Europa, così come in Italia, pur essendo in atto un processo di conformazione terminologica, si è solitamente distinto tra le fasi successive a quella iniziale e i finanziamenti all'avvio, ricompresi nell'area del *venture capital* (Gervasoni e Sattin, 2008).

⁵³ Nel caso dei multipli viene prefissato contrattualmente *ex-ante* il prezzo al quale l'impresa passerà verrà venduta (ad esempio 4 volte l'EBITDA). Anche il diritto di prelazione viene stabilito *ex-ante*. Infine, la determinazione del prezzo attraverso l'utilizzo delle buste prevede che entrambe le controparti scrivano il prezzo massimo al quale sono disposte ad effettuare l'acquisto e la compravendita delle quote azionarie avverrà proprio al valore più alto dei due.

compagine societaria di una determinata società per diversi motivi. Ad esempio, se non se ne condividono più gli indirizzi strategici o non si dispone di adeguate risorse finanziarie, il *private equiter* subentra al socio uscente evitando che vi siano destabilizzazioni nell'azionariato. La rischiosità di tali operazioni è piuttosto bassa e molto spesso si tratta di interventi temporanei.

Le operazioni più diffuse e che attraggono il maggior quantitativo di risorse sono quelle di *buy out*. Nel 2013, seppure in calo, sono state realizzate 50 operazioni per un totale di oltre €2 miliardi investiti (AIFI, 2013). Questa tipologia di investimento prevede un cambiamento radicale della proprietà e conseguentemente una partecipazione di maggioranza da parte del *private equiter*. A seconda del soggetto che le realizza, abbiamo una diversa denominazione: *management buy out* (MBO), *management buy in* (MBI), *employee o worker buy out* (EBO/WBO), ecc.. Soffermandoci su quelle che sono le modalità tecniche di attuazione, va sottolineato che solitamente questo tipo di interventi vengono realizzati facendo un ampio ricorso al debito. Nello specifico, viene costituita una nuova società o *Newco*, la quale raccoglie capitale con una netta prevalenza per il debito, solitamente rappresentante circa il 60.0%-70.0% delle passività. Una leva così elevata è resa possibile dal pegno sulle azioni sottoscritte della società *Target*, ovvero la società di cui si vuole ottenere il controllo. Una volta realizzata la compravendita, poi, si procede alla fusione tra la *Newco* e la *Target*, che vedrà quindi iscritto nel passivo il debito contratto per la sua acquisizione. È chiaro che un'operazione di questo tipo richiede mercati stabili, una buona propensione al rischio e tassi di interesse particolarmente bassi. Vi sono poi delle caratteristiche specifiche della *Target* che sono molto importanti per la buona riuscita dell'operazione. L'azienda oggetto di interesse deve infatti operare in un business maturo e deve avere una posizione competitiva che le permetta di realizzare margini e flussi di cassa sufficientemente elevati da poter ripagare degli oneri finanziari particolarmente elevati, considerato l'elevato indebitamento contratto. Solitamente l'orizzonte temporale in cui il debito viene ripagato va dai 5 ai 7 anni (AA.VV., 2013).

La propensione per questo tipo di investimento è riconducibile alle diverse possibilità di creazione del valore. La modalità più semplice è quella di sfruttare la capacità dell'azienda di ripagare il debito: a parità di *enterprise value*, la riduzione del debito implica un maggior valore dell'*equity*. Una seconda opportunità è quella di rendere più

efficiente la gestione del circolante e dei flussi di investimento, oppure giocare sui margini, al fine di ottenere un EBITDA più elevato. Questo consente di ripagare più velocemente il debito e aumenta l'*enterprise value* a parità dei multipli sull'EBITDA. La somma di questi fattori porta ad un valore del patrimonio netto ancora più alto. Infine, sfruttando il *sentiment* del mercato, è possibile realizzare rendimenti ancora più elevati, giocando sull'incremento dei multipli.

È chiaro che questo tipo di operazioni è possibile fintanto che il flusso di cassa generato dall'azienda è sufficiente a far fronte alle obbligazioni contratte. L'aleatorietà connessa, infatti, può risultare particolarmente negativa se condizioni esterne (recessione) o interne (inefficienze) impediscono di sviluppare flussi adeguati al pagamento degli interessi. L'eccessivo indebitamento, in questo caso, potrebbe compromettere la continuità aziendale.

Infine, le operazioni di *turnaround* sono finalizzate alla modificazione delle strategie aziendali che sono risultate in un insuccesso. In particolare, si distingue tra *turnaround* da crisi e da declino, dove il primo risulta particolarmente rischioso perché realizzato in situazioni di assoluta gravità, mentre il secondo interviene in seguito al presentarsi delle prime difficoltà. L'intervento del *private equiter* dovrà essere tanto più radicale quanto più la crisi risulterà grave. Nei casi in cui l'impresa non riesca più a far fronte ai pagamenti e alle obbligazioni contratte, sarà necessario sostituire il management che ha condotto l'azienda alla crisi. Risulterebbe, infatti, poco produttivo il taglio di costi che in molti casi viene indicato come soluzione primaria. La riduzione dei costi deve essere un obiettivo continuamente perseguito nello svolgimento dell'impresa, nell'ottica di operare con efficienza ed efficacia. Nel caso di ristrutturazioni aziendali imposte da una leva eccessiva, invece, l'intervento da porre in atto è la dismissione di partecipazioni non strategiche o macchinari che non realizzano reddito operativo al fine di recuperare risorse per abbattere il debito. Una volta riequilibrata la struttura finanziaria dell'azienda, si potrà tornare a rivolgersi al mercato e ottenere i capitali necessari a rilanciare degli investimenti redditizi nel *core business* aziendale.

Tabella 2.1 – Classificazione delle operazioni di private equity

Tipologia di operazione	Categoria di appartenenza
Finanziamenti all'avvio (<i>early stage financing</i>)	<i>Venture Capital</i>
<i>Seed financing</i>	
<i>Start-up financing</i>	
<i>First stage financing</i>	
Finanziamenti allo sviluppo (<i>expansion financing</i>)	<i>Private Equity</i>
Finanziamento al cambiamento della compagine societaria	
<i>Replacement capital</i>	
<i>Buy out</i>	
<i>Turnaround</i>	

Fonte: AA.VV., 2013

2.2 Le fasi del *private equity*

Effettuata una breve disamina di quelle che sono le diverse operazioni di *private equity*, ci si sofferma ora sulle diverse fasi che caratterizzano la vita di un fondo: raccolta, investimento e disinvestimento.

La struttura di un fondo di *private equity* diffusa a livello internazionale prevede la realizzazione di una *partnership*, dove i *general partner* lo gestiscono operativamente e forniscono circa l'1.0% del capitale, mentre i *limited partner*, solitamente investitori istituzionali o individui dal patrimonio particolarmente consistente, garantiscono la quota principale di risorse e conservano la limitazione di responsabilità (AA.VV., 2013). A livello di remunerazione, circa l'80.0% degli utili realizzati nella gestione del portafoglio di imprese partecipate spetta ai *limited partner*, mentre la restante quota, definita *carried interest*, è destinata ai *general partner*. Questi ultimi, poi, percepiscono anche una commissione fissa a titolo di compenso per la gestione, pari a circa l'1.0%-2.0% del capitale investito (AA.VV., 2013).

Nel contesto italiano, la struttura prevalente prevede la costituzione di una Società di Gestione del Risparmio (SGR) che si occuperà poi di raccogliere presso i vari sottoscrittori i capitali necessari alla creazione di un fondo di investimento. Anche in questo caso i soggetti coinvolti sono principalmente investitori istituzionali e i meccanismi di remunerazione sono sostanzialmente gli stessi previsti dalla prassi internazionale. Entrambe le strutture, infatti, consentono l'ottenimento di una serie di vantaggi, a cominciare dal chiaro incentivo affinché i *general partner* (gestori) amministrino i diversi investimenti realizzati con l'obiettivo di massimizzare i guadagni in conto capitale. Secondariamente, ma non di minore importanza, non vi è il problema del flusso di cassa disponibile, poiché questo va obbligatoriamente indirizzato verso i *limited partner* (sottoscrittori del fondo)⁵⁴. Infine, non vi è separazione fra proprietà e controllo, poiché i *general partner* (gestori) possono intervenire attivamente nella gestione delle imprese partecipate dal fondo (AA.VV., 2013).

Il primo obiettivo di una società attiva nel settore del *private equity* è appunto la creazione di un fondo. Attraverso la raccolta presso investitori istituzionali, o privati facoltosi, si cerca di reperire i capitali indispensabili ad acquisire le quote azionarie

⁵⁴ In questo modo, quindi, si evita che un eccesso di disponibilità di risorse possa portare ad uno spreco delle stesse, magari attraverso l'investimento in progetti a VAN (Valore Attuale Netto) negativo.

delle società oggetto di interesse. Questa fase può rivelarsi particolarmente articolata e durare fino ad un anno⁵⁵. Nello specifico, l'EVCA ha individuato 7 stadi che caratterizzano la fase di raccolta:

1. identificazione del mercato *target*;
2. pre-marketing;
3. strutturazione del fondo;
4. preparazione e distribuzione del materiale di marketing;
5. incontri con i potenziali investitori;
6. preparazione della documentazione legale;
7. chiusura.

La prima operazione da compiere è quindi quella di focalizzarsi su uno specifico mercato, considerato appetibile in relazione alle caratteristiche dell'operatore. È importante, infatti, considerare quali sono le specifiche peculiarità che potrebbero essere apprezzate dagli investitori. Solitamente è bene soffermarsi inizialmente sul mercato domestico, per rivolgere all'attenzione ai mercati esteri solo una volta riscontrato interesse a livello nazionale. La fase successiva ricomprende i primi contatti con i potenziali sottoscrittori del fondo e risulta molto importante il coinvolgimento di soggetti che siano capaci di attirare ulteriori capitali, quali i *gatekeepers*. Questi ultimi sono *advisor* o manager di grandi investitori istituzionali che con la loro presenza possono coinvolgere anche altri attori del loro network professionale. La strutturazione del fondo, poi, richiede competenze specifiche a livello legale, fiscale e finanziario. Per evitare ritardi ed incongruenze rispetto alla normativa, spesso ci si avvale dell'apporto di consulenti specializzati, in grado di rispondere alle diverse problematiche in cui è possibile incorrere. Durante la quarta fase, poi, si pubblicizza fattivamente l'iniziativa e si realizza il *placement memorandum*, ovvero il documento di presentazione che può essere visto come una sorta di *business plan*. I gestori del fondo devono riuscire a spiegare approfonditamente la loro politica di investimento e il vantaggio competitivo di cui dispongono rispetto alla concorrenza, magari supportando le loro argomentazioni con un *track record* particolarmente brillante. Il *placement memorandum* contiene quindi tutte quelle informazioni che sono rilevanti per l'investitore, ovvero la presenza

⁵⁵ Nella trattazione di questa prima fase di un fondo di *private equity* ci si avvale prevalentemente della descrizione fornita da AIFI, reperibile all'indirizzo <http://www.aifi.it/raccolta>.

di eventuali tagli minimi per le quote di ingresso, la durata del fondo, i costi di gestione dello stesso e l'entità delle *management fee*, nonché le politiche di investimento e dismissione. Per gli incontri con i potenziali investitori a volte si fa affidamento al *placement agent*, un soggetto che si incarica di generare contatti e redigere l'*information memorandum*. La fase della preparazione della documentazione legale può prevedere il coinvolgimento di avvocati o specialisti in materia ed è finalizzata alla stipula degli accordi. Infine, ottenuta l'intesa con gli investitori, si procede alla chiusura e alla comunicazione delle informazioni giuridiche a Banca d'Italia.

Successivamente alla raccolta, il *private equiter* si dedica al processo di investimento. Questo si articola a sua volta in ulteriori 6 sottofasi (Gervasoni e Sattin, 2008):

1. individuazione dell'impresa *target*;
2. valutazione del profilo imprenditoriale e/o del *management team*;
3. valutazione approfondita dell'azienda e della struttura dell'operazione;
4. trattativa e definizione del prezzo;
5. monitoraggio dell'operazione;
6. disinvestimento.

La prima fase, che prevede l'identificazione delle opportunità di investimento o *deal flow*, differisce molto a seconda del Paese nel quale ci troviamo. In economie avanzate dove il *private equity* è sufficientemente conosciuto e diffuso, come negli USA o nel Regno Unito, sono gli stessi imprenditori che si rivolgono a soggetti istituzionali per reperire le risorse necessarie allo sviluppo della loro idea o della loro impresa. In Italia, invece, complice una cultura imprenditoriale caratterizzata da una diffusa diffidenza, vi è un'inversione dei ruoli e sono gli operatori del settore che studiano e individuano potenziali imprese *target*. Negli ultimi anni, ad ogni modo, specie per le operazioni di *venture capital*, si assiste ad una un approccio anglosassone: giovani imprenditori con idee innovative si propongono ad una platea di potenziali investitori illustrando brevemente la loro idea di business⁵⁶. Le possibilità di investimento sono influenzate da 3 principali variabili, quali le caratteristiche dell'operatore, l'area geografica di intervento e la tipologia dell'investimento (Gervasoni e Sattin, 2008). Innanzitutto, il

⁵⁶ Interessante, a questo proposito, l'iniziativa H-Camp di H-Farm, che prevede la presentazione di idee di business potenzialmente redditizie al termine di un percorso di accelerazione e *mentoring* da parte dell'incubatore.

prestigio e la notorietà di cui gode il *private equiter* sono fondamentali per generare opportunità di investimento. Risulta particolarmente importante e positivamente ponderata la presenza di un *track record* di successo. Molte volte, infatti, è proprio la scarsa conoscenza presso investitori istituzionali e la mancanza di esperienze precedenti concluse positivamente che impediscono di ottenere credibilità dal mercato. Questa, poi, va valutata in relazione alla zona geografica di pertinenza, poiché un operatore estero potrebbe risultare poco conosciuto, anche se nel mercato domestico gode di un'ottima reputazione. La creazione di network locali, attraverso la realizzazione di strutture in loco, risulta particolarmente importante nel rivolgersi a realtà imprenditoriali medie e piccole. Tale tipologia di organizzazione risulta indispensabile in un Paese come il nostro, dove, a differenza di mercati avanzati come gli USA, la negoziazione avviene direttamente con l'imprenditore, coadiuvato dal consulente di fiducia, spesso rappresentato da un Dottore Commercialista. È chiaro che la negoziazione con soggetti privati anziché con soggetti specializzati comporta una serie di rischi maggiori, in quanto richiede la conoscenza dei costumi locali ed espone a possibili ripensamenti dell'ultimo momento.

Anche la tipologia di investimento gioca un ruolo fondamentale nell'approccio richiesto per la creazione del *deal flow*. Se l'obiettivo è quello di investire in *start-up*, sarà necessario frequentare quegli ambienti che risultano più vicini: università, centri di ricerca o *venture incubator*. Se, invece, si mira ad acquisire quote minoritarie (*expansion*) o maggioritarie (*buy out*) in un'impresa di dimensioni ragguardevoli, le modalità di avvicinamento cambiano e sono probabilmente più strutturate (Gervasoni e Sattin, 2008).

Nell'investire in una specifica società, la valutazione dell'imprenditore e del management è sicuramente fondamentale: un'idea, per quanto in apparenza profittevole, può rivelarsi un clamoroso insuccesso se non sviluppata dalle giuste persone. Sicuramente la presenza di un mercato di riferimento in crescita e una posizione competitiva difendibile sono elementi che rendono accattivante la proposta di business agli occhi dell'investitore, ma le caratteristiche dell'imprenditore e del management rivestono un ruolo ancora più rilevante (Gervasoni e Sattin, 2008). È, infatti, fondamentale che vi sia un allineamento degli interessi fra investitore, imprenditore e/o management (nelle operazioni di *buy out*) perché il *business plan* venga effettivamente

realizzato. In particolare, quest'ultimo dovrà contenere tutte quelle informazioni che risultino utili a definire l'idea di business, la sua coerenza e fattibilità. Andranno quindi indicati gli obiettivi che ci si propone di realizzare, le caratteristiche aziendali e la forma organizzativa prescelta. Non potrà ovviamente mancare una descrizione del prodotto/servizio e delle peculiarità tecnologiche e innovative che lo caratterizzano, anche con riferimento al mercato esistente o che potenzialmente può diventare raggiungibile. Connessi a ciò, andranno indicati gli aspetti produttivi e i piani operativi, con relativi dati economico-finanziari. Non meno importante risulta la questione della struttura finanziaria, in riferimento alla quale andrà decisa la leva che si vuole utilizzare e la struttura di controllo della società. Il profilo dell'imprenditore e di altre risorse chiave andranno quindi descritti e valorizzate eventuali competenze specifiche. Infine, andrà indicata una possibile strategia di disinvestimento da parte dell'investitore cui ci si rivolge. A questo proposito, è chiaro che ogni operatore ha delle particolari caratteristiche ed esprime una propensione per talune tipologie di attività: sarà fondamentale, per l'imprenditore o per il management, identificare l'investitore con le qualità adeguate alla realizzazione degli obiettivi prefissati.

La definizione del prezzo è un'altra fase molto delicata del processo di investimento nel capitale di rischio di una società. Nella valutazione di un'azienda si è soliti distinguere tra valore e prezzo (Massari e Zanetti, 2008). In particolare, nel mercato delle acquisizioni del controllo, il valore di acquisizione è dato dalla somma del valore *stand alone* dell'acquisita e delle sinergie che si possono realizzare in seguito all'acquisizione. Il primo è il valore dell'azienda presa in sé, considerando quelle che sono le prospettive di crescita che possono ragionevolmente essere realizzate dal management. Il valore delle sinergie, invece, dipende da quei vantaggi di natura finanziaria, fiscale e operativa che possono essere creati a seguito dell'unione di due o più aziende. A livello finanziario l'acquisizione da parte di un gruppo solido di una specifica realtà aziendale può comportare un miglioramento del *rating* creditizio della stessa e consentire una capacità di indebitamento maggiore, creando così maggior valore attraverso lo scudo fiscale. A livello operativo, può verificarsi un aumento del volume di attività perché si realizza un'integrazione verticale o orizzontale e una conseguente riduzione della variabilità dei flussi di cassa prodotti. Il tasso al quale questi vengono scontati quindi diminuisce, a tutto beneficio del valore aziendale. Infine, a livello fiscale è possibile

sfruttare le perdite pregresse di una società che viene acquisita o giocare sui prezzi interni di trasferimento⁵⁷ per spostare l'utile in quei Paesi caratterizzati da una minore imposizione fiscale.

La possibilità di realizzare specifiche sinergie dipende dalle capacità e competenze manageriali dell'acquirente, quindi il prezzo di un'azienda, inteso come valore di scambio, può differire di molto rispetto al valore di acquisizione, inteso come valore d'uso. In presenza di acquisizioni di una quota inferiore al 100% del capitale dell'acquisita, si registrerà poi un premio per il controllo, tanto maggiore quanto minore è la quota superiore al 50% acquisita. Le sinergie realizzabili, infatti, sono in parte divisibili (tra acquirente e acquisita) e in parte indivisibili. Quest'ultime, in particolare, potranno essere sfruttate solo una volta ottenuto il controllo della società.

Assodato che una transazione non avrà mai luogo fintantoché il prezzo è superiore al valore d'uso per l'acquirente o inferiore al valore d'uso per il venditore, il valore di scambio finale dipenderà dalla forza contrattuale delle parti. Il valore massimo di scambio è rappresentato dal valore di acquisizione per l'acquirente, mentre quello minimo dal valore d'uso per il venditore. All'interno di questo *range* di valori andrà poi a posizionarsi il prezzo, frutto della capacità contrattuale delle parti e delle caratteristiche del mercato, ovvero dell'articolazione della domanda e dell'offerta.

Nelle transazioni di *private equity* è proprio il mercato ad assurgere a parametro di riferimento fondamentale, tanto che si può dire che l'azienda venga prezzata piuttosto che valutata (Gervasoni e Sattin, 2008). La valutazione finale, quindi, non si basa su metodi di valutazione caratterizzati da parametri generali, bensì su calcoli semplici. Il metodo più diffuso è infatti quello dei multipli. Questi sono generalmente ricompresi in due macrogruppi: multipli *asset-side*, dove l'*enterprise value* viene rapportato a fatturato, EBITDA e EBIT (EV/SALES, EV/EBITDA e EV/EBIT); e multipli *equity side*, dove il prezzo viene rapporto agli utili, al valore contabile dell'azione e flusso di cassa per l'azionista (P/E, P/BV, P/CE). I multipli, per quanto facilmente utilizzabili,

⁵⁷ I prezzi interni di trasferimento sono i prezzi ai quali vengono scambiati semilavorati o prodotti finiti tra due entità afferenti lo stesso gruppo aziendale. Il valore di scambio non è quindi determinato da una transazione di mercato, bensì da logiche di convenienza economica per l'intero gruppo. Nonostante via sia una precisa normativa a riguardo che impone il riferimento a prezzi "normali", vi sono ampi margini nel determinare i valori di semilavorati ed affini che non sono comunemente scambiati nel mercato.

nascondono però importanti insidie sottostanti, poiché quando si valuta un'azienda utilizzando una transazione comparabile si sta implicitamente ipotizzando che due aziende producano gli stessi flussi di cassa, nello stesso orizzonte temporale e con la medesima rischiosità associata: è chiaramente molto difficile riscontrare tale situazione (AA.VV., 2013). Risulta sicuramente preferibile utilizzare altri metodi di valutazione a fini di controllo, primo fra tutti il metodo del *Discounted Cash Flow*⁵⁸:

$EV = VA \text{ Flussi di cassa prospettici} + VA \text{ valore finale}$

$$= \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{FCFF_n(1+g)}{WACC-g} \frac{1}{(1+WACC)^n}$$

dove:

$EV = Enterprise Value$

$FCFF = Free Cash Flow to Firm$ o flusso di cassa per l'azienda

$g =$ Tasso di crescita perpetuo

$WACC = Weighted Average Cost of Capital$ o costo medio ponderato del capitale, pari:

$$WACC = R_D \times \frac{D}{EV} \times (1 - \tau_c) + R_E \times E \times \frac{E}{EV}$$

con:

$R_D =$ Costo del debito

$\tau_c = Tax rate$ o imposizione fiscale media

$D =$ Debito

$E = Equity$ o capitale di rischio

$R_E =$ Costo del capitale di rischio, dato da:

$$R_E = R_F + \beta (R_M - R_F)^{59}$$

con:

⁵⁸ Il DCF o metodo dei flussi di cassa scontati prevede la valutazione di un'azienda basandosi sui fondamentali della stessa. Solitamente, per i primi 5-7 anni si realizza la stima analitica dei flussi di cassa prospettici e questi vengono scontati al costo medio ponderato del capitale. Per l'arco temporale successivo si effettua una stima sintetica del valore terminale, ipotizzando una crescita perpetua costante pari a g dell'ultimo flusso di cassa stimato puntualmente. A sua volta, il valore così determinato andrà scontato per il costo del capitale al fine ottenere il valore attuale (Borsa Italiana, 2004).

$R_F = \text{Risk-free Rate}$ o tasso privo di rischio

$R_M = \text{Rendimento del mercato}$

$$\beta = \frac{\text{Cov}(R_M, R_I)}{\text{Var}(R_M)}$$

La gestione e il monitoraggio dell'investimento rappresentano la fase cruciale dell'investimento, durante la quale l'operatore di *private equity* riesce ad esprimere pienamente le proprie capacità e garantire il proprio fondamentale apporto, non solo a livello finanziario (si rimanda al terzo capitolo per una trattazione più approfondita).

Infine, la fase conclusiva è quella del disinvestimento. Le tipologie di dismissione della partecipazione sono molteplici (Gervasoni e Sattin, 2008): la vendita delle azioni sul mercato borsistico; la cessione a un socio di natura industriale (*trade sale*); la cessione ad un altro operatore (*replacement* e *secondary buy out*); il riacquisto della quota detenuta dall'investitore da parte del socio fondatore (*buy back*). Vi è poi un'ultima modalità, ovvero il *write off*, che prevede la svalutazione parziale o totale del valore della partecipazione iscritta nell'attivo dell'investitore. La preferenza per uno specifico metodo di disinvestimento dipende prevalentemente dall'andamento del mercato borsistico o di quello delle operazioni di M&A.

La quotazione è il canale di dismissione preferito dall'investitore istituzionale, che riesce a rendere liquida la propria partecipazione e sfruttare eventuali esuberanze irrazionali (Shiller, 2000). Ovviamente i costi connessi con l'operazione e la pubblicità alla quale viene sottoposta l'impresa riducono i vantaggi. Relativamente a quest'ultimo punto, tuttavia, va sottolineato che la presenza dell'operatore nel capitale societario introduce già i primi aggiustamenti nella *corporate governance* e nel *reporting* aziendale, requisiti indispensabili per l'ammissione in un mercato regolamentato.

La cessione ad una controparte industriale permette di far leva su eventuali potenziali sinergie che possono risultare dall'aggregazione delle due realtà aziendali. Nel caso di cessioni di quote maggioritarie, poi, è possibile beneficiare del cosiddetto premio per il controllo (v. *supra*). Anche la disponibilità di specifiche tecnologie può risultare un

⁵⁹ La formula qui indicata è teorizzata dal *Capital Asset Pricing Model* (CAPM). Questo modello stabilisce una relazione positiva tra il rendimento di un particolare titolo e la sua rischiosità, misurata dal β . Il CAPM è valso il Premio Nobel per l'economia a W. Sharpe, M.M. Miller e H. Markowitz (1990).

elemento in favore del *trade sale*, specie in presenza di aziende “multitecnologiche” che esternalizzano l’attività di R&S (Bygrave *et al.*, 1994).

La vendita ad un altro operatore di *private equity* prevede a sua volta due tipologie di *exit*: il *replacement*, nel caso di scadenza del termine temporale del fondo o al logoramento dei rapporti tra le parti coinvolte, e il *secondary buy out*, quando viene realizzata una seconda operazione di *buy out* in un’impresa che ha già dimostrato la capacità di rimborsare il debito. La prima operazione non risulta particolarmente vantaggiosa per l’investitore cedente, in quanto l’acquirente ha la sola leva del prezzo per realizzare un guadagno. La seconda modalità, invece, nasce dalla necessità di dismettere la partecipazione in considerazione della buona riuscita dell’operazione. Infine, il riacquisto della quota da parte del socio originario è particolarmente diffusa nel caso di operazioni di *expansion*, come già sopra indicato.

L’azzeramento del valore della partecipazione non è una vera e propria strategia di *exit*, ma determina comunque la conclusione del ciclo di vita dell’investimento.

2.3 Gli operatori di *private equity*

In questo paragrafo si procederà ad individuare quelle che sono le caratteristiche fondamentali e i recenti trend a livello di operatori.

Innanzitutto, sulla base delle caratteristiche operative è possibile individuare una serie di soggetti (Gervasoni e Sattin, 2008):

1. banche d'affari e divisioni di banche commerciali;
2. fondi chiusi a carattere sovranazionale/internazionale;
3. fondo chiusi a carattere locale/regionale;
4. finanziarie di partecipazioni di emanazione privata o industriale;
5. operatori pubblici.

Le banche d'affari e le divisioni di banche commerciali sono i soggetti che storicamente hanno dato avvio alle attività di investimento nel capitale di rischio. Nello specifico, fin dai primi anni '80 sono state create finanziarie di partecipazione o *merchant bank*, che ancora oggi sono attive nel *private equity*. Questa tipologia di operatori sono definiti *captive*, poiché fanno affidamento sui capitali della capogruppo quale fonte di approvvigionamento delle risorse.

Al contrario, i fondi chiusi sono *non-captive*, in quanto si rivolgono al mercato per reperire i mezzi necessari. I fondi chiusi, gestiti dalle Società di Gestione del Risparmio, sono la categoria che negli ultimi anni ha goduto di maggior favore. Essi garantiscono una serie di vantaggi, derivanti dal fatto che attraverso il meccanismo del *carried interest* (v. *supra*) si ottiene un'identità di interessi tra gestori ed investitori nel fondo (Gervasoni e Sattin, 2008). Infatti, i manager sono incentivati a realizzare operazioni profittevoli allo scopo di garantirsi l'apporto di capitali anche in futuro. Ad ogni modo, il fatto che un fondo abbia una durata prestabilita può comportare anche degli svantaggi. L'obbligo di rimborsare il capitale ai sottoscrittori delle quote implica, infatti, una pianificazione dell'operazione che deve interessarsi delle modalità di *exit* fin dalla sua programmazione iniziale. Nel caso di situazioni contingenti particolarmente sfavorevoli, come ad esempio una fase di mercato particolarmente ribassista, la redditività di un'operazione può essere gravemente compromessa e le imprese partecipate possono incorrere in forti difficoltà.

Distinguendo tra fondi internazionali e fondi regionali, va detto che i primi si focalizzano su operazioni dalle dimensioni maggiori rispetto ai secondi. In particolare,

solitamente fanno affidamento ad una struttura che prevede una rete di *advisor* locali in competizione fra loro. La natura internazionale che li contraddistingue, poi, impone delle *best practice* condivise fra tutti i network locali. La presenza di queste procedure burocratiche potrebbe rivelarsi uno svantaggio rispetto a fondi regionali.

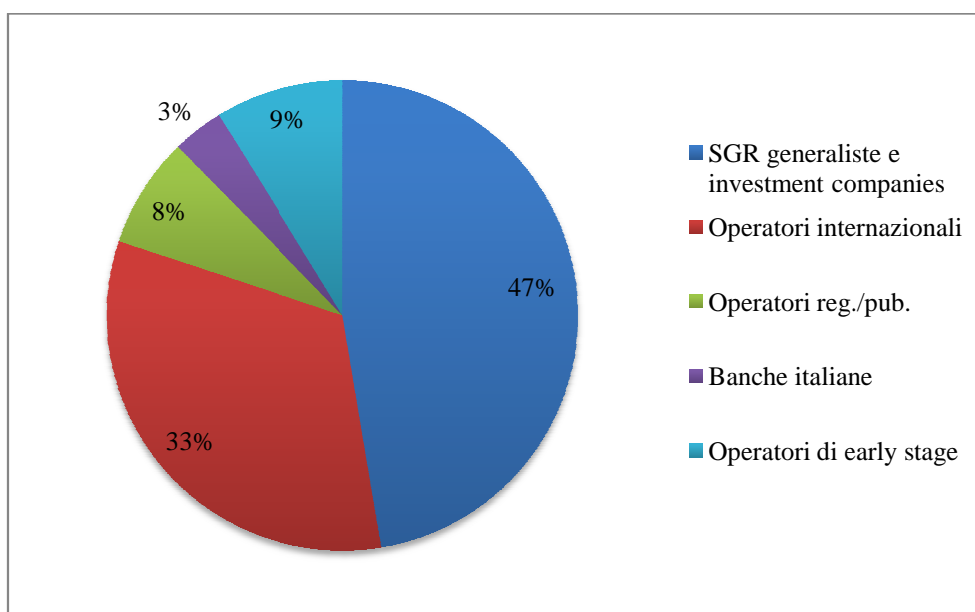
Relativamente a questi ultimi, risulta interessante distinguere tra quelli che si rivolgono esclusivamente ad investitori istituzionali rispetto a quelli che indirizzano le loro proposte di investimento anche al pubblico. Infatti, la propensione per una o l'altra forma ha importanti conseguenze a livello di rapporto tra *management team* e investitori: se istituzionali, saranno in numero ridotto e sottoscriveranno quote di ammontare più elevato, il rapporto diventerà maggiormente diretto e i gestori privilegeranno operazioni dal profilo di rischio elevato. Invece, nel caso di un fondo rivolto al pubblico generale dei risparmiatori, il rapporto tra manager e investitori sarà meno diretto e la minore propensione per il rischio modificherà le scelte di portafoglio.

Venendo agli operatori pubblici, va sottolineato che le finalità dell'investimento non sono quelle di realizzare un cospicuo guadagno in conto capitale, bensì di sostenere aree economicamente depresse e settori industriali che risultano svantaggiati. Ciò al fine di garantire l'occupazione e migliorare il benessere sociale. L'organizzazione di questi soggetti risente fortemente dei condizionamenti politici, che molto spesso rendono particolarmente ampi i vari strati burocratici. Il ruolo degli operatori pubblici è di solito strettamente correlato al grado di strutturazione degli operatori privati, poiché le aree di intervento dovrebbero essere complementari.

Infine, relativamente agli ultimi trend sulla scena italiana, sono da segnalare le *investment company*. Dal 2006 Borsa Italiana ha creato il MIV (Mercato degli *Investment Vehicles*), suddiviso in 4 segmenti principali: fondi chiusi, immobiliari e mobiliari; *investment companies*, attive in diversi settori; *real estate investment companies* (REIC), concentrate nel settore immobiliare; e il segmento professionale, nel quale sono negoziati gli strumenti finanziari delle *Special Investment Vehicles* (SIV), fra cui le SPAC (*Special Purpose Acquisition Company*). L'elevata liquidità degli strumenti negoziati nel mercato regolamentato e la trasparenza connessa possono sicuramente dare un certo impulso alle attività di *fundraising*, dato che l'operatore ha la facoltà di rivolgersi al livello europeo senza alcuna restrizione. La quotazione è poi agevolata da

una serie di esenzioni, quali l'obbligo di presentare il QMAT⁶⁰, il *business plan* e il memorandum sul controllo della gestione. I requisiti richiesti sono una capitalizzazione di €40.0 milioni (€25.0 milioni per i fondi mobiliari) e un flottante del 25.0% per i fondi chiusi e le *investment companies*, mentre del 35.0% per SIV e REIC. Inoltre, i bilanci degli ultimi 3 anni devono essere certificati (se presenti) e deve essere predisposto il *track record* del management per almeno lo stesso arco temporale.

Grafico 2.1 – Gli operatori di private equity in Italia nel 2013 (incidenza %)



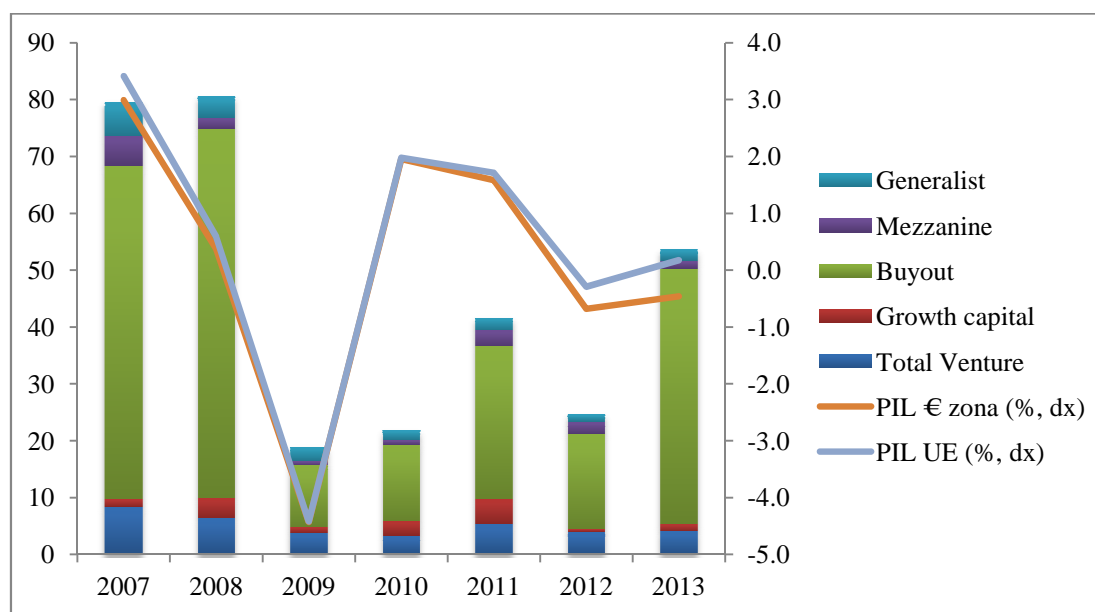
Fonte: AIFI, "Il Mercato Italiano del Private Equity e Venture Capital nel 2013"

⁶⁰ Il QMAT (Quotation Management Admission Test) è un documento che è necessario produrre per l'ammissione alla quotazione sul mercato regolamentato MTA di Borsa Italiana.

2.4 L'evoluzione del *private equity* in Europa e in Italia

Risulta interessante soffermarsi ora sulle dinamiche registrate in Europa e in Italia con riferimento alle fasi e agli operatori del *private equity*. In particolare, l'analisi a livello europeo fa riferimento ai dati messi a disposizione dell'EVCA per il periodo 2007-2013⁶¹, mentre nel caso italiano i dati sono stati prodotti dall'AIFI⁶² e per alcune variabili è stato possibile estendere l'arco temporale fino all'anno 2000.

Grafico 2.2 – Raccolta (€ mlđ, scala sx) e andamento del PIL (var % annua, scala dx) in Europa



Fonte: Elaborazione propria su dati EVCA, European Private Equity Activity Data 2007-2013, Maggio 2014 e IMF, World Economic Outlook Database, Aprile 2014

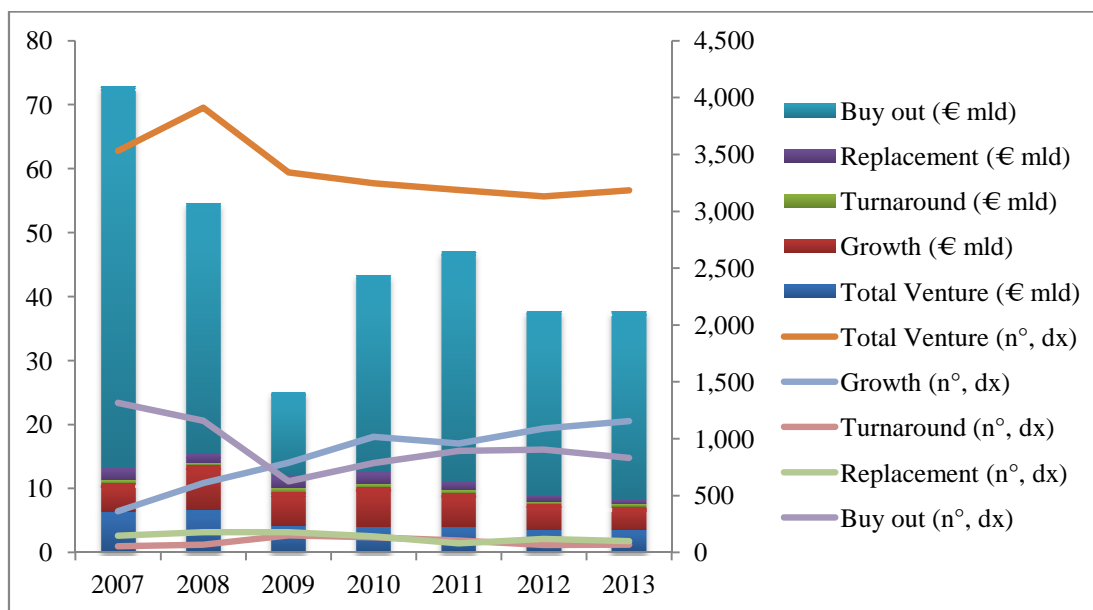
Il biennio 2007-08 ha visto un valore della raccolta pressoché costante in Europa, attestato su circa €80.0 miliardi, con una netta prevalenza dell'ammortare destinato ad operazioni di *buy out* (mediamente pari al 77.1% del totale dei fondi). La crisi finanziaria del 2008 e il conseguente tracollo del PIL europeo (pari a -4.4% nel 2009) hanno poi determinato una forte contrazione anche a livello di risorse indirizzate ai fondi di *private equity* (-76.5% nel 2009). I primi segnali di ripresa a livello di raccolta sono stati registrati nel 2011, con un sostanziale raddoppio delle risorse ottenute

⁶¹ Fonte: EVCA, European Private Equity Activity Data 2007-2013, Maggio 2014. Reperibili all'indirizzo <http://www.evca.eu/research/activity-data/annual-activity-statistics>.

⁶² Fonte: AIFI, "Il Mercato Italiano del Private Equity e del Venture Capital", Dati di Mercato, Studi e Ricerche, anni dal 2000 al 2013. Reperibili all'indirizzo <http://www.aifi.it/category/dati-di-mercato>.

(+90.8% rispetto al 2010). Tuttavia, la crisi del debito Sovrano ha nuovamente impattato negativamente, cancellando i timidi progressi realizzati fino ad allora: con una contrazione della crescita dell'Eurozona pari a -0.7% nel 2012, la raccolta ha raggiunto quota €24.5 miliardi, facendo registrare un crollo del 40.5%. Nell'ultimo anno si è osservato il livello più alto (€53.6 miliardi) dal picco del 2008, ma ancora ben distante dal massimo (€80.5 miliardi).

Grafico 2.3 – Investimenti in Europa: ammontare (€ mld, scala sx) e numero (unità, scala dx)



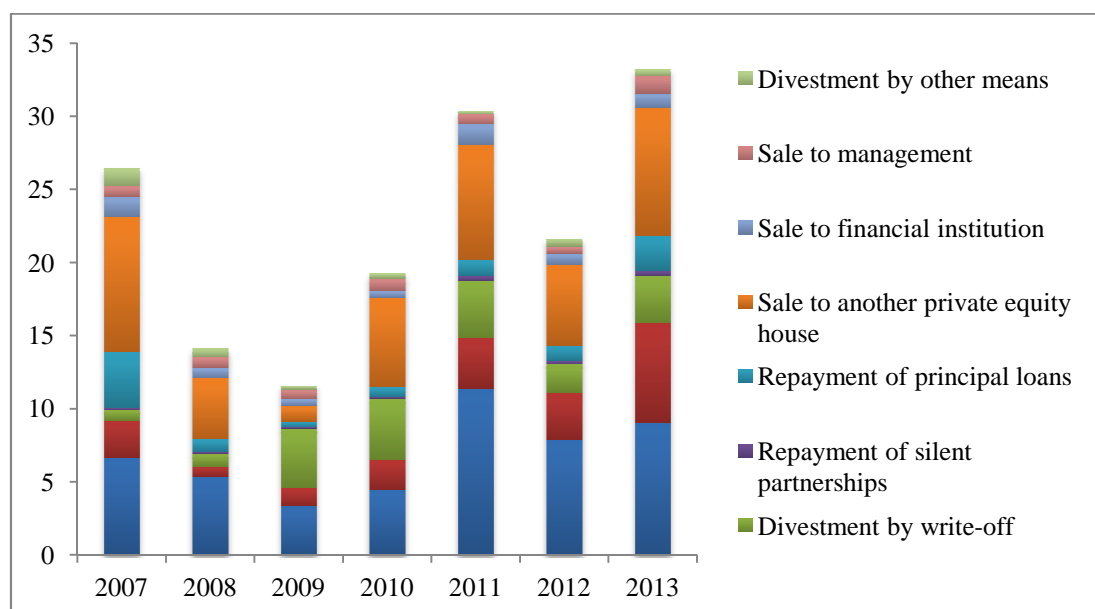
Fonte: Elaborazione propria su dati EVCA, European Private Equity Activity Data 2007-13, Maggio 2014

Anche a livello di investimenti si nota un forte impatto della crisi del 2008, in particolare sulle operazioni di *buy out*: nel 2009, se gli investimenti si sono più che dimezzati (-54.2%), quest'ultime sono state pari ad un terzo di quelle realizzate nell'anno precedente (-66.2%). Il calo dell'incidenza percentuale di queste attività ha visto aumentare in contropartita le risorse indirizzate verso interventi di *expansion financing*, che nel 2009 hanno rappresentato più di un quinto del totale (20.6%). Sebbene la quota di ammontare investito in operazioni focalizzate sulla crescita sia diminuita fino al 9.8% del 2013, il numero di società coinvolte è costantemente aumentato dal 2007, delineando un trend positivo che ha visto una crescita media annua del 21.4%. Considerato che si tratta di operazioni su quote di minoranza e che la diminuzione dell'ammontare medio investito è una caratteristica comune riscontrata a

seguito della crisi (Sottrici, 2013), sembrerebbe delinearsi un certo favore per questa tipologia di attività da parte dei fondi di *private equity*. Una maggiore attenzione ai progetti di sviluppo si riscontra anche se si guarda alle operazioni di *early stage financing* (indicate nel grafico sotto la voce “Total Venture”), mai al di sotto del 60.0% con riferimento al numero di imprese coinvolte sul totale e pressoché costanti al 9.0% dell’ammontare investito, escluso il picco del 2009 (16.6%).

Gli investimenti sono stati pari a €37.7 miliardi nel 2013, così come nel 2012, giù del 19.8% rispetto al 2011 e ben lontano dal picco del 2007 (€ 72.9 miliardi)

Grafico 2.4 – Disinvestimenti in Europa: ammontare (€ mld)

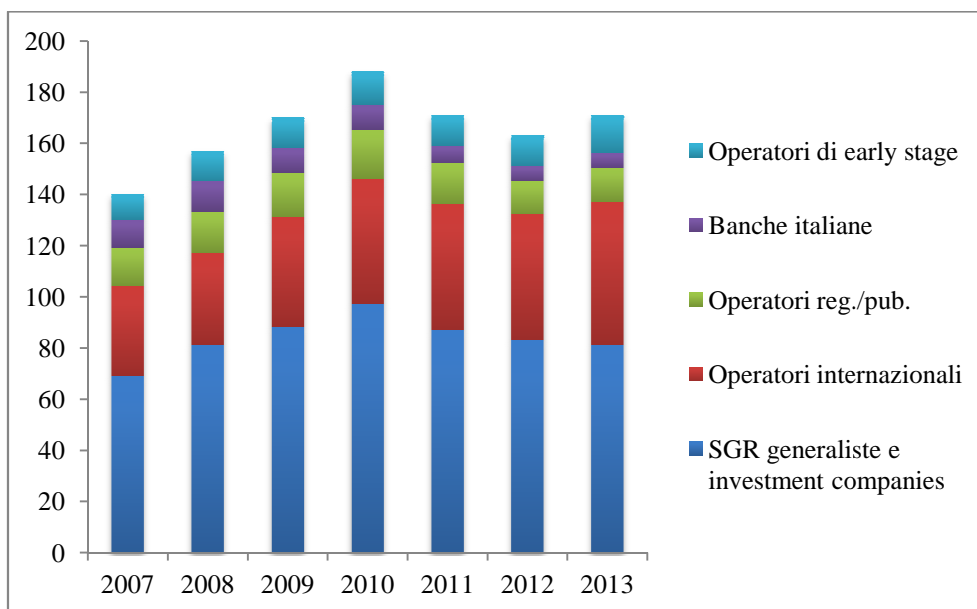


Fonte: Elaborazione propria su dati EVCA, European Private Equity Activity Data 2007-13, Maggio 2014

Il numero dei disinvestimenti ha visto un andamento abbastanza variegato nel corso degli anni, mentre a livello di ammontare il biennio 2008-09 è stato caratterizzato da un forte calo (-56.4% nel 2009 rispetto al 2007). Nel 2013, ad ogni modo, l’ammontare disinvestito ha raggiunto €33.2 miliardi (+25.4% sul 2007). La modalità di *exit* preferita risulta il *trade sale*, mai sotto il quinto del totale disinvestito, tranne nel 2010. Le IPO solitamente pari al 10% delle risorse disinvestite, nell’ultimo biennio hanno aumentato la loro incidenza prima al 14.8% e poi al 20.4% dei fondi disinvestiti. Da segnalare le operazioni concluse con una cessione ad altro operatore, che, ad esclusione del 2009, hanno rappresentato la seconda modalità per quota di ammontare e nel 2007 e 2010

sono state la prima scelta. La crisi si è sicuramente fatta sentire: il peso dei *write off* è stato pari al 35.2% nel 2009 e ancora pari al 9.7% nel 2013, contro valori sotto il 3.0% nel 2007.

Grafico 2.5 – Gli operatori di private equity in Italia (numero)

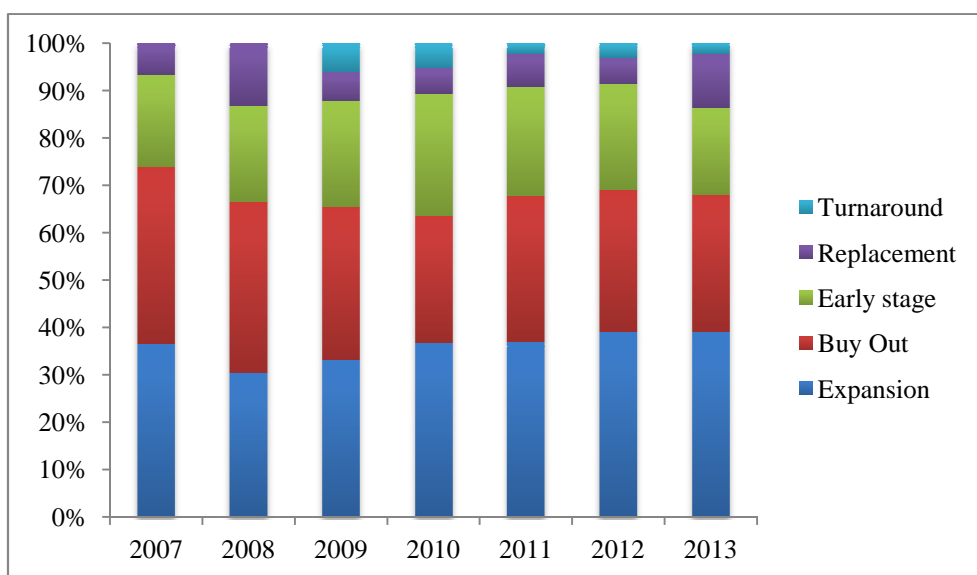


Fonte: AIFI, “Il Mercato Italiano del Private Equity e Venture Capital”, anni 2007-2013

Per quanto riguarda il caso italiano, il focus sugli operatori vede un aumento del numero di soggetti coinvolti. In particolare, è possibile individuare un trend crescente dal 2007 fino al 2010, seguito da un biennio di diminuzione del numero di società attive nel settore del *private equity*. Nell’ultimo anno, poi, si è di nuovo raggiunto il livello del 2009.

A livello di tipologia di soggetti, l’incidenza maggiore è delle SGR generaliste e delle *investment company*: fin dal 2007 hanno rappresentato la forma organizzativa scelta da circa la metà degli operatori. Le figure che hanno maggiormente aumentato la loro presenza sulla scena italiana sono gli operatori internazionali (+7.7 punti percentuali in 7 anni), mentre le banche italiane hanno più che dimezzato la loro incidenza (da 7.9% nel 2007 a 3.5% nel 2013). Gli operatori regionali e pubblici sono passati da 10.7% nel 2007 a 7.6% nel 2013, andamento opposto rispetto agli operatori di *early stage* (da 7.1% nel 2007 a 8.8% nel 2013).

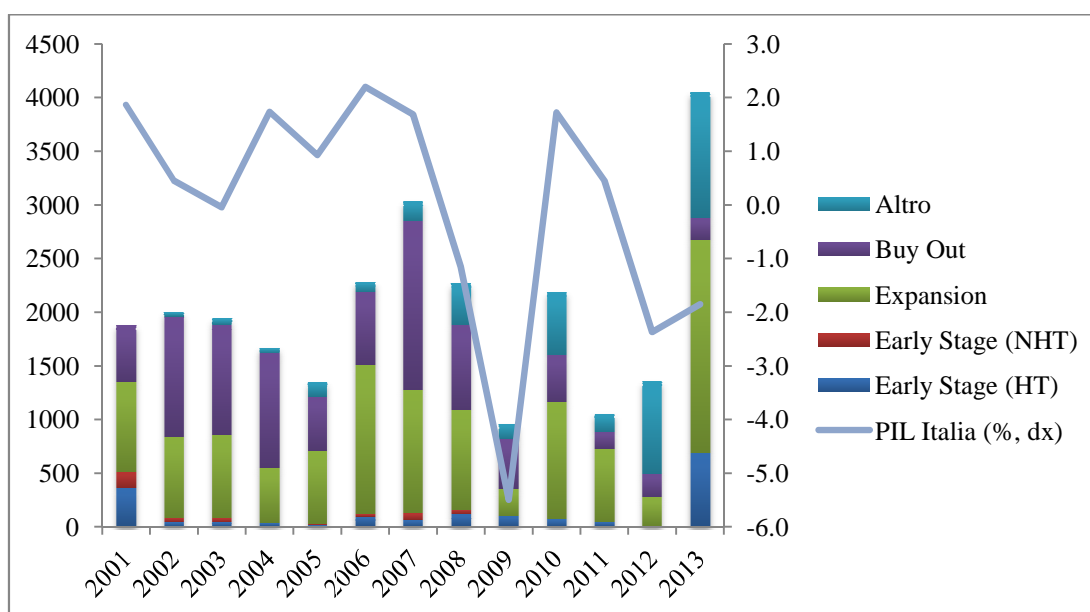
Grafico 2.5 – Gli operatori per segmento di mercato (incidenza % sul tot. operatori) in Italia



Fonte: AIFI, “Il Mercato Italiano del Private Equity e Venture Capital”, anni 2007-2013

Relativamente al segmento di mercato *target*, sono diminuiti gli operatori concentrati sui *buy out*, la cui incidenza è calata di 8.3 punti percentuali, mentre dal 2009 sono comparsi gli operatori attivi in interventi di *turnaround* (2.3% del totale nel 2013). L'*expansion* è rimasto relativamente costante, mentre il *replacement* ha aumentato l'incidenza da 6.7% nel 2007 a 11.7% nel 2013.

Grafico 2.6 – Raccolta (€ mln, scala sx) e andamento del PIL (var % annua, scala dx) in Italia

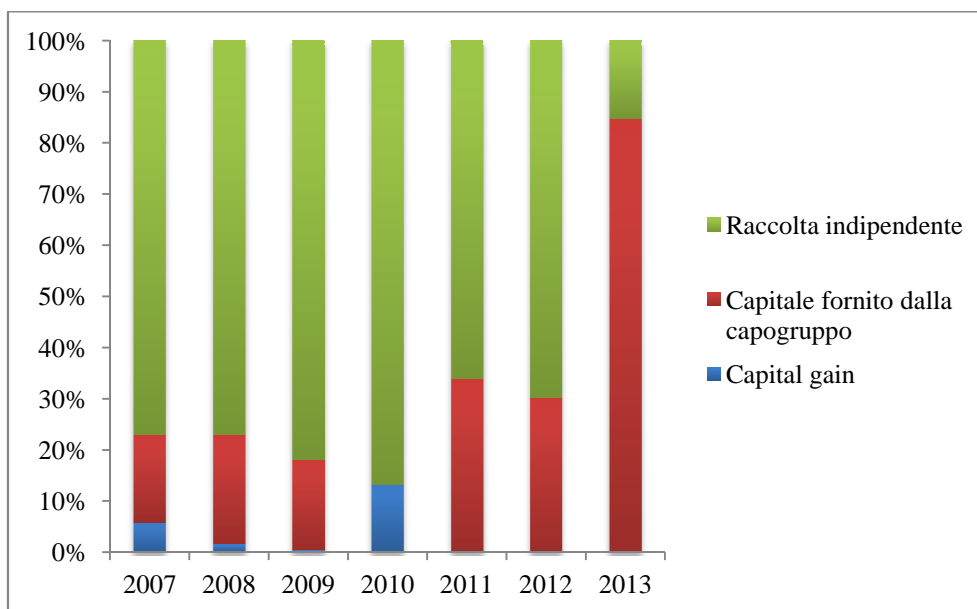


Fonte: Elaborazione propria su dati AIFI, “Il Mercato Italiano del Private Equity e Venture Capital”, anni 2000-2013 e IMF, World Economic Outlook Database, Aprile 2014

La raccolta ha visto primeggiare il segmento dei *buy out* fino al 2009, tranne il biennio 2005-06. Dal 2010, invece, è stato l'*expansion financing* ad aver attratto il maggior flusso di capitali, con l'unica eccezione del 2012, dove la categoria "Altro" (*replacement e turnaround*) ha ottenuto il 64.0% delle risorse.

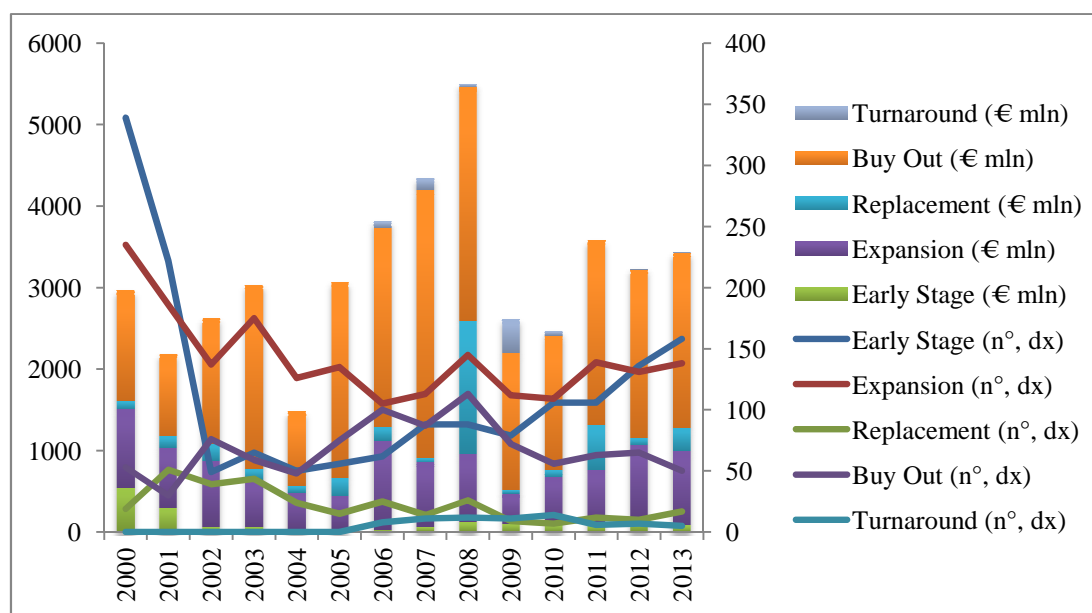
Osservando il grafico 2.6, emerge come a seguito dello scoppio della bolla dei titoli *high-tech* dei primi anni duemila si instauri un trend decrescente che si arresta solo nel 2005. Da quell'anno, poi, la crescita è molto forte (+12.6% medio annuo), fino al picco del 2007 (oltre €3.0 miliardi). Il 2009 è stato l'anno del tracollo (-57.8% annuo) e da lì l'andamento dei fondi raccolti ha avuto segni opposti ad anni alterni. In riferimento all'ultimo anno, infatti, non deve ingannare il valore particolarmente alto pari a circa €4.0 miliardi, poiché l'84.6% della raccolta è riconducibile alle capogruppo di fondi *captive* (si veda il grafico 2.7). Rilevante, in proposito, il ruolo del Fondo Strategico Italiano, *holding* di partecipazioni controllata dalla Cassa Depositi e Prestiti (AIFI, 2013).

Grafico 2.7 – Provenienza dei capitali raccolti (incidenza % sul tot. raccolta) in Italia



Fonte: AIFI, "Il Mercato Italiano del Private Equity e Venture Capital", anni 2007-2013

Grafico 2.8 – Investimenti in Italia: ammontare (€ mln, scala sx) e numero (unità, scala dx)



Fonte: Elaborazione propria su dati AIFI,

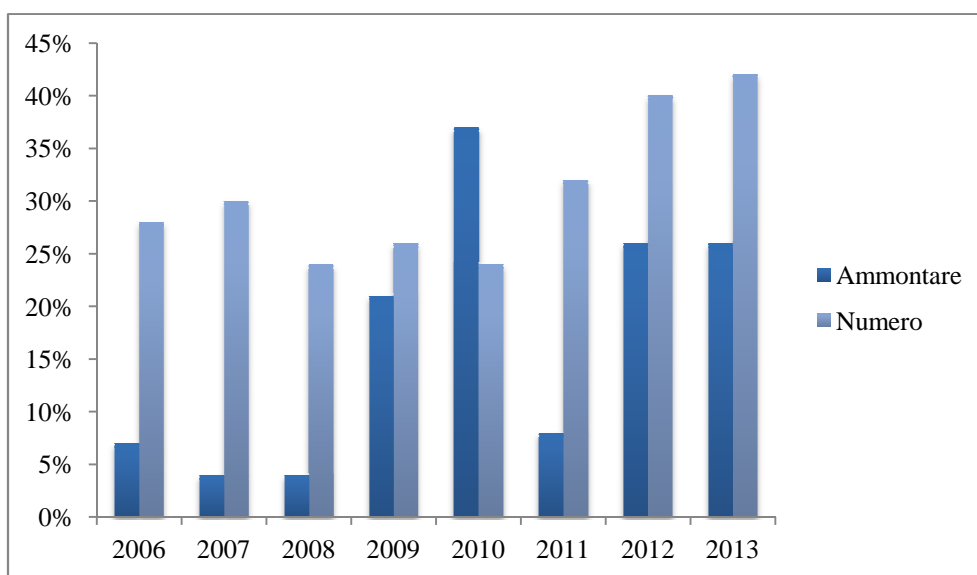
“Il Mercato Italiano del Private Equity e Venture Capital”, anni 2000-2013

Sul fronte degli investimenti, fin dagli anni duemila vi è stata una predominanza dell’ammontare investito nelle operazioni di *buy out*, evidenza in linea con le caratteristiche dell’operazione (imprese mature, quota maggioritaria). Nell’ordine, le operazioni di *expansion* sono risultate seconde per ammontare, con l’eccezione del 2008, quando sono state scavalcate dalle operazioni di *replacement*. Da segnalare, poi, l’incidenza delle operazioni di *turnaround* a seguito della crisi (15.9% nel 2009).

A livello globale il picco è stato registrato nel 2008, con quasi €5.5 miliardi investiti. Anche in questo caso il calo nel 2009 è stato senza dubbio molto marcato (-52.4% sul 2008). La discesa è continuata nel 2010, per poi invertire la rotta nel 2011. L’anno successivo c’è stata però un’ulteriore flessione, corretta nel corso dell’ultimo anno (+6.2%).

A livello di numerosità di operazioni, i primi due e gli ultimi due anni dell’arco temporale preso a riferimento (2000-2013) presentano una preferenza per l’*early stage* rispetto all’*expansion*, con *buy out* a seguire. Il periodo intermedio, dal 2002 al 2011, vede invece una prevalenza dell’*expansion* su tutte. Negli anni centrali (2005-2008), complice la situazione di tassi particolarmente bassi (v. capitolo 1), si riscontra poi una maggiore propensione per il *buy out* rispetto all’*early stage*, in controtendenza rispetto agli altri anni.

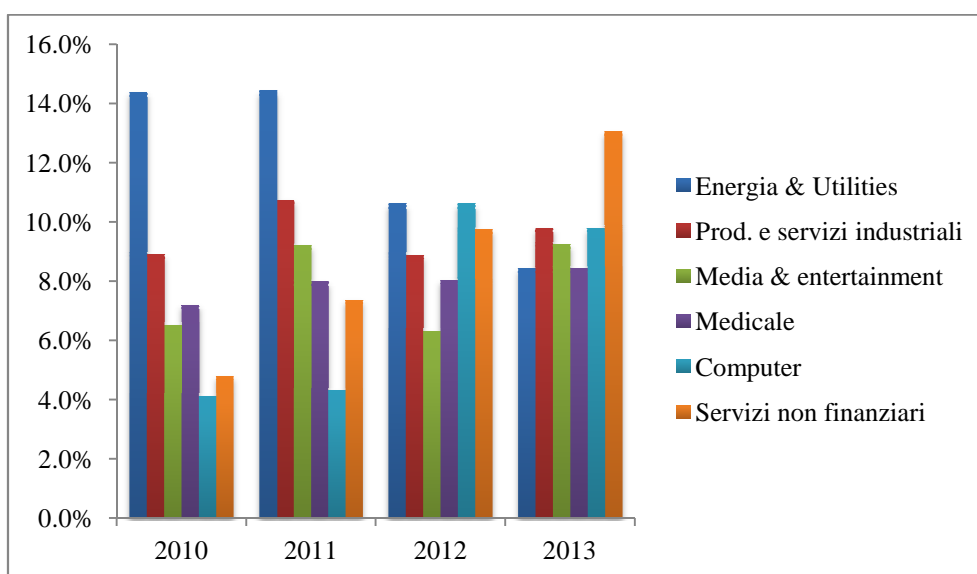
Grafico 2.9 – Investimenti high tech in Italia: ammontare e numero (incidenza % sul tot. investito)



Fonte: AIFI, “Il Mercato Italiano del Private Equity e Venture Capital”, anni 2007-2013

L’importanza dell’industria del *private equity* nel garantire lo sviluppo di imprese innovative e tecnologiche è testimoniata dal grafico 2.9. Dal 2007 è, infatti, cresciuto decisamente l’ammontare investito in imprese *high tech*, con l’unica eccezione del 2011. Nel 2013 i primi 4 settori per investimenti tecnologici sono risultati quelli dei computer, il medicale, il *media & entertainment* e i servizi non finanziari. Se questo è una novità, gli altri sono tra i più gettonati fin dal 2007, assieme alle biotecnologie.

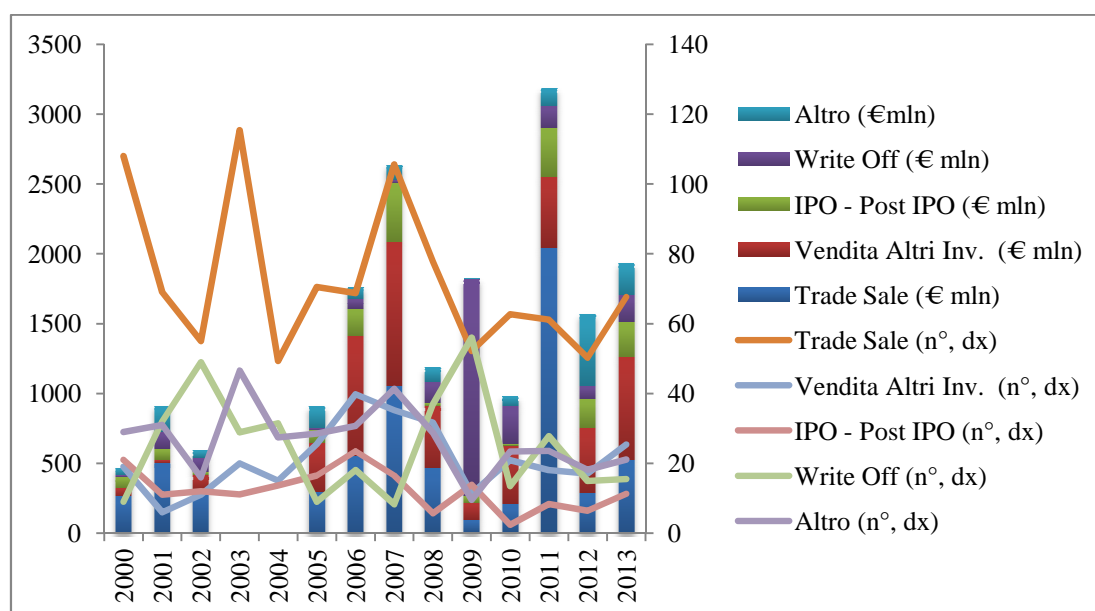
Grafico 2.10 – Distribuzione settoriale degli investimenti (incidenza % sul num. investimenti) in Italia



Fonte: AIFI, “Il Mercato Italiano del Private Equity e Venture Capital”, anni 2010-2013

A livello generale, fino al 2009 le imprese attive nei settori dei prodotti e i servizi industriali e nel manifatturiero sono state le più ricercate. Dal 2010, pur rimanendo forte l'interesse per i beni e i servizi industriali, si è assistito ad una predilezione per l'industria dell'energia e delle *utility* (primo posto nel triennio 2010-12). Questo cambiamento è stato probabilmente indotto dagli incentivi pubblici concessi in relazione all'utilizzo di fonti rinnovabili per la produzione di energia. Nell'ultimo biennio, poi, vi è stato un forte interesse per le imprese innovative, testimoniato dal fatto che ai primi posti per attrazione troviamo i servizi non finanziari e i computer (grafico 2.10).

Grafico 2.11 – Disinvestimenti in Italia: ammontare (€ mln, scala sx) e numero (unità, scala dx)⁶³



Fonte: Elaborazione propria su dati AIFI,

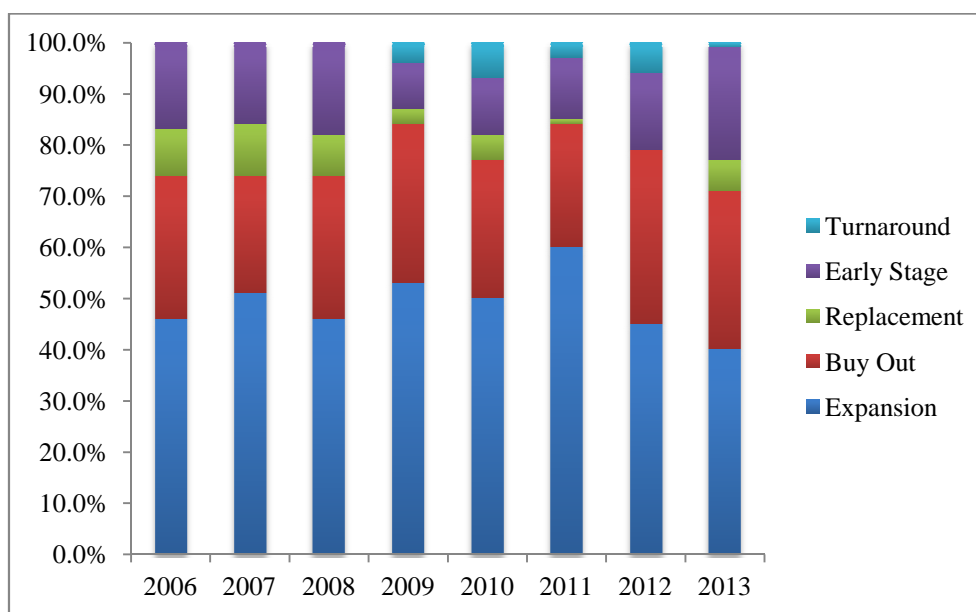
“Il Mercato Italiano del Private Equity e Venture Capital”, anni 2000-2013

Il maggior valore d'uso nel caso di acquisizione da parte di un socio industriale comporta corrispondenti valori di scambio più elevati e maggiori guadagni per l'operatore: il *trade sale* è la principale modalità di *exit* a livello di numerosità di operazioni. A livello di ammontare, tuttavia, la cessione ad una controparte finanziaria o comunque ad altro investitore ha superato questa tipologia di disinvestimento fin dal

⁶³ Per gli anni 2003 e 2004 non è stato possibile verificare la specifica per tipologia di operazione. Il totale disinvestito nel 2003 è pari a €868.0 milioni, mentre nel 2004 raggiunge i €647.0milioni.

2005, con l'unica esclusione del 2011 (il biennio 2007-08 ha visto valori pressoché identici tra le due modalità). Da segnalare la vera e propria esplosione dei *write off* a seguito della crisi: nel 2009 hanno rappresentato il 39.1% dei disinvestimenti e ben l'85.0% del totale dismesso (28.0% nel 2010). Infine, l'incidenza delle IPO conferma lo scarso sviluppo del mercato dei capitali in Italia, con un timido risveglio negli ultimi anni (13.0% dell'ammontare e 8.0% delle operazioni nel 2013).

Grafico 2.12 – I disinvestimenti per segmento di mercato (incidenza % sul tot. disinvestimenti) in Italia



Fonte: AIFI, "Il Mercato Italiano del Private Equity e Venture Capital", anni 2006-2013

Infine, sembra interessante evidenziare che le operazioni di *expansion financing* sono quelle che storicamente hanno garantito il maggior numero di investimenti fin dal 2006. Il secondo segmento di mercato per numero di disinvestimenti è quello dei *buy out*, seguito dalle operazioni di *early stage*. Il *turnaround*, sostanzialmente assente fino al 2009, ha visto un certo numero di *exit* nel 2010 e nel 2012, ma è pressoché assente dalla scena nel 2013.

La numerosità dei disinvestimenti delle operazioni di minoranza va messa in relazione con l'ammontare degli investimenti realizzati: la relazione diretta è facilmente intuibile. In proposito, l'aumento delle *exit* per le operazioni *early stage* registrato lo scorso anno sembra confermare l'andamento degli investimenti.

2.5 L'impatto della crisi

Nel presente paragrafo viene analizzato l'impatto della crisi sul settore del *private equity*. Dato che la crisi finanziaria del 2007-2009 si è originata negli Stati Uniti d'America, si è voluto indagare dapprima gli effetti in questo mercato e poi in quello domestico.

Gli anni dal 2004 al 2007 negli USA e dal 2005 al 2008 per quanto riguarda l'Italia, sono stati caratterizzati da un'incredibile crescita delle operazioni di *private equity*, in particolare dei *leveraged buy out*. Ad esempio, Morgan Stanley ha stimato che nel 2006 2'700 fondi di *private equity* rappresentavano il 25.0% dell'attività di M&A, il 50.0% del volume dei finanziamenti e il 33.0% sia del mercato dei *bond* ad alto rendimento che delle IPO (Ladapo, 2010). Un tale risultato era stato reso possibile da un insieme di condizioni che si erano venute a creare nei primi anni duemila. Il panico creato dall'attentato alle Torri Gemelle del settembre 2001 aveva portato la Fed ad abbassare i tassi di interesse in misura considerevole (v. cap. 1) e conseguentemente il debito era diventato molto meno oneroso. L'aumento della redditività registrato nei diversi settori industriali, unito all'aumento dei prezzi dei loro *asset*, rappresentava un ulteriore elemento a comporre un terreno propizio (Ladapo, 2010).

Con l'avvento della crisi del 2007-2009 e lo scoppio della bolla del debito, però, molte delle condizioni favorevoli che avevano influenzato l'espansione dell'industria del *private equity* sono venute meno. Nonostante il livello di indebitamento piuttosto basso, tanto che il *leverage* medio delle imprese partecipate è stato 2.2 a 1.0 contro 30.0 a 1.0 delle istituzioni finanziarie che hanno scatenato la crisi, la forte riduzione del credito e l'aumento del costo dello stesso hanno causato un crollo nelle attività del settore (Shapiro, 2009). La conseguente recessione economica ha poi ridotto margini e causato perdite, provocando ulteriori difficoltà nella gestione del portafoglio di imprese partecipate. Basti pensare, in proposito, che dal 2003 al 2006 la crescita annuale media dell'EBITDA delle imprese ricomprese nello S&P 500⁶⁴ è stata mediamente pari al 16.0%, mentre nel 2008 il Margine Operativo Lordo ha cominciato a scendere, con poche prospettive di un'inversione di tendenza nel breve periodo (Shapiro, 2009). Negli

⁶⁴ Lo S&P 500 o Standard and Poor's 500 è un indice azionario composto dalle 500 imprese americane a maggiore capitalizzazione, quotate al NYSE o al NASDAQ. È considerato uno degli indici più rappresentativi del mercato USA e un buon indicatore dell'andamento del ciclo economico statunitense.

USA gli investimenti sono così crollati da \$765 miliardi nel 2007 a \$234 miliardi nel 2008 (-69.4%), mentre nel nostro Paese, come sottolineato in precedenza, è stato il 2009 l'anno più difficile, con -52.4% sul 2008.

Relativamente agli effetti della crisi sul mercato americano, sembra interessante soffermarsi su due aspetti che sono stati indagati: l'andamento dei LBO pianificati durante la crisi e il ruolo dei fondi di *private equity* nel salvataggio delle istituzioni finanziarie in difficoltà (Ladapo, 2010). Per quanto riguarda la prima questione, è stata osservata una tendenza generale a cercare di uscire da accordi firmati nel periodo precedente la crisi. Nello specifico, alcuni fondi hanno cercato di far valere la clausola di *Material Adverse Effect*⁶⁵, ma con scarsi risultati. Molti operatori hanno poi preferito pagare penali alle banche d'investimento che si erano formalmente impegnate a garantire il capitale piuttosto che portare a termine il *deal*. Ad ogni modo, non tutte le società di *private equity* hanno abbandonato completamente i loro progetti. Considerata l'importanza della conclusione dei LBO in relazione alla loro credibilità e reputazione sul mercato, alcuni *private equiter* hanno preferito rinegoziare i termini degli accordi anziché annullarli (Ladapo, 2010).

In riferimento al ruolo del *private equity* nell'aiuto alla disastrosa industria finanziaria a seguito della crisi, va detto che l'intervento è stato molto ostacolato da vincoli giuridici. Infatti, la normativa americana impedisce il controllo di un istituto di credito da parte di imprese non finanziarie e prevede il limite del 25.0% per le partecipazioni detenute da imprese che non siano capogruppo di casse di risparmio (Ladapo, 2010). Le ragioni sottostanti sono chiare e condivisibili: si vuole impedire che vengano a crearsi dei conflitti di interesse dannosi per l'economia in generale, in quanto il *private equiter* controllante potrebbe concedere finanziamenti a tassi non di mercato alle imprese componenti il suo portafoglio. Ciò non ha comunque impedito il realizzarsi di alcune operazioni, anche se è stato fissato un vincolo di *Tier 1*⁶⁶ al 10.0% per le banche

⁶⁵ Si tratta di una clausola prevista all'interno di accordi relativi ad operazioni di M&A e sul capitale di rischio che consente all'acquirente di abbandonare il progetto se la target sperimenta una certa modificazione, prevista contrattualmente.

⁶⁶ Il *Tier 1* è la componente principale del capitale di rischio di una banca. Esso è composto da azioni ordinarie, utili non distribuiti e obbligazioni non redimibili. Gli accordi di Basilea III (regolamentazione bancaria internazionale) hanno stabilito che il *Tier 1* deve essere pari almeno al 4.5% delle attività ponderate per il rischio.

acquisite da fondi di *private equity*, decisamente superiore al 5.0% richiesto nel caso di holding bancarie. Tali requisiti sono stati criticati, poiché limitano l'apporto benefico che può essere garantito durante periodi di difficoltà. Non va, infatti, sottovalutato il ruolo del *private equity* nel rilanciare imprese in crisi e supportarle durante la fase più acuta della stessa. Per esempio, il fatto che gli investimenti siano realizzati con l'ottica del lungo termine e che i capitali veicolati verso i fondi siano vincolati ha impedito che le imprese partecipate sopportassero una restrizione dei capitali, quando invece fonti esterne sono negate o molto onerose (Shapiro, 2009). Inoltre, le imprese ricomprese nel portafoglio dei fondi di *private equity* presentano costi del dissesto minori rispetto alle imprese *public*, poiché vi sono meno *stakeholder* ed è possibile agire più efficientemente. Eventuali ristrutturazioni del debito possono essere effettuate in maniera più efficace e veloce, magari attraverso *debt for equity swap*, riducendo così i costi della bancarotta (Shapiro, 2009).

Alcuni autori (Block e Sandner, 2009) hanno analizzato l'impatto della crisi con riferimento alle operazioni di *venture capital*. In particolare, hanno preso a riferimento un campione composto da imprese statunitensi attive nel settore internet e hanno riscontrato che vi è stata una riduzione del 20.0% nei fondi destinati a *start-up* che avevano già ottenuto un finanziamento iniziale e richiedevano ulteriori capitali. Le conseguenze di queste restrizioni sono piuttosto rilevanti se si considera l'importanza del *venture capital* per lo sviluppo di imprese innovative e tecnologiche. L'apporto di un *venture capitalist* non è solo finanziario, ma anche e soprattutto un supporto alla gestione aziendale e un importante veicolo per l'accesso a network professionali ad elevato potenziale. I capitali forniti dal *venture capitalist* sono fondamentali per lo sviluppo del prodotto, l'industrializzazione dell'idea di business innovativa e per raggiungere la clientela attraverso un'efficace strategia distributiva. L'inaridimento del mercato del *venture capital* può avere quindi conseguenze molto gravi di lungo periodo relativamente allo sviluppo dei settori innovativi e tecnologici, fondamentali per la crescita e lo sviluppo economico e sociale di un Paese.

A seguito della crisi finanziaria, negli USA si è poi assistito al fenomeno dei PIPE (*Private Investment in Public Equity*). I fondi di *private equity*, cioè, hanno deciso di sfruttare strategicamente la fase di ribasso dei corsi azionari e hanno investito nel capitale di imprese quotate. Infatti, in questo tipo di transazioni gli intermediari dalle

dimensioni più grandi sono in grado di acquisire azioni ordinarie o privilegiate ad un prezzo inferiore rispetto a quello di mercato, sfruttando il loro potere contrattuale derivante dall'elevato controvalore di scambio. In proposito, va sottolineato che molte transazioni di questo tipo vedono coinvolte piccole imprese quotate, che altrimenti non avrebbero alcun accesso ai capitali (Sjostrom, 2007).

Per quanto riguarda il caso italiano, l'impatto della crisi ha avuto caratteristiche e conseguenze simili a quelle riscontrate nel mercato statunitense. Il trend che si avverte è una focalizzazione su operazioni minoritarie a vantaggio di imprese che dimostrano solidi fondamentali e chiare prospettive di crescita. Come evidenziato nel paragrafo precedente, infatti, è aumentata l'incidenza delle operazioni di *expansion financing* e di *early stage financing*, mentre è diminuita quella delle attività di *buy out*. La dimensione media degli investimenti è diminuita, passando dai €13.7 milioni nel triennio 2006-2008 ai €9.9 milioni nel periodo 2011-2013. Come prevedibile, è diminuita la leva finanziaria, anche se da sempre piuttosto ridotta in Italia (Sottrici, 2013). Emerge chiaramente, quindi, come ogni crisi rappresenti anche un'opportunità per ripensare schemi e modalità di svolgimento di qualsivoglia attività. Da sottolineare, in proposito, come il driver di creazione di valore sia stato principalmente la leva operativa, ovvero l'aumento dell'EBITDA nelle imprese partecipate (Sottrici, 2013). A conferma di ciò, in uno studio di Ernst&Young sui disinvestimenti (Ernst&Young, 2012) emerge come il 45.0% dei rendimenti garantiti da operazioni realizzate dal 2005 al 2010 sia riconducibile a miglioramenti strategici ed operativi ad opera delle società di *private equity*. La percentuale raggiunge il 63.0% se consideriamo le imprese con un *enterprise value* di ingresso inferiore ai €500 milioni.

Nonostante il forte calo della raccolta, che nel caso dell'Italia ha dovuto anche far fronte alla sfiducia degli investitori esteri a seguito della crisi del debito Sovrano (-84.7% nel 2010 rispetto al 2009), i fondi non hanno fatto venir meno il loro apporto alle imprese componenti il portafoglio: nel periodo 2009-2011 i *follow on*⁶⁷ hanno rappresentato il 59.0% del totale degli investimenti (Sottrici, 2013). La pressione è stata piuttosto alta, poiché le turbolenze dei mercati finanziari si sono ripercosse sulle possibilità di *exit*,

⁶⁷ I *follow on* sono gli investimenti realizzati da un *private equiter* o da un *venture capitalist* successivi ad un uno o più investimenti iniziali nella medesima impresa.

tanto che l'*holding period* medio è aumentato: mai al di sopra dei 3 anni fino al 2006, nel 2009 ha raggiunto il picco massimo 4 anni e 7 mesi (Sottrici, 2013).

I trend descritti sono confermati anche dagli stessi operatori del mercato. L'intervento di un amministratore delegato di una società attiva nel settore del *private equity* rimarca l'attenzione sulle difficoltà in cui sono incorsi i fondi focalizzati sui *mega/large-cap deal*. In contropartita, si assiste ad un vantaggio per i gestori attivi nei segmenti *growth* e *mid-cap*, concentrati sui fondamentali delle aziende (Poli, 2010). Un trend interessante sembra poi quello che vede uno *shift* verso settori non tradizionali, quali il *private equity real estate*, le infrastrutture e le risorse naturali.

A livello di principali modificazioni indotte dalla crisi, vengono evidenziate 3 aree: la dimensione delle *target*, i multipli di valutazione e il livello della leva finanziaria. Prendendo a riferimento un campione di 100 investimenti realizzati dal 2005 al 2009, è stato riscontrato come vi sia stato un crollo dell'*enterprise value* mediano, passato da \$2.0 miliardi nel periodo 2005-08 a €0.3 miliardi nel 2009. Relativamente ai multipli, l'EV/EBITDA medio del periodo post-crisi (6.5x) è risultato inferiore del 31.6% rispetto al periodo antecedente la crisi (9.5x). Infine, la leva è calata drasticamente: l'incidenza del debito sull'EBITDA è calata del 61.7%, da 6.0x a 2.3x, e il debito utilizzato nelle operazioni è nettamente inferiore, da 60.0% a 35.0% (Poli, 2010).

Capitolo 3

Il ruolo del Private Equity e del Venture Capital

3.1 I benefici del *private equity* per l'impresa partecipata

Nel presente paragrafo verranno illustrati i principali benefici che l'intermediario specializzato può garantire all'impresa partecipata, così come riscontrato nella copiosa letteratura che ha indagato questi aspetti.

Il *management team* che gestisce il fondo di *private equity* è composto da un numero ristretto di figure professionali caratterizzate da un'elevata specializzazione. Ciò che rileva è che l'*expertise* del gestore non si limita solamente al campo finanziario, ma si estende anche a livello tecnico-produttivo, grazie alla presenza di consulenti o personale qualificato. Questo fa sì che l'apporto del *private equiter* non si limiti solamente alla fornitura di capitali e alla consulenza in ambito finanziario, ma si concretizzi anche a livello di distribuzione, logistica, produzione, marketing e in generale strategia dell'azienda che riceve i fondi.

Parte della letteratura si è interrogata in merito alle determinanti del coinvolgimento e dell'attivismo del fondo, riscontrando che vi è una correlazione positiva tra la dimensione della partecipazione dell'intermediario e il livello di supporto garantito dallo stesso (Kaplan e Strömberg, 2004; Banca d'Italia, 2009). Inoltre, la possibilità di esercitare un maggiore controllo e monitoraggio da parte dell'investitore, solitamente garantita dalla presenza di vincoli e clausole contrattuali, è anch'essa positivamente ricollegata all'interventismo del *venture capitalist* (Kaplan e Strömberg, 2004; Banca d'Italia, 2009). In proposito, va segnalato che nelle diverse operazioni afferenti il *private equity*, il coinvolgimento dell'investitore è sicuramente inferiore a quello che si registra nel caso di operazioni di *venture capital*, dove l'apporto di competenze manageriali è molto spesso affiancato a quello di capitali. Nelle operazioni di *buy out*, infatti, si assiste ad una sostituzione della proprietà, molte volte ad opera di manager già impiegati in quella specifica società: è chiaro che il ruolo del *private equiter* è

indirizzato a soddisfare il fabbisogno finanziario, piuttosto che a fornire indicazioni e apporti tecnico-produttivi o manageriali (Gervasoni e Sattin, 2008).

Evitando di dilungarsi relativamente alle diverse esigenze finanziarie che vengono soddisfatte dai fondi di *private equity*, di cui si è in precedenza discusso (v. cap. 2), si procede ora ad evidenziare il valore aggiunto che viene creato negli altri aspetti aziendali.

La prima area interessata dal contributo del *private equiter* è quella della *governance*, che vede una strutturazione secondo le linee di indipendenza e incentivazione. Frequente è, infatti, la nomina di consiglieri indipendenti nel Consiglio di Amministrazione dell'impresa partecipata, al fine di assicurare una gestione che sia volta a massimizzare il valore per tutti gli *stakeholder* aziendali e non solo a vantaggio di taluni a scapito di altri (Gervasoni e Sattin, 2008). La principale differenza tra *private* e *public equity* consta nella maggiore capacità di allineare gli interessi di agenti (manager) e principali (azionisti). Come evidenziato da studi statunitensi (Leslie e Oyer, 2008) i manager delle imprese partecipate sono solitamente chiamati ad acquisire quote azionarie della società nella quale sono impiegati. Il fatto che si tratti di un vero e proprio investimento e non di una remunerazione addizionale, come nel caso delle *stock option*, fa sì che il gli amministratori abbiano effettivamente gli stessi interessi degli azionisti, in quanto essi stessi soci. Non bisogna dimenticare, infatti, che la pratica molto diffusa dell'incentivazione attraverso l'assegnazione di opzioni è stata criticata da Stiglitz (Stiglitz, 2004), poiché le caratteristiche di questo strumento derivato possono portare a effetti controproducenti. In particolare, è stato evidenziato come l'incremento del valore dovuto all'aumentare della rischiosità del titolo azionario sottostante⁶⁸ potrebbe indurre i manager a investire in progetti altamente rischiosi, in quanto se con esito positivo, ne beneficerebbero al pari degli azionisti, mentre se con esito negativo, sarebbero quest'ultimi a patirne le conseguenze.

Ad ogni modo, i manager delle imprese partecipate da fondi di *private equity* sono incentivati anche assegnando loro un certo numero di *stock option*, oltre che attraverso

⁶⁸ Il valore di un'opzione è influenzato da cinque variabili: prezzo di esercizio, valore di mercato dell'attività sottostante, il tempo alla scadenza, il tasso *risk-free* e la volatilità del sottostante. In particolare, all'aumentare di quest'ultima, aumenta il valore dell'opzione poiché si tratta di un contratto asimmetrico, dove vi sono limiti di perdita, ma non di profitto.

una maggiore quota variabile del loro salario. Da uno studio su un campione USA emerge che, rispetto alle *public company*, il *top management* possiede il 3.3% (circa il doppio) di capitale in più, percepisce uno stipendio inferiore dell'11.9% e la quota variabile dello stesso è del 12.6% superiore (Leslie e Oyer, 2008).

Un altro metodo diffuso per promuovere una gestione efficiente ed efficace prevede l'utilizzo di una leva elevata: le stringenti condizioni per il rimborso del debito portano i manager ad evitare di sprecare risorse in progetti di investimento a VAN negativo.

Ciò che è interessante sottolineare è che questi incentivi sembrano avere effetti positivi sulla performance delle imprese partecipate (Frontier Economics, 2013), anche se vi è qualche perplessità in merito (Leslie e Oyer, 2008).

Un altro aspetto su cui il *private equiter* esercita un'influenza è il flusso informativo aziendale. Oltre alla gestione del flusso di dati ed informazioni interne, viene migliorata la comunicazione verso l'esterno (IRPET, 2012). Molto spesso, infatti, le imprese sono restie a rendere disponibili dati ed informazioni a soggetti esterni, non considerando la valenza di un flusso informativo costante e adeguatamente approfondito in favore dei vari *stakeholder*. Ad esempio, rifacendosi all'esperienza delle *public company* quotate, viene migliorata o creata *ex novo* la funzione preposta alla comunicazione finanziaria. Negli ultimi anni, il ruolo dell'IR (*Investor Relator*), il soggetto preposto alla comunicazione con analisti e altri *stakeholder* finanziari, ha acquisito sempre maggiore importanza. Molte aziende si sono dotate di figure altamente qualificate che sono fondamentali per attrarre capitali e per realizzare una comunicazione che sia capace di creare valore, oltre ad essere trasparente e puntuale.

Nel caso delle aziende private, la comunicazione finanziaria è prevalentemente rivolta ad azionisti e portatori di capitale di debito, che forniscono i capitali necessari al funzionamento aziendale. Considerate le recenti modificazioni normative in ambito bancario (prima Basilea II⁶⁹ e ora Basilea III⁷⁰) diventa fondamentale una documentazione adeguata e sufficientemente approfondita. Basti pensare che molti intermediari lamentano gravi lacune a livello di produzione di *business plan* o dati economico-finanziari aziendali. La capacità di comunicare in modo tempestivo e approfondito la redditività e la strategia aziendale assume un ruolo chiave per

⁶⁹ Il documento è reperibile all'indirizzo <http://www.bis.org/publ/bcbsca.htm>

⁷⁰ Il documento è reperibile all'indirizzo <http://www.bis.org/bcbs/basel3.htm>.

l'ottenimento dei finanziamenti. Inoltre, l'investitore professionale può così ricevere informazioni utili per indirizzare la gestione dell'impresa partecipata.

La definizione della strategia ottimale per perseguire i fini aziendali è un altro degli aspetti in cui un fondo di *private equity* supporta le imprese finanziate (IRPET, 2012). Molto spesso l'imprenditore o il management svolgono le varie attività seguendo una routine consolidata, senza soffermarsi sulla declinazione della filosofia aziendale in un modello di business ponderato. La presenza di soggetti terzi con adeguate competenze può favorire la realizzazione e l'attestazione dello stesso. In proposito, alcuni studi hanno evidenziato come in seguito ad operazioni di *buy out* si riscontrino innovazioni di prodotto, alleanze tecnologiche e investimenti in R&S (IRPET, 2012).

In riferimento a questo ultimo aspetto e in generale al ruolo del *private equity* nell'azienda partecipata, risulta molto interessante un report realizzato da Frontier Economics per l'EVCA (Frontier Economics, 2013). Partendo dal documento programmatico dell'Unione Europea⁷¹ che definisce le linee guida per la crescita economica nell'orizzonte 2010-2020, indaga il ruolo del *private equity* nel contribuire alla crescita economica in Europa. In particolare, viene analizzato l'apporto in relazione a innovazione, produttività e competitività, che sono i fattori chiave indicati dalla Commissione Europea come indispensabili per perseguire gli obiettivi di sviluppo economico e sociale prefissati.

A livello di innovazione, i benefici garantiti dal *private equity* sono molteplici. Anzitutto, i settori con i maggiori apporti di fondi sono quelli più innovativi: quattro dei cinque settori con maggiore incidenza di capitali dei *private equiter* compaiono nella lista dei 10 settori più innovativi, misurati in base al numero dei brevetti registrati (Frontier Economics, 2013). Anche se la registrazione di un brevetto non comporta necessariamente una crescita dei risultati aziendali, viene comunque considerata una buona *proxy* dell'innovazione aziendale, in quanto la maggior parte delle innovazioni di prodotto viene brevettata. Ciò che è particolarmente interessante è che mentre in aggregato la spesa industriale delle imprese partecipate è pari all'8.0% della spesa europea, la loro incidenza sull'innovazione industriale raggiunge il 12.0% (Frontier Economics, 2013). Molto spesso, però, la spesa in R&S può dar luogo ad inefficienze,

⁷¹ Il documento programmatico realizzato dalla Commissione Europea è reperibile all'indirizzo http://ec.europa.eu/europe2020/europe-2020-in-a-nutshell/index_en.htm.

dato che è difficile individuare dei criteri obiettivi per misurarne i risultati. Anche in questo caso le imprese *private equity-backed* si rivelano performanti, tanto che un euro speso in ricerca può rivelarsi fino a 9 volte più efficace in termini di numero di brevetti ottenuti, in particolare nel settore biotecnologico (Frontier Economics, 2013).

A questo punto ci si potrebbe chiedere se è la presenza di soggetti specializzati oppure il *know-how* dell'impresa ad incentivare ed efficientare a tal punto l'innovazione. Alcuni recenti studi sembrano far propendere per la prima ipotesi, confermando che sono le capacità del *venture capitalist* a favorire l'innovazione (Frontier Economics, 2013).

I brevetti conseguiti dalle imprese partecipate sono inoltre di indiscutibile valore, tanto che il valore economico di quelli registrati tra il 2007 e il 2011 è stato stimato in 350 miliardi di euro (Frontier Economics, 2013). Inoltre, la valenza degli stessi è stata misurata anche a livello di utilità economico-sociale, prendendo a riferimento il numero di citazioni: le citazioni per brevetto aumentano del 25.1% a seguito dell'entrata nel capitale da parte del fondo (Frontier Economics, 2013).

Generalizzando, è possibile affermare che il *private equity* favorisce l'innovazione positiva in azienda, ovvero fa sì che la ricerca sviluppi soluzioni che siano effettivamente utili, introducendo dei criteri di selezione di valenza sia economica, ma anche gestionale e statistica (Frontier Economics, 2013).

I benefici del *private equity* sono numerosi e sostanziali anche in riferimento alla produttività espressa dalle imprese partecipate. Con riferimento all'attività *core*, ovvero alla fornitura di risorse finanziarie, va evidenziato che tra il 2007 e il 2012 la maggioranza dei fondi è stata indirizzata verso settori *capital intensive*, aumentandone la produttività attraverso investimenti in capitale fisso, quali macchinari, attrezzature e fabbricati (Frontier Economics, 2013). Ciò che più rileva in questa sede è, però, sottolineare che vi è una relazione positiva tra partecipazione del *private equiter* e performance aziendale. In particolare, l'EBITDA medio per dipendente⁷² incrementa del 6.9% a seguito dell'entrata di un fondo (Ernst&Young, 2012) e il differenziale di produttività rimane elevato anche in periodi di *credit crunch*: la crescita di produttività è fino al 5.2% superiore per le imprese partecipate rispetto a quelle indipendenti, dopo due anni dall'investimento (Frontier Economics, 2013). Questo risultato è

⁷² L'EBITDA medio per dipendente è un indicatore comunemente utilizzato per esprimere la produttività di un'azienda. Esso è il risultato del rapporto tra EBITDA e numero medio di dipendenti nell'esercizio.

particolarmente importante se si considera la problematica situazione italiana, illustrata nel capitolo 1. In periodi di restrizioni di credito, peraltro, risulta particolarmente importante esprimere una redditività superiore alla media, così da poter ottenere da una parte risorse drenate ad altre imprese e dall'altra poter ricorrere all'autofinanziamento, qualora si rivelasse necessario.

Particolarmente importante è, poi, il fatto che la performance superiore sia riconducibile ad un miglioramento dell'operatività e della strategia aziendale e non a tagli lineari dei costi, come ricordato da molteplici studi (Frontier Economics, 2013; Shapiro, 2009; IRPET, 2012). In particolare, per quanto riguarda le imprese con *enterprise value* superiore ai 150 milioni di euro, il rendimento del *private equity* nel periodo 2005-2011 è stato 3.6 volte superiore a quello delle *public company* comparabili. Nello specifico, circa il 45% del rendimento è riconducibile a miglioramenti strategici ed operativi (1.6 volte superiore al *benchmark* di riferimento), mentre solo il 27% ai benefici del debito (Ernst&Young, 2012).

Il terzo aspetto che viene indagato nel report realizzato da Frontier Economics è il ruolo del *private equity* nel favorire la competitività delle imprese finanziate. L'intermediario specializzato è in grado di intervenire su due differenti livelli. Da una parte, attraverso lo sviluppo di risorse basate sulla conoscenza e la diffusione di una cultura maggiormente propensa al rischio, stimola un atteggiamento positivo rivolto alle esportazioni. Dall'altra, favorisce la competitività attraverso il supporto alla creazione di nuovi business, garantendo la creazione di 5.600 nuove imprese ogni anno (Frontier Economics, 2013). In particolare, come verrà a breve illustrato, il supporto a imprese innovative e rischiose è una caratteristica che qualifica il *venture capital*.

Tabella 3.1 – Gli aspetti influenzati dal private equity nella partecipata

Aree influenzate dal private equiter
Finanza
Governance
Strategia
Comunicazione finanziaria (esterna ed interna)
Innovazione
Produttività
Competitività

Fonte: Elaborazione propria

3.2 I benefici del *venture capital* per l'impresa partecipata

Nel caso del *venture capital* l'apporto di competenze manageriali oltre a quello di risorse finanziarie riveste un ruolo particolarmente importante. Molto spesso, infatti, la scelta dell'imprenditore propende per quell'intermediario che gode della migliore reputazione, spesso relativa al valore aggiunto che conferisce alla partecipata. Alcuni studi hanno dimostrato che gli imprenditori sono talvolta disposti a ottenere minori fondi e ad accettare una valutazione inferiore della propria azienda, pur di garantirsi il supporto di uno specifico *venture capitalist* (Alemany e Martì, 2006).

La letteratura sembra giustificare questo tipo di approccio. Alcuni studi hanno, infatti, indagato le caratteristiche dei diversi attori finanziari, per comprendere quali e se vi fossero delle qualità proprie dell'intermediario che avrebbero potuto influenzare la performance delle imprese partecipate. I risultati sono piuttosto interessanti, in quanto, se da una parte confermano l'ipotesi secondo cui l'apporto del *venture capitalist* ha un impatto positivo su fatturato, EBITDA e occupazione, dall'altra le caratteristiche dello stesso si relazionano in maniera piuttosto differente con la crescita aziendale a seconda della fase finanziata. Nel caso delle *start-up* e delle imprese più strutturate, infatti, le caratteristiche che contraddistinguono lo specifico *venture capitalist* non sembrano impattare sulla performance, mentre nel caso dell'*expansion financing* l'esperienza e il tempo dedicato a ciascuna azienda hanno un'influenza positiva (Alemany e Martì, 2006).

Parte della letteratura si è poi concentrata sul ruolo che riveste il *venture capitalist* nelle imprese che finanzia, indagando il valore aggiunto non finanziario garantito dallo stesso. In proposito, sembra interessante uno studio che ha proceduto a revisionare ed organizzare sistematicamente precedenti lavori realizzati sul tema, individuando otto categorie in cui far rientrare i diversi apporti rilevati nei 20 lavori scrutinati (Large e Muegge, 2008). Nello specifico, gli autori hanno distinto tra due input rivolti all'esterno e sei rivolti all'interno, ovvero all'azienda nella sua organizzazione.

La prima tipologia di valore non finanziario garantito all'impresa partecipata è la legittimazione. Con questo termine si fa riferimento ai benefici in termini di stima e prestigio che l'azienda ottiene in seguito all'entrata nel capitale societario da parte del *venture capitalist*. La presenza di quest'ultimo, infatti, conferisce una certa autorevolezza all'idea di business che ha ispirato la creazione dell'impresa, in quanto si

presuppone che il *business plan* sia già stato in qualche modo analizzato e revisionato dall'intermediario, che oltre a ciò avrà realizzato un'approfondita *due diligence* per verificare caratteristiche e prospettive dell'iniziativa (Large e Muegge, 2008; IRPET, 2012).

Il secondo input garantito dal *venture capitalist*, anch'esso rivolto all'esterno, fa riferimento alle opportunità di *networking* che vengono a crearsi grazie al supporto dell'intermediario (Gervasoni e Sattin, 2008; IRPET, 2012). Per un'impresa neo costituita è molto importante sviluppare una rete di conoscenze che sia particolarmente stimolante. Instaurare rapporti e relazioni con soggetti di primaria rilevanza nel settore di attività può, ad esempio, facilitare il riconoscimento presso le associazioni di categoria e le Istituzioni. Incontrare e discutere con accademici o ricercatori dal curriculum particolarmente brillante può stimolare lo sviluppo di nuove soluzioni o di miglioramenti al prodotto. Ancora, interagire con professionisti del settore finanziario può aiutare nell'individuare ulteriori fonti di finanziamento o comprendere come modificare la propria organizzazione per renderla maggiormente accattivante agli occhi di potenziali investitori. Infine, non di rado il *venture capitalist* permette e favorisce l'incontro fra tecnici, specialisti e membri della società, così da favorire lo sviluppo di *know-how*.

Venendo alla creazione di valore che riguarda l'organizzazione interna dell'impresa partecipata, una prima area coinvolta è quella delle risorse umane. Ricollegandosi al tema del network, l'operatore è in grado di favorire i contatti tra l'azienda e le figure in possesso delle caratteristiche utili ad un suo sviluppo nel tempo (Large e Muegge, 2008). Inoltre, molto spesso stimola l'imprenditore affinché definisca le qualità e in generale i requisiti di cui devono risultare in possesso i candidati perché possano dare un contributo alla crescita (Gervasoni e Sattin, 2008; IRPET, 2012).

Un apporto sicuramente fondamentale garantito dal *venture capitalist* è, come nel caso del *private equity*, il sistema di *governance* che viene imposto all'azienda (Gervasoni e Sattin, 2008; IRPET, 2012). Gli incentivi che vengono garantiti all'imprenditore sono volti a favorire l'allineamento degli interessi con l'investitore professionale e la creazione di valore per l'impresa in generale. Molto spesso, poi, si riscontra la presenza di contratti dalle clausole particolarmente vincolanti, volte a limitare i comportamenti opportunistici attuabili dall'imprenditore. Da uno studio di Banca d'Italia emerge che

l'incidenza di finanziamenti in stadi successivi, la previsione di obiettivi-soglia al cui raggiungimento subordinare l'erogazione di capitali e i diritti di voto dell'imprenditore condizionati all'ottenimento di certi risultati sono clausole che si riscontrano prevalentemente nel caso di *seed* e *start-up financing* (Banca d'Italia, 2009). La presenza di vincoli più restrittivi è peraltro giustificata dall'elevato livello di rischio che caratterizza l'operazione: business innovativo, impresa di recente costituzione e ancora non strutturata. Il controllo cui viene sottoposto l'imprenditore è piuttosto stringente, poiché se non sono previsti specifici diritti di veto, solitamente è richiesta la maggioranza qualificata per le decisioni più rilevanti (Banca d'Italia, 2009). In particolare, le questioni relative a mutamenti nella struttura finanziaria e alla ridefinizione di accordi fra gli azionisti sono quelle su cui la maggior parte degli operatori si riserva diritti di veto nel caso di *seed* e *start-up*. Per le operazioni di *expansion financing*, invece, l'attenzione è rivolta in maniera preponderante al secondo dei due temi. Ciò che accomuna le diverse operazioni di *venture capital* è la nomina di consiglieri indipendenti nel Consiglio di Amministrazione, prevista per oltre il 60% delle imprese partecipate (63% *seed* e *start-up*; 64% *expansion*). Inoltre, per le operazioni di *early stage*, nella totalità dei casi sono stati previsti vincoli alla concorrenza per l'imprenditore (Banca d'Italia, 2009).

L'intermediario, poi, tende a tutelarsi in relazione alla possibilità di uscita e realizzo dell'operazione: la limitazione al diritto di uscita, attraverso clausole di *lock-in* o di altro tipo, è prevista per l'85% delle *seed* e *start-up* e il 70% delle operazioni di *expansion*. Nel caos delle operazioni di *early stage* è, poi, molto diffusa la presenza di clausole statutarie o di privilegi in sede di cessione dell'azienda a vantaggio dell'intermediario (Banca d'Italia, 2009).

È chiaro che l'insieme di vincoli contrattuali e prassi consolidate volte al controllo delle imprese partecipate stimolano l'imprenditore e il management ad una gestione efficiente ed efficace dell'impresa, così da massimizzare il valore per tutti gli *stakeholder*.

Il supporto nella definizione e strutturazione della strategia è un altro dei contributi dell'intermediario (Large e Muegge, 2008). Nel caso italiano, specie per le operazioni di *early stage*, il contributo in merito a questioni strategiche e finanziarie è quello maggiormente apprezzato e avvertito dalle imprese (Banca d'Italia, 2009). Relativamente alla definizione della strategia, va sicuramente evidenziato l'importante

stimolo all'innovazione che il *venture capitalist* garantisce, così come ricordato nel precedente paragrafo (v. *supra*). In molti Paesi europei, ma in generale nelle economie avanzate, sono le imprese più giovani, interessate dalle attività di *early stage financing*, a registrare il maggior numero di brevetti. Finanziandole, l'operatore contribuisce indirettamente a promuovere l'innovazione e a creare un ambiente favorevolmente predisposto in questo senso, considerato che le invenzioni si diffondono e si migliorano grazie ai diversi contributi dei diversi soggetti che vi si interfacciano (Frontier Economics, 2013). In proposito si segnala poi uno studio che ha stimato l'impatto del *venture capital* pari al 14% delle attività innovative realizzate negli USA nel 1998 e l'efficacia di ogni dollaro speso dall'operatore 3 volte superiore in termini di creazione di brevetti (Kortum e Lerner, 2000).

Con riferimento alla strategia e alla competitività garantita alle aziende partecipate, sembra interessante sottolineare che, per quanto riguarda l'Italia, molte imprese coinvolte in operazioni di *expansion financing* sono state interessate da operazioni con l'estero. Infatti, l'internazionalizzazione ha riguardato ben l'80% delle imprese componenti il campione analizzato nello studio ad opera di Banca d'Italia (Banca d'Italia, 2009). Questo dato è particolarmente rilevante se si considera la stagnazione che caratterizza l'economia domestica⁷³ e la sempre minore spesa per i consumi finali delle famiglie italiane⁷⁴. Visto il crollo della domanda interna, per le imprese diventa vitale affacciarsi su nuovi mercati, puntando su qualità ed innovazione, così da realizzare margini sufficientemente elevati per assicurare un'adeguata remunerazione a tutti i portatori di interesse. Quindi, il supporto dell'intermediario specializzato assume un ruolo chiave per garantire opportunità di ulteriore sviluppo alle imprese in crescita, con l'obiettivo di aumentare la quota di fatturato realizzato all'estero e diminuire la dipendenza dal depresso mercato interno.

Nel coadiuvare il management dell'impresa partecipata rispetto alla gestione aziendale, l'intermediario può consigliare e fornire delle soluzioni alternative in modo anche

⁷³ Le previsioni del FMI relative al PIL italiano indicano una crescita inferiore al mezzo punto percentuale, debito/PIL pari al 134.5% e un tasso di disoccupazione al 12.4% per il 2014. Fonte: International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, Aprile 2014.

⁷⁴ Nel 2012 la spesa per i consumi finali delle famiglie consumatrici ha raggiunto livelli inferiori ai valori registrati nel 2001, arretrando di oltre 10 anni. Fonte: ISTAT.

informale, svolgendo attività di *mentoring*. Un soggetto potrebbe avere un'idea davvero brillante e magari possedere sufficienti capacità manageriali per attuarla, tuttavia lo scontro con lungaggini burocratiche o la novità di talune problematiche che vengono a crearsi possono richiedere delle indicazioni da parte della società gestore del fondo di *venture capital*. In questo caso l'esperienza dell'operatore può tradursi in preziosi consigli che permettono di superare eventuali limitati inconvenienti. In alcuni casi, poi, viene incentivata la leadership delle figure più di rilievo o indicati possibili percorsi carriera a seconda delle capacità espresse dal management (Large e Muegge, 2008).

La consulenza di soggetti esterni è un altro beneficio che molto spesso è garantito all'impresa partecipata. Nello specifico, i gestori del fondo, grazie alla specializzazione e all'esperienza maturata, possono individuare quegli individui in grado di rispondere alle specifiche necessità avvertite. Si tratta di interventi più formali, con azioni mirate che vengono attivate in seguito a specifiche richieste (Large e Muegge, 2008).

L'ultima categoria di intervento individuata nello studio citato (Large e Muegge, 2008) è quella dell'operatività gestionale. In attesa di manager dalle competenze sufficientemente sviluppate, il *venture capitalist* può sopperire a tali lacune oppure aiutare l'imprenditore e il management ad affrontare l'operatività giornaliera.

Tabella 3.2 – Il valore aggiunto non finanziario creato dal *venture capital*

Benefici diretti verso l'esterno	Benefici diretti verso l'interno
<i>Legitimation</i>	<i>Recruiting</i>
<i>Outreach</i>	<i>Mandating</i>
	<i>Strategizing</i>
	<i>Mentoring</i>
	<i>Consulting</i>
	<i>Operating</i>

Fonte: Large e Muegge, 2008

3.3 I benefici del *private equity* e del *venture capital* per l'economia

I benefici del *private equity* e del *venture capital* non si limitano solamente alle imprese partecipate, bensì anche all'economia e alla sfera sociale in generale. Apportando capitali e garantendo la creazione di valore aggiunto non finanziario, come descritto nei paragrafi precedenti, gli intermediari specializzati promuovono innovazione, produttività e competitività, che a loro volta generano crescita economica (Frontier Economics, 2013).

L'innovazione ha un ruolo fondamentale, sia nell'incrementare la produttività, sia nel permettere di affrontare in maniera più efficace periodi di recessione economica: questi sono i risultati che emergono da alcune ricerche realizzate dalla Commissione Europea. Nello specifico, nel periodo di crisi che ha interessato il Vecchio Continente, le Nazioni che hanno maggiormente investito in ricerca e innovazione si sono rivelate le più resilienti (Commissione Europea, 2014). In riferimento al miglioramento garantito in termini di produttività, poi, va sottolineato che da un report ad opera dell'OCSE emerge che tra il 2001 e il 2007 la crescita della produttività del lavoro ha rappresentato circa l'89% della crescita del PIL pro capite, mentre tra il 2009 e il 2010 ha contribuito addirittura per il 105%⁷⁵ (Frontier Economics, 2013). Quindi, considerati i notevoli contributi al miglioramento della performance aziendale illustrati nei paragrafi precedenti (v. *supra*), il ruolo degli operatori è di assoluta rilevanza per lo sviluppo economico di un Paese.

In letteratura si è soliti distinguere prevalentemente fra due tipologie di innovazione, basandosi sulle risorse che l'hanno originata. Le innovazioni *market pull* sono stimulate dalla clientela di un'impresa. Effettuando ricerche di mercato, l'azienda cerca di indagare quali sono i bisogni non pienamente soddisfatti dalla gamma di prodotti esistente e apporta miglioramenti incrementali agli stessi. Questo tipo di modifiche non comportano alcun cambiamento nelle funzioni, ma semplicemente un miglioramento delle prestazioni.

La seconda tipologia di innovazioni è denominata *technology push*, poiché deriva dalla ricerca scientifica e tecnologica ed è di tipo radicale. In questo caso è l'impresa che,

⁷⁵ Questo risultato è stato reso possibile dal fatto che le ore lavorate per addetto, altra variabile considerata nel calcolare il contributo alla crescita del PIL pro capite, sono aumentate in alcuni Paesi e diminuite in altri (Frontier Economics, 2013).

attraverso prove ed esperimenti nei propri laboratori, arriva a sviluppare nuove soluzioni tecniche. Quest'ultime vanno poi tradotte in nuovi prodotti: la funzionalità dell'oggetto non cambia, ma si procede a sostanziali modifiche in merito alle componenti dello stesso.

Il *private equiter* stimola entrambe le innovazioni, da un lato incentivando il management della partecipata a mettere in atto iniziative di marketing sempre più efficaci, in grado di comprendere in modo approfondito le esigenze della clientela, e dall'altro favorendo la ricerca e lo studio di soluzioni tecnologiche che possano portare alla realizzazione di nuovi prodotti.

Vi è poi una terza categoria di innovazioni, cui fa riferimento Christensen nel proprio libro intitolato "*The Innovator's Dilemma: When New Technologies Cause Great Firms to Fail*" (Christensen, 1997), denominata *disruptive innovation*. Questo tipo di innovazione cambia completamente la funzione dell'oggetto. Solitamente, inoltre, dà vita ad un prodotto contraddistinto da nuove tecnologie, ma che soddisfa i bisogni preesistenti con performance minori. In proposito, un caso citato è quello dei *Personal Computer*.

I PC sono stati introdotti nei primi anni '80 dello scorso secolo e possedevano inizialmente capacità di calcolo infinitamente inferiori a quelle dei grandi *mainframe* diffusi all'epoca. Ridotta capacità di memoria e lentezza dei processi li rendeva assolutamente inadatti alle grandi imprese, che rappresentavano i principali clienti dei produttori di computer. Nel corso degli anni, però, sono nate piccole aziende indipendenti (Apple Inc., Microsoft Corporation) che hanno cominciato a produrre PC per una ristretta nicchia di clienti, quali studenti e professori universitari o altri appassionati di informatica. In pochi anni queste microimprese hanno cominciato a conquistare enormi quote di mercato, fino a diventare colossi che ad oggi dominano la scena mondiale⁷⁶. I *player* consolidati del settore non avevano, infatti, considerato che le esigenze dei clienti progrediscono molto più lentamente del tasso di sviluppo tecnologico: i PC inizialmente incompatibili con le esigenze di calcolo delle imprese più grandi erano diventati assolutamente performanti, con il vantaggio di avere un costo inferiore rispetto agli energivori *mainframe*. Secondo Christensen, gli elevati costi fissi

⁷⁶ A fine luglio 2014, la capitalizzazione di Apple Inc. ha raggiunto 587.7 miliardi di dollari, mentre Microsoft Corporation si attestava a 359.0 miliardi di dollari. Fonte: Yahoo! Finance.

che caratterizzavano la struttura delle imprese informatiche dell'epoca avevano impedito che si dedicasse la necessaria attenzione alla nicchia che con il tempo si era trasformata in mercato di massa.

Solo imprese di piccole dimensioni, caratterizzate da una struttura di costi molto flessibile, sembrano in grado di rivolgersi a nicchie di mercato con elevate potenzialità: le imprese giovani, costituite per sviluppare e monetizzare un'invenzione o un'intuizione particolarmente acuta, sono la spina dorsale dell'innovazione industriale. Il ruolo del *venture capital* è, perciò, di assoluto rilievo: finanziando le imprese più giovani e innovative⁷⁷, contribuisce indirettamente a permettere la realizzazione di prodotti e soluzioni che possono avere un elevato impatto sociale nel lungo termine⁷⁸. Un altro beneficio fondamentale indirettamente garantito dal *private equity* è la creazione di posti di lavoro nelle imprese partecipate. L'occupazione è un tema molto sentito, specie in un periodo di crisi. Il fatto che, come verrà poi illustrato, molti studi evidenzino un significativo apporto dell'operatore testimonia la rilevanza sociale che l'intermediario riveste. Infatti, si può affermare che molti intermediari hanno in qualche modo contribuito a garantire la stabilità sociale, evitando che la crisi raggiungesse picchi ancora più bassi: è chiaro che una forte penuria di opportunità lavorative avrebbe potuto condurre a proteste o rivolte popolari anche gravi.

Inoltre, la creazione di nuovi posti di impiego ha un indubbio effetto positivo sullo sviluppo economico di un Paese. La stessa Commissione Europea ne ha fatto un punto chiave nel già citato documento programmatico per la crescita al 2020⁷⁹, prefiggendosi come obiettivo il raggiungimento del 75% quale tasso di occupazione per i cittadini europei nella fascia 20-64 anni. Infatti, grazie al noto effetto moltiplicatore del PIL, ogni euro speso in più fa sì che il prodotto nazionale aumenti più che proporzionalmente, attivando un circolo virtuoso che ha l'unico limite nella capacità di spesa di ciascun

⁷⁷ Da sottolineare che Apple, Inc. è stata inizialmente fondata grazie ai capitali di un *business angel*, cui poi si sono aggiunti quelli di un pool di *venture capitalist* e altri *angel*. Anche lo sviluppo di Microsoft Corporation è stato reso possibile dall'entrata nel capitale di fondi di *venture capital*.

⁷⁸ Il PC è da molti considerato l'invenzione più importante del XX secolo, in grado di modificare totalmente la vita delle persone e i metodi di produzione. Abbinato ad Internet, ha completamente rivoluzionato la società nel suo complesso.

⁷⁹ V. nota n. 69.

soggetto. In particolare, il contributo del *private equity* all'aumento dell'occupazione in Europa è stato stimato nella misura del 2.2% medio annuo nel periodo 2005-2011 (Ernst&Young, 2012). Ma i benefici apportati non sono solamente in termini quantitativi, in quanto si registra anche un miglioramento nella gestione del personale, attraverso la pianificazione di carriere stimolanti e attività di formazione professionale, oltre ad aumenti nei livelli retributivi (Frontier Economics, 2013).

Anche il *venture capital* ha un importante ruolo nel creare occupazione. Basti pensare alle numerose nuove imprese che vengono fondate grazie all'apporto di capitali da parte di soggetti specializzati. Molto spesso, infatti, le operazioni di *early stage financing* riguardano iniziative imprenditoriali che vengono portate avanti da giovani neolaureati o ricercatori universitari, i quali cercano di industrializzare la loro idea innovativa. Progetti di questo tipo sono oggi incentivati dalle più diverse istituzioni pubbliche e private e non potrebbe essere altrimenti: la disoccupazione giovanile è insolitamente elevata dall'inizio della crisi⁸⁰. In questo senso, i *venture capitalist* svolgono un ruolo sia sociale, sia economico. Innanzitutto, permettendo a giovani brillanti di provare a realizzare la propria idea di business, si tampona l'emorragia di posti di lavoro e si impedisce che la rabbia e lo svilimento si traducano in scontri sociali. Poi, garantendo la possibilità di fondare la loro azienda nel proprio Paese di origine, si evita un'infruttuosa e dilagante fuga di talenti verso altri Paesi più sensibili a queste tematiche. Non va dimenticato, infatti, che quelle *start-up* che non riescono a vedere la luce nel nostro Paese a causa di un ambiente generalmente sfavorevole vengono poi costituite in altre piazze europee, trasformandosi alcune volte in imprese molto redditizie, in grado a loro volta di contribuire alla crescita economica dello Stato. La valenza del *venture capital* in questo senso ha trovato riscontro in alcune evidenze empiriche. In particolare, è stata riscontrata una relazione positiva tra la presenza di un *venture capitalist* e la crescita di occupazione, che aumenta a tassi superiori rispetto alle imprese non partecipate (Alemany e Martì, 2005).

Innovazione e produttività superiore alle altre imprese, oltre ad avere un influsso positivo sul livello di occupazione, fanno sì che gli utili aziendali siano più elevati della media. Dato che l'imposizione fiscale sulle società vede come imponibile principale il

⁸⁰ A giugno 2014, la disoccupazione giovanile ha raggiunto il valore più alto mai registrato dall'istituzione delle serie storiche trimestrali nel 1977, pari a 43.7%. Fonte: ISTAT.

risultato finale conseguito, si può comprendere il contributo che le partecipate garantiscono in termini di imposte pagate: vi è una correlazione positiva tra presenza di un *venture capitalist* e imposte pagate (Alemany e Martì, 2005). Il fatto che i *buy out* vengano realizzati con un ampio ricorso al debito, invece, riduce il carico fiscale che grava sulle imprese coinvolte. Alcuni studi hanno quantificato il risparmio tributario tra il 10% e il 20% del valore aziendale per le operazioni realizzate negli anni '80 dello scorso secolo, evidenziando che questo si è ridotto negli anni a seguire, considerata la diminuzione delle aliquote fiscali (Kaplan e Strömberg, 2008).

Secondo altri studi, poi, il *private equity* e il *venture capital* contribuiscono a rendere le imprese partecipate e in generale l'economia più resilienti. Nel caso del primo, nonostante molte operazioni di *buy out* prevedano un ampio ricorso al debito, le evidenze riscontrate hanno portato a concludere che la presenza di un intermediario aumenti il tasso di sopravvivenza delle partecipate (Frontier Economics, 2013). In particolare, una ricerca della Banca dei Regolamenti Internazionali ha riscontrato che il tasso di fallimento è del 5% inferiore a quello di imprese comparabili non *private equity-backed*, mentre un altro *paper* arriva a stimare un tasso inferiore fino al 50% (Frontier Economics, 2013). Ciò implicherebbe che in Europa nel periodo 2007-2012 fino a 2.000 imprese hanno scongiurato la bancarotta grazie alla presenza di un operatore (Frontier Economics, 2013).

Questi risultati sono davvero molto rilevanti, se si considera la morsa del *credit crunch* che colpisce le imprese italiane: il supporto di un intermediario specializzato potrebbe aiutare a superare temporanee carenze di liquidità. Le restrizioni al credito, infatti, possono condurre a situazioni di criticità anche quelle imprese che, pur avendo un fatturato in crescita, faticano ad incassare i crediti verso la clientela. In questi casi, sfruttare l'*expertise* finanziaria dell'operatore potrebbe rivelarsi una mossa vincente, così da conseguire l'equilibrio monetario oltre a quello economico.

Anche nel caso del *venture capital*, gli studi hanno confermato che il tasso di sopravvivenza delle imprese finanziate è maggiore (Alemany e Martì, 2006). In riferimento alle operazioni di *early stage*, ad ogni modo, va sottolineato che la natura caratterizzante le stesse le rende per definizione più rischiose, perciò il tasso di sopravvivenza è fisiologicamente più basso rispetto ad altre tipologie di operazioni.

Non va, poi, dimenticato che le quote di fondi di *private equity* e *venture capital* rappresentano un investimento alternativo, utile per diversificare l'esposizione del proprio portafoglio. Nello specifico, tra il 2007 e il 2012 gli investitori istituzionali hanno rappresentato circa il 30% dei fondi raccolti (Frontier Economics, 2013). Infatti, i gestori dei fondi sono in grado di sfruttare opportunità che questi soggetti non sarebbero altrimenti in grado di cogliere. Facendo leva sulle loro capacità di valutazione aziendale, nonché sulla conoscenza specifica dei settori e sugli apporti di competenze garantiti alle imprese partecipate, riescono ad ottenere rendimenti molto elevati, come verrà illustrato più avanti (v. *infra*). La naturale esposizione verso settori tecnologicamente avanzati o comunque caratterizzati da un elevato tasso di innovazione, tipica delle operazioni di *early stage financing*, permette di realizzare investimenti in business non ancora maturi, con potenziali ritorni molto elevati.

Anche in questo caso i benefici garantiti dagli intermediari specializzati sono di elevata utilità sociale. Uno dei libri a sfondo finanziario più dirompenti degli ultimi anni è sicuramente "*Irrational Exuberance*", scritto dal premio Nobel Shiller (Shiller, 2000). In esso egli discute i vari fattori sociali, psicologici ed economici che hanno condotto ad una spaventosa crescita del mercato azionario, ammonendo dal continuare ad investire nello stesso, considerata l'assoluta discrepanza tra prezzi e fondamentali espressi dalle aziende. Circa dieci anni più tardi, i fatti gli hanno dato ragione e sembra oggi sempre più avvertita la necessità di studiare soluzioni che permettano di attivare una gestione efficiente ed efficace dei rischi. Infatti, il tema della gestione del rischio è esploso in tutta la sua rilevanza in seguito alla crisi del 2008. Ma una strategia basilare, suggerita dallo stesso Shiller, è quella di diversificare la propria esposizione. Nel suo libro, si dice che la soluzione ad un'eccessiva esposizione verso il mercato borsistico può essere ricercata tra tutti quegli investimenti che rappresentano una valida alternativa allo stesso. Sebbene il sottostante siano sempre le imprese, l'*expertise* degli operatori e gli apporti sopra delineati, che permettono di meglio affrontare le situazioni di recessione economica, possono in qualche modo mitigare la correlazione con il ciclo economico. Inoltre, la specializzazione e la profonda conoscenza di specifici settori può aumentare la probabilità di esporsi limitatamente a quelli che risentono meno della recessione. Ad ogni modo, nella situazione di crisi attuale, nella quale le imprese si vedono negare il credito da parte degli intermediari bancari, è proprio la Borsa a rappresentare una

soluzione da molti paventata. Lo sviluppo del mercato dei capitali è un altro dei benefici indotti da *private equity* e *venture capital*, così come già ricordato nei capitoli precedenti (v. *supra*).

Nonostante le modalità di disinvestimento di *private equity* e *venture capital* risentano del *sentiment* prevalente fra gli operatori di mercato, è evidente che le *exit* realizzate attraverso un'IPO possono rappresentare uno stimolo importante per lo sviluppo dello stesso. Alcune evidenze empiriche sembrano confermare questa teoria: anche se il numero di IPO è diminuito negli anni, la loro incidenza come tipologia di realizzo dell'investimento in operazioni di *buy out* incide per il 14% del totale (Kaplan e Strömberg, 2008). Altri studi hanno poi analizzato i *buy out* effettuati negli USA nel periodo 1970-2002, evidenziando che la percentuale di imprese diventata *public* post-investimento è dell'11% e sottolineando che di queste solo il 6% lo era in precedenza (Kaplan e Strömberg, 2008).

Per quanto riguarda il caso italiano, Borsa Italiana, la società che gestisce la piazza finanziaria milanese, sembra aver studiato delle soluzioni apprezzate anche dalle PMI: complice la difficoltà nel reperire capitali, nel già citato AIM Italia (v. capitolo 1) a luglio 2014 risultavano 15 società di nuova quotazione dall'inizio dell'anno⁸¹. Gli operatori specializzati possono perciò contare su una modalità di uscita che ora gode anche del potenziale apprezzamento da parte delle imprese finanziate.

Infine, un ruolo esercitato dal *private equiter* è quello connesso alle operazioni di sostituzione o modificazione dell'azionariato. Considerato che in Italia il numero di imprese a conduzione familiare è molto elevato e il loro contributo economico è di rilievo⁸², l'intervento di un operatore specializzato può rivelarsi di sostanziale rilevanza. Infatti, le imprese familiari presentano solitamente un certo numero di problematiche connesse alla natura proprietaria. Le criticità più diffuse sono riconducibili all'assenza di criteri formali per l'inserimento in azienda della generazione più giovane, allo scarso rispetto dei ruoli e alla assoluta inesistenza di meccanismi meritocratici per valutare l'attività svolta dai membri della famiglia. Inoltre, in circa la metà dei casi, si registrano gravi lacune in riferimento a conoscenze tecniche indispensabili per amministrare

⁸¹ Periodo 1 gennaio 2014 – 31 luglio 2014. Fonte: Borsa Italiana.

⁸² In Italia le imprese a conduzione familiare rappresentano fra l'80% e il 90% del totale delle imprese. Esse generano l'80% del PIL e il 75% dell'occupazione. Fonte: The European House – Ambrosetti.

un'impresa, quali tematiche di bilancio, finanza o diritto societario (The European House – Ambrosetti, 2011).

Perciò, sostituire la generazione al comando con quella più giovane e solitamente più preparata può rivelarsi un processo alquanto difficile e doloroso, ma indispensabile per tutelare azienda e patrimonio. L'intervento di un socio terzo specializzato può servire per riequilibrare i rapporti di forza fra azionisti e diffondere quella cultura manageriale che è spesso assente in certi ambienti.

Tabella 3.3 – I benefici di private equity e venture capital per l'economia

<i>Private Equity</i>	<i>Venture Capital</i>
Innovazione e produttività	Innovazione e produttività
Occupazione	Occupazione
Resilienza dell'economia	Resilienza dell'economia
Diversificazione degli investimenti	Diversificazione degli investimenti
Sviluppo del mercato dei capitali	Sviluppo del mercato dei capitali
Superamento dei conflitti generazionali	Imposte pagate

Fonte: Elaborazione propria

3.4 Rendimenti elevati

I fondi di *private equity* e *venture capital* creano valore non solamente per le imprese partecipate, ma anche per i possessori delle loro quote. Come già accennato in precedenza, gli investimenti nel capitale di rischio di imprese *private* rappresentano un *asset class* dai rendimenti piuttosto elevati, alla cui ricerca spesso vi sono investitori istituzionali. Giova evidenziare che fra essi, solamente quelli con maggiori capitali (i fondi di fondi o le maggiori università statunitensi) sono in grado di poter confrontare la gestione di diversi operatori specializzati e perciò tendono ad ottenere risultati migliori (Landström, 2007). Inoltre, vi sono una serie di caratteristiche proprie dell'intermediario che influenzano il valore creato per gli investitori. In particolare, dall'analisi di alcune ricerche, emerge che la prassi di finanziare le imprese *target* in più stadi porta a risultati migliori (Landström, 2007). Ciò è dovuto al fatto che utilizzando questa strategia è possibile valutare nel tempo l'andamento delle partecipate, privilegiando quelle che hanno meglio performato dal primo finanziamento. Questa tecnica è adottata principalmente dai *venture capitalist*, che sono per natura chiamati a valutare business nuovi, la cui profittabilità è di difficile lettura *ex-ante*.

Proprio la capacità di valutare oggettivamente l'andamento potenziale delle diverse imprese componenti il portafoglio rappresenta una seconda caratteristica fondamentale per garantire plusvalenze elevate (Landström, 2007). In proposito, va segnalato che per le operazioni di *early stage financing* vi sono indubbe difficoltà ulteriori. Impiegare i comuni metodi di attualizzazione dei flussi di cassa o dei dividendi risulta spesso impossibile per la mancanza di informazioni o per via dei risultati negativi di imprese di recente costituzione. Metodi alternativi quali l'apprezzamento delle opzioni reali⁸³ possono invece condurre a valori del tutto fuorvianti, come ha testimoniato la bolla *hi-tech* dei primi anni duemila. Per cercare di limitare l'elevata discrezionalità che è

⁸³ La definizione del valore aziendale attraverso la valutazione delle opzioni reali è un metodo alternativo per valutare il valore attuale delle opportunità di crescita, utilizzato principalmente nei settori tecnologici o ad alto tasso di innovazione (es. ICT, farmaceutico). Le opzioni comunemente considerate sono: *follow-on option* o opzione di graduare l'investimento; *abandonment option* o opzione di abbandonare il progetto; *option to defer* o opzione di differire l'investimento; *option to adjust* o opzione di modificare la produzione. Sebbene sia un metodo di valutazione piuttosto affascinante, può portare a *mis-pricing* elevati: Tiscali S.p.A. venne prezzata nel range €38 - €46 in sede di IPO, raggiunse la quota €100 poco dopo la quotazione, ma crollò nell'intervallo €10 -€15 dopo che molte ipotesi si rivelarono azzardate

fisiologicamente presente nel caso di queste operazioni, l'EVCA ha pubblicato degli standard valutativi. In particolare, è previsto che la valutazione avvenga al cosiddetto *fair value*⁸⁴. Ciononostante, anche l'associazione europea degli operatori nel capitale di rischio delle imprese ha riaffermato la soggettività delle stime, sottolineando che devono essere il risultato della “*natura, fatti e circostanze nelle quali si realizza l'investimento*”⁸⁵. Aldilà degli accorgimenti tecnico-contabili, una soluzione adottata dalla prassi è la previsione di specifiche clausole contrattuali. Molto spesso, infatti, è possibile prezzare nuovamente l'impresa al suo svilupparsi, ricollocando flussi di cassa e diritti di controllo se necessario. Inoltre, come già accennato in precedenza, vengono previsti dei meccanismi di incentivazione e monitoraggio per premiare gli imprenditori in grado di creare maggior valore (Landström, 2007).

Altra caratteristica ritenuta fondamentale per ottenere rendimenti elevati è la capacità dell'operatore di indirizzare le risorse verso gli investimenti più profittevoli; peculiarità che si ricollega allo *stage financing* (Landström, 2007). Molto importanti, poi, sono le economie di apprendimento: la persistenza nei risultati tra un round di finanziamenti e l'altro implica che sono state acquisite capacità di processare le informazioni di una particolare impresa (Landström, 2007). Infine, una strategia per produrre risultati elevati per gli investitori potrebbe essere quella di allungare l'*holding period* finché la media geometrica dei rendimenti composti sia elevata dagli investimenti più profittevoli (Landström, 2007).

Venendo alle tecniche di valutazione della performance degli intermediari specializzati, la prassi prevede l'impiego di due tecniche principali: l'IRR⁸⁶ del fondo e il multiplo dell'investimento o *cash multiple*. Il primo calcola l'IRR considerando le contribuzioni e le distribuzioni del fondo al netto delle commissioni e degli utili (*carried interest*) riconosciute ai gestori. In particolare, nel caso di investimenti non ancora realizzati si

⁸⁴ Il *fair value* è definito come “*il corrispettivo al quale un'attività può essere scambiata, o una passività estinta, tra parti consapevoli e disponibili, in una transazione tra terzi indipendenti*”. Cfr. IFRS 13, che ha sostituito il precedente IAS 39.

⁸⁵ Cfr. EVCA (2005), “*Valuation Standards*”, Bruxelles.

⁸⁶ L'*Internal Rate of Return* o tasso interno di rendimento è il tasso al quale il valore attuale dei flussi di cassa in entrata di un investimento eguaglia quello dei flussi in uscita, ovvero quel tasso al quale il valore attuale netto di un progetto è zero.

utilizza il NAV⁸⁷ dell'investimento come *proxy* del flusso di cassa collegato. Il secondo, invece è il risultato del rapporto tra la somma delle distribuzioni ad opera del fondo e il valore degli *asset* non ancora dismessi a numeratore e il capitale investito a denominatore (Harris *et al.*, 2013).

Inoltre, con riferimento all'IRR del fondo, si è soliti procedere ad ulteriori due distinzioni: *IRR from inception* e *IRR by horizon*. Il primo è calcolato prendendo in considerazione i disinvestimenti realizzati in uno specifico anno, mentre il secondo guarda alla totalità degli investimenti effettuati, anche quelli non ancora dismessi: in questo caso si prende a riferimento il NAV. L'*IRR by horizon* è generalmente riferito a diversi orizzonti temporali (1, 3, 5 e 10 anni), indipendentemente da quando sono avvenute le dismissioni (KPMG, 2013b).

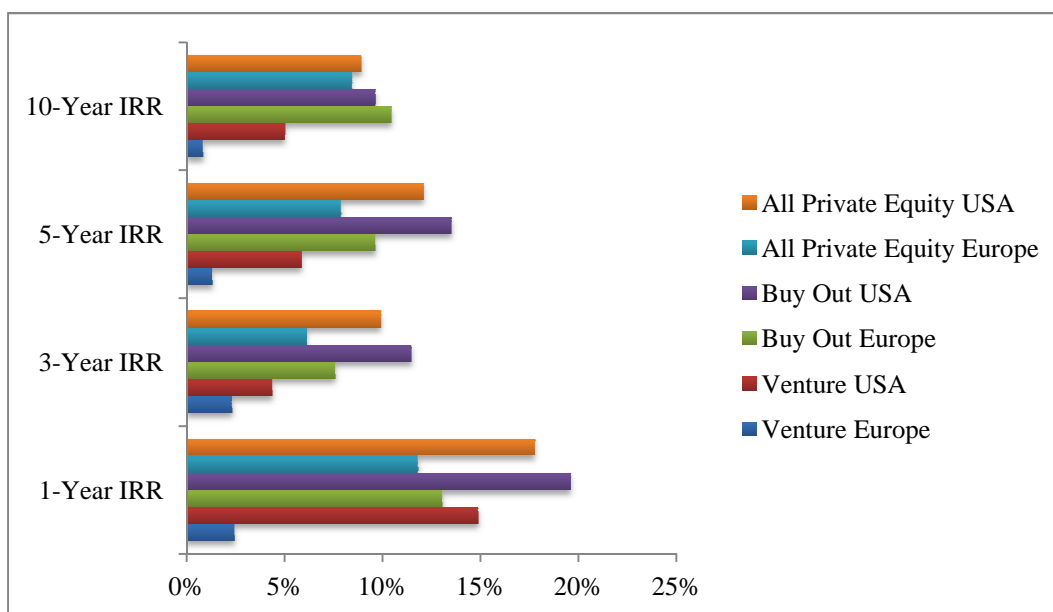
La letteratura relativa ai rendimenti dei fondi di *private equity* e di *venture capital* si è concentrata non solo sui risultati, ma anche sulle caratteristiche proprie dei fondi. Uno studio relativo ai rendimenti ha evidenziato che, nel periodo 1980-2008, negli USA i fondi specializzati in *buy out* hanno avuto un IRR medio del 14.2% e un *cash multiple* pari a 2.0x (Harris *et al.*, 2013). Nel caso dei fondi di *venture capital*, invece, sebbene i rendimenti garantiti nel passato siano stati molto elevati (65.9% nel 1997), lo scoppio della bolla del settore ICT alla fine degli anni '90 ha invertito il trend e questo non è ancora tornato in territorio positivo. In particolare, nel periodo 2000-2008 il rendimento medio del *venture capital* è stato sostanzialmente nullo (-1.0%), contro valori ben più positivi nel caso dei *buy out* (+10.1%), che hanno permesso di fare meglio del mercato *public* (S&P 500) del 3% circa annuo (Harris *et al.*, 2013).

La ciclicità del settore sembra confermata dall'evidenza che all'aumentare della performance del fondo aumenta anche l'ammontare che viene investito nello stesso e allo stesso tempo all'aumentare dei capitali investiti diminuisce il rendimento ottenuto (Kaplan e Schoar, 2005). Nel caso dei fondi di *venture capital*, tuttavia, vi sono evidenze che gli operatori più redditizi si confermano nel tempo come quelli più profittevoli: vi è una certa persistenza nella performance (Harris *et al.*, 2013). Inoltre, si registra una correlazione positiva tra dimensione del fondo e rendimenti espressi dallo stesso, relazione che è invece assente nel caso dei *buy out* (Harris *et al.*, 2013).

⁸⁷ Il *Net Asset Value* o valore attuale netto è il risultato della differenza tra valore degli *asset* di un fondo di investimento e le passività dello stesso, rapportate al numero delle azioni o quote del fondo stesso.

Focalizzando ora l'attenzione sull'Europa, emerge come si registrino performance inferiori rispetto agli USA. Specie nel caso dei fondi di *venture capital*, l'industria europea sembra ancora molto distante da quella americana, poiché di molto più recente costituzione (Landström, 2007).

Grafico 3.1 – IRR by horizon nel 2013 in Europa e negli USA (valori %)



Fonte: Elaborazione propria su dati Thomson Reuters

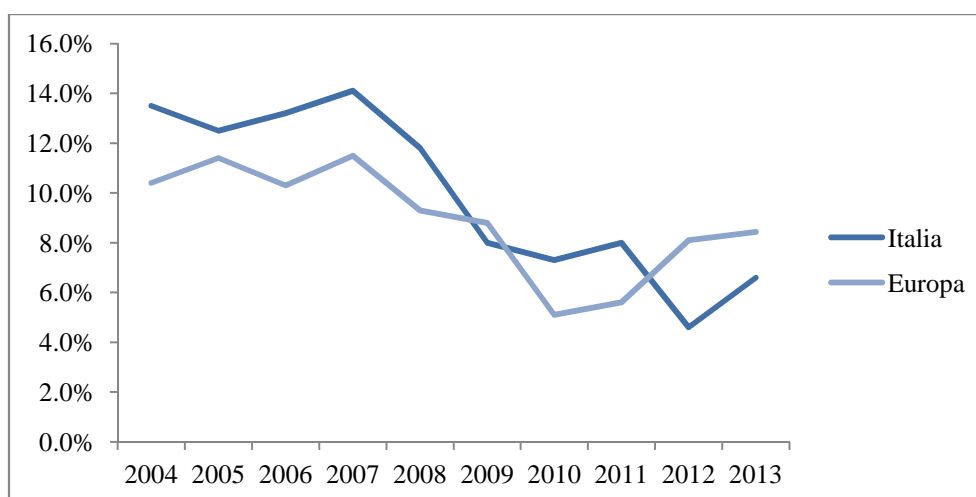
Va sottolineato, in proposito, che i risultati in merito alla redditività espressa dai fondi di *private equity* e *venture capital* dipendono molto dal database oggetto di analisi. Inoltre, molto spesso si fa riferimento a dati forniti dagli stessi operatori, con potenziali *bias* molto forti: è chiaro l'incentivo a comunicare e rendere pubblici solo i risultati positivi, anche considerata la relazione positiva tra rendimenti e capitali investiti (Landström, 2007).

Un'altra problematica connessa ad un'oggettiva determinazione del rendimento espresso da un fondo si ricollega alle procedure operative. Nell'efficiare la gestione dei capitali e massimizzare il *cash multiple*, i gestori sono molto accorti nel richiamare gli investitori a versare effettivamente le somme sottoscritte. Infatti, il calcolo del ritorno sull'ammontare delle somme investite ha inizio nel momento in cui gli operatori entrano effettivamente in possesso della liquidità promessa dall'investitore. Una gestione strategica del flusso di denaro può quindi aumentare o diminuire i rendimenti

registrati (Landström, 2007). Inoltre, con riferimento agli USA, si sottolinea che la normativa fiscale vigente (*capital gain tax* al 15%) incentiva i *general partner* a non distribuire somme ai *limited partner*, bensì a preferire l'assegnazione diretta delle azioni delle imprese in portafoglio: gli investitori potranno poi monetizzare il proprio investimento vendendo i titoli sul mercato. Inoltre, la modalità di *exit* più diffusa è l'IPO, ma secondo il diritto statunitense non è possibile vendere sul mercato *public* un quantitativo di azioni con controvalore superiore a certe soglie. Queste peculiarità hanno impatti sul multiplo di investimento calcolato (Landström, 2007).

Soffermandosi sul contesto italiano⁸⁸, si registra un rendimento in linea, se non superiore, a quello europeo di settore, tranne che per il biennio 2012-2013.

Grafico 3.2 – IRR netto⁸⁹ by horizon (10 anni) in Italia e in Europa (valori %)



Fonte: AIFI, “Il Mercato Italiano del Private Equity e Venture Capital”, 2013 e EVCA, “Pan-European Private Equity Performance Benchamrks Study”, 2013

In particolare, nel nostro Paese la performance complessiva nel 2013 è stata piuttosto positiva, facendo registrare un IRR lordo *by inception*⁹⁰ pari al 18.2%, in netto rialzo dal

⁸⁸ I dati qui riportati sono ripresi dall'indagine realizzata da KPMG per conto di AIFI (KPMG, 2013b).

⁸⁹ L'IRR netto in Italia è calcolato ipotizzando che esso corrisponda a circa il 62% dell'IRR lordo. Nella stima non sono considerati eventuali effettivi fiscali o costi operativi che potrebbero essere addebitati agli investitori in sede di distribuzione dei proventi (KPMG, 2013b).

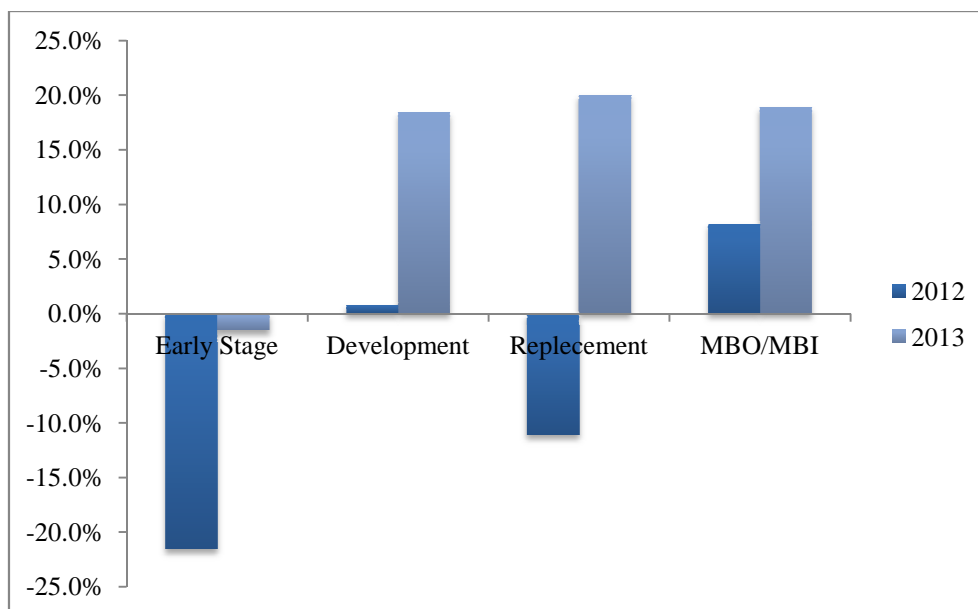
⁹⁰ Si ricorda che l'IRR *by inception* è una misura obiettiva per esprimere la performance dei fondi, in quanto non risente di stime soggettive nella determinazione del valore degli investimenti ancora in portafoglio (KPMG, 2013b).

6.2% del 2012. Tale miglioramento è stato reso possibile principalmente grazie alla diminuzione dell'incidenza dei *write off*, il cui peso in termini di *cash out*⁹¹ è passato da 37.0% del 2012 a 19.8% del 2013. Ad ogni modo, anche le performance sono nettamente migliorate: il 21.6% delle operazioni realizzate ha un ritorno superiore al 20% e 3 sono superiori addirittura al 100%. Le dismissioni con IRR tra il 20% e il 30% hanno rappresentato la maggioranza dei flussi in entrata (55.0% del totale). Invece, nel 2012 era stato il *range* 10% - 20% a rappresentare l'incidenza maggiore in termini di *cash in* (69.8%). Inoltre, il *cash multiple* medio è stato pari a 2.3x rispetto a 1.3x dell'anno precedente.

Con riferimento alle aziende *target*, sono le imprese medie, con fatturato compreso tra i 50 e 250 milioni di euro, ad aver registrato il rendimento più elevato, pari a 23.2%. Le grandi hanno avuto anch'esse una performance degna di nota (19.0%), mentre le piccole hanno espresso valori negativi (-2.1%).

Interessante, poi, il contributo delle diverse tipologie di operazioni al risultato aggregato, che vede un apporto negativo solo per le operazioni di *early stage*.

Grafico 3.3 – IRR lordo per tipologia di operazione (valori %, biennio 2012-2013) in Italia

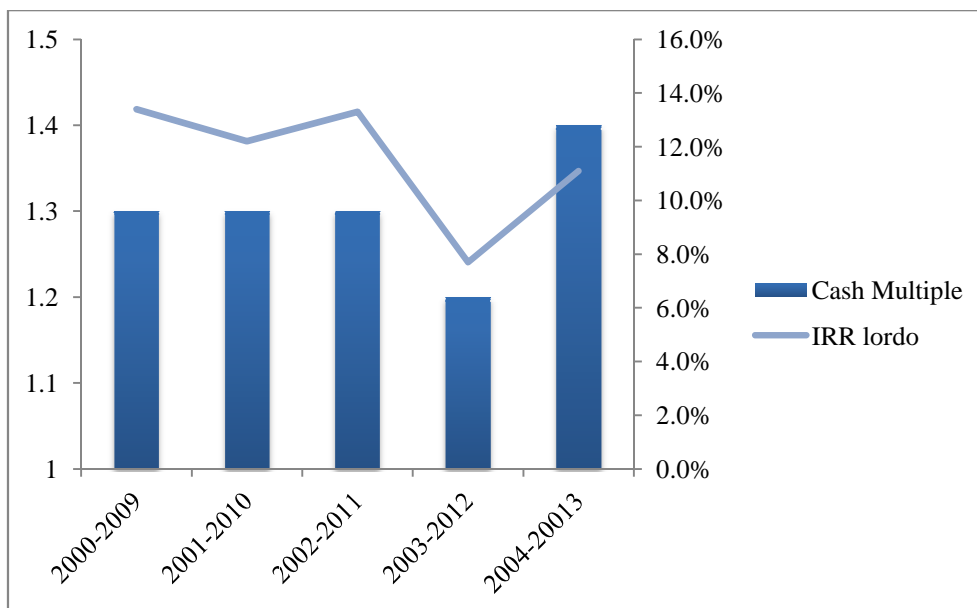


Fonte: KPMG, 2013b

⁹¹ Il *cash out* è definito come il totale incassato dal fondo nella singola operazione o la sommatoria dei flussi di cassa in entrata per ciascun investimento effettuato. Ad esso si contrappone il *cash in*, ovvero la sommatoria dei flussi di cassa in uscita per ciascun investimento effettuato (KPMG, 2013b).

Infine, guardando ai rendimenti *by horizon*⁹² e soffermandoci sull'orizzonte dei 10 anni, il *cash multiple* è pari a 1.4x, in leggero aumento rispetto all'anno precedente, così come la dimensione media dell'investimento, pari a €17.8 milioni. Inoltre, l'IRR lordo cresce del 44.2%, passando da 7.7% a 11.1%.

Grafico 3.4 – IRR lordo (valori %, scala dx) e cash multiple (unità, scala sx) by horizon (10y) in Italia



Fonte: AIFI, "Il Mercato Italiano del Private Equity e Venture Capital", 2013

⁹² Nella valutazione *by horizon*, il valore delle partecipazioni ancora in portafoglio è quello stimato dall'operatore (KPMG, 2013b).

3.5 Il ruolo del *private equity* e del *venture capital* nella ripresa

Gli intermediari specializzati negli investimenti in capitale di rischio giocano un ruolo fondamentale anche in periodo di crisi e negli anni di successiva ripresa iniziale.

In particolare, l'apporto degli operatori si avverte innanzitutto in relazione ad una migliore capacità di affrontare periodi di recessione economica da parte delle imprese in portafoglio. Infatti, come già evidenziato (v. *supra*), le imprese finanziate hanno tassi di fallimento minori rispetto a quelle non partecipate. La capacità di esprimere una redditività superiore a quella di imprese comparabili, poi, sembra confermarsi anche in periodi problematici, quali situazioni di *credit crunch* (Frontier Economics, 2013).

Inoltre, il *private equity* sembra rappresentare una valida risorsa anche quando vi è la necessità di ripensare il modello di business di un'impresa, poiché attraversa un periodo di difficoltà. Secondo la letteratura, vi sono sostanzialmente tre modalità per approcciarsi ad un'operazione di *turnaround* (Cuny e Talmor, 2007). Il *managerial process* prevede che sia il management ad avvertire la necessità di modificare la strategia aziendale e si rivolga ad una società di consulenza che analizzi la situazione e rediga un piano di risanamento. Nel caso del *board process* è il Consiglio di Amministrazione a commissionare ad uno specialista l'incarico di risollevere le sorti dell'impresa. Infine, l'*external process* prevede che la ridotta o negativa performance di un'impresa trovi soluzione nella cessione della stessa ad un soggetto terzo, quale può essere un fondo di *private equity*, disponibile ad investire risorse fresche e ad attuare una nuova strategia. Gli studi pubblicati hanno evidenziato che proprio quest'ultima modalità di *turnaround*, attuata attraverso l'intervento degli operatori specializzati, ha un tasso di successo maggiore (Cuny e Talmor, 2007). In particolare, l'intervento di un fondo di *private equity* rappresenta la soluzione ottimale nei casi in cui la necessaria riorganizzazione aziendale implica una sostituzione parziale o totale del management e, per questo motivo, può dar luogo a frizioni emotive (Cuny e Talmor, 2007). Ciò si potrebbe verificare, ad esempio, in imprese a controllo familiare o quando l'Amministratore Delegato è anche presidente del CDA. Ad ogni modo, l'intervento di un intermediario ha dei costi non trascurabili, in termini di maggiore costo del capitale e maggiore capacità contrattuale, che potrebbe sfruttare per ridurre il prezzo di acquisizione: per ovviare a queste problematiche, l'utilizzo di una leva adeguata potrebbe rivelarsi un'efficace soluzione (Cuny e Talmor, 2007).

Invece, nel caso in cui le performance non soddisfacenti siano il risultato di una struttura di *corporate governance* inefficiente, il *managerial process* sembra rivelarsi più efficace, poiché incentiva i manager a collaborare attivamente alla riorganizzazione aziendale (Cuny e Talmor, 2007). La stessa alternativa andrebbe percorsa nel caso in cui parte preponderante del valore aziendale sia riconducibile all'insieme di diversi *asset* ben funzionanti (Cuny e Talmor, 2007).

Come accennato in apertura del presente paragrafo, il *private equity* sembra avere un ruolo anche durante gli anni di iniziale ripresa economica. Un interessante studio focalizzato sulla realtà statunitense ha evidenziato che, durante i periodi di recessione economica, il numero di investimenti realizzati continua a crescere e nell'anno successivo di ripresa aumenta nuovamente (Shapiro, 2009). Allo stesso tempo, la dimensione media dell'operazione diminuisce, ad indicare da un lato il focus su imprese dalle dimensioni più piccole e dall'altro la ricerca di quest'ultime di soggetti disposti a finanziarle (Shapiro, 2009).

Tabella 3.4 – Investimenti in USA del Private Equity in anni di recessione e ripresa iniziale (var %)

	Investimenti <i>Private Equity</i> (numero)		Investimenti <i>Private Equity</i> (amm. medio)	
	Anno di recessione	Anno successivo	Anno di recessione	Anno successivo
1974	-55.6%	37.5%	-20.4%	-12.5%
1975	37.5%	68.0%	-12.5%	-8.8%
1980	16.3%	60.0%	-38.8%	-91.5%
1982	45.6%	63.0%	-43.8%	-33.7%
1991	-33.8%	47.0%	-15.8%	-19.2%

Fonte: Shapiro, 2009

In particolare, nel periodo analizzato (1970-2007) in 3 casi su 5 il numero degli investimenti è cresciuto anche in periodo di crisi, mentre in tutti i casi è aumentato nell'anno di ripresa successiva (Shapiro, 2009). Ciò potrebbe indicare che gli operatori godono di un accesso ai capitali che non viene a mancare in periodi di recessione. Il fatto che gli apporti al fondo vengano sottoscritti prevalentemente in seguito a risultati di settore positivi, e solo successivamente impiegati, sembrerebbe confermare tale osservazione, anche considerata la ciclicità che caratterizza le operazioni nel capitale di rischio.

Come si evince dalla tabella 3.4, poi, la dimensione media del finanziamento si è contratta sia in recessione che nella ripresa iniziale, a testimonianza del fatto che gli intermediari si concentrano su operazioni con una minore incidenza del *leverage*.

L'ammontare investito totale è diminuito fortemente durante i periodi di crisi, mentre è fortemente aumentato nella ripresa successiva, in maniera molto più marcata rispetto agli investimenti privati o a quelli dell'industria manifatturiera (Shapiro, 2009).

Tabella 3.5 – Investimenti in USA in anni di recessione e ripresa iniziale (var %)

	Investimenti <i>Private Equity</i> (ammontare)		Investimenti privati totali (ammontare)	
	Anno di recessione	Anno successivo	Anno di recessione	Anno successivo
1974	-64.6%	20.4%	0.8%	-9.9%
1975	20.4%	53.4%	-9.9%	4.9%
1980	-28.8%	206.0%	-0.3%	5.7%
1982	-18.1%	118.5%	-3.8%	-1.3%
1991	-44.3%	75.6%	-5.4%	-3.2%

Fonte: Shapiro, 2009

Soffermandoci ora sul caso italiano, un'analisi riferita al periodo di recente crisi sembra confermare le evidenze riscontrate negli USA. In particolare, escludendo il 2009, anno che ha rappresentato il punto più basso raggiunto dalle economie mondiali, il numero di investimenti realizzati dai gestori italiani non è calato, ed è aumentato sia in fase di recessione che in quella di rialzo successiva. In proposito, si segnala che vi è un incentivo a concludere delle transazioni quando i mercati sono particolarmente depressi, poiché la probabilità di spuntare prezzi particolarmente vantaggiosi è più elevata.

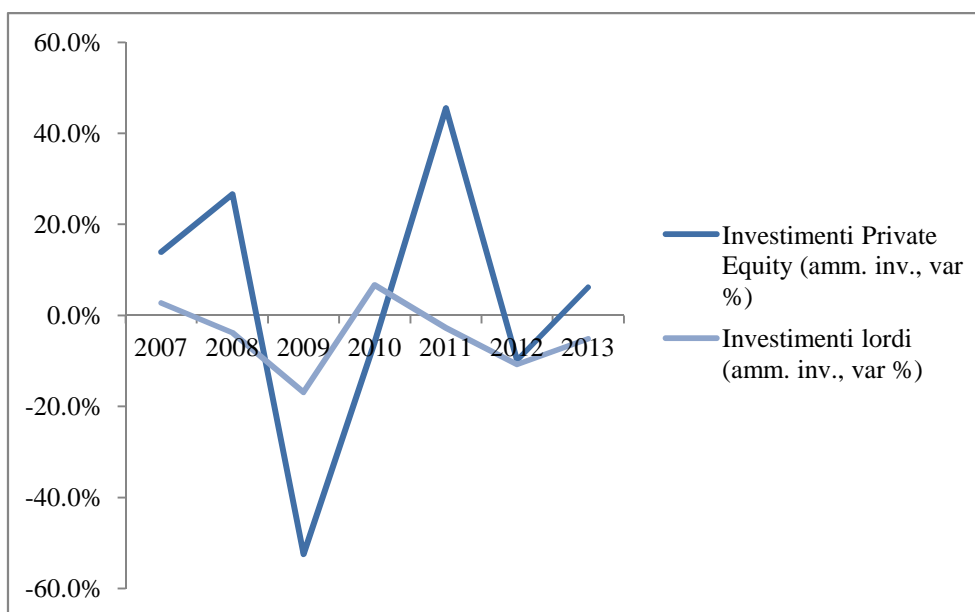
Tabella 3.6 – Investimenti in Italia del *Private Equity* in anni di recessione e ripresa iniziale (var %)

	Investimenti <i>Private Equity</i> (numero)		Investimenti <i>Private Equity</i> (amm. medio)	
	Anno di recessione	Anno successivo	Anno di recessione	Anno successivo
2008	22.7%	-26.3%	3.2%	-35.5%
2009	-26.3%	3.2%	-35.5%	-8.8%
2012	7.1%	5.4%	-15.8%	0.7%
2013	5.4%	n.d.	0.7%	n.d.

Fonte: Elaborazione propria su dati AIFI, "Il Mercato Italiano del *Private Equity* e *Venture Capital*", anni 2007-2013

Con riferimento all'ammontare investito dai fondi in Italia, si può notare che l'andamento degli investimenti del settore *private equity* è molto più volatile rispetto al caso USA e non è possibile delineare un trend chiaro: in alcuni anni è cresciuto più degli investimenti lordi, mentre nel 2009 è crollato (-52.4%).

Grafico 3.5 – Ammontare investito in Italia in anni di recessione e ripresa iniziale (var %)



Fonte: Elaborazione propria su dati AIFI, “Il Mercato Italiano del Private Equity e Venture Capital”, anni 2007-2013 e ISTAT, “Conti Economici Nazionali”, 2013

L'importanza del ruolo svolto da *private equity* e *venture capital* per le imprese del nostro Paese sembra ricevere conferma anche dalla “Scheda Informativa SBA 2013 - Italia”⁹³ (Commissione Europea, 2013). In particolare, tale documento si propone di verificare i progressi realizzati dalle imprese italiane con riferimento ai diversi punti dello *Small Business Act*, un documento programmatico volto a favorire la crescita economica attraverso il supporto alle piccole e medie imprese. In relazione ai risultati

⁹³ Il documento citato rappresenta un'analisi ad opera della Commissione Europea con l'obiettivo di verificare i progressi realizzati dai vari Paesi membri nel periodo 2008-2013 con riferimento allo *Small Business Act*. Quest'ultimo è un protocollo d'intesa, pubblicato nel 2008, che prevede la realizzazione di una nuova politica industriale volta innanzitutto a riconoscere il ruolo chiave delle PMI europee in termini di occupazione e valore aggiunto e poi a favorirne lo sviluppo attraverso l'attuazione di 10 principi.

Il documento è reperibile all'indirizzo http://ec.europa.eu/enterprise/policies/sme/small-business-act/index_en.htm.

che emergono dal rapporto, l'industria degli operatori di capitale di rischio può garantire apporti positivi in due delle tre aree in cui si registrano peggioramenti: "Competenze e innovazione" e "Accesso ai finanziamenti". Gli operatori di *venture capital*, e in particolare quelli specializzati in operazioni di *early stage financing*, possono stimolare e supportare la crescita di imprese innovative, come più volte ricordato (v. *supra*). Alcuni studi citati, poi, hanno riscontrato l'apporto positivo degli intermediari in relazione alla capacità di reperire risorse finanziarie da altri soggetti e migliorare le relazioni con i medesimi (Banca d'Italia, 2009).

Anche con riferimento all'internazionalizzazione, sembra possano esserci margini di miglioramento garantiti dagli operatori. Infatti, se le esportazioni del settore manifatturiero nell'area UE sono calate del 15% per le PMI, quelle ad opera di grandi imprese sono scese in misura minore (-10%) e continuano a rappresentare il 50% del totale delle esportazioni del manifatturiero (Commissione Europea, 2013). Per quanto riguarda il secondo settore per esportazioni, ovvero quello commerciale, queste sono diminuite del 15% per le PMI, mentre aumentate dello stesso importo per le grandi imprese (Commissione Europea, 2013). Gli studi (Banca d'Italia, 2009) che evidenziano l'apporto positivo degli operatori in quanto a politiche di internazionalizzazione, specie con riferimento agli interventi di *expansion financing*, rappresentano un'ulteriore conferma agli importanti benefici apportati dagli intermediari (Bracchi, 2010).

Capitolo 4

Il ruolo del Venture Capital in Italia: la performance delle imprese partecipate prima e dopo la crisi. Un'indagine empirica.

4.1 La ratio dell'analisi empirica

Lo studio empirico che verrà presentato nel presente capitolo focalizza l'attenzione sul ruolo che il *venture capital* può rivestire nella ripresa economica del nostro Paese.

La letteratura prodotta fino ad oggi ha indagato molteplici aspetti connessi con l'industria del *private equity*, quali, a titolo di esempio, i rendimenti espressi dal portafoglio di imprese partecipate, la natura e le caratteristiche del supporto garantito alle stesse o la valenza economico-sociale dei contributi profusi dagli intermediari. Le operazioni indagate sono state perlopiù *buy out*, considerato il loro forte utilizzo fin dagli anni '80 del secolo scorso e la marcata crescita degli anni duemila, indotta dalla presenza di capitale di debito particolarmente a buon mercato (*leveraged buyout*). Il *venture capital*, invece, ha cominciato ad essere studiato a seguito della forte crescita degli investimenti in imprese tecnologiche registrata negli anni '90 ed oggi conosce una rinnovata attenzione da parte del mondo accademico, principalmente dovuta alla proliferazione di imprese collegate al mondo digitale e alla riconosciuta valenza sociale dell'imprenditorialità.

I contributi degli autori statunitensi sono senza dubbio i più numerosi, anche grazie al fatto che nel loro Paese il mercato delle operazioni nel capitale di rischio di imprese *private* ha avuto origine in tempi più lontani (anni '70-'80) e si è sviluppato fino a raggiungere dimensioni davvero ragguardevoli⁹⁴.

Per quanto riguarda il Vecchio Continente, il mercato più sviluppato è senza dubbio quello del Regno Unito, specie con riferimento alle operazioni di *leveraged buyout*, perciò molti autori si sono soffermati sull'analisi dello stesso. Ad ogni modo, per quanto

⁹⁴ Nel 2008, i capitali raccolti da 625 fondi di *private equity* hanno raggiunto il picco di 395.6 miliardi di dollari. Fonte: Prequin, Special Report: US Private Equity, April 2012.

riguarda il *venture capital*, importanti contributi arrivano dalla scuola svedese⁹⁵, che analizza i finanziamenti alle imprese tecnologiche realizzati fin dagli anni '80.

Venendo al caso italiano, gli studi relativi al settore sono stati realizzati perlopiù da AIFI, l'associazione di categoria, in collaborazione con società di consulenza e da Banca d'Italia. In proposito, va sottolineato che la ricerca in merito alle imprese *private* comporta fisiologiche difficoltà di reperimento dei dati, poiché le disposizioni normative prevedono obblighi informativi meno stringenti rispetto alle *public*. Inoltre, i gestori di fondi sono restii a comunicare informazioni relative alle imprese partecipate, nel timore di depauperare il proprio vantaggio competitivo.

Focalizzando l'attenzione sull'analisi del contributo degli operatori specializzati alle imprese finanziate, è stato possibile individuare due principali lavori per il nostro Paese. In particolare, un'analisi quantitativa della performance, realizzata annualmente da una società di consulenza (PwC, 2013) e uno studio qualitativo condotto da Banca d'Italia con la collaborazione di AIFI (Banca d'Italia, 2009).

Il presente scritto si propone di indagare il contributo del *venture capital* nella particolare congiuntura economica che interessa il nostro Paese, analizzando la performance delle imprese partecipate nel periodo di crisi acuta e in quello successivo meno negativo, per poi procedere ad un confronto con un *benchmark* di riferimento. Non sono ad oggi state riscontrate analisi simili, se non il tentativo di porre l'attenzione sul tema da parte di un autore statunitense (Shapiro, 2009): si tratta, quindi, del primo studio quantitativo per il caso italiano. In particolare, il fine di questa ricerca è duplice. Da una parte, si vuole indagare il ruolo degli intermediari specializzati durante il periodo di crisi (2008-2009), verificando attraverso una serie di indicatori se l'andamento delle imprese finanziate è stato migliore rispetto al *benchmark* di riferimento. Dall'altra, guardando agli anni di ripresa successiva (2010-2011), si vuole determinare se anche in questo caso il contributo degli intermediari si è palesato in performance superiori per le imprese in portafoglio.

Per conferire maggiore robustezza all'analisi sono stati presi alcuni accorgimenti. Innanzitutto, si è proceduto ad analizzare anche un arco temporale di più ampio respiro, dal 2004 al 2011, così da poter effettuare una lettura delle evidenze anche in un'ottica di

⁹⁵ La Svezia nel periodo 2007-2011 è stata la seconda Nazione europea per incidenza degli investimenti nel *private equity* (circa 0.8% del PIL), dietro al Regno Unito (circa 1.2%). Fonte: EVCA.

medio-lungo termine. Inoltre, si è esaminata la letteratura relativa ai contributi dei *venture capitalist* per indagare due ordini di questioni. Da un lato, è stato verificato se fosse stata analizzata la relazione fra le caratteristiche di uno specifico intermediario e la performance espressa da un'impresa finanziata; dall'altro, si è appurato se fosse stato ravvisato un nesso tra grado di interventismo e peculiarità di un operatore. Le evidenze riscontrate hanno influenzato la scelta del campione di riferimento, come verrà poi meglio illustrato (v. *infra*).

In particolare, sono stati presi in considerazione due interessanti risultati: da una parte, la relazione positiva tra performance aziendale e grado di esperienza del *venture capitalist*, nonché il tempo dedicato alla singola impresa, per quanto riguarda le operazioni di *development capital* (Alemany e Martì, 2006); dall'altra, il maggiore livello di interventismo riscontrato nel caso degli operatori indipendenti e più esperti (Bottazzi et al., 2004). Ciò ha portato a concludere che le azioni e le caratteristiche dei *venture capitalist* siano determinanti per i risultati espressi dalle aziende partecipate. Nello specifico, considerate le evidenze sopracitate, si è deciso di focalizzare l'attenzione sull'*expansion financing*. La numerosità di questa tipologia di finanziamenti è, infatti, adeguata per rappresentare un campione sufficientemente ampio. Inoltre, la scelta di escludere dallo studio le attività di *private equity*, in particolare i *buy out*, è connessa con il fatto che molte volte in queste operazioni gli intermediari si limitano a strutturare il *deal* dal punto di vista finanziario, limitando gli interventi nella sfera operativa (Gervasoni e Sattin, 2008; Banca d'Italia, 2009). Perciò, volendo indagare se gli operatori in capitale di rischio abbiano un ruolo nel permettere alle imprese di meglio affrontare periodi di crisi e la successiva ripresa iniziale, si è limitata l'analisi a quelle operazioni ove le loro caratteristiche e il loro ruolo appare maggiormente impattante.

La ricerca prodotta è stata stimolata anche dall'osservazione di alcuni trend che sembrano essersi delineati negli ultimi anni nel panorama aziendale italiano e nel settore del *private equity*, di cui si è discusso nei capitoli precedenti (v. *supra*). Per quanto riguarda il lato delle imprese, la restrizione al credito che si registra nel nostro Paese è sicuramente rilevante ed ha importanti conseguenze. Infatti, se si vuole riprendere il cammino della crescita, bisogna riattivare gli investimenti privati, in grado di stimolare

occupazione e consumi⁹⁶. Le imprese in grado di esprimere risultati positivi, con progetti redditizi da realizzare, devono essere messe nella condizione di poter attivare fonti alternative, se quelle comunemente utilizzate si rivelano inadatte. Infatti, il sistema bancario italiano, pur essendosi rafforzato dalla fase di crisi più acuta, non sembra ancora in grado di poter fornire i fondi richiesti dalle imprese. Sui bilanci degli intermediari creditizi gravano ancora pesanti accantonamenti e svalutazioni per crediti inesigibili. Come se non bastasse, la normativa internazionale (Basilea III) ha richiesto rafforzamenti patrimoniali che si sono rivelati pro-ciclici. Peraltro, i criteri di valutazione del merito creditizio sono stati messi in discussione da una recente ricerca italiana (Basilico *et al.*, 2014), che ha messo seriamente in dubbio il ruolo del settore bancario nel garantire un'efficiente allocazione dei capitali nel sistema⁹⁷. Ma come ogni difficoltà, anche la presente congiuntura avversa può rappresentare un'opportunità, ovvero quella di dare uno stimolo importante allo sviluppo del mercato dei capitali. Grazie anche ad alcune iniziative di Borsa Italiana⁹⁸, le piccole e medie aziende italiane, che rappresentano la quasi totalità del panorama nazionale, hanno cominciato ad avvicinarsi alla Borsa. Questa sembra essere una valida alternativa alla penuria di fondi provenienti dal canale bancario. Un'altra soluzione, che può rivelarsi anche propedeutica alla via appena citata, è quella di rivolgersi a fondi specializzati nel fornire capitale di rischio. Questi operatori, come rimarcato nei capitoli precedenti, sono in grado di garantire anche ulteriori apporti non strettamente finanziari, contribuendo alla creazione di valore: potrebbero, perciò, rivelarsi una scelta ancora migliore.

⁹⁶ Si veda, in proposito, "Il ministro Padoan: *L'economia italiana peggiora, la velocità delle riforme è tutto*", *Il Sole 24 Ore*, 6 agosto 2014. Trattasi dell'intervista al Ministro dell'Economia e delle Finanze, il quale commenta i risultati preliminari negativi sul PIL italiano nel secondo trimestre del 2014 (-0.2%). Articolo reperibile all'indirizzo <http://www.ilsole24ore.com/art/notizie/2014-08-06/l-economia-italiana-peggiora-velocita-riforme-e-tutto-063558.shtml?uuid=ABVZ1lhB>.

⁹⁷ Il *paper* citato ha analizzato un campione di 5.000 imprese manifatturiere, dimostrando che i tradizionali metodi di assegnazione del rating, ovvero quelli stabiliti dall'impianto regolamentare di Basilea, sono sub-ottimali. In particolare, è stato riscontrato che il 21% delle imprese riceve più credito di quello che effettivamente meriterebbe. Inoltre, fatto ancor più grave, il 26% delle aziende che non ottiene i fondi richiesti, in realtà godrebbe di un merito di credito adeguato.

⁹⁸ V. nota 43.

Gli stessi gestori di fondi di *private equity* e *venture capital* sembrano guardare con sempre maggior interesse al *mid market*. Il settore, infatti, è stato profondamente segnato dalla crisi finanziaria del 2008, che ne ha mutato le sembianze. La forte riduzione del *leverage* e il venir meno dei *mega deal* ha modificato le strategie operative degli intermediari, riportando la loro attenzione verso la creazione di valore attraverso l'apporto di competenze manageriali. Il *boom* degli anni centrali del decennio scorso, poi, ha fatto sì che la sottoscrizione di quote di fondi da parte degli investitori fosse particolarmente elevata. Il risultato è che oggi gli operatori si ritrovano con un'elevata capacità di investimento (la cosiddetta *dry powder*) che però non trova ancora pieno impiego.

L'osservazione dei due trend sopraesposti, ovvero la ricerca da parte delle imprese italiane di fonti di risorse alternative rispetto al tradizionale canale bancario, abbinata al rinnovato focus sulla leva operativa e alla disponibilità di fondi disponibili presso gli intermediari specializzati, ha stimolato lo studio empirico che verrà a breve sviluppato. Si tenterà, dunque, di produrre alcune prime considerazioni in merito al ruolo del *private equity* in periodi di crisi e di ripresa economica.

4.2 Selezione e descrizione del campione analizzato

Nel tentativo di indagare il ruolo che i *venture capitalist* italiani possono ricoprire per la ripresa economica del nostro Paese, si è deciso di osservare il loro apporto alle imprese partecipate da un punto di vista quantitativo. A questo scopo, sono stati individuati degli indicatori e degli indici di bilancio per analizzare diversi aspetti del risultato aziendale, come verrà meglio illustrato in seguito (v. *infra*).

Per selezionare le aziende che compongono il campione di analisi, si è fatto anzitutto riferimento al PEM (*Private Equity Monitor*), un database che registra annualmente le diverse operazioni di *private equity* effettuate in Italia⁹⁹. All'interno dello stesso, sono state individuate quelle di *expansion financing* e si è proceduto ad una ricerca manuale sui diversi mezzi di informazione pubblici (siti web di giornali e riviste di stampo economico-finanziario, database con libero accesso, rassegne stampa e siti web degli intermediari finanziari o delle imprese finanziate) per determinare l'*holding period* di ogni specifico *deal*.

La scelta del *benchmark*, rispetto al quale valutare l'andamento delle imprese partecipate, è ricaduta sulle medie imprese industriali italiane, che dal 2002 vengono annualmente analizzate dall'Ufficio Ricerche e Studi di Mediobanca e dal Centro Studi di Unioncamere¹⁰⁰. Il *mid-market*, infatti, è il segmento nel quale si registra il maggior numero di operazioni volte a supportare lo sviluppo e la crescita aziendale. Perciò, anche considerando le diverse *policy* di investimento descritte nei siti web degli operatori del settore, è sembrato che le medie imprese rappresentassero i soggetti più interessanti da studiare.

⁹⁹ L'Osservatorio Private Equity Monitor - PEM® svolge “un'attività di monitoraggio permanente sugli investimenti in capitale di rischio realizzati nel nostro Paese, al fine di offrire ad operatori, analisti, studiosi e referenti istituzionali, informazioni utili per lo svolgimento delle relative attività”. Annualmente pubblica un report relativo alle operazioni realizzate nel periodo, fornendo un'analisi del mercato italiano, a cui viene allegato l'elenco specifico di tutti i finanziamenti messi in atto. Maggiori informazioni possono essere reperite all'indirizzo <http://www.privateequitymonitor.it>.

¹⁰⁰ Annualmente i soggetti indicati, grazie anche alla collaborazione di diverse Università italiane, realizzano un'indagine volta ad indagare l'andamento della media impresa italiana. Il rapporto contiene i dati di bilancio delle aziende e un'analisi qualitativa e quantitativa degli stessi, oltre ad una serie di approfondimenti tematici: <http://www.mbres.it/it/publications/italian-medium-sized-enterprises>.

Per garantire la comparabilità fra i due campioni oggetto di studio, ovvero le imprese interessate da un'operazione di *expansion financing* e le medie imprese italiane, si è proceduto all'esclusione manuale di quelle imprese finanziate che non rispettassero i criteri di selezione impiegati nell'analisi di Mediobanca (Mediobanca, 2013), utilizzata come *benchmark* di riferimento per i risultati economico-finanziari della classe delle medie imprese:

1. fatturato compreso fra i 15 e i 330 milioni di euro (periodo 2008-2011) e fra i 13 e 290 milioni di euro (periodo 2004-2007);
2. numero dei dipendenti compreso fra le 50 e le 499 unità;
3. assetto proprietario autonomo, ovvero esclusione delle imprese che rientrano nel perimetro di consolidamento di gruppi italiani che eccedono le soglie sopraindicate, nonché di quelle controllate da persone giuridiche o fisiche residenti all'estero;
4. appartenenza al settore manifatturiero (classe C codici ATECO 2007)¹⁰¹.

Nel confrontare la performance delle aziende *venture capital-backed* con quella delle medie imprese italiane, sono state realizzate 3 diverse suddivisioni dell'arco temporale di riferimento (2004-2011).

In particolare, per indagare l'andamento aziendale durante il periodo di crisi, è stato preso a riferimento il biennio 2008-2009, durante il quale il PIL italiano è calato ad un tasso medio annuo del 3.3%¹⁰². Per valutare l'efficacia degli eventuali accorgimenti presi dagli operatori, si è poi confrontato l'andamento nel periodo suindicato con quello registrato nel biennio 2006-2007, durante il quale il PIL italiano è cresciuto ad un tasso medio dell'1.9%.

Invece, per valutare il ruolo che hanno avuto i *venture capitalist* nella ripresa successiva, sono stati indagati i risultati delle imprese nel biennio 2010-2011, quando la crescita del Paese è stata mediamente dell'1.1%. Anche in questo caso, è stata calcolata la variazione di rendimento rispetto al biennio precedente di crisi (2008-2009).

¹⁰¹ I codici ATECO (Attività ECONomiche) sono una classificazione (traduzione italiana della nomenclatura europea NACE Rev.2) impiegata dall'ISTAT nelle rilevazioni di carattere economico. Nello specifico, si tratta di codici alfanumerici che identificano l'attività che ciascuna impresa svolge.

¹⁰² Il valore indicato è stato calcolato calcolando la media aritmetica semplice dei tassi di crescita annuale del PIL italiano osservati nel periodo indicato, reperiti dall'archivio online I.Stat, a cura dell'ISTAT.

L'arco temporale di riferimento più ampio, cioè riferito all'analisi con ottica di medio-lungo periodo, va dal 2004 al 2011. In particolare, si è voluto suddividere l'intervallo in due quadrienni definiti "Pre-crisi" (dal 2004 al 2007) e "Post-crisi" (dal 2008 al 2011), al fine di considerare l'andamento espresso dalle imprese partecipate e dalle medie imprese italiane lungo un lasso di tempo più dilatato. La scelta relativa ai quadrienni è stata indotta dall'osservazione dell'andamento degli indicatori economici nazionali¹⁰³ e dalla durata media dell'*holding period* registrata nell'intervallo considerato¹⁰⁴.

L'applicazione dei criteri suesposti ha portato ad individuare un totale di 31 imprese e 99 osservazioni nell'arco temporale globale (2004-2011).

Tabella 4.1 – Numerosità del campione e delle osservazioni disponibili

Anno di riferimento	Osservazioni (numero)
2004	6
2005	9
2006	11
2007	15
2008	13
2009	13
2010	15
2011	17
<i>Totale imprese</i>	<i>31</i>
<i>Totale osservazioni</i>	<i>99</i>

Fonte: Elaborazione propria

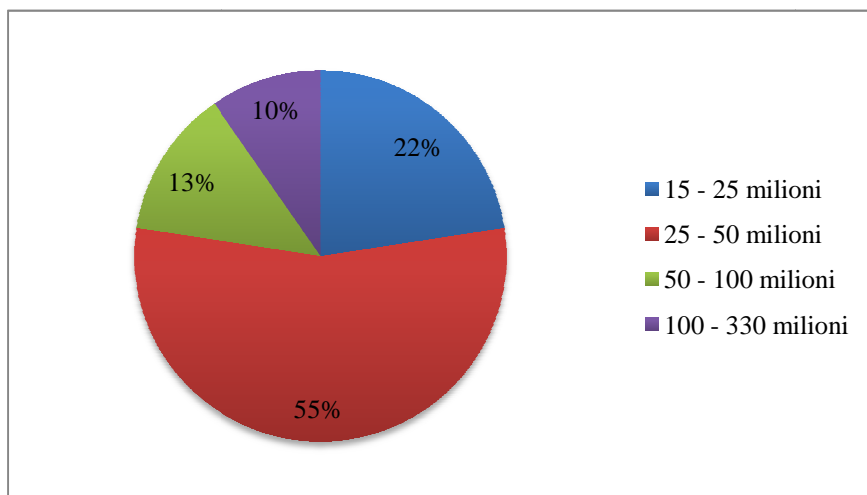
Soffermandoci sulle caratteristiche del campione selezionato, la suddivisione per fatturato indica che il 55% delle imprese ha registrato un fatturato compreso tra i 25 e i 50 milioni di euro. La restante parte, si è distribuita tra valori inferiori di 25 milioni o

¹⁰³ Il tasso medio di crescita del PIL nel periodo 2004-2007 è stato dell'1.6%, mentre nel periodo 2008-2011 lo stesso è calato mediamente dell'1.1%.

¹⁰⁴ L'*holding period* medio di settore si è allungato nel tempo e negli ultimi anni si è attestato sui 4 anni (Sottrici, 2013).

maggiori di 50 milioni di euro: poco più di un quinto (22%) aveva ricavi tra i 15 e i 25 milioni di euro, mentre quasi altrettante aziende (23%) tra i 50 e i 330 milioni di euro.

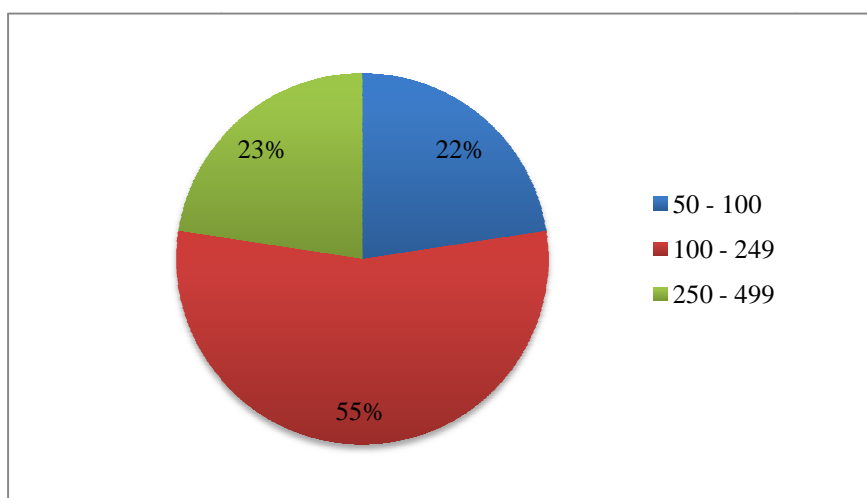
Grafico 4.1 – Fatturato delle imprese analizzate (milioni di euro)



Fonte: Elaborazione propria su dati AIDA

Per quanto concerne il numero di addetti, in questo caso la maggioranza (55%) delle imprese ha impiegato fra 100 e 249 addetti. Una consistenza dell'organico compresa fra 50 e 100 unità è stata riscontrata nel 22% dei casi, mentre un'incidenza sostanzialmente identica (22%) per le aziende con valori ricompresi nell'intervallo 250-499 persone.

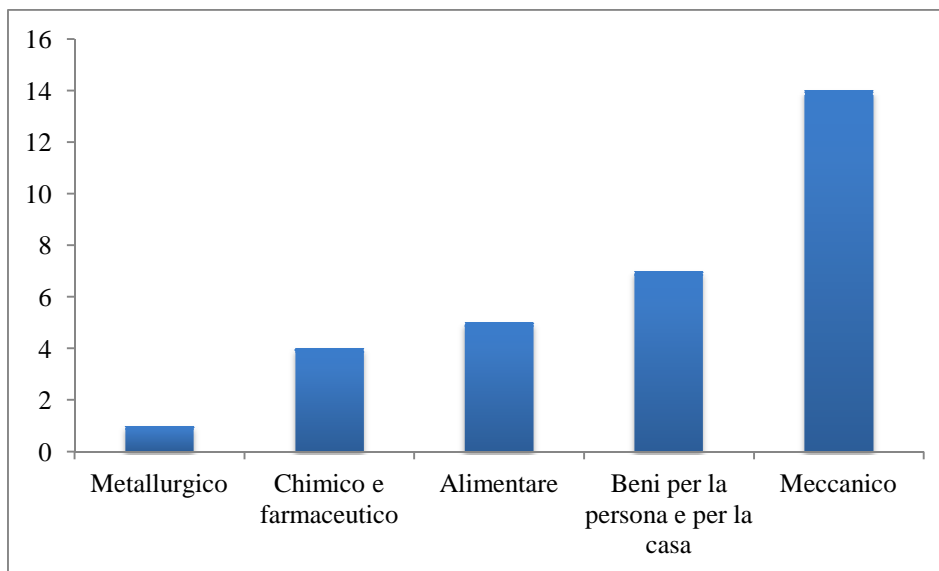
Grafico 4.2 – Numero di dipendenti delle imprese analizzate (unità)



Fonte: Elaborazione propria su dati AIDA

Ricordando che le imprese selezionate appartengono tutte al settore manifatturiero, l'analisi dei sub settori vede primeggiare il meccanico, con oltre il 45% delle aziende, seguito dai beni per la persona e per la casa (23%) e dall'alimentare (16%).

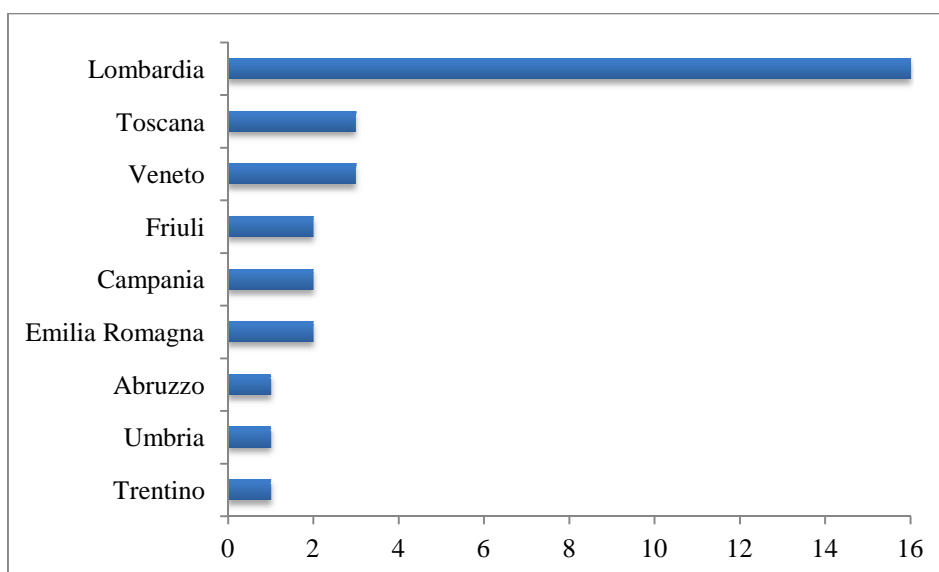
Grafico 4.3 – Sub settore di appartenenza delle imprese analizzate



Fonte: Elaborazione propria su dati AIDA

Infine, l'appartenenza geografica propende marcatamente a favore del Nord Italia, con la regione Lombardia che da sola rappresenta più della metà del campione.

Grafico 4.4 – Appartenenza geografica delle imprese analizzate



Fonte: Elaborazione propria su dati AIDA

4.3 Le variabili oggetto di analisi

Al fine di indagare il ruolo degli operatori durante il periodo di crisi e in quello successivo di ripresa iniziale, è stato analizzato l'andamento delle imprese partecipate sotto il profilo quantitativo. A questo scopo, sono stati utilizzati 3 indicatori e 10 indici di bilancio, che hanno permesso di indagare 4 diversi profili aziendali: *overall result*, area finanziaria, area patrimoniale e redditività espressa.

I dati di bilancio sono stati reperiti nel database AIDA (Analisi Informatizza delle Aziende), messo a disposizione da Bureau van Dijk¹⁰⁵. Inoltre, per 3 imprese si è resa necessaria la ricerca nel database ORBIS, l'equivalente di AIDA su scala globale. Il computo degli indicatori e degli indici di bilancio è stato effettuato autonomamente, sulla base delle grandezze economico-finanziarie riportate nei bilanci.

Per quanto concerne l'*overall result*, sono stati utilizzati 3 indicatori:

1. Variazione del fatturato;
2. Variazione dell'EBITDA;
3. Variazione del numero di occupati.

In tutti e tre i casi è stata calcolata la variazione annua percentuale rispetto all'anno precedente, così come comunemente effettuato nella prassi¹⁰⁶. In particolare, per il fatturato, sono stati considerati i Ricavi dalle vendite e prestazioni (voce A.1 del Conto Economico civilistico) e gli altri ricavi (voce A.5 del Conto Economico civilistico). Per il computo dell'EBITDA, invece, al totale del Valore della produzione (voce A del Conto Economico) sono stati sottratti i costi operativi monetari (voci B.6, B.7, B.8, B.9, B.11 e B.14 del Conto Economico). Infine, per determinare il numero di occupati, è stato fatto riferimento alla voce "dipendenti" riportata in bilancio.

Per valutare l'andamento dell'area finanziaria sono stati indagati 3 indici di bilancio:

1. Tasso di indebitamento a breve termine;
2. Indice di indebitamento;
3. EBITDA/oneri finanziari.

¹⁰⁵ AIDA è un database che contiene informazioni economico-finanziarie, anagrafiche e commerciali relative a circa 220.000 società di capitali italiane, che abbiano fatto registrare un valore della produzione almeno pari a 850.000 euro. Invece, ORBIS, database che raccoglie dati su scala internazionale, contiene informazioni relative a ben 90 milioni di aziende e banche mondiali.

¹⁰⁶ Cfr. PwC, 2013.

Il tasso di indebitamento a breve termine è stato calcolato rapportando i debiti finanziari con scadenza entro un anno (voci D.1, D.2, D.4, D.5 e D.8 “entro” dello Stato Patrimoniale civilistico) rispetto alle passività finanziarie totali (voci D.1, D.2, D.4, D.5 e D.8 dello Stato Patrimoniale). Facendo riferimento ad una gestione ottimale della struttura finanziaria, che vuole una generale coincidenza tra scadenza delle fonti e degli impieghi (principio del *matching*), in questa sede l’indebitamento a breve è considerato come conseguenza di una maggiore onerosità del circolante. Molto spesso, infatti, l’esposizione di breve termine assume la forma dell’affidamento bancario, che, essendo uno strumento flessibile, permette di far fronte ad un temporaneo fabbisogno di liquidità. Al contrario, un prestito a medio-lungo termine, va ricollegato a progetti di investimento di più ampio respiro. In questo caso è necessario un quantitativo maggiore di risorse che vengono quindi ripagate negli anni, grazie ai proventi derivanti dall’investimento iniziale.

L’indice di indebitamento è stato ottenuto rapportando la posizione finanziaria netta (PFN), data dalla differenza tra l’indebitamento finanziario totale (calcolato come sopraindicato) e le disponibilità liquide totali (voce C.IV dello Stato Patrimoniale), al patrimonio netto aziendale (voce A dello Stato Patrimoniale). Relativamente a questo indice di bilancio, va evidenziato che rapporti molto elevati (oltre 3-5), possono comportare forti squilibri finanziari, che possono anche condurre all’insolvenza. Infatti, i vincoli del debito impongono che venga rimborsato il capitale e pagati puntualmente gli interessi, indipendentemente dall’andamento aziendale. È chiaro che all’aumentare della rischiosità percepita, aumenterà anche il tasso di remunerazione richiesto dai portatori di capitale di debito, esponendo l’impresa al rischio potenziale di bancarotta. Il debito, però, comporta anche dei vantaggi: un’esposizione debitoria sostenibile consente di ridurre il carico fiscale, sfruttando la deducibilità degli oneri finanziari. Inoltre, come indicato nel capitolo precedente (v. capitolo 3), incentiva i manager ad effettuare solo gli investimenti con VAN positivo, eliminando il problema del flusso di cassa disponibile.

Il rapporto tra EBITDA (calcolato come sopra) e gli oneri finanziari (voce C.17 del Conto Economico) indica, invece, la sostenibilità del debito contratto. In particolare, maggiore è il suo livello, minore è la rischiosità connessa con l’esposizione debitoria. Come ricordato poc’anzi, infatti, gli obblighi ricollegati alla stessa impongono di

generare un flusso di cassa almeno pari agli oneri finanziari. L'EBITDA viene utilizzato nella prassi come una prima *proxy* del flusso di cassa prodotto da un'azienda.

L'area patrimoniale è stata indagata attraverso l'impiego di tre indici:

1. Coefficiente di copertura delle immobilizzazioni;
2. Intensità del capitale circolante;
3. Intensità del capitale immobilizzato.

In particolare, il coefficiente di copertura delle immobilizzazioni si ottiene dividendo la somma tra i debiti finanziari a medio-lungo termine (voci D.1, D.2, D.4, D.5 e D.8 "oltre" dello Stato Patrimoniale) più il patrimonio netto (voce A dello Stato Patrimoniale) per la somma delle immobilizzazioni materiali (voce B.II dello Stato Patrimoniale) e immateriali (voce B.I dello Stato Patrimoniale). Tale indice indaga la congruità temporale tra fonti e impieghi di risorse. Infatti, se l'attivo immobilizzato non fosse minore rispetto alla somma delle passività finanziarie a medio-lungo termine e del patrimonio proprio, significherebbe che delle fonti a breve finanziano degli impieghi a medio-lungo. Ciò potrebbe causare serie difficoltà se si rendesse necessario estinguere anticipatamente l'esposizione debitoria, poiché risulterebbe necessario dismettere delle immobilizzazioni (macchinari, impianti e attrezzature oppure marchi, brevetti e licenze) per far fronte a passività correnti: considerato che si tratta di beni ad utilità pluriennale, si può comprendere come una parte della crescita potenziale futura verrebbe sacrificata per ristabilire l'equilibrio monetario nel breve periodo.

Il secondo indice, l'intensità del capitale circolante, è dato dal rapporto tra il capitale circolante netto commerciale e il fatturato, moltiplicato per 100. Nello specifico, il capitale circolante netto commerciale risulta pari alla somma di crediti verso clienti (voce C.II.1 "entro" dello Stato Patrimoniale) e rimanenze (voce C.I dello Stato Patrimoniale, al netto della voce C.I.5), cui vengono sottratti i debiti verso fornitori (voce D.7 "entro" dello Stato Patrimoniale)¹⁰⁷. In questo caso, una minore incidenza del capitale circolante commerciale sul fatturato indica che l'impresa è più efficiente nella gestione dello stesso e che il ciclo monetario si chiude più velocemente. Infatti, un'azienda con un capitale circolante commerciale inferiore rispetto ad un'altra è in

¹⁰⁷ La formula qui indicata risulta semplificata. Per un calcolo puntuale andrebbero considerati anche gli altri elementi di attivo (acconti, altri crediti, ratei e risconti attivi) e del passivo (altri debiti, fondo TFR, ratei e risconti passivi) afferenti la gestione caratteristica dell'impresa.

grado di trasformare i propri ricavi in flussi in entrata più velocemente o di finanziare il proprio fabbisogno monetario con maggiori dilazioni di pagamento concesse dai fornitori. In entrambi i casi, si ottengono degli evidenti risparmi in termini di fabbisogno finanziario e ciò può consentire di applicare migliori condizioni alla clientela, attivando un circuito virtuoso che espande il volume d'affari di un'impresa.

L'intensità dell'attivo immobilizzato è misurata rapportando la somma di immobilizzazioni immateriali (voce B.I dello Stato Patrimoniale) e materiali (voce B.II dello Stato Patrimoniale) al fatturato, moltiplicando il risultato per 100. Questo indice è utile per comprendere l'incidenza sul volume d'affari di quelle poste di bilancio che si riferiscono a beni con utilità pluriennale, come macchinari, impianti e attrezzature, da una parte, e marchi, licenze e brevetti, dall'altra. Una maggiore incidenza delle immobilizzazioni indica una maggiore propensione all'investimento, che si ricollega a tassi di crescita futuri potenzialmente più elevati.

La redditività espressa dalle imprese è stata valutata facendo riferimento a quattro indici di bilancio:

1. EBITDA/fatturato;
2. FCGC/fatturato;
3. ROCE;
4. ROE.

Il primo valore, ovvero il rapporto tra EBITDA e fatturato, esprime la marginalità che l'impresa riesce a ottenere. In particolare, margini più ampi possono derivare dalla capacità dell'azienda di far leva sul valore del *brand*: ad esempio, nel settore della moda, si riscontrano i margini più elevati. Lo stesso si può dire per gli altri settori del lusso, dove l'acquisto non viene effettuato per soddisfare reali necessità, bensì molte volte per l'idea o l'immagine che un particolare bene trasmette, magari relazionata ad uno specifico *status* sociale. Ad ogni modo, la marginalità dipende anche dai costi operativi, quindi dall'efficienza che una particolare impresa è in grado di esprimere: aziende con un efficace controllo di gestione godono di una struttura di costi più leggera, che consente di realizzare il proprio prodotto con l'impiego del minor quantitativo possibile di risorse necessarie.

Il FCGC (Flusso di Cassa della Gestione Corrente) è dato dalla differenza tra EBITDA (calcolato come sopra), cui vengono sottratte le imposte pagate (voce 22 del Conto

Economico)¹⁰⁸ e la variazione di capitale circolante netto intervenuta nell'anno (calcolato come precedentemente indicato). L'incidenza del FCGC sul fatturato permette di valutare la capacità di un'impresa nel trasformare i propri ricavi in flussi di cassa. In particolare, è fondamentale che il flusso generato dalle attività operative sia di ammontare tale da consentire di effettuare gli investimenti necessari, nonché di pagare gli interessi sul debito. Se un'azienda genera flussi di cassa insufficienti a soddisfare le proprie esigenze produttive, si ritroverà costretta ad ottenere capitale da terzi, ma questo non farà altro che aumentare le tensioni finanziarie, che possono culminare nella bancarotta. Perciò, perché possano essere intrapresi progetti di crescita ed espansione del business, è necessario che la gestione *core* produca le necessarie entrate monetarie.

Il ROCE (*Return on Capital Employed*), o ritorno sul capitale investito, è dato dal rapporto tra EBIT (EBITDA al netto di ammortamenti e svalutazioni, voce B.10 del Conto Economico) e capitale investito netto (somma di patrimonio netto e passività finanziarie di medio-lungo termine, di cui si è sopradescritta la metodologia di calcolo). Tale indice permette di esaminare l'efficienza di un'impresa nel rendere redditi i capitali impiegati nella gestione: a parità di risultato operativo (EBIT), il minore capitale investito indicherà una migliore capacità di individuare attività più remunerative. È chiaro che, nel lungo periodo, una tale capacità può determinare la conquista di quote di mercato a danno dei propri *competitor*.

Infine, il ROE è il risultato di utile o perdita di esercizio (voce 23 del Conto Economico) rapportato al patrimonio netto (calcolato come sopra indicato). La redditività del capitale è uno degli indici a cui guardano maggiormente gli azionisti: se superiore rispetto al rendimento richiesto dal mercato, indica che il valore aziendale di mercato è superiore a quello contabile. Il ROE è influenzato da molteplici variabili, quali il tasso di indebitamento, l'imposizione fiscale, il costo del capitale di terzi e la redditività del capitale investito netto operativo. Quindi, guardando al solo indice, risulta difficile comprenderne appieno le determinanti, ma si tratta comunque di un'importante misura della remunerazione spettante agli azionisti.

Venendo alla descrizione dell'arco temporale di riferimento, va sottolineato che nel calcolo dei 3 indicatori si è proceduto alla determinazione della variazione percentuale

¹⁰⁸ Si tratta di una semplificazione, poiché un calcolo puntuale richiederebbe la computazione delle sole imposte riferibili alla gestione caratteristica.

annuale rispetto all'esercizio precedente, mentre per i 9 indici si è computato il valore puntuale dell'anno oggetto di analisi (es. la variazione di fatturato nel 2005 indica la differenza percentuale rispetto al 2004, mentre il tasso di indebitamento nel 2005 indica il rapporto tra PFN e patrimonio netto registrati nel 2005). Nello specifico, per calcolare un valore annuale univoco per ciascun indicatore e indice, è stata calcolata la media aritmetica semplice¹⁰⁹ dei valori registrati per tutte le imprese in uno specifico anno.

Nel caso, poi, dei bienni di espansione (2006-2007), crisi (2008-2009) e ripresa iniziale (2010-2011), è stata effettuata la media aritmetica semplice tra i valori di ciascun anno. Inoltre, anche per i due quadrienni (2004-2007 e 2008-2011) la metodologia di determinazione degli indicatori e degli indici univoci è stata la stessa.

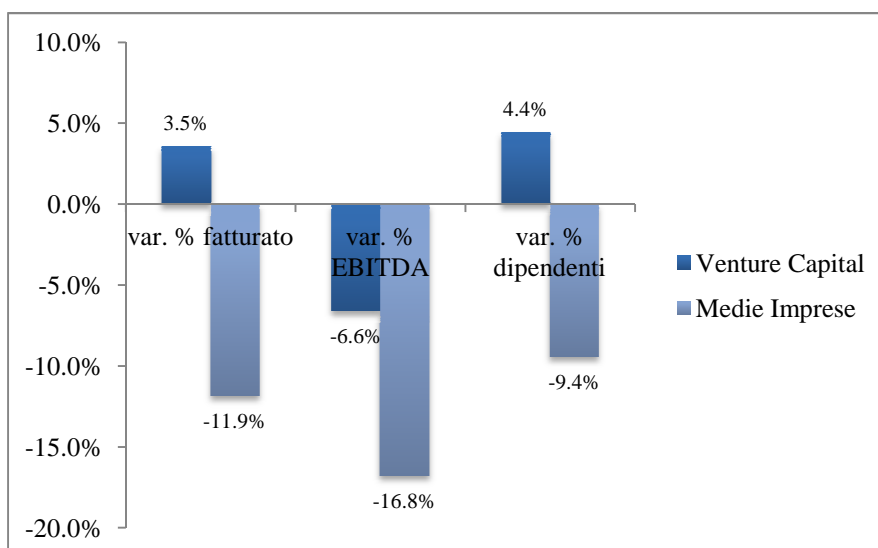
Per ciò che concerne il *benchmark*, ovvero le medie imprese industriali italiane, i calcoli delle variabili suesposte sono stati effettuati con l'impiego degli stessi criteri, al fine di garantire la comparabilità. Va evidenziato, ad ogni modo, che la fonte è diversa rispetto alle imprese *venture capital-backed*, poiché sono stati presi in considerazione i valori riportati nella citata analisi di Mediobanca e Unioncamere (Mediobanca, 2013).

¹⁰⁹ Nel calcolo della media aritmetica semplice sono stati esclusi il valore massimo e il valore minimo, allo scopo di aumentare la rappresentatività.

4.4 La risposta alla crisi (biennio 2008-2009)

Nel presente paragrafo verrà analizzato e confrontato l'andamento delle imprese partecipate e quello delle medie imprese italiane nel periodo di crisi, in relazione alle 4 aree sopracitate.

Grafico 4.5 – Overall result: confronto tra imprese venture capital-backed e medie imprese

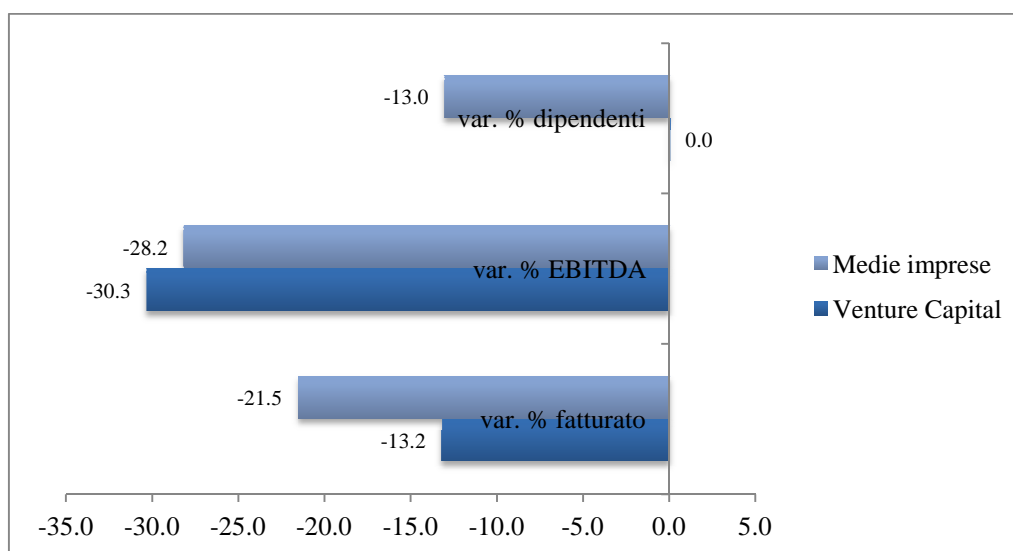


Fonte: Elaborazione propria su dati AIDA e Mediobanca, 2013

L'*overall result* fatto registrare nel periodo di crisi (biennio 2008-2009) è chiaramente migliore nel caso delle imprese partecipate da un fondo di *venture capital*. Infatti, anche in un periodo in cui il PIL italiano è calato mediamente del 3.3% annuo, le aziende in cui era presente un operatore specializzato sono riuscite ad espandere il loro volume d'affari ad un tasso medio annuo del 3.5%. Le medie imprese italiane, dal canto loro, hanno patito una forte riduzione del fatturato, che si è contratto mediamente dell'11.9% annuo. L'anno più difficile è stato senza dubbio il 2009, quando sia le imprese finanziate (-4.3%) sia il *benchmark* (-21.1%) hanno visto contrarsi fortemente i ricavi. Per quanto riguarda l'EBITDA, sia le imprese *venture capital-backed* che le medie imprese industriali evidenziano una contrazione dei margini medi, seppur con una differenza di circa 10 punti percentuali in favore delle prime. Anche in questo caso, il culmine del ribasso è stato registrato nel 2009, quando i valori sono stati negativi per oltre il 20% per entrambi i campioni. Ciò non stupisce, considerato che il 2009 è stato un anno di profonda crisi per l'intero Paese, con un drastico calo del PIL pari al 5.5%.

Il dato forse più interessante è quello relativo all'occupazione, dove si assiste ad andamenti diametralmente opposti: se, da una parte, le imprese partecipate hanno aumentato il numero dei loro addetti ad un tasso medio annuo del 4.4%, dall'altra, le medie imprese italiane hanno visto calare in modo considerevole il numero dei loro dipendenti (-9.4% medio annuo). Una tale evidenza sembra confermare il ruolo fondamentale che gli operatori possono rappresentare in un periodo di crisi: creando nuovi posti di lavoro, possono contrastare la caduta dei redditi e quella conseguente dei consumi, limitando le conseguenze negative di una congiuntura economica avversa.

Grafico 4.6 – Overall result: biennio 2008-09 vs. biennio 2006-07 (var. punti percentuali)

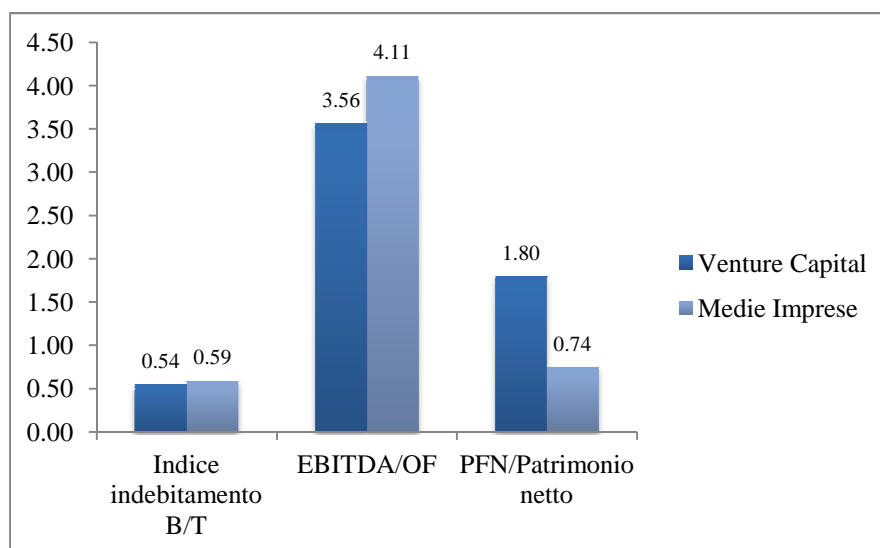


Fonte: Elaborazione propria su dati AIDA e Mediobanca, 2013

Le evidenze suesposte sono confermate se guardiamo alle differenze di rendimento tra il biennio 2006-2007 (fase di espansione) e quello 2008-2009 (fase di crisi). Ad esempio, il tasso di crescita medio del fatturato delle imprese *venture capital-backed* scende di 13.2 punti percentuali, misura inferiore a quella registrata per le medie imprese italiane, il cui tasso di crescita medio dei ricavi scende di ben 21.5 punti percentuali. In questo caso, si passa da un valore positivo (9.7%) ad uno fortemente negativo (-11.9%). Per quanto riguarda l'EBITDA, poi, si nota un calo simile in termini di punti percentuali tra imprese partecipate e il *benchmark* (-30.3 e -28.2 punti, rispettivamente). Infine, la crisi non sembra aver scalfito la crescita del numero di occupati nelle imprese in cui vi è la presenza di un operatore specializzato: il tasso medio di crescita annua è stabile al

4.4%, sia nella fase di espansione che in quella di crisi. Al contrario, le aziende dell'analisi di Mediobanca (Mediobanca, 2013) vedono crollare il numero di addetti: il tasso medio di crescita precipita di 13 punti percentuali e assume valori negativi (da 3.6% a -9.4%).

Grafico 4.7 – Area finanziaria: confronto tra imprese venture capital-backed e medie imprese



Fonte: Elaborazione propria su dati AIDA e Mediobanca, 2013

Terminata la prima analisi, passiamo ora alla disamina dell'area finanziaria. Il primo indice, ovvero quello dell'indebitamento medio a breve termine, fa registrare una struttura finanziaria meno esposta al breve per le imprese partecipate. Infatti, i debiti con scadenza entro l'anno contano mediamente per il 54% delle passività finanziarie, mentre nel caso delle medie imprese questi arrivano a rappresentare il 59% del totale. In proposito, va sottolineato che, in una crisi del debito come quella del 2008, un'esposizione più di lungo periodo avrebbe potuto agevolare il superamento della fase critica. Infatti, sebbene i tassi di interesse tendano generalmente ad aumentare, i timori di possibili insolvenze spingono a richiedere una remunerazione molto elevata nelle scadenze di breve termine¹¹⁰.

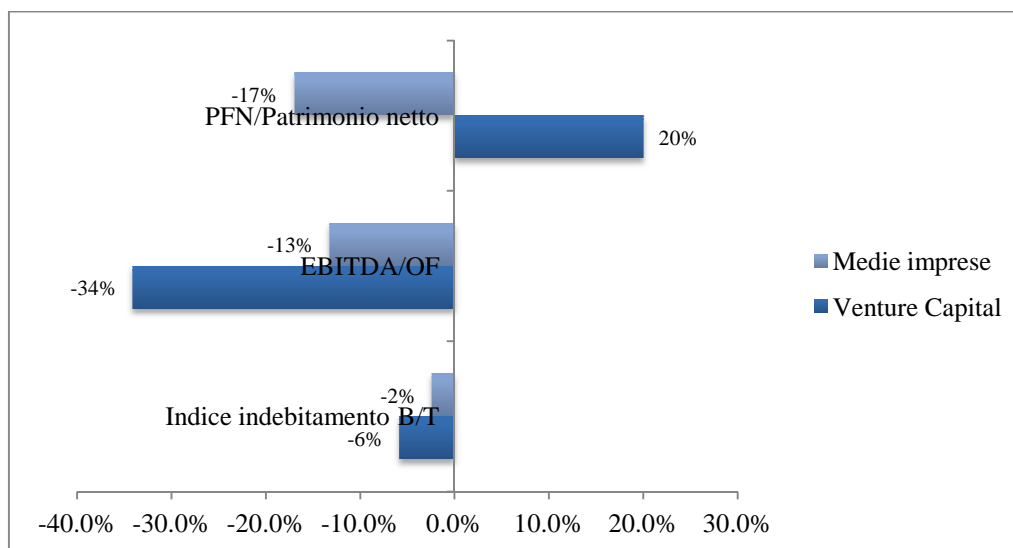
Ad ogni modo, la sostenibilità del debito sembra essere garantita sia per le imprese *venture capital-backed* che per le imprese medie. Infatti, il secondo indice

¹¹⁰ Una curva dei tassi invertita (tassi inferiori all'aumentare della durata) è spesso ritenuta un buon indicatore di un'imminente recessione economica.

(EBITDA/OF) si attesta su buoni livelli medi sia per le prime (3.56) che per le seconde (4.11). In particolare, la copertura media degli oneri finanziari risulta superiore per le medie imprese del 13.4%. Probabilmente, questa evidenza si spiega con il fatto che, nonostante le imprese partecipate risentano in misura minore dell'aumento dei tassi di interesse di breve termine (grazie ad un'esposizione inferiore del 7.9% rispetto al *benchmark*), il maggior uso della leva (141.4%) comporta sicuramente un esborso più consistente per il pagamento degli interessi.

Questi dati, comunque, vanno letti anche alla luce del forte *credit crunch* che ha caratterizzato la scena italiana a partire dalla seconda metà del 2009 (v. capitolo 1). Infatti, il fatto che le imprese finanziate da un *venture capitalist* abbiano un livello di indebitamento quasi due volte e mezzo (141.4%) superiore a quello delle medie imprese sembra confermare un ruolo determinante dello stesso nei rapporti con altri interlocutori finanziari, quali gli istituti di credito. Inoltre, se si pensa all'impatto negativo della mancanza di risorse per finanziare progetti di crescita, si comprende l'importanza della presenza dell'investitore istituzionale nel capitale societario.

Grafico 4.8 – Area finanziaria: biennio 2008-09 vs. biennio 2006-07 (var. %)



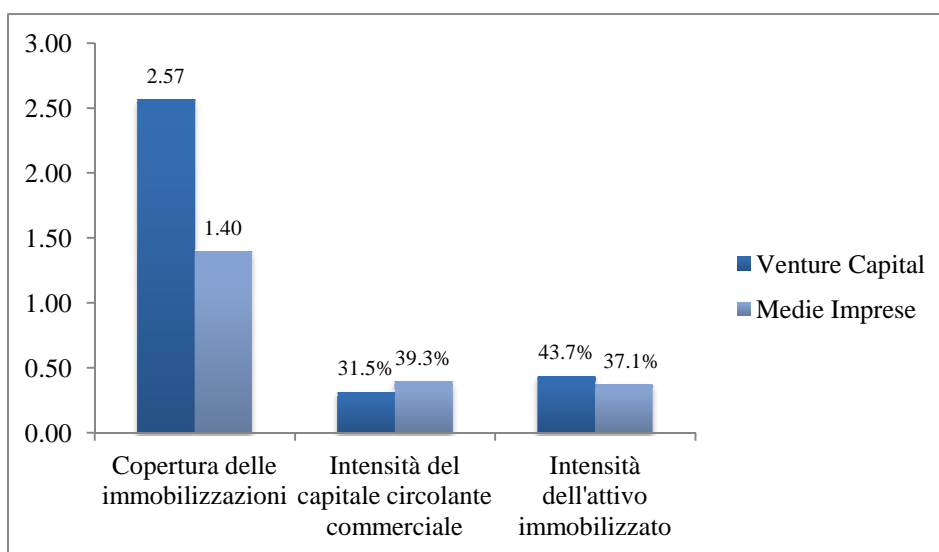
Fonte: Elaborazione propria su dati AIDA e Mediobanca, 2013

Guardando alla differenza tra la fase di espansione (2006-2007) e quella di crisi (2008-2009), emerge che l'indebitamento medio a breve termine diminuisce in misura maggiore per le imprese partecipate (-5.9%) rispetto alle medie industriali (-2.4%). Al

contrario, la copertura media degli interessi crolla per più di un terzo per quanto riguarda le prime (-34.1%), mentre è più contenuta nel caso delle seconde (-13.2%).

Se si considera, poi, la dinamica dell'utilizzo del *leverage*, si può comprendere il motivo di un peggioramento così evidente: ad una contrazione del tasso medio di crescita dell'EBITDA, si aggiunge un incremento dell'esposizione debitoria media del 20.0%, contro un calo del 17.0% delle medie imprese. Ancora una volta, risulta molto interessante quest'ultima evidenza, del tutto in contrasto con lo scenario di *credit crunch* che ha interessato il nostro Paese. Peraltro, non sembrano esserci criticità rilevanti in merito alla sostenibilità dell'esposizione, poiché ancora compresa entro valori accettabili (1.80). Quindi, se si considera che l'indebitamento è principalmente di medio-lungo periodo e che l'incidenza dell'attivo immobilizzato sul fatturato è ragguardevole (v. *infra*), si può ipotizzare che il debito contratto sia finalizzato a finanziare progetti di investimento, in grado di creare valore per l'azienda.

Grafico 4.9 – Area patrimoniale: confronto tra imprese venture capital-backed e medie imprese



Fonte: Elaborazione propria su dati AIDA e Mediobanca, 2013

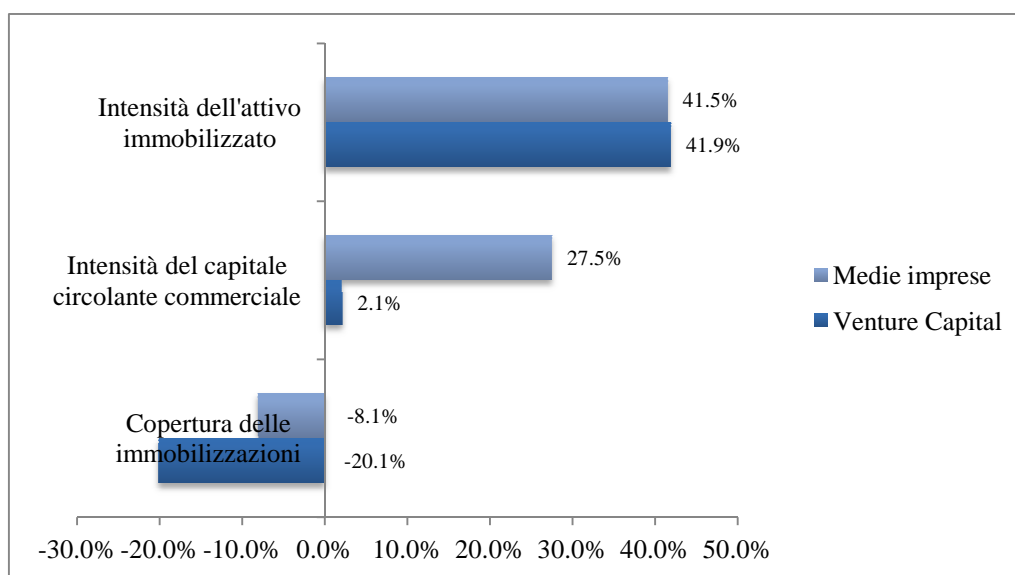
L'area patrimoniale sorride ancora una volta alle imprese partecipate. Guardando al primo indice, la copertura media delle immobilizzazioni risulta dell'83.9% superiore rispetto a quella delle medie imprese (1.40). In particolare, per quanto vi sia una forte diminuzione tra 2008 e 2009 (-42.2%), la media del biennio è piuttosto elevata (2.6). Ciò si ricollega al fatto che la presenza di un *venture capitalist* sembra essere associata

ad una maggiore capacità di ottenimento di capitale di debito, con scadenze più di lungo periodo rispetto al *benchmark*.

Quanto all'intensità del capitale circolante, in un periodo di crisi, una delle principali criticità evidenziate dalle aziende è proprio la scarsità di liquidità. Infatti, i clienti riscontrano difficoltà nel far fronte alle scadenze pattuite o nel regolare una transazione in un'unica soluzione, provocando, così, una dilatazione dei tempi medi di incasso dei crediti nei loro confronti. Inoltre, se si tiene conto dell'aumento delle giacenze in magazzino dovute alla riduzione del giro d'affari, si comprende che il risultato è un aumento del capitale circolante commerciale. Solo riscadenziando i debiti verso i fornitori, quindi contrattando soluzioni di pagamento più vantaggiose e dilatate nel tempo, le aziende riescono a diminuire il fabbisogno finanziario derivante dalla somma dei due fattori sopracitati. In questo senso, le imprese *venture capital-backed* sembrano essere più efficienti, poiché il livello medio di intensità del capitale circolante (31.5%) è del 20.1% inferiore rispetto al *benchmark* (39.3%).

Inoltre, il ruolo del *venture capitalist* è confermato anche a livello di strategie aziendali. Infatti, l'incidenza media dell'attivo immobilizzato rispetto al fatturato (43.7%) indica una maggiore attenzione agli investimenti da parte degli operatori rispetto alle medie aziende (37.1%), anche in un periodo di crisi.

Grafico 4.10 – Area patrimoniale: biennio 2008-09 vs. biennio 2006-07 (var. %)



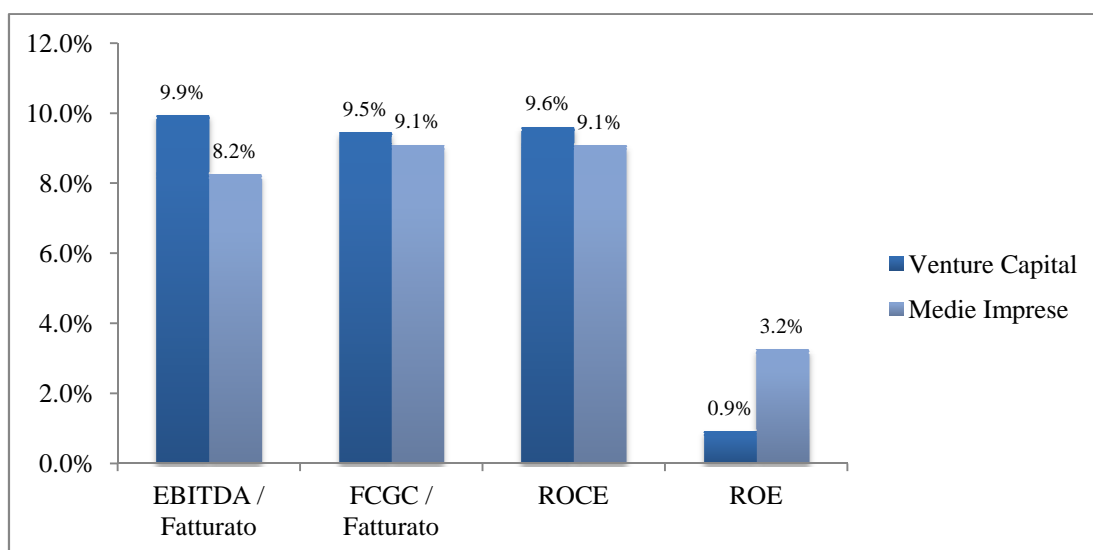
Fonte: Elaborazione propria su dati AIDA e Mediobanca, 2013

Confrontando la fase di crisi con quella di espansione antecedente, si nota che la copertura media delle immobilizzazioni scende in misura maggiore per le imprese *venture capital-backed* (-20.1%). In proposito, se si considera questo dato e lo si valuta guardando anche all'incremento dell'incidenza media dell'attivo immobilizzato sul fatturato (+41.9%), si può ipotizzare che la riduzione dell'indice sia riconducibile ad un aumento delle immobilizzazioni, ovvero degli investimenti in capitale fisso tangibile o immateriale. Ad ogni modo, non va dimenticato il contesto di riferimento, ovvero la forte depressione che ha caratterizzato il nostro Paese nel 2009: il numeratore potrebbe averne risentito (risultato netto in contrazione). Dal canto loro, le medie imprese fanno registrare un calo inferiore, pari all'8.1%. Va sottolineato, comunque, che l'indice di copertura delle immobilizzazioni nella fase di espansione era nettamente maggiore (+111.4%) per le imprese partecipate: una riduzione dello stesso potrebbe essere stata voluta, allo scopo di rendere più flessibili le fonti, considerata la tipologia degli impieghi.

Con riferimento all'intensità del capitale circolante, poi, sono lampanti le difficoltà intercorse nel caso delle medie imprese, che hanno visto incrementare l'incidenza dello stesso sul fatturato in misura considerevole (27.5%). Questo risultato è dato dalla somma di due fattori: da una parte, il forte calo del tasso medio di crescita dei ricavi, dall'altra, le criticità connesse alla riscossione dei crediti e l'accumulo di scorte nel magazzino. Le aziende partecipate, invece, sembrano godere di una gestione più efficiente del capitale circolante, poiché l'intensità media cresce solo del 2.1% durante il biennio di crisi (2008-2009).

Infine, colpisce il corposo aumento dell'incidenza media delle immobilizzazioni sul fatturato, considerato il periodo di crisi. Verosimilmente, questo risultato è dovuto non solo ad un incremento degli investimenti, ma anche ad una contrazione del fatturato dovuta alla congiuntura economica negativa. Infatti, è probabile che negli anni positivi precedenti siano stati elaborati *business plan* particolarmente ottimistici, che la crisi del debito del 2008 ha reso irrealizzabili. Perciò, il fatto che all'incremento delle risorse veicolate verso beni di utilità pluriennale non sia corrisposto un aumento dei ricavi ha comportato un'espansione dell'incidenza media delle immobilizzazioni.

Grafico 4.11 – Redditività espressa: confronto tra imprese venture capital-backed e medie imprese



Fonte: Elaborazione propria su dati AIDA e Mediobanca, 2013

Soffermandoci sulla redditività espressa dalle imprese analizzate, si può notare che il risultato, nell'insieme, è migliore per le imprese *venture capital-backed*. Nello specifico, la marginalità media si attesta sul 9.9%, un valore superiore di 1.7 punti percentuali rispetto alle medie imprese. Quindi, le aziende con la presenza di un operatore potrebbero far leva su un *brand* più forte o essere più efficienti nella gestione della produzione: con i dati a disposizione non è possibile determinare quale dei due effetti si verifichi o se, più probabile, vi sia una combinazione dei due.

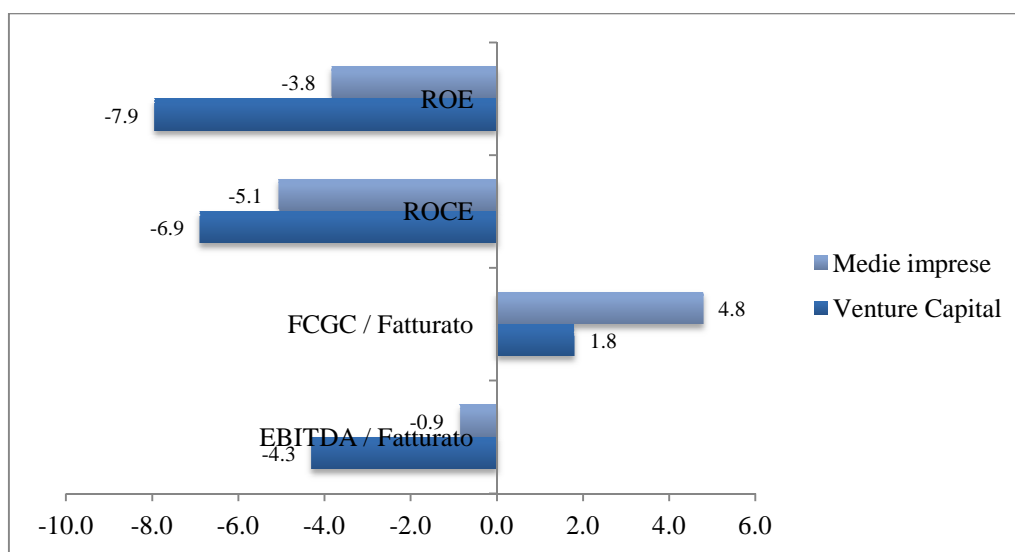
Venendo alla capacità di generare flussi di cassa, le imprese *venture capital-backed* e il *benchmark* di riferimento si attestano su livelli molto simili. In particolare, l'incidenza media del FCGC sul fatturato è maggiore di 0.4 punti percentuali per le partecipate, il cui flusso di cassa si attesta su un valore medio del 9.5% del fatturato. Per quanto riguarda le medie imprese, è interessante notare la forte riduzione dell'incidenza del circolante avvenuta nel 2009: ciò ha permesso di incrementare notevolmente il flusso di cassa della gestione corrente rispetto al 2008, con un aumento di 5 punti percentuali in relazione all'incidenza sul fatturato. Evidentemente, la crisi ha indotto le imprese a ridurre gli approvvigionamenti e la contrazione del giro d'affari ha determinato una diminuzione dei crediti verso clienti: questo deve aver controbilanciato un incremento dei tempi medi di incasso. Peraltro, come già rimarcato, la capacità di generare flussi di

cassa consistenti è indispensabile per permettere all'impresa di intraprendere progetti redditizi e di remunerare le fonti di risorse attivate.

Guardando al terzo indice, sembra che l'abilità di rendere remunerativo il capitale investito sia leggermente migliore nelle imprese *venture capital-backed*. In particolare, il ROCE medio espresso da quest'ultime si attesta al 9.6%, contro il 9.1% del *benchmark*. Ricordando le grandezze che compongono l'indice, si può comprendere la maggiore consistenza media del reddito operativo generato dalle partecipate.

Infine, l'ultimo indice presenta un andamento opposto rispetto ai tre precedenti. In questo caso, sono le medie imprese ad avere una redditività del patrimonio netto maggiore. Nello specifico, se le medie imprese godono di un ROE medio del 3.2% nel biennio 2008-2009, le imprese finanziate da un *venture capitalist* si attestano su valori decisamente più bassi, pari a 0.9% (-2.3 punti percentuali). Nel dettaglio, le imprese partecipate soffrono particolarmente nel 2009, con un ROE negativo del 3.6%, mentre le medie imprese vedono sì diminuire il proprio ROE (-1.9 punti percentuali), ma rimangono in territorio positivo (2.3%). Perciò, tenendo presente che il reddito operativo è relativamente superiore per le imprese *venture capital-backed*, si può sostenere che sono i maggiori oneri finanziari a determinare il risultato negativo: ciò sembrerebbe plausibile, considerata la differenza di leva media tra i due campioni confrontati.

Grafico 4.12 – Redditività espressa: biennio 2008-09 vs. biennio 2006-07 (var. %)



Fonte: Elaborazione propria su dati AIDA e Mediobanca, 2013

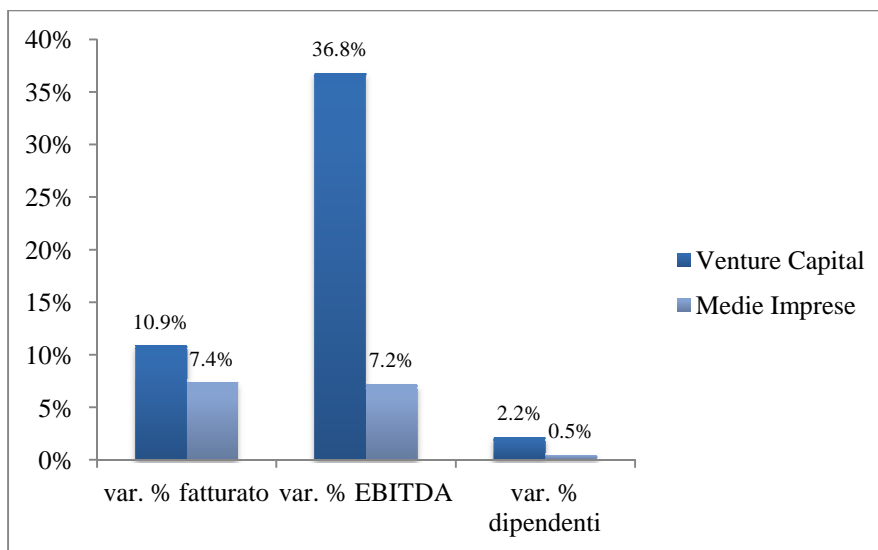
Confrontando l'andamento dei quattro indici nel biennio di crisi con quello nel periodo di espansione, emerge come il calo della redditività sia più marcato per le imprese *venture capital-backed* rispetto alle medie imprese. Infatti, nonostante i valori del biennio 2008-2009 rimangano superiori rispetto al *benchmark*, quelli del periodo 2006-2007 lo erano in misura maggiore. In particolare, il calo più importante si registra per il ROE medio (-7.9 punti percentuali), seguito da quello del ROCE medio (-6.9 punti): la redditività del patrimonio e quella del capitale investito sembrano risentire particolarmente della congiuntura economica sfavorevole. In proposito, questi risultati si possono ricollegare ad una contrazione dei margini relativamente maggiore e anche ad un più consistente utilizzo della leva. Infatti, anche se il calo della marginalità sembra più contenuto rispetto a quello avvertito per i due indici appena citati (-4.3 punti), appare ampio quando confrontato con le medie imprese (-0.9 punti).

Il FCGC/Fatturato medio è l'unico indice che aumenta sia per le imprese partecipate che per quelle medie, seppur in misura più contenuta per le prime (1.8 punti) rispetto alle seconde (4.8 punti). Viste le evidenze precedenti, sembra che una minore contrazione della marginalità media e la riduzione del circolante commerciale abbiano permesso la generazione di flussi di cassa più consistenti.

4.5 La ripresa economica iniziale (biennio 2010-2011)

In questo paragrafo l'attenzione verrà focalizzata sull'andamento delle aziende partecipate e delle medie imprese nel biennio (2010-2011), successivo alla crisi che ha caratterizzato il nostro Paese, al fine di valutare il ruolo dei *venture capitalist* nella ripresa iniziale.

Grafico 4.13 – Overall result: confronto tra imprese venture capital-backed e medie imprese



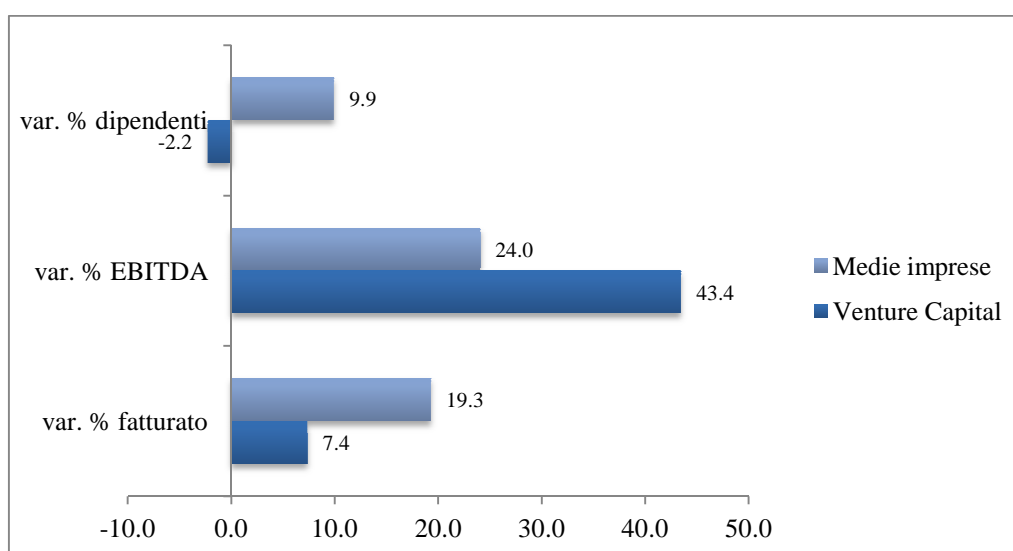
Fonte: Elaborazione propria su dati AIDA e Mediobanca, 2013

Nella fase di ripresa economica iniziale, le imprese *venture capital-backed* confermano un risultato globale migliore rispetto al *benchmark* in tutti e tre gli ambiti indagati. In particolare, il tasso medio di crescita annua del fatturato delle prime (10.9%) è di 3.5 punti percentuali superiore rispetto a quello delle medie imprese (7.4%). Analogamente all'andamento del PIL italiano, il primo anno di ripresa (2010) è quello in cui si registrano i valori più elevati: 14.5% e 8.8% rispettivamente. Entrambi i campioni considerati, quindi, sembrano beneficiare di un andamento macroeconomico favorevole. Proseguendo oltre, la differenza maggiore tra le imprese partecipate e il *benchmark* si riscontra in relazione al tasso medio di crescita dell'EBITDA, che nel caso delle prime si attesta su valori decisamente elevati. Infatti, per queste aziende la crescita media annua osservata nel biennio 2010-2011 è del 36.8%, contro una crescita media del 7.2% delle medie imprese: una differenza di ben 29.6 punti percentuali. Questa evidenza sembra confermare che il ruolo degli operatori è importante per garantire l'ampiezza dei

margini, caratteristica fondamentale per perseguire progetti di crescita futura: gestione ottimale del marchio e efficienza operativa sono due qualità che sembrano venir instillate nelle aziende sotto il loro controllo.

Infine, guardando alla variazione del numero di addetti, ancora una volta le partecipate (2.2%) evidenziano un tasso medio di crescita maggiore rispetto alle medie imprese (0.5%). Ciò conferma il ruolo degli operatori nel garantire l'occupazione e attenuare i risvolti negativi della crisi, favorendo l'incremento del numero di dipendenti anche nella fase di ripresa successiva.

Grafico 4.14 – Overall result: biennio 2010-11 vs. biennio 2008-09 (var. punti percentuali)



Fonte: Elaborazione propria su dati AIDA e Mediobanca, 2013

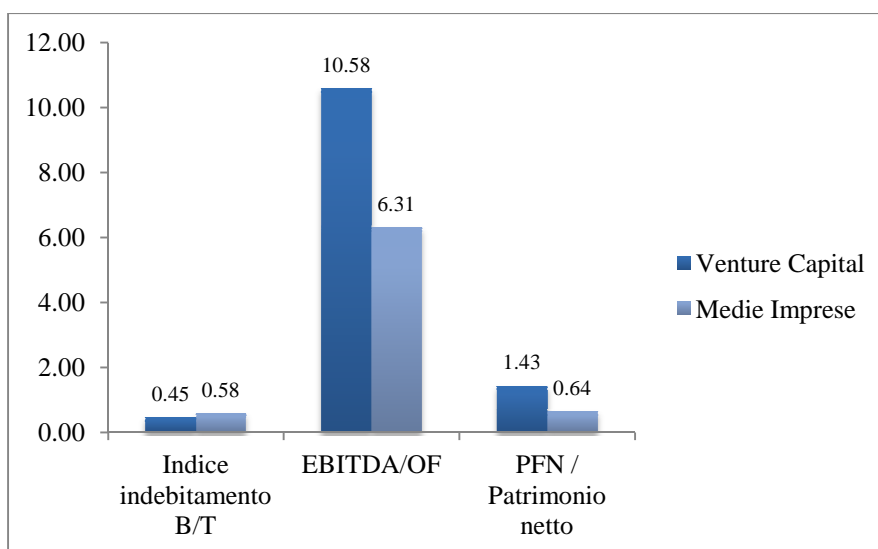
Confrontando la fase di ripresa iniziale (2010-2011) con quella di crisi (2008-2009), osserviamo che la variazione di fatturato è maggiore per le medie imprese rispetto a quelle partecipate. In particolare, se la differenza tra il tasso medio di crescita osservato in ciascun biennio è di 19.3 punti percentuali per le prime, nel caso delle seconde si attesta a 7.4 punti percentuali. Sebbene questo risultato denoti una ripresa più vigorosa del giro d'affari per il *benchmark* di riferimento, va ricordato che nel biennio di crisi la crescita media dei ricavi era di 15.4 punti percentuali superiore in favore delle imprese partecipate: valori iniziali particolarmente depressi hanno condotto ad un incremento percentuale relativamente maggiore. Ad ogni modo, è sicuramente considerevole la

variazione tra i due bienni qui considerati: si passa da un tasso medio decisamente negativo (-11.9%) ad uno marcatamente positivo (7.7%).

La crescita media dell'EBITDA è decisamente più elevata nel caso delle imprese *venture capital-backed*, che fanno registrare una differenza di ben 43.4 punti percentuali rispetto al biennio di crisi, contro quella di 24.0 punti delle aziende medie. Il dato più interessante si riscontra nel 2010, quando, nell'anno successivo al picco della crisi, il tasso di crescita del margine operativo lordo è 58.5% per le imprese partecipate, contro 12.0% del *benchmark*.

L'incremento del tasso medio di crescita del numero di dipendenti, invece, è superiore per le medie imprese, che evidenziano una differenza di 9.9 punti percentuali. L'espansione media dell'organico è comunque maggiore nel caso delle aziende *venture capital-backed* (2.2% contro 0.5%), ma il valore scende di 2.2 punti percentuali rispetto alla fase di crisi. Gli operatori, forse, hanno constatato una contrazione del giro d'affari rispetto al passato e hanno deciso per un rallentamento delle assunzioni.

Grafico 4.15 – Area finanziaria: confronto tra imprese *venture capital-backed* e medie imprese



Fonte: Elaborazione propria su dati AIDA e Mediobanca, 2013

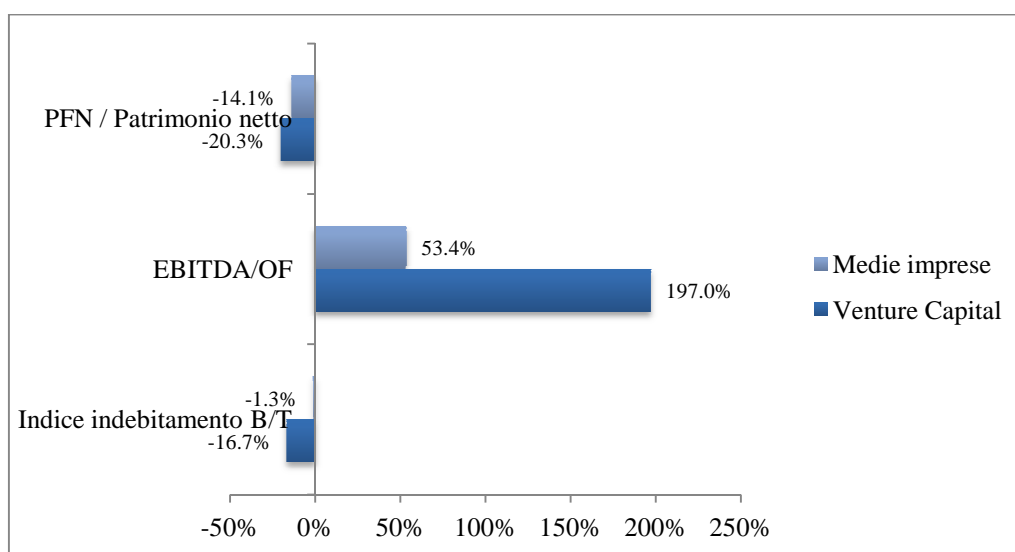
Passando ora all'area finanziaria, si nota anche in questo caso un posizionamento migliore per le imprese partecipate. Nello specifico, l'indebitamento medio nel breve termine (0.45) è inferiore del 22.3% rispetto alle aziende medie (0.58). Questa evidenza potrebbe indicare un rinnovato interesse per gli investimenti di lungo periodo da parte

degli operatori, considerato il contesto macroeconomico in miglioramento: l'incremento dell'intensità media dell'attivo mobilizzato sembra confermare questa tesi (v. *infra*).

Per quanto concerne il secondo indice, EBITDA/OF, ancora una volta valori più alti sono riconducibili alle imprese *venture capital-backed*, che si contraddistinguono per una copertura media del debito piuttosto elevata, considerato che il margine operativo lordo è mediamente 10.58 volte l'esborso per gli oneri finanziari. Il livello medio di sostenibilità dell'esposizione è minore per le medie imprese (6.31), ma comunque buono. Molto probabilmente questi dati sono il frutto di due realtà. Da una parte, il calo della rischiosità avvertita in relazione alla probabilità di insolvenza, che ha permesso il ridursi dei tassi praticati, dall'altra, la crescita dei margini connessi con una rinnovata espansione del business. La somma di questi fattori ha fatto sì che si verificassero assieme un aumento del numeratore e una diminuzione del denominatore ricompresi nella formula.

Infine, l'indice di indebitamento medio è più elevato per le partecipate (1.43) rispetto al *benchmark* (0.64). Ciò conferma un maggior ricorso al debito da parte degli operatori, che cercano di sfruttarne i benefici fiscali, ma senza esporsi eccessivamente, vista la leva contenuta. Inoltre, se si pensa al forte *credit crunch* che ha caratterizzato i primi sei mesi del 2010, il *leverage* medio più elevato (+124%) rispetto alle medie imprese sembra provare l'importante ruolo svolto dagli intermediari specializzati, in grado di reperire i capitali indispensabili per i progetti di crescita.

Grafico 4.16 – Area finanziaria: biennio 2010-11 vs. biennio 2008-09 (var. %)



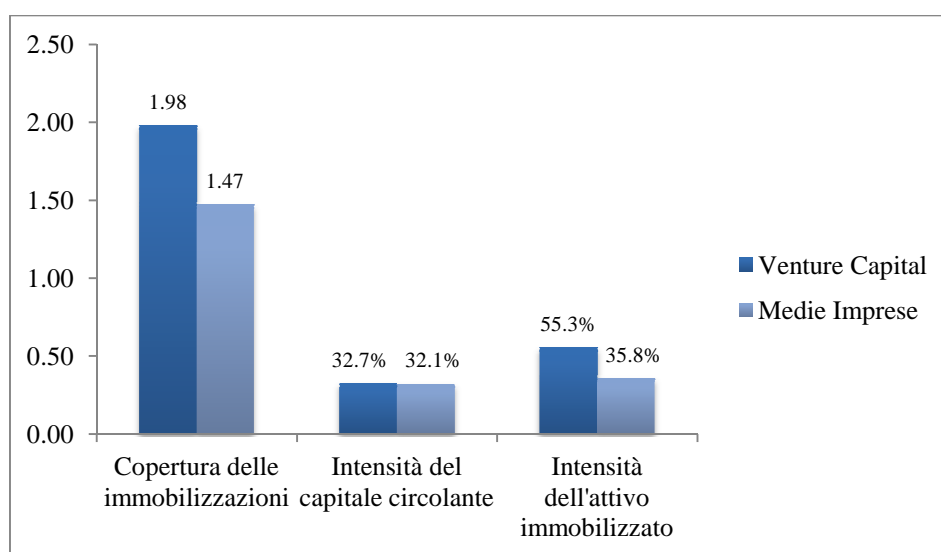
Fonte: Elaborazione propria su dati AIDA e Mediobanca, 2013

Approfondendo, ora, l'analisi ed allargandola al confronto fra il biennio di ripresa iniziale (2010-2011) e quello di crisi (2008-2009), si notano aggiustamenti positivi sia per le imprese *venture capital-backed* che per le aziende medie. In particolare, le prime hanno ridotto l'esposizione media al breve termine (-16.7%) in misura maggiore rispetto alle seconde (-1.3%). A riguardo, si rimanda alla maggiore incidenza media dell'attivo immobilizzato sul fatturato, che verrà in seguito illustrata (v. *infra*).

Inoltre, la ripresa economica ha portato alcune ricadute positive, quali l'incremento del margine operativo lordo e la diminuzione dei tassi bancari praticati dagli istituti bancari: a risentirne positivamente è l'indice EBITDA/OF. Nello specifico, la copertura media del debito è quasi triplicata nel caso delle imprese partecipate, che fanno registrare una differenza del 197.0% rispetto al biennio di crisi. Anche il *benchmark* migliora la sostenibilità media della leva, ma in misura molto minore (+53.4%). Come già sottolineato, questi risultati sono favoriti dalla discesa del costo del credito e dall'aumento dei margini delle aziende.

Infine, l'indice di indebitamento medio si riduce per entrambi i campioni oggetto di analisi, più per le aziende *venture capital-backed* (-20.3%) che per quelle medie (-14.1%). Indubbiamente, oltre al *credit crunch* del primo semestre 2010, il miglioramento del risultato complessivo può aver portato ad una riconsiderazione del meccanismo dell'autofinanziamento.

Grafico 4.17 – Area patrimoniale: confronto tra imprese *venture capital-backed* e medie imprese



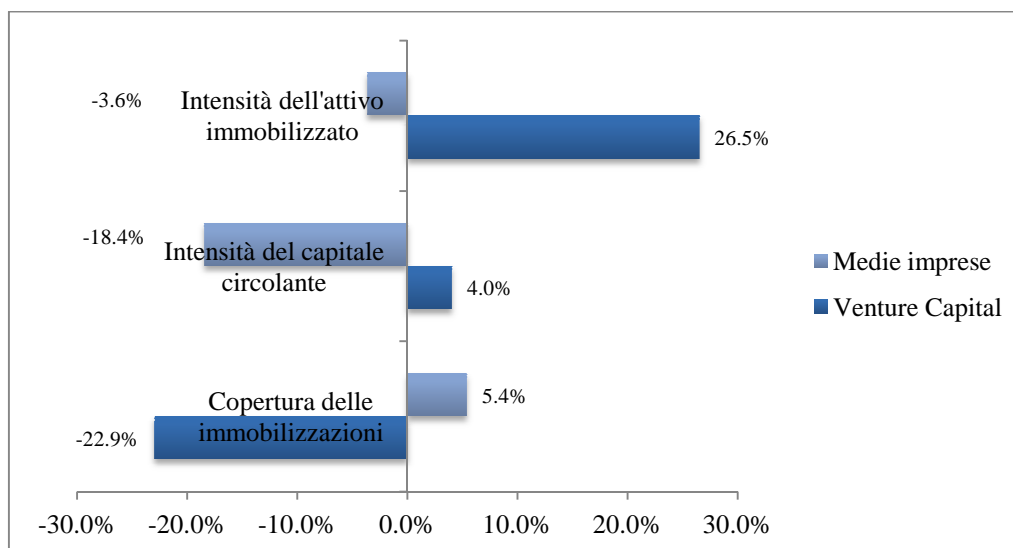
Fonte: Elaborazione propria su dati AIDA e Mediobanca, 2013

L'analisi dell'area patrimoniale ci conferma una struttura più solida per le imprese con la presenza di operatori specializzati. Infatti, l'indice di copertura media delle immobilizzazioni (1.98) è superiore del 34.4% rispetto al *benchmark* (1.47). Questo risultato conferma l'attenzione degli operatori alla solvibilità nel breve termine, poiché gli impieghi di breve finanziano ampiamente le fonti con medesima scadenza.

Venendo ora all'efficienza nella gestione del capitale circolante commerciale, sembra che questa si attesti su livelli pressoché identici per entrambi i campioni presi in considerazione, con una differenza di soli 0.6 punti percentuali in relazione all'incidenza media del circolante sul fatturato. In particolare, la crescita maggiore del volume d'affari per le imprese *venture capital-backed* deve aver determinato una conseguente espansione del circolante.

Infine, l'incidenza media delle immobilizzazioni sul fatturato è nettamente superiore (+54.7%) nel caso delle imprese partecipate (55.3%) rispetto alle medie (35.8%), ad indicare una maggiore propensione agli investimenti da parte degli intermediari specializzati, coerente con la natura dell'operazione (*expansion financing*).

Grafico 4.18 – Area patrimoniale: biennio 2010-11 vs. biennio 2008-09 (var. %)



Fonte: Elaborazione propria su dati AIDA e Mediobanca, 2013

Confrontando, ora, il biennio di ripresa (2010-2011) con quello di crisi (2008-2009), si nota che i tre indici hanno andamenti opposti a seconda del campione indagato. In particolare, la copertura media delle immobilizzazioni aumenta nel caso delle medie

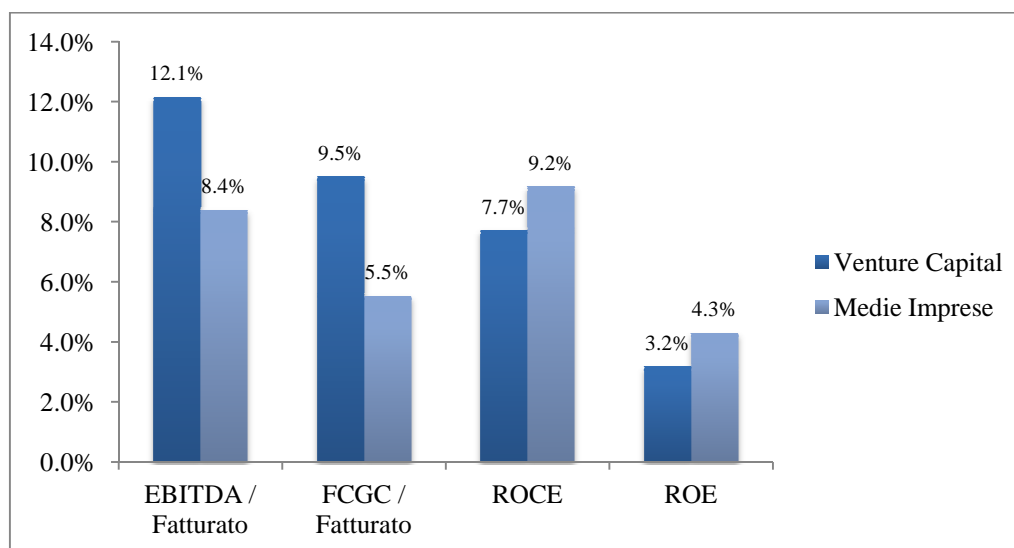
imprese, che riescono ad incrementarla del 5.4%: la crisi del biennio 2008-2009 può aver indotto ad una maggiore attenzione verso la solvibilità di breve periodo (v. *supra*).

Le imprese *venture capital-backed*, dal canto loro, vedono la copertura media ridursi del 22.9%.

Inoltre, l'incidenza media del circolante diminuisce (-18.4%) per le medie imprese, probabilmente anche grazie all'allentamento delle tensioni nello scenario macroeconomico e alla conseguente riduzione dei tempi medi di incasso. Invece, nel caso delle imprese partecipate, l'incremento del circolante rispetto al fatturato (+4.0%) sembra ricollegarsi all'espansione del giro d'affari e ad un conseguente incremento dei crediti verso clienti e delle scorte di magazzino.

Infine, la dinamica dell'incidenza media delle immobilizzazioni sul fatturato è diametralmente opposta: le medie aziende riducono gli investimenti (-3.6%), mentre le imprese partecipate non smettono di guardare al futuro (+26.5). Sul punto, si sottolinea che parte della differenza è ascrivibile alla particolare natura dell'operazione (*expansion financing*), ma rimane ragguardevole la spinta ad investire sullo sviluppo aziendale, con importanti ricadute anche a livello economico e sociale globale.

Grafico 4.19 – Redditività espressa: confronto tra imprese *venture capital-backed* e medie imprese



Fonte: Elaborazione propria su dati AIDA e Mediobanca, 2013

L'ultima parte dell'analisi si sofferma sulla redditività espressa nel biennio 2010-2011. Il primo indice, che indaga la marginalità media, evidenzia livelli più elevati (+3.8 punti percentuali) per le imprese *venture capital-backed* (12.1%) rispetto alle medie (8.4%).

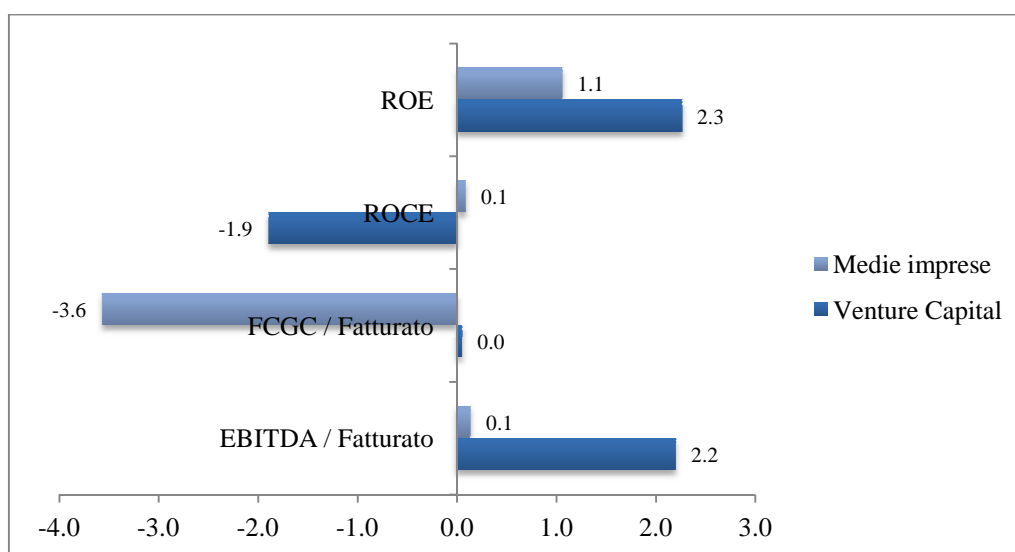
Come ricordato in precedenza, questo risultato potrebbe essere indotto da un *brand* percepito come più esclusivo dai clienti, disposti a corrispondere un *premium price*, o da una superiore capacità nel gestire efficientemente la produzione.

Le imprese partecipate si attestano su livelli più elevati (9.5%) anche per quanto riguarda il secondo indice, ovvero l'incidenza media del flusso di cassa della gestione corrente sul fatturato. In particolare, questa risulta superiore di 4.0 punti percentuali, suggerendo che la marginalità più elevata si traduce anche in un flusso di cassa più consistente, nonostante una maggiore intensità del circolante.

Proseguendo con l'illustrazione dei risultati dell'analisi, la redditività media del capitale investito appare in controtendenza rispetto ai primi due indici: in questo caso è il *benchmark* ad esprimere valori più alti. In particolare, le medie imprese hanno un ROCE medio del 9.2% rispetto al 7.7% delle imprese partecipate (-1.5 punti percentuali). Questo risultato potrebbe derivare da una maggiore incidenza degli ammortamenti, che portano ad ottenere un risultato operativo più contenuto. Infatti, l'incidenza media delle immobilizzazioni evidenzia valori decisamente diversi per i due campioni analizzati (v. *supra*).

Infine, anche il ROE medio delle imprese *venture capital-backed* si attesta su valori inferiori (3.2%) rispetto alle aziende medie (4.3%). In proposito, un ruolo è rivestito anche dall'indebitamento medio, che, seppur in calo, risulta maggiore per le imprese partecipate e comporta conseguenti esborsi per oneri finanziari in misura più elevata.

Grafico 4.20 – Redditività espressa: biennio 2010-11 vs. biennio 2008-09 (var. %)



Fonte: Elaborazione propria su dati AIDA e Mediobanca, 2013

Soffermandosi, ora, sul confronto tra il biennio di ripresa economica iniziale (2010-2011) e quello di crisi (2008-2009), si nota innanzitutto un miglioramento della marginalità media per le imprese partecipate (+2.2 punti percentuali), mentre la stessa rimane pressoché costante per quelle medie (+0.1 punti).

Per quanto riguarda la capacità di generare flussi di cassa, poi, diminuisce (-3.6 punti) l'incidenza media del FCGC sul fatturato nel caso delle medie imprese. Probabilmente, nonostante l'aumento del tasso medio di crescita del margine operativo lordo e la diminuzione dell'intensità media del circolante, l'aumento del tasso medio di crescita dei ricavi (al denominatore) ha determinato una compressione dell'indice. Nel caso delle imprese partecipate, invece, l'indice si attesta sui medesimi valori in entrambi i bienni considerati: la crescita dell'EBITDA è controbilanciata dall'espansione del circolante e quindi l'incidenza media del flusso di cassa sul fatturato rimane costante (9.5%).

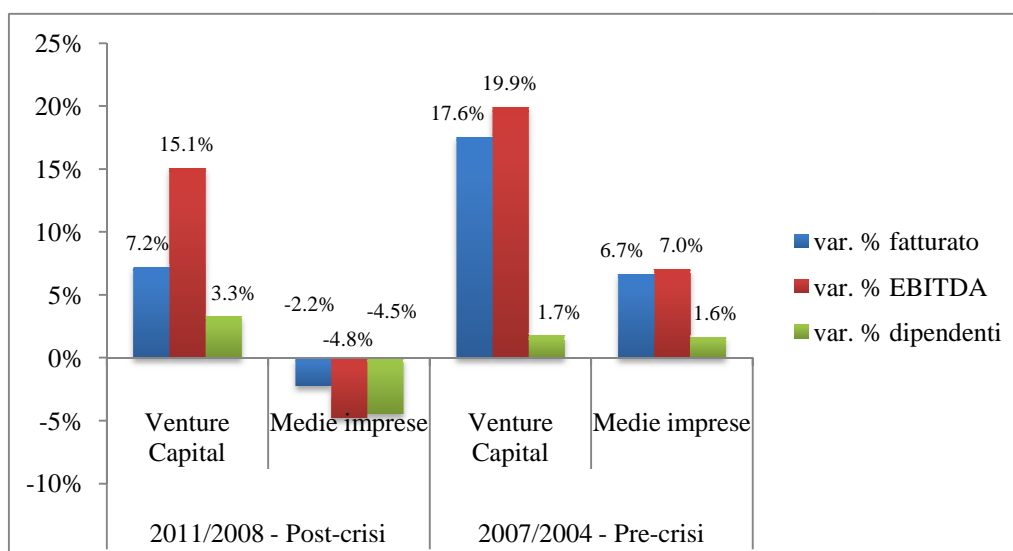
Il ROCE è l'unico indice che, nel confronto tra il biennio di ripresa e quello di crisi, sorride alle medie imprese. Quest'ultime, infatti, riescono ad incrementarlo, seppur di poco (0.1), mentre per le aziende *venture capital-backed* si registra un calo di 1.9 punti percentuali. In proposito, i livelli più bassi nel biennio 2010-2011 possono essere ricollegati ad un risultato operativo più contenuto, che a sua volta è da mettere in relazione con maggiori ammortamenti, considerata la maggiore espansione dell'EBITDA. Ciò sembra plausibile se si considera l'incremento dell'incidenza media delle immobilizzazioni sul fatturato, visto che l'andamento è di segno opposto (v. *supra*).

Da ultimo, il ROE presenta un incremento più sostenuto (2.3 punti) per le imprese ove si registra la presenza degli operatori rispetto a quello delle medie imprese (1.1 punti). Tale differenza sembra ascrivibile ad un migliore risultato ante imposte e alla erosione del patrimonio registrata nel 2009.

4.6 Una visione d'insieme (periodo 2004-2011)

Una visione d'insieme conclusiva viene offerta nel presente paragrafo, in cui si guarda ai risultati delle aziende partecipate e a quelli delle medie imprese durante un arco temporale più prolungato (2004-2011). In particolare, il periodo citato è stato suddiviso in due quadrienni: il primo (2004-2007), definito “Pre-crisi”, e il secondo (2008-2011), denominato “Post-crisi”. Come già ricordato, tale qualificazione è collegata al tasso medio di crescita annua del PIL italiano, pari all'1.6% nel primo quadriennio, mentre nel secondo negativo per l'1.1%¹¹¹.

Grafico 4.21 – Overall result: confronto tra imprese venture capital-backed e medie imprese



Fonte: Elaborazione propria su dati AIDA e Mediobanca, 2013

Guardando al risultato globale, l'andamento delle imprese *venture capital-backed* risulta superiore sia prima che dopo la crisi. In particolare, nel quadriennio “Pre-crisi”, il fatturato di queste cresce ad un tasso medio annuo del 17.6%, un valore decisamente ragguardevole se confrontato con il *benchmark* di riferimento (6.7%). In proposito, l'anno in cui si registrano i valori più elevati per le imprese partecipate è il 2007, quando la crescita dei ricavi rispetto all'anno precedente raggiunge un tasso del 24.4%. Le aziende medie, invece, registrano il tasso di crescita più elevato nel 2006, quando incrementano il fatturato del 10.6% su base annua. Ciò non deve stupire, considerato

¹¹¹ Cfr. nota 101.

che il biennio 2006-2007 è quello in cui si assiste alla maggiore espansione del PIL italiano (+2.2% nel 2006 e +1.7% nel 2007).

Proseguendo oltre nell'illustrare i risultati dell'analisi, emerge come la crescita dell'EBITDA sia addirittura più marcata: il tasso medio annuo è del 17.6% per le partecipate e del 7.0% per le medie imprese industriali. Si tratta di valori molto importanti, specie nel caso delle imprese finanziate dagli operatori specializzati. In questo caso, poi, l'anno nel quale si ha la performance migliore (2006) è lo stesso per entrambi i campioni studiati. In particolare, per le imprese partecipate l'incremento è del 33.3%, mentre per le medie aziende dell'11.5%.

Infine, per quanto riguarda il numero degli occupati, il tasso medio di crescita annuo è sostanzialmente identico (1.7% per le imprese *venture capital-backed* e 1.6% le aziende medie). Inoltre, ancora una volta è nel biennio 2006-07 che si registrano i valori più elevati: 11.1% per le partecipate (2007) e 4.1% nel caso delle aziende medie (2006).

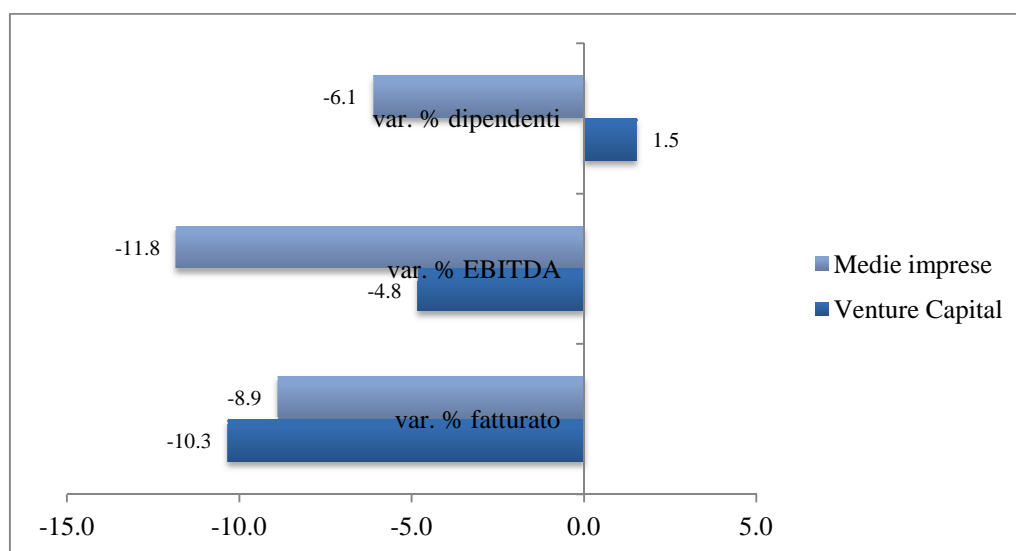
In generale, quindi, nella fase "Pre-crisi" (2004-2007) le società in cui sono presenti gli intermediari specializzati si dimostrano capaci di aggredire mercati con maggiore efficacia, garantendo efficienza nella gestione. Allo stesso tempo, tassi di crescita del volume d'affari e dei margini davvero consistenti sono accompagnati da una crescita dell'occupazione, anche se il numero di dipendenti cresce ad un tasso medio annuo piuttosto simile a quello del *benchmark*.

Passando ora alla fase "Post-crisi", ovvero il quadriennio 2008-2011, si registrano valori decisamente inferiori. Infatti, solamente le imprese *venture capital-backed* riescono ad esprimere tassi medi di crescita positivi, mentre quelle medie evidenziano valori negativi in tutti e tre gli ambiti. Nello specifico, il fatturato cresce ad un tasso medio del 7.2% per le partecipate, mentre diminuisce mediamente del 2.2% per le aziende medie. In proposito, non stupisce che l'anno peggiore sia il 2009, visto il consistente calo del PIL del nostro Paese (-5.5%). Come già accennato in precedenza, il giro d'affari delle aziende finanziate ci contrae del 4.3%, mentre quello delle medie di oltre il 21%.

Guardando al secondo indicatore, anche qui si osserva un andamento opposto: nel caso delle aziende partecipate l'EBITDA cresce del 15.1% medio annuo, mentre nel caso del *benchmark* si contrae ad un ritmo del 4.8% medio annuo. In proposito, va sottolineato che una riduzione dei margini è piuttosto negativa, poiché può precludere la possibilità di intraprendere progetti redditizi e minare la sopravvivenza stessa dell'azienda.

Infine, il terzo indicatore, relativo al numero di dipendenti, presenta il risultato più rilevante. Nello specifico, le imprese *venture capital-backed* riescono a creare occupazione anche nel periodo successivo all'avvento della crisi, incrementando il numero di occupati del 3.3% medio annuo. Al contrario, le aziende medie vedono contarsi significativamente il loro numero di addetti, considerato che nel quadriennio 2008-2011 questo si contrae del 4.5% medio annuo. Ancora una volta, quindi, le imprese in cui vi è la presenza di operatori specializzati confermano il loro importante ruolo economico, ma anche sociale.

Grafico 4.22 – Overall result: quadriennio 2004-07 vs. biennio 2008-11 (var. punti percentuali)



Fonte: Elaborazione propria su dati AIDA e Mediobanca, 2013

Soffermandoci ora sulla differenza di performance tra i due quadrienni identificati (2004-2007 e 2008-2011), si può affermare che la crisi del 2008 ha profondamente intaccato i risultati della totalità delle aziende. Infatti, l'evoluzione del tasso medio di crescita è negativa in tutti e tre gli ambiti per entrambi i campioni considerati, con la sola esclusione delle imprese partecipate per quanto riguarda la variazione media del numero di dipendenti. In particolare, la differenza del tasso di crescita medio del fatturato tra il periodo "Pre-crisi" e quello "Post-crisi" è piuttosto marcata e si attesta sugli 8.9 punti percentuali per le aziende medie. Peraltro, le imprese *venture capital-backed* fanno addirittura peggio: la differenza della crescita media dei ricavi nei due quadrienni è di oltre 10 punti percentuali (10.3). Queste evidenze ci confermano le forti

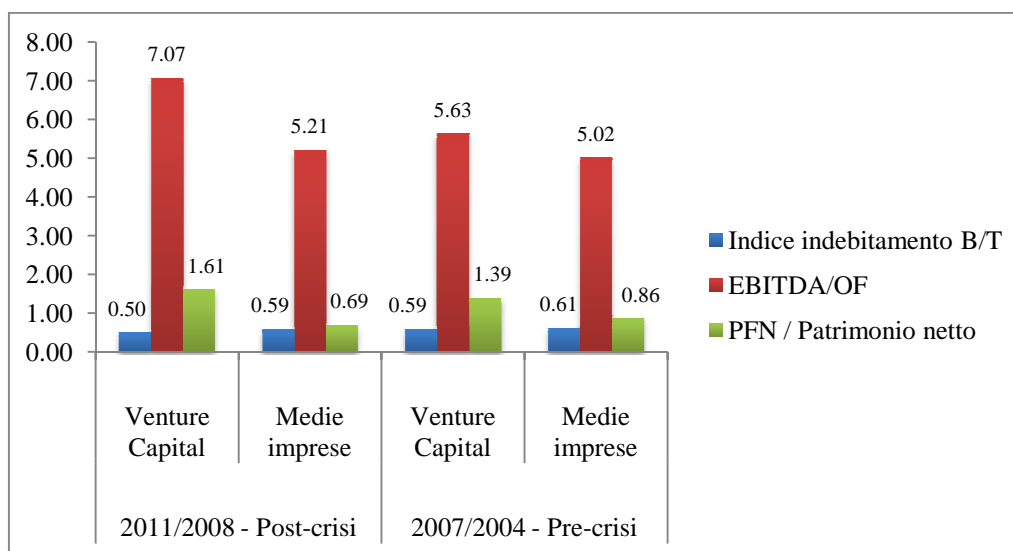
difficoltà che caratterizzano lo scenario “Post-crisi”, in cui le aziende non sembrano ancora essere riuscite a modificare adeguatamente la propria strategia per recuperare il terreno perso e poi espandere il proprio volume d'affari. Ad ogni modo, in proposito va ricordato che gli intermediari specializzati sembrano essere riusciti a riformulare il modello di business affinché sia nuovamente redditizio. Infatti, nonostante i tassi medi di crescita siano inferiori rispetto al periodo 2004-2007, anche nel quadriennio “Post-crisi” si attestano su valori positivi, cosa che non si riscontra, invece, per le medie imprese industriali.

Quest'ultime, poi, evidenziano una contrazione considerevole nel tasso medio di crescita dell'EBITDA (-11.8 punti percentuali), che passa da un'espansione media annua del 7.0% ad una contrazione media annua del 4.8%. Una tale diminuzione è sicuramente molto importante e può avere conseguenze di rilievo, considerato che una riduzione dei margini implica avere minori mezzi per remunerare adeguatamente le fonti di risorse attivate e per realizzare investimenti volti allo sviluppo aziendale. Dal canto loro, le imprese *venture capital-backed* contengono il calo del tasso medio di crescita del margine operativo lordo a 4.8 punti percentuali, rimanendo in territorio positivo (15.1%). Esse, poi, fanno registrare un risultato alquanto sorprendente: come sopra accennato, infatti, l'aumento del numero di dipendenti avviene ad un ritmo medio più elevato (+1.5 punti) nel periodo “Post-crisi” (3.3%) rispetto a quello “Pre-crisi” (1.7%). Questa evidenza risulta ancora più singolare se confrontata con il *benchmark*, per il quale il tasso di crescita medio (1.6%) si trasforma in una contrazione media annua sostenuta (-4.5%), segnando un calo di ben 6.1 punti. Evidentemente, i margini in espansione e il volume d'affari ancora in crescita fanno sì che le imprese partecipate siano in grado di esprimere una domanda di lavoro ragguardevole, che raggiunge l'apice nel 2008 (incremento annuo del 5.3%) e cresce ad un tasso superiore al 2.0% annuo per l'intero quadriennio 2008-11.

Guardando all'*overall result* espresso nel periodo 2008-2011 (“Post-crisi”), si può affermare che la performance è peggiorata per entrambi i campioni analizzati. Tuttavia, vi è una sostanziale differenza tra le imprese *venture capital-backed* e le aziende medie industriali: le prime, infatti, si attestano su valori positivi per tutti e tre gli indicatori indagati, evidenziando addirittura un incremento nel tasso medio di crescita degli

occupati e confermando così la valenza sociale dei *venture capitalist*. Le seconde, invece, dimostrano risultati solamente negativi per tutte e tre le aree analizzate.

Grafico 4.23 – Area finanziaria: confronto tra imprese venture capital-backed e medie imprese



Fonte: Elaborazione propria su dati AIDA e Mediobanca, 2013

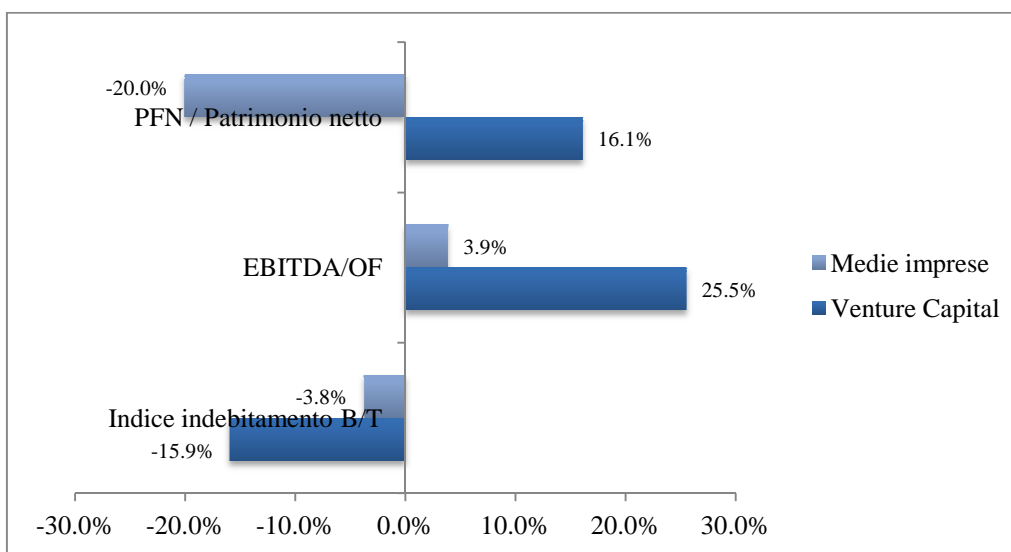
Venendo ora all'area finanziaria, si può notare che, anche in questo caso, i risultati sono decisamente migliori nel caso delle imprese *venture capital-backed*. Innanzitutto, guardando al quadriennio 2004-2007, si nota che l'esposizione debitoria media nel breve termine è molto simile, considerato che la differenza tra i due campioni analizzati è minima (59% dei debiti finanziari nel caso delle partecipate rispetto al 61% delle imprese medie). Inoltre, la sostenibilità media del debito sembra assicurata tanto per le prime che per le seconde, poiché il secondo indice (EBITDA/OF) è superiore a 5 per entrambe le tipologie di impresa considerate nell'analisi. In particolare, la copertura media delle aziende dove vi è la presenza degli operatori (5.63) è superiore del 12.3% rispetto al *benchmark* (5.02). Da ultimo, poi, il livello di indebitamento medio si attesta su valori più alti per le aziende coinvolte in operazioni di *expansion financing*: la posizione finanziaria netta è 1.39 volte il patrimonio netto, un livello del 60.7% più elevato rispetto alle aziende medie (0.86).

Soffermandoci sul quadriennio 2007-2011, poi, possiamo affermare che, anche in questo caso, gli indici relativi all'area finanziaria appaiono meglio posizionati per quanto riguarda le aziende partecipate. Infatti, l'esposizione media al breve termine

diminuisce, al punto che i debiti finanziari sono equamente distribuiti tra scadenze ravvicinate e quelle di medio-lungo periodo. Al contrario, le medie imprese, sebbene riducano l'incidenza media dei debiti con scadenza entro l'anno, essa rappresenta ancora il 59% delle passività finanziarie.

La copertura media degli oneri finanziari aumenta, segno che l'incremento dell'EBITDA più che compensa l'incremento del costo del credito: l'EBITDA/OF medio è pari al 7.07 per le aziende *venture capital-backed*, superiore del 35.7% rispetto alle medie (5.21). L'indice di indebitamento medio, poi, è decisamente più elevato nel caso delle imprese in cui vi è la presenza degli operatori. Probabilmente sono proprio questi ultimi a rendere possibile un incremento della leva anche nel periodo "Post-crisi", considerato che si attesta su valori ben più consistenti (1.61) rispetto al *benchmark* di riferimento (0.69).

Grafico 4.24 – Area finanziaria: quadriennio 2004-07 vs. biennio 2008-11 (var. %)



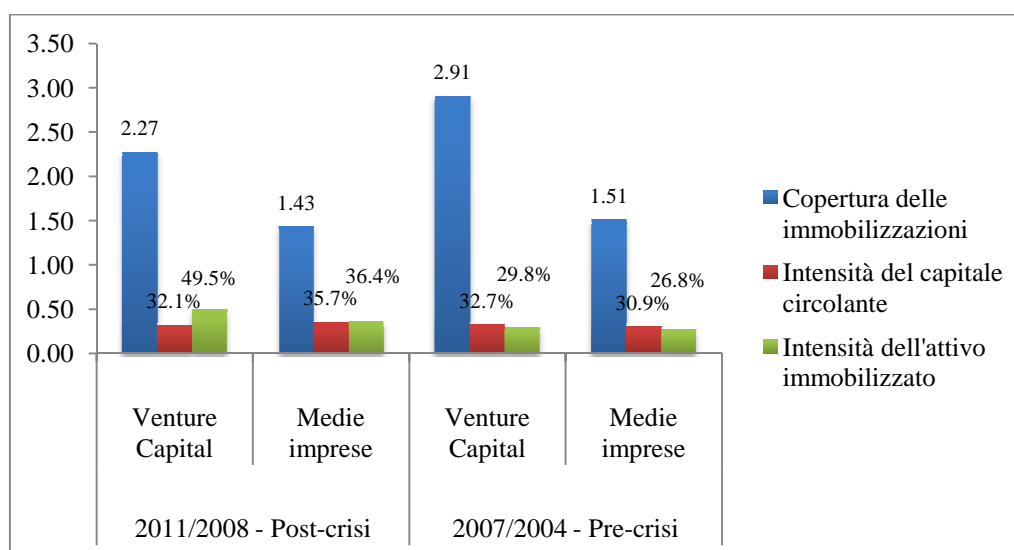
Fonte: Elaborazione propria su dati AIDA e Mediobanca, 2013

Confrontando, ora, i due quadrienni (2004-2007 e 2008-2011) nel tentativo di comprendere l'apporto dei *venture capitalist*, osserviamo che il loro apporto nella gestione finanziaria è sicuramente di rilievo. Colpisce, infatti, l'incremento (+16.1%) dell'indice di indebitamento medio che si osserva nel periodo "Post-crisi". Negli anni del *credit crunch* (seconda metà del 2009 e prima metà del 2010), l'*expertise* e la rete di conoscenze che contraddistinguono gli operatori specializzati hanno fatto sì che non

venissero a mancare i capitali necessari per perseguire i progetti di sviluppo nelle aziende partecipate. In proposito, si può notare come venga confermato il ruolo svolto con riferimento all'area finanziaria, molto spesso citato in letteratura. A riprova di ciò, le imprese medie, in cui non sono presenti intermediari specializzati, vedono ridursi il loro livello medio di indebitamento del 20.0%, arrivando ad avere una posizione finanziaria netta pari solamente al 69% del patrimonio netto. Peraltro, nonostante il minore utilizzo della leva, la copertura media degli oneri finanziari risulta di poco migliorata (+3.9%), segno che la riduzione dei margini si ripercuote in misura importante sulla sostenibilità del debito. Anzi, la riduzione del debito potrebbe essere una risposta alla ridotta capacità di remunerarlo adeguatamente. Al contrario, le imprese partecipate, anche con un tasso medio di crescita dell'EBITDA inferiore rispetto al periodo "Pre-crisi" (v. *supra*), riescono ad incrementare la copertura media degli oneri finanziari del 25.5%. Ciò indica che l'aumento medio dell'EBITDA è maggiore dell'incremento medio dei tassi applicati sui finanziamenti, a riconferma di un'ottimale gestione finanziaria.

Infine, le aziende *venture capital-backed* hanno ridotto consistentemente l'esposizione media nel breve periodo (-15.9%), molto probabilmente in risposta all'aumento dei tassi praticati a seguito della crisi del debito. Quest'ultima, infatti, ha indotto anche le imprese medie a rimodulare le scadenze, con una minore incidenza media di quelle entro l'anno del 3.8%.

Grafico 4.25 – Area patrimoniale: confronto tra imprese venture capital-backed e medie imprese



Fonte: Elaborazione propria su dati AIDA e Mediobanca, 2013

Proseguendo l'analisi, si passa all'area patrimoniale. In particolare, nel periodo "Pre-crisi" (quadriennio 2004-2007), si nota che le imprese partecipate godono di una maggiore copertura media delle immobilizzazioni (2.91) rispetto a quella delle aziende medie (1.51). Nello specifico, l'indice risulta superiore del 92.6% rispetto al *benchmark*, un risultato sicuramente considerevole. Come già ricordato in precedenza, questo risultato è molto probabilmente ricollegabile all'attenzione rivolta dagli operatori a garantire la solvibilità nel breve termine.

Viceversa, guardando al secondo indice (intensità del capitale circolante), sono le aziende medie a dimostrare una maggiore efficienza nella gestione del circolante commerciale: esso conta mediamente per il 30.9% del fatturato, un livello inferiore di 1.8 punti percentuali rispetto alle finanziate (32.7%). A riguardo, si può ipotizzare che una crescita più contenuta del volume d'affari si traduce in una migliore pianificazione delle scadenze e in un ciclo monetario più contenuto.

L'attenzione agli investimenti operativi, poi, è maggiore nelle imprese finanziate, considerato che l'incidenza media delle immobilizzazioni sul fatturato (29.8%) è superiore di 3 punti percentuali rispetto al *benchmark*. Ciò è da mettere in relazione anche alla natura dell'operazione che interessa le imprese partecipate, alla ricerca di progetti di sviluppo aziendale.

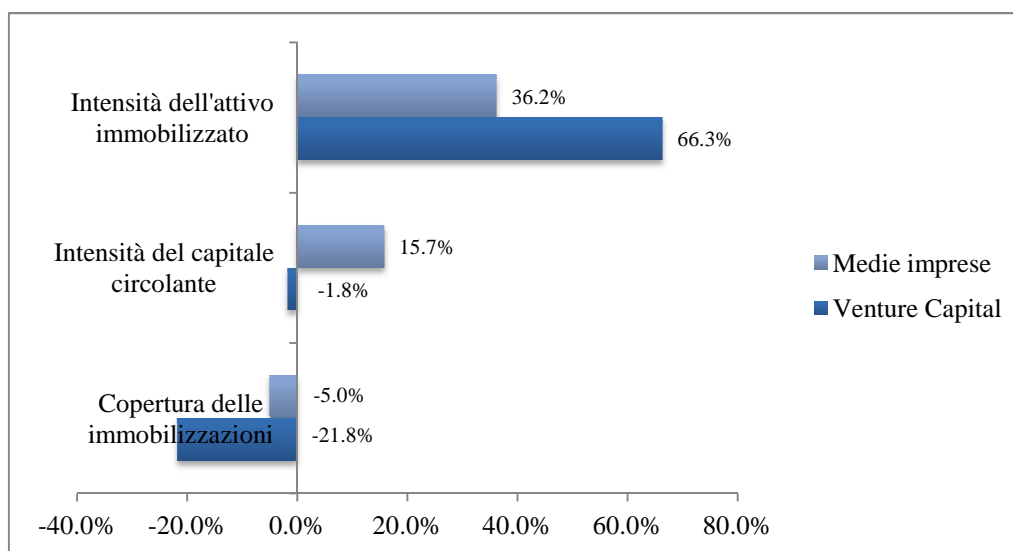
Osservando l'andamento degli indici sopracitati nel periodo "Post-crisi" (2008-2011), si riscontra nuovamente una copertura media delle immobilizzazioni maggiore per le imprese in cui vi è la presenza degli intermediari (2.27), anche se in misura più contenuta quando confrontata con il quadriennio precedente (+58.5%). Le motivazioni di un tale risultato sono da ricercarsi, molto probabilmente, nel tentativo di far coincidere maggiormente l'elasticità di fonti e impieghi.

Per quanto concerne l'intensità del circolante, invece, nel periodo 2008-2011 sono le imprese *venture capital-backed* a dimostrare la minore incidenza media del circolante commerciale rispetto ai ricavi (32.1%), contrariamente a quanto osservato nel periodo "Pre-crisi". Infatti, le aziende medie si attestano su livelli più elevati di circa 3.6 punti percentuali (35.7%): probabilmente la crisi ha causato un allungamento dei tempi di incasso dei crediti e un allungamento dei tempi di giacenza delle scorte in magazzino.

Infine, guardando al peso medio delle immobilizzazioni sul fatturato, si nota un notevole incremento per le aziende partecipate, che si attestano su valori decisamente

elevati (49.5%), superiori di ben 13.1 punti percentuali rispetto alle medie (36.4%). Sembra evidente che nel periodo “Post-crisi” vi sia stata una ricerca, da parte degli operatori, di quei progetti che avrebbero potuto portare ad un redditività in linea con i valori registrati nel periodo di espansione.

Grafico 4.26 – Area patrimoniale: quadriennio 2004-07 vs. biennio 2008-11 (var. %)



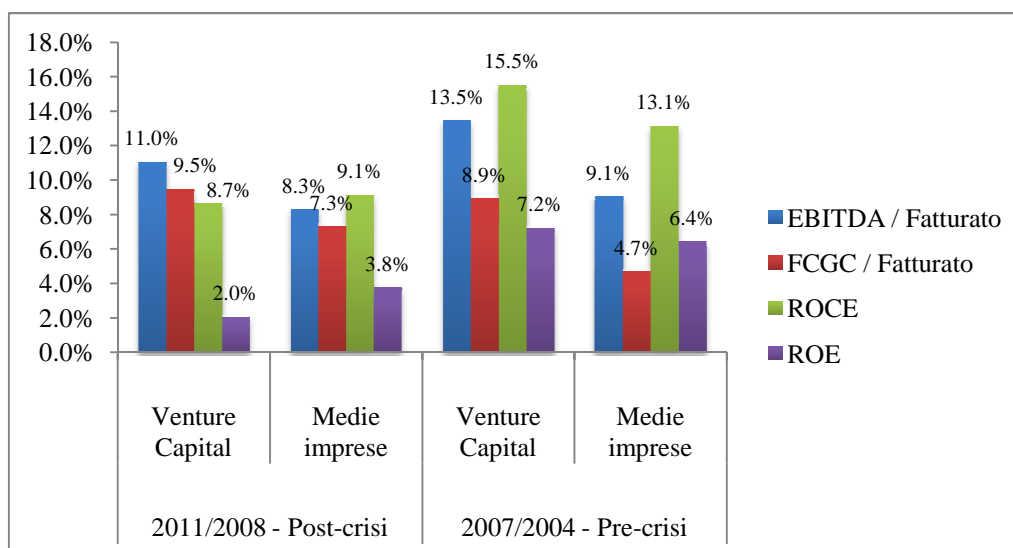
Fonte: Elaborazione propria su dati AIDA e Mediobanca, 2013

Nel confronto tra quadriennio “Pre-crisi” e “Post-crisi”, la copertura media delle immobilizzazioni scende per entrambi i campioni analizzati. Tuttavia, il ritmo di questa diminuzione è assai diverso: essa scende del 5.0% nel caso delle imprese industriali medie, mentre del 21.8% per quelle partecipate. Sicuramente, parte della minore copertura è riconducibile ai risultati più contenuti realizzati nel quadriennio “Post-crisi”, ma anche, e molto più importante, alla maggiore propensione all’investimento. Infatti, l’incidenza media delle immobilizzazioni sul fatturato aumenta del 66.3% nel caso delle imprese partecipate, mentre nel caso delle medie del 36.2%. Ciò porterebbe a concludere che i *venture capitalist* non fanno mancare il loro supporto nelle operazioni di investimento neppure al presentarsi di evidenti difficoltà.

Focalizzando l’attenzione sull’intensità del capitale circolante, poi, emerge un andamento con direzione opposta. In particolare, le imprese medie vedono aumentare l’incidenza del circolante commerciale del 15.7%, mentre le partecipate registrano una diminuzione del 1.8%. Probabilmente, le prime patiscono gli effetti della crisi in

relazione all'allungamento del ciclo monetario, mentre le seconde riescono a contenere la sua dilatazione, grazie ad una migliore pianificazione finanziaria. Ancora una volta, quindi, la presenza degli operatori sembra foriera di una migliore gestione dei fabbisogni finanziari e di migliori strategie a questi connesse.

Grafico 4.27– Reddittività espressa: confronto tra imprese venture capital-backed e medie imprese



Fonte: Elaborazione propria su dati AIDA e Mediobanca, 2013

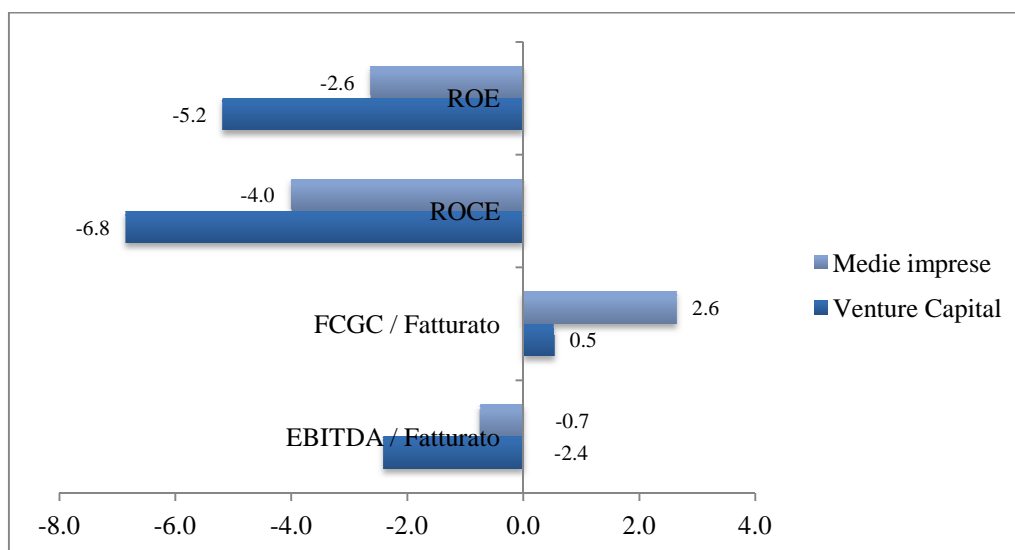
L'ultima parte dell'analisi relativa ad un arco temporale più prolungato è rivolta ad indagare la redditività espressa nei due periodi individuati. Nello specifico, per ciò che riguarda la fase "Pre-crisi", le imprese *venture capital-backed* mostrano indici migliori in tutte le aree indagate. Infatti, cominciando con la marginalità media (13.5%), questa è superiore di 4.4 punti percentuali rispetto alle medie aziende (9.1%). Proseguendo con l'incidenza media del FCGC sul fatturato, questa si rivela superiore all'incirca della stessa misura: essendo pari all'8.9%, è superiore di 4.3 punti rispetto al *benchmark* (4.7%). Anche la redditività media del capitale investito si attesta su livelli piuttosto elevati (15.5%), ancora una volta più importanti delle aziende medie (13.1%). Da ultimo, il ROE medio è anch'esso ragguardevole, considerato che quello medio di periodo è del 7.2% per le imprese partecipate e 6.4% per le altre imprese (+0.8 punti percentuali).

Passando, ora, al periodo "Post-crisi" (2008-2011), si nota che per i primi due indici (EBITDA/Fatturato e FCGC/Fatturato) il livello medio è ancora superiore nel caso delle

imprese in cui si riscontra la presenza degli operatori, di 2.7 e 2.2 punti percentuali rispettivamente. Ancora una volta, quindi, gli intermediari specializzati si dimostrano in grado di condurre una gestione più efficiente ed efficace, in grado di garantire margini più ampi e flussi di cassa consistenti. I secondi due indici (ROCE e ROE), invece, risultano attestarsi su valori medi superiori nel caso delle imprese medie. Colpisce, in proposito, il fatto che il ROCE medio delle imprese partecipate (8.7%) sia inferiore rispetto a quelle delle medie (9.1%), considerato che la marginalità media è superiore per le prime. Infatti, questo risultato indica un risultato operativo (EBIT) relativamente più contenuto. Tale evidenza, visti i margini più ampi, porta a concludere che gli ammortamenti abbiano un peso più importante nel conto economico delle aziende *venture capital-backed*. In particolare, questi andrebbero messi in relazione alla maggiore incidenza delle immobilizzazioni sul fatturato (v. *supra*), quindi ad una maggiore propensione all'investimento.

Infine, il ROE più contenuto (-1.8 punti percentuali) delle imprese partecipate è probabilmente influenzato dal livello medio di indebitamento più elevato e dai conseguenti maggiori oneri finanziari.

Grafico 4.28 – Redditività espressa: quadriennio 2004-07 vs. biennio 2008-11 (var. punti percentuali)



Fonte: Elaborazione propria su dati AIDA e Mediobanca, 2013

Confrontando il quadriennio 2004-2007 con quello 2008-2011, verrebbe da concludere che la crisi ha inciso maggiormente sulla redditività delle imprese *venture capital-*

backed rispetto alle medie imprese industriali. Infatti, tutti gli indici sembrano più depressi guardando a quest'ultime. Ad esempio, pur facendo registrare valori di periodo superiori, il calo della marginalità media è più marcato (-2.4 punti percentuali) che per le medie (-0.7). Tuttavia, questo risultato si spiega anche ricordando il forte calo del volume d'affari patito da quest'ultime, avvertito specialmente nel 2009 (-21.1% su base annua), che spinge verso l'alto l'indice. Inoltre, il tasso medio di crescita dell'EBITDA espresso nel quadriennio 2008-2011 dalle imprese partecipate è sicuramente più consistente (15.1%), superiore a quello del fatturato (7.2%).

Per ciò che concerne la realizzazione di flussi di cassa, entrambi i campioni considerati vedono aumentare l'incidenza media del FCGC sul fatturato, anche se l'incremento rispetto al periodo "Pre-crisi" è più contenuto nel caso delle imprese partecipate (0.5 punti percentuali). Infatti, le aziende medie riescono ad esprimere un miglioramento più marcato, pari a 2.6 punti. Ad ogni modo, va tenuto in considerazione che questa evidenza è riconducibile anche ad una riduzione del denominatore, piuttosto che ad un concreto incremento dei flussi. Infatti, la marginalità media è in calo (-4.8%) e l'incidenza media del capitale circolante commerciale sul fatturato è in aumento (15.7%).

Quanto agli ultimi due indici, che indagano la redditività di capitale investito e del patrimonio netto, risultano entrambi in calo. In particolare, il ROCE medio scende in misura maggiore (-6.8 punti percentuali) nel caso delle aziende *venture capital-backed* rispetto al *benchmark* (-4.0 punti). In proposito, si sottolinea che, probabilmente, sul risultato delle prime incide il maggior peso degli ammortamenti, che va ricollegato ad un maggior peso delle immobilizzazioni sul fatturato. Questa evidenza, perciò, non è del tutto negativa, considerato che solitamente gli investimenti preludono ad un tasso di crescita aziendale futuro più sostenuto.

Infine, il ROE scende più per le partecipate (-5.2 punti percentuali) che per le aziende medie (-2.6). Sul punto, è da segnalare la differenza di *leverage* tra i due campioni analizzati: l'incremento del livello medio di indebitamento deve aver comportato un aumento degli oneri del credito e una conseguente diminuzione del risultato netto.

Conclusioni

L'analisi empirica realizzata ha messo in luce alcune interessanti evidenze in relazione alla performance espressa dalle imprese *venture capital-backed* nel periodo di crisi e nella ripresa economica iniziale. In particolare, escludendo alcune rare eccezioni, i valori fatti registrare sono decisamente migliori rispetto al *benchmark* di riferimento, ovvero le medie imprese industriali italiane.

Nel periodo di crisi (2008-2009), l'insieme degli indicatori e degli indici indagati risulta meglio posizionato, con la sola esclusione della copertura degli oneri finanziari e della redditività del patrimonio netto. Relativamente al periodo di recessione, colpiscono prevalentemente due caratteristiche rilevate nelle imprese partecipate, ovvero il tasso di indebitamento medio e la variazione del numero di dipendenti. Infatti, in relazione al primo aspetto, il fatto che non venga a mancare l'appoggio del canale bancario sembra confermare l'importante ruolo svolto dagli operatori specializzati nella gestione finanziaria, constatato da una copiosa letteratura. Nello specifico, molti autori hanno verificato un miglioramento nei rapporti con gli altri interlocutori finanziari a seguito dell'ingresso nel capitale dell'investitore istituzionale. Peraltro, una ricerca realizzata da Banca d'Italia (Banca d'Italia, 2009), relativa al nostro Paese, riporta il suddetto beneficio come uno dei principali riscontrati dagli imprenditori. In proposito, va ricordato che la seconda metà del 2009 e la prima metà del 2010 sono state caratterizzate da una forte restrizione del credito, che ha colpito le imprese italiane e seriamente intaccato l'andamento del PIL del nostro Paese.

Soffermandoci, ora, sul secondo aspetto, ovvero l'evidenza relativa al tasso di occupazione, va sottolineato che il tasso medio di crescita del numero di dipendenti delle imprese partecipate non viene scalfito dal periodo di recessione. Infatti, per queste aziende non si riscontrano variazioni rispetto ai valori del biennio di espansione (2006-2007), mentre nel caso delle medie si avverte un forte calo del numero di occupati. Questo risultato è particolarmente rilevante se si considerano le conseguenze positive in relazione alla capacità di spesa e al sostenimento dei consumi, il cui contributo è fondamentale per la crescita del PIL.

Il secondo periodo indagato, ovvero il biennio di ripresa economica iniziale (2010-2011), conferma la superiorità dell'andamento delle imprese *venture capital-backed*, che esprimono valori migliori a quelle delle medie aziende industriali, con solo 3 eccezioni (intensità del capitale circolante, ROCE e ROE). Inoltre, è particolarmente importante sottolineare il miglioramento nei valori medi di indicatori ed indici che si registra nel caso delle prime, a conferma del ruolo che gli operatori specializzati possono avere nell'agevolare la ripresa economica. Considerato che la differenza tra i valori medi registrati nel biennio di ripresa e quelli nel periodo di crisi è a vantaggio delle aziende partecipate in praticamente tutte e 4 le aree indagate, si può concludere che la risposta ai primi segnali di miglioramento del contesto macroeconomico è più forte e reattiva rispetto al *benchmark*. Nello specifico, colpisce, ancora una volta, il ruolo degli intermediari specializzati nell'area finanziaria, dove una maggiore utilizzo della leva è accompagnato da una marcata sostenibilità del debito. In relazione a ciò, va tenuto presente che la prima metà del 2010 è stata segnata da un mercato *credit crunch*, che, come ricordato, ha fortemente condizionato le aziende italiane.

Inoltre, nel biennio di ripresa iniziale si nota un rilevante miglioramento nella redditività espressa, considerato che la differenza con i valori medi del biennio di crisi è superiore nel caso delle imprese partecipate rispetto alle medie industriali. Ciò potrebbe considerarsi rappresentativo di una superiore capacità di intraprendere quelle iniziative che si rivelano maggiormente redditizie. Sul punto, va segnalato che l'incidenza delle immobilizzazioni sul fatturato è decisamente più importante nel caso di presenza dei *venture capitalist*, a confermare una maggiore attenzione alle politiche di investimento, magari da porre in relazione alla natura delle operazioni analizzate (*expansion financing*).

Da ultimo, la visione d'insieme, relativa agli anni 2004-2011, conferma una indiscussa superiorità delle imprese partecipate, che riescono ad attestarsi su valori migliori rispetto al *benchmark*. In particolare, nel quadriennio "Pre-crisi" (2004-2007), l'unico neo da imputare alla prime è una meno efficiente gestione del capitale circolante commerciale. Il risultato complessivo, dato dalla crescita del fatturato, dell'EBITDA e del numero di dipendenti è migliore, così come le gestioni finanziaria e patrimoniale. Anche la redditività si attesta su valori più elevati. Proprio quest'ultima, però, risente maggiormente dell'avvento della recessione, che comporta un peggioramento più

marcato rispetto alle medie aziende. Nel quadriennio “Post-crisi”, infatti, la differenza dei livelli medi di redditività espressa rispetto al periodo precedente risulta maggiore per le imprese finanziate dagli operatori. Ulteriori tratti caratterizzanti il quadriennio 2008-2011 sono il maggiore ricorso alla leva finanziaria, che, in un arco temporale contraddistinto da un importante *credit crunch*, conferma il ruolo degli intermediari in relazione alla gestione finanziaria. Non meno importante, poi, l’incremento del peso delle immobilizzazioni sul fatturato, a riprova dell’attenzione dei *venture capitalist* a strategie di crescita, anche in anni di cocente difficoltà.

Infine, colpisce un risultato globale profondamente diverso a seguito della crisi del 2008. Infatti, se nel periodo “Post-crisi” le aziende *venture capital-backed* sono riuscite a far registrare tassi medi di crescita di fatturato, EBITDA e occupati positivi, le medie industriali evidenziano tassi medi negativi in tutte e tre le aree. Questi risultati sono forse i più rilevanti, considerato che ad una contrazione di volume d’affari, margini e dipendenti di queste ultime, si contrappone un tasso medio di crescita degli addetti in aumento per le partecipate.

La visione d’insieme sembra confermare che gli operatori sono in grado di esprimere risultati migliori rispetto al *benchmark*, pur risentendo in misura maggiore della recessione in termini di variazione della redditività espressa media.

Nella sua globalità, l’analisi proposta porta a concludere che i *venture capitalist* riescono a contrastare e limitare l’impatto della carenza di capitali dovuta ad un’importante *credit crunch*, sono maggiormente propensi agli investimenti e svolgono un ruolo economico considerevole con riferimento all’incremento del tasso medio di variazione del numero dei dipendenti. Perciò, considerata la particolare congiuntura economica attuale, dove le imprese si trovano nuovamente colpite dalla morsa del credito e faticano ad individuare sentieri di sviluppo, si può auspicare un maggiore intervento da parte degli investitori istituzionali, che con le loro iniziative possono essere in grado di indirizzare alla crescita.

La presente ricerca lascia aperte alcune interessanti questioni, quali il nesso di causalità tra performance delle imprese e presenza dei *venture capitalist* ed un allargamento del campione a diverse tipologie di operazioni, pur considerando i limiti suesposti. Infine, si auspica che il recente rinnovato interesse per il tema del *venture capital* possa tradursi in iniziative concrete di incentivazione da parte dei *policy maker*.

Bibliografia

- [1] AA.VV. (2013), *Politiche finanziarie e strategie di investimento*, McGraw-Hill Education, Milano.
- [2] AIFI (2000), “Il mercato italiano del Private Equity e Venture Capital”, Dati di Mercato, Studi e Ricerche.
- [3] AIFI (2001), “Il mercato italiano del Private Equity e Venture Capital”, Dati di Mercato, Studi e Ricerche.
- [4] AIFI (2002), “Il mercato italiano del Private Equity e Venture Capital”, Dati di Mercato, Studi e Ricerche.
- [5] AIFI (2003), “Il mercato italiano del Private Equity e Venture Capital”, Dati di Mercato, Studi e Ricerche.
- [6] AIFI (2004), “Il mercato italiano del Private Equity e Venture Capital”, Dati di Mercato, Studi e Ricerche.
- [7] AIFI (2005), “Il mercato italiano del Private Equity e Venture Capital”, Dati di Mercato, Studi e Ricerche.
- [8] AIFI (2006), “Il mercato italiano del Private Equity e Venture Capital”, Dati di Mercato, Studi e Ricerche.
- [9] AIFI (2007), “Il mercato italiano del Private Equity e Venture Capital”, Dati di Mercato, Studi e Ricerche.
- [10] AIFI (2008), “Il mercato italiano del Private Equity e Venture Capital”, Dati di Mercato, Studi e Ricerche.
- [11] AIFI (2009), “Il mercato italiano del Private Equity e Venture Capital”, Dati di Mercato, Studi e Ricerche.
- [12] AIFI (2010), “Il mercato italiano del Private Equity e Venture Capital”, Dati di Mercato, Studi e Ricerche.
- [13] AIFI (2011), “Il mercato italiano del Private Equity e Venture Capital”, Dati di Mercato, Studi e Ricerche.
- [14] AIFI (2012), “Il mercato italiano del Private Equity e Venture Capital”, Dati di Mercato, Studi e Ricerche.

- [15] AIFI (2013), “Il mercato italiano del Private Equity e Venture Capital”, Dati di Mercato, Studi e Ricerche.
- [16] Albareto, G. e Finaldi Russo, P. (2012), “Fragilità finanziaria e prospettive di crescita: il razionamento del credito alle imprese durante la crisi”, Questioni di Economia e Finanza, Banca d’Italia, Occasional Paper n. 127.
- [17] Alemany, L. e Martí, J. (2005), “Unbiased estimation of economic impact of venture capital backed firms”, ESADE Business School, Working Paper.
- [18] Alemany, L. e Martí, J. (2006), “Do Venture Capitalists’ characteristics affect the performance of the firms they back?”, ESADE Business School, Working Paper.
- [19] Banca d’Italia (2009), “Il *private equity* in Italia”, Questioni di Economia e Finanza, Banca d’Italia, Occasional Paper n. 41.
- [20] Banca d’Italia (2013), “Indagine sulle imprese industriali e dei servizi – Anno di riferimento 2012”, Indagini campionarie, Supplementi al Bollettino Statistico n. 38.
- [21] Banca d’Italia (2014), “Moneta e banche”, Indicatori monetari e finanziari, Supplementi al Bollettino Statistico n. 23.
- [22] Basilico, E., Maestroni, M. e Mantovani, G.M. (2014), “What is worth more for the merit of credit? Evidence from the credit system in the North Eastern Italian District.”, Università Ca’ Foscari Venezia, Working paper.
- [23] Blanchard, O. (2007), “Current Account Deficits in Rich Countries”, *IMF Staff Papers*, **54**(2):191–219.
- [24] Block, J. e Sandner, P. (2009), “What is the Effect of the Current Financial Crisis on Venture Capital Financing? Empirical Evidence from US Internet Start-ups”, Personal RePEc Archive, Working paper n. 14727.
- [25] Borsa Italiana (2004), “Guida alla valutazione”, Listing Guides.
- [26] Bottazzi, L., Da Rin, M. e Hellmann, T. (2003), “The Changing Face of the European Venture Capital Industry: Facts and Analysis”, IGIER-Bocconi University, Working paper.
- [27] Bracchi, G. (2010), “Private Equity e Imprese Dopo la Crisi”, Relazione al Convegno Annuale AIFI, Milano.
- [28] Brighi, P. e Torluccio, G. (2007), “Evidence on Funding Decisions by Italian SMEs: A Self-Selection Model?”, Università di Bologna, Working paper.

- [29] Bygrave, W.D., Hay, M. e Peeters, J.B. (1994), *Realizing Investment Value*, Pitman Publishing, Londra.
- [30] Christensen, C. (1997), *The Innovator's Dilemma: When New Technologies Cause Great Firms to Fail*, Harvard Business Review, Cambridge.
- [31] Commissione Europea (2013), "Scheda Informativa SBA 2013 – Italia", Imprese e industria, Bruxelles.
- [32] Commissione Europea (2014), "Research and innovation as sources of renewed growth", Communication From The Commission To The European Parliament, The Council, The European Economic And Social Committee And The Committee Of The Regions, Bruxelles.
- [33] Costa, S., Malgarini, M. e Margani, P. (2012), "Access to credit for Italian firms: new evidence from the ISTAT confidence business surveys", Munich Personal RePEc Archive, Working paper n. 41389.
- [34] Costa, S. e Margani, P. (2009), "Credit crunch in Italy: Evidence on new ISAE survey data", ISAE, *Fourth joint EU-OECD Workshop on Business and Consumer Opinion Surveys*, Bruxelles, 12-13 Ottobre.
- [35] Cuny, C.J. e Talmor, E. (2007), "A theory of private equity turnarounds", *Journal of Corporate Finance*, **13**(4):629-646.
- [36] Del Giovane, P., Eramo, G. e Nobili, A. (2011), "Disentangling demand and supply in credit developments: a survey based analysis for Italy", *Journal of Banking and Finance*, **35**(10):2719-2732.
- [37] Del Giovane, P., Nobili, A. e Signoretti, F.M. (2013), "Supply tightening or lack in demand: Is the sovereign debt crisis different from Lehman?", Temi di Discussione, Working paper n. 942.
- [38] Ernst&Young (2012), "Branching Out. How do private equity investors create value? A study of European exits", Milano.
- [39] Frontier Economics (2013), "Exploring the impact of private equity on economic growth in Europe. A report prepared for the EVCA", Londra.
- [40] Garicano, L. e Reichlin, L. (2014), "Squaring the Eurozone's Vicious Circle", in *Project-syndacate.org*. <http://www.project-syndicate.org/commentary/lucrezia-reichlin-and-luis-garicano-offer-three-options-for-severing-the-link-between-sovereign-debt-risk-and-domestic-banking-stability>.

- [41] Gervasoni, A. e Sattin, F.L. (2008), *Private equity e venture capital. Manuale di investimento nel capitale di rischio*, Guerini Studio, Milano.
- [42] Gobbi, G. (2013), “Audizione nell’ambito dell’indagine conoscitiva sugli strumenti fiscali e finanziari a sostegno della crescita, anche alla luce delle più recenti esperienze internazionali”, Audizione presso la VI Commissione Camera dei Deputati (Finanze), Camera dei Deputati.
- [43] Harris, R.S., Jenkinson, T. e Kaplan, S.N. (2013), “Private Equity Performance: What Do We Know?”, *Journal of Finance*, manoscritto in attesa di pubblicazione.
- [44] Hau, H., Langfield, S. e Marques-Ibanez, D. (2012), “Bank Ratings: What determines their quality?”, European Central Bank, Working Paper n. 1484.
- [45] International Monetary Fund (2008), “Containing Systemic Risks and Restoring Financial Soundness”, Global Financial Stability Report.
- [46] Istituto Programmazione Economica della Toscana (2012), “Politiche di partecipazione al capitale di rischio delle imprese innovative. Il fondo Toscana Innovazione”, Firenze.
- [47] Kaplan, S.N. e Schoar, A. (2005), “Private equity returns: persistence and capital flows”, *Journal of Finance*, **60**(4):1791-1823.
- [48] Kaplan, S.N. e Strömberg, P. (2004), “Characteristics, Contracts, and Actions: Evidence from Venture Capitalist Analyses”, *Journal of Finance*, **59**(5):2177-2210.
- [49] Kaplan, S.N. e Strömberg, P. (2008), “Leveraged Buyouts and Private Equity”, National Bureau of Economic Research, Working Paper n. 14207.
- [50] Kortum, S. e Lerner, J. (2000), “Assessing the contribution of venture capital to innovation”, *RAND Journal of Economics*, **31**(4):674-692.
- [51] KPMG (2013a), “Finanza per la crescita: corporate bond e strumenti alternativi”, Milano.
- [52] KPMG (2013b), “2013: After the break. Italian Private Equity and Venture Capital market: 2013 performances”, Milano.
- [53] Kraus, A. e Litzenberger, R.H. (1973), “A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage”, *Journal of Finance*, **28**(4):911-922.
- [54] Krugman, P. (2012), *Fuori da questa crisi, adesso!*, Garzanti, Milano.
- [55] Ladapo, L.N. (2010), “Private equity in a deleveraged economy: lessons from the financial crisis”, Harvard Law School, Tesi di Laurea Magistrale.

- [56] Landström, H. (edited by) (2007), *Handbook of Research on Venture Capital*, Edward Elgar Publishing, Cheltenham.
- [57] Lane, R.P. (2012), “The European Sovereign Debt Crisis”, *Journal of Economic Perspectives*, **26**(3):49–68.
- [58] Large, D e Muegge, S. (2008), “Venture capitalists’ non-financial value-added: an evaluation of the evidence and implications for research”, *Venture Capital*, **10**(1):21-53.
- [59] Leslie, P. e Oyer, P. (2008), “Managerial Incentives and Value Creation: Evidence from Private Equity”, National Bureau of Economic Research, Working Paper n. 14331.
- [60] Massari, M. e Zanetti, L. (2008), *Valutazione. Fondamenti teorici e best practice nel settore industriale e finanziario*, McGraw-Hill Education, Milano.
- [61] Mediobanca - Unioncamere (2013), “Le medie imprese industriali italiane (2002-2011)”, Ufficio Studi di Mediobanca e Centro Studi di Unioncamere, Pubblicazione annuale.
- [62] Murphy, A. (2008), “An Analysis of the Financial Crisis of 2008: Causes and Solutions”, Oakland University, Working paper. <http://ssrn.com/abstract=1295344>.
- [63] Myers, S.C. (1984), “The capital structure puzzle”, *Journal of Finance*, **39**(3):575-592.
- [64] Panetta, F. (2014), “Un sistema finanziario per la crescita”, intervento alla conferenza "Il risparmio degli italiani è al sostegno della crescita?", The Adam Smith Society.
- [65] Panetta, F. e Signoretti, F.M. (2010), “Domanda e offerta di credito in Italia durante la crisi finanziaria”, *Questioni di Economia e Finanza*, Banca d’Italia, Occasional paper n. 63.
- [66] Panteghini, P., Parisi, M.L. e Pighetti, F. (2012), “Italy’s ACE Tax and Its Effect on a Firm’s Leverage”, Università di Brescia, Discussion paper n. 2012-31.
- [67] Poli, A. (2010), “Il Private Equity prima e dopo la crisi”, *Anteo*, **55**:25-27.
- [68] Presbitero, A.F., Udell, G.F. e Zazzaro, A. (2012), “The Home Bias and the Credit Crunch: A Regional Perspective”, *Money & Finance Research*, Workshop paper n. 60.

- [69] PricewaterhouseCoopers (2013), “L’impatto economico del Private Equity e del Venture Capital in Italia”, Milano.
- [70] Shapiro, R.J. (2009), “The Role of the Private Equity Sector Promoting Economic Recovery”, Sonecon.
- [71] Sjostrom, W.K. Jr. (2007), “PIPEs”, *Entrepreneurial Business Law Journal*, 2(1):381-413.
- [72] Sottrici, F. (2013), “Venticinque anni di private equity in Italia: evoluzione e caratteristiche dall’origine ai giorni nostri”, Università Carlo Cattaneo – LIUC, Working paper n. 262.
- [73] Stiglitz, J.E. (2004), *I ruggenti anni Novanta. Lo scandalo della finanza e il futuro dell’economia*, Einaudi, Torino.
- [74] The European House – Ambrosetti (2011), “Famiglie Imprenditoriali: Il problema non è (soltanto) la successione”, Milano.
- [75] Vella, F. (2014), “Crisi bancarie: così l’Europa cerca di gestirle”, in *LaVoce.info*.
<http://www.lavoce.info/crisi-bancarie-europa-gestione-centralizzata-unione-bancaria>.