

# ***Private equity* in Italia: caratteristiche del mercato e ruolo per le imprese**

---

Barbara Fidanza

**English abstract** The purposes of this work is threefold. First, it is important to see how the hypotheses developed in the theory of corporate finance should be adjusted to be applied in the private equity context. Second, the paper illustrates the characteristics of the Italian private equity market in terms of investments, operators, fund raising, disinvestments and performance. The AIFI (Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital) and PEM (Private Equity Monitoring) data are used. Third, the paper gives an idea of private equity role at firm level. In particular, the results of some studies show that the equity investments: facilitates the firms growth; improves the corporate governance; helps the firms during crises; improves the economic and financial communication.

**Abstract italiano** Il fine del presente contributo è triplice. Primo, mostrare come le ipotesi adottate nella teoria della finanza di impresa debbano essere modificate affinché siano applicabili al contesto del private equity. Secondo, illustrare le caratteristiche del mercato italiano del private equity in termini di investimenti, operatori, raccolta dei fondi, disinvestimenti e performance. Si sono utilizzati i dati dell'AIFI (Associazione Italiana del Private Equity e del Venture Capital) e del PEM (Private Equity Monitoring). Terzo, dare conto del ruolo che l'attività di private equity può avere per l'impresa. In particolare, i risultati di alcuni studi internazionali mostrano che gli investimenti in private equity: facilitano la crescita delle imprese; migliorano la corporate governance; aiutano l'impresa nei momenti di crisi; migliorano la comunicazione di tipo economico e quella finanziaria.

## **8.1 Premessa**

Negli ultimi anni, il sistema finanziario mondiale è stato oggetto di profonda evoluzione derivante dal progressivo arricchimento dell'apparato finanziario sicuramente in termini di allargamento della tipologia di intermediari, ma anche e non con minor peso, di sviluppo di nuovi strumenti e mercati. Si pensi, per esempio, alla diffusione del *merchant banking*, all'introduzione dei fondi chiusi di diritto

italiani ed esteri, in generale al mercato mobiliare innovativo per le imprese. Strumenti di questo genere, ovvero canali di finanziamento, prevalentemente a titolo di capitale di rischio, vengono definiti di “Finanza Innovativa” e tra questi vi è il Private Equity (PE).

Con il PE un investitore istituzionale rileva quote di una società (*target*) acquisendone le azioni e apportando, quindi, nuovi capitali. Generalmente le *target* non sono società quotate in borsa e presentano un’elevata capacità di generare flussi di cassa costanti e altamente prevedibili, ovvero importanti tassi di crescita potenziale. Chi effettua l’investimento si propone di disinvestire nel medio-lungo termine realizzando una plusvalenza dalla vendita della partecipazione azionaria.

Un primo aspetto da sottolineare è che gli operatori di PE non apportano solo capitale finanziario, ma soprattutto capitale umano. Il loro scopo è di entrare nella società attraverso l’investimento di capitale di rischio e di far crescere l’azienda grazie all’esperienza maturata nei vari settori.

Questo tipo di investimenti raggruppa un ampio spettro di operazioni, in funzione sia della fase del ciclo di vita aziendale in cui si trova la *target* durante l’operazione, che della tecnica di investimento usata.

Se gli operatori entrano nel capitale dell’impresa attraverso operazioni di *early stage* finalizzate a finanziare la sperimentazione di una nuova idea (*seed*) e la nascita di una nuova impresa (*start-up*) si parla più precisamente di Venture Capital (VC)

Gli operatori di PE, invece, entrano nel capitale di un’impresa con un ciclo di vita successivo a quello iniziale. In funzione degli obiettivi di investimento, si distinguono tre tipologie di operazioni: *expansion*, *replacement* e *buy out*. L’operazione di *expansion* è rivolta a sostenere la crescita e l’implementazione di progetti di internazionalizzazione, partnership e *joint-venture* in aziende già esistenti attraverso un aumento di capitale. Le altre due operazioni sono attuate non per aumentare il capitale, ma per modificare l’assetto proprietario, ad esempio in vista di un passaggio intergenerazionale. Con il *replacement* il fondo di PE sostituisce una parte dell’azionariato di minoranza. L’operazione di *buy out* permette al fondo di entrare nel capitale di rischio dell’impresa rilevando una quota di maggioranza, assumendone quindi il controllo totale.

Quella appena data è una classificazione tradizionale dell’investimento in capitale di rischio, una più recente letteratura sul tema (Gervasoni-Sattin 2000) distingue tre tipologie di finanziamento basandosi sulle esigenze strategiche dell’impresa, le loro problematiche e gli obiettivi di soddisfacimento, di seguito se ne dà brevemente conto.

- Finanziamento all’avvio – Rientrano in questa categoria gli interventi il cui obiettivo è quello di supportare la nascita di una nuova iniziativa imprenditoriale, sia essa ancora nella fase embrionale che nelle primissime fasi dell’avvio, quando è più che mai evidente come l’esigenza non sia solo in termini di capitali, ma sia necessario un aiuto nella definizione della formula imprendi-

toriale, il portatore di nuove idee deve essere supportato in termini di capacità imprenditoriali.

- Finanziamento dello sviluppo – Si parla di investimenti effettuati in imprese che si trovano a dover affrontare, seppur a vario titolo (diversificazione dell'attività, acquisizione di altre aziende o rami, integrazione con altre realtà imprenditoriali), problematiche legate allo sviluppo; evidentemente, nel caso di diversificazioni dell'attività il contributo richiesto è prevalentemente finanziario, negli altri casi anche di consulenza.
- Finanziamento del cambiamento – Finanziamento ai processi di cambiamento dell'impresa che comportano cambiamenti più o meno radicali dell'assetto proprietario della stessa.

Alla prima categoria viene ricondotta l'attività di VC alle ultime due quella di PE.

Per quanto riguarda i fondi di investimento in capitale di rischio questi sono guidati da gestori professionisti definiti *general partners*, essi ottengono fondi da investitori istituzionali che formalizzano il loro investimento diventandone *limited partners*. Un fondo di PE ha una vita predefinita (tra i 5 e i 30 anni, in media 10-12) e compie generalmente dai 7 ai 25 investimenti nell'arco della propria vita in funzione della dimensione delle aziende in cui investe; in genere si ritiene che con meno di 7 investimenti il rischio sarebbe molto alto e influirebbe negativamente sul rendimento di tutto il fondo. Nella vita del fondo si può distinguere un *investment period* (dura massimo 3 anni) dal *disinvestment period*, nel primo il fondo va a fare gli investimenti ed effettua le *capital calls*, nel secondo si occupa della gestione al fine di realizzare i valori attesi.

In questo meccanismo, una fase molto delicata è quella della raccolta, è impegnativa sia in termini di risorse, che di tempo. Le probabilità di successo dell'iniziativa sono tanto più alte quanto più chiare sono le strategie (identificazione del mercato target, pre-marketing, strutturazione del fondo, preparazione e distribuzione del materiale del marketing, incontri con i potenziali investitori, preparazione della documentazione legale, chiusura) che guidano l'attività di *fund raising*.

La fase dello smobilizzo costituisce la parte finale della sequenza del processo di investimento, una fase estremamente delicata perché è in questo stadio che può realizzarsi un guadagno in conto capitale, che rappresenta lo scopo ultimo dell'investitore istituzionale in capitale di rischio. È evidente che il disinvestimento è opportuno, quando si raggiunge un livello di sviluppo elevato, in questo caso i *capital gain* da cessione del capitale saranno maggiori, poiché è più probabile che vi siano acquirenti disposti a pagare molto per le quote di partecipazione. In genere il disinvestimento può avvenire sotto varie forme: quotazione e/o vendita di azioni sul mercato, cessione della partecipazione ad un altro operatore, riacquisto della partecipazione da parte del gruppo imprenditoriale originario (*buy*

*back*), azzeramento della partecipazione a seguito del fallimento dell'operazione di investimento (*write off*).

L'attività d'investimento nel capitale di rischio di imprese è iniziata negli Stati Uniti negli anni '40 e ha subito una fase di fortissimo sviluppo verso la fine degli anni '70 e gli anni '80. In ogni modo, l'intero settore rileva la maggiore crescita durante gli anni '90, quando condizioni favorevoli per nuove quotazioni, eccezionale andamento dei mercati borsistici, ha creato grandi opportunità di investimento. Il Regno Unito è il paese che per primo in Europa ha sviluppato un mercato del capitale di rischio con performance stabili rese possibili da un contesto legislativo e fiscale che agevola l'attività dei gestori dei fondi. In Italia, l'avvio delle attività di PE è avvenuto con notevole ritardo rispetto a quanto verificatosi all'estero essendosi dovuto misurare con le ostilità del sistema bancario che temeva di perdere il controllo dell'intermediazione finanziaria, ma dagli anni '90 in poi si rileva un'attività stabile e registrabile con un numero crescente di *advisor* di fondi chiusi sia internazionali che nazionali.<sup>1</sup> L'Associazione Italiana del Private Equity (AIFI) nell'ultimo rapporto 2008 evidenzia che dal 1998 gli investimenti e i fondi raccolti hanno subito una evidente tendenza alla crescita, il 2008 è stato un anno record (investimenti per 5.458 milioni di euro).

Con il presente contributo si vuole:

- riflettere su come alcune assunzioni tipiche delle teorie della finanza aziendale vanno rilette nel mercato del PE;
- descrivere per il periodo 1999-2008, tramite la lettura di dati offerti da organismi di monitoraggio quali AIFI (Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital) e PEM (Private Equity Monitoring)<sup>2</sup>, le caratteristiche del mercato del PE in Italia;
- comprendere quale ruolo abbia per l'impresa l'investimento in capitale di rischio.

---

<sup>1</sup> Per un maggior dettaglio sulle caratteristiche del private equity Europeo si rinvia al contributo di Cutrini E. contenuto nel presente volume.

<sup>2</sup> L'AIFI è un'associazione che monitora attraverso l'invio di questionari agli investitori l'attività di investimento, di disinvestimento e di raccolta dei nuovi capitali tramite PE. L'unità di rilevazione è rappresentata dalle strutture di investimento, società di gestione del risparmio, advisors, società finanziarie e banche, non dai singoli fondi gestiti dalle stesse. Il PEM è l'osservatorio permanente del private equity in Italia che svolge un'attività di: - mappatura e divulgazione sul mercato italiano del capitale di rischio; - elaborazione di un database relativo agli investimenti posti in essere in Italia a partire dal 1998; - ricerca e approfondimento settoriale e di altra natura.

## 8.2 *Private equity* e finanza aziendale: alcune riflessioni

Da uno sguardo di insieme le teorie della finanza aziendale riguardano due aspetti delle scelte aziendali: le decisioni di investimento e il loro finanziamento, con le prime si elaborano le scelte di investimento in un'ottica di massimizzazione del valore dell'impresa, con le seconde si individuano le scelte di finanziamento ottimali. Le asimmetrie informative tra management e/o azionisti e gli investitori, i problemi di agenzia tra azionisti e manager ovvero manager/azionisti e creditori, comportano costi che possono influenzare le decisioni di investimento e finanziamento dell'impresa (Jensen-McKlein 1976, Myers 1977, Myer-Majluf 1984, Stulz 1980, Jensen 1986, Diamond 1989, Harris-Raviv 1990). In particolare, per le scelte di finanziamento, i condizionamenti portano a delle implicazioni sulla struttura del capitale e la natura della corporate governance, sulle scelte di investimento il principale problema consiste nel garantire un approccio razionale alla valutazione delle attività, in una logica di creazione di valore e di adeguata valorizzazione di tempo e rischio.

A ben vedere, le teorie sulle asimmetrie informative e di agenzia nelle loro formulazioni di base sono costruite sotto assunzioni che non sempre rispecchiano al meglio il mercato del PE, di seguito se ne da' brevemente conto.

- Liquidità degli investimenti – Gli investimenti in PE non sono dividibili e liquidabili in qualsiasi momento poiché in genere sono investimenti fatti in imprese non quotate e da investitori che rinunciano alla liquidità di breve termine.
- Monitoraggio passivo sul management – Nelle teorie tradizionali gli azionisti sono ritenuti a basso monitoraggio o a controllo indiretto sul management, gli investitori in PE tendono ad essere più attivi, rispetto agli azionisti non manager e agli altri investitori istituzionali, nel condizionare le scelte di gestione.
- Ruolo del mercato nel controllo societario – È ritenuto importante se si pensa a imprese a bassa concentrazione proprietaria e quotate, non è così nel caso di PMI, impresa-tipo tra le target di investimenti in PE, altamente concentrate e non quotate.
- Accesso al mercato dei capitali anonimo – Il reperimento di capitale sul mercato da parte delle imprese nel caso sia coinvolto un investitore di PE, non è anonimo.
- Attività senza specificità in termini di intagibilità e/o trasferibilità – Nella formulazione delle principali teorie in genere non si pensa ad investimenti con particolari specificità, ma ad investimenti il cui finanziamento può avvenire indifferentemente tramite debito o equity, senza preferenze a priori tra le due forme di finanziamento. Se le imprese, oggetto di PE cercano finanziamenti per sostenere la crescita e/o implementare progetti, potrebbero appartenere a

settori nuovi, meno saturi e per questo caratterizzati da minore competizione, settori tradizionalmente meno conosciuti e, quindi, a più elevato rischio.

- Elevata asimmetria informativa tra insider e outsider – Per le imprese quotate e ad ampio flottante le informazioni private sono reperibili con maggiori difficoltà, il gap informativo tra investitore in PE e insider esiste nella fase di pre-investimento, evidentemente si riduce ad investimento avvenuto, la presenza degli investitori in PE nel management garantisce loro l'accesso ad un numero maggiore di informazioni.

Queste osservazioni conducono ad alcuni condizionamenti in termini di governance, politiche di finanziamento, valutazione degli investimenti.

Le evidenze empiriche svolte su imprese statunitensi (Gompers 1997, Trester 1998, Kaplan-Strömberg 2002) mostrano come negli investimenti in capitale di rischio la partecipazione dell'imprenditore rimane solitamente di maggioranza, l'impegno dell'imprenditore è cruciale per il successo del progetto e gli investimenti sono, in genere, di medio termine.

La prima conseguenza, dal punto di vista dell'investitore in PE, è che il suo portafoglio è meno diversificato rispetto a quello degli altri investitori istituzionali e si aspetta, quindi, una remunerazione allineata alle performance del mercato, ma che lo compensi anche della minore liquidità dell'investimento.

Ciò si ripercuote sull'impresa target, poiché giustifica un atteggiamento più attivo degli investitori in PE, rispetto agli azionisti non manager e agli investitori istituzionali tradizionali, nel condizionare l'operato del management. Normalmente le difficoltà nell'ottenere informazioni private per le imprese quotate portano gli investitori a sviluppare strategie di investimento passive. Il maggior attivismo degli investitori in PE è possibile, poiché oltre ai tradizionali meccanismi di controllo, si deve tener conto che se l'impresa è partecipata da un investitore istituzionale una parte della proprietà è bloccata ciò costituisce un deterrente per eventuali scalate, inoltre la posizione dell'investitore in PE nel consiglio di amministrazione consente una più tempestiva individuazione di quando il management dovrebbe essere cambiato rispetto a quando sarebbe possibile capire da un outsider. La minore liquidità dell'investimento può essere letta, in questi termini come un meccanismo di corporate governance aggiuntivo a quelli tradizionali.

La vicinanza tra investitore istituzionale e proprietà rende possibile un monitoraggio più attivo, ma non garantisce la rilevazione di tutte le informazioni, l'investitore tende comunque a tutelarsi con strumenti di controllo rigidi attraverso la definizione di clausole contrattuali più particolareggiate rispetto a quelle imposte da investitori-creditori (Sahlman 1991, Lerner 1995, Gompers-Lerner 1996, Hellmann 1998, Basha-Walz 2001, Cumming 2002, Kaplan-Strömberg 2002, Megginson 2004, Cumming et al 2007). Questo dipende dalla natura delle relazioni da monitorare. Le banche cercano investimenti ben identificati, imprese che rilasciano informazioni relativamente stabili e robuste in cui non ci saranno cambiamenti radicali, su di esse formulano le proprie aspettative di rendimento senza necessità

di alto grado di monitoraggio, sono imprese dalle quali le banche trovano garanzie certe nell'esistenza di un valore dell'attivo sufficiente a coprire il debito. In contrasto gli investitori di PE, in una logica *value oriented*, si proiettano nel futuro e sulle capacità di produrre ricchezza.

Tali poteri di monitoraggio si esplicano tramite diritti di nomina dei componenti del consiglio di amministrazione, poteri di veto su scelte gestionali e strategiche (p.e. aumenti di capitali, decisioni di finanziamento, compensi al management e imprenditore). Kaplan-Strömberg (2004) rilevano che l'attivismo dell'investitore istituzionale è maggiore quanto più ampio è il controllo dell'intermediario sulle decisioni di impresa e che la consulenza, il supporto all'imprenditore aumenta con la quota di capitale detenuta dall'intermediario. Bottazzi et al. (2004) mostrano che in Europa gli intermediari con maggiore esperienza e quelli non legati a intermediari bancari sono più attivi negli interventi, inoltre un maggior attivismo dell'intermediario è in genere legato ad una maggiore probabilità di quotazione in borsa. Sono diffuse anche le clausole che vincolano le condizioni di uscita dell'imprenditore, l'eventuale cessione a terzi della sua quota di partecipazione ha degli scontati effetti sul valore di tutte le partecipazioni, l'investitore istituzionale vuole cautelarsi da questa eventualità (Klausner-Litvak 2001, Cumming 2002, Chelma et al. 2004, Megginson 2004).

Per quanto riguarda l'Italia una recente ricerca condotta tramite questionari (Banca d'Italia 2009) pone in luce come la struttura dei contratti di *early stage* è sostanzialmente in linea con l'evidenza relativa al mercato statunitense: i finanziamenti vengono offerti a step, in seguito al raggiungimento di obiettivi prefissati; l'intermediario nomina propri elementi del consiglio di amministrazione; i contratti prevedono condizionamenti all'attività dell'imprenditore, ma rispetto a quanto evidenziato da Kaplan-Strömberg (2002) in Italia si utilizzano meno le clausole che condizionano il diritto al voto o la distribuzione degli utili all'imprenditore. Le operazioni di espansione ritenute a minore rischio e incertezza sui risultati richiedono contratti più semplici. Nelle operazioni di *buy out* sono più frequenti l'impiego di schemi di incentivo per il management (in genere *stock options*). Gli intermediari mostrano un maggior attivismo nella definizione delle strategie in operazioni di *early stage* rispetto a quelle di espansione e favoriscono inoltre l'internazionalizzazione delle imprese.

I meccanismi di corporate governance mitigano i problemi di agenzia, a ben vedere, quando si parla di PE vanno considerati ad un primo livello i problemi di agenzia tra l'investitore istituzionale e i managers dell'impresa target, ad un secondo livello quelli tra gli investitori in PE e i loro fornitori di fondi.

La prima categoria di problemi di agenzia è ben conosciuta nella finanza poiché è quella che le teorie tradizionali definiscono sulla base dei rapporti tra azionista e manager ovvero tra manager e investitori esterni. Va osservato che l'investitore in PE fa parte del management ed è un fornitore di fondi allo stesso tempo quindi si può ritenere un finanziatore esterno che ha una posizione all'inter-

no dell'impresa, è una figura intermedia tra l'imprenditore/manager e il finanziatore esterno. Questo significa che la compresenza nell'azionariato/management di un investitore in PE (investitore interno) e dell'imprenditore sembrerebbe ridurre, già di per sé, i problemi di *overinvestment* e *underinvestment* (Admati-Pfleiderer 1994, Bradford-Smith 1997), migliora, inoltre, i rapporti tra manager e investitori. Si ha *overinvestment* quando una forte separazione tra management e azionariato incentiva il manager ad un consumo eccessivo di "benefici materiali" impegnando una maggiore quantità di risorse in investimenti reali a scapito di una gestione efficiente che massimizzi il valore dell'impresa. Si parla di *underinvestment* quando gli investitori esterni spingono affinché non si facciano investimenti che se pur buoni riducano i *payoff* attuali. L'investitore in PE che vuole generare valore con strategie di investimento *value oriented*, evita il verificarsi di entrambi i problemi. I conflitti tra manager e investitori esterni sono riconducibili al caso in cui se l'impresa cresce e aumentano le risorse sotto il controllo dei manager, esiste un più alto rischio che i manager puntino, al fine di godere di prestigio sociale e potere economico, ad aumentare il flusso di cassa libero distribuendo sotto forma di dividendi il minimo indispensabile, l'investitore istituzionale in qualità di investitore esterno preme affinché ciò non avvenga.

Gli strumenti di governance, di cui in parte si è parlato e che riguardano le imprese target sono riconducibili a questa prima categoria di problemi di agenzia e in sintesi mirano a disciplinare aspetti quali: la stabilità della compagine sociale e l'incentivo del socio imprenditore e del management, il governo dell'impresa e l'informativa societaria, il disinvestimento da parte del socio investitore. Per esempio sottolineando l'aspetto sinergico derivante dall'unione di esperienze finanziarie e operative per la creazione di valore nell'ambito della società, trovano giustificazione le diverse modalità di incentivazione al raggiungimento dei risultati della società, ma importanti sono gli accordi di *lock-up*, *earn-out* che limitano la cessione delle partecipazioni o prevedono dei pagamenti differiti per la compravendita di una partecipazione azionaria (AIFI 2005).

Per quanto riguarda la seconda categoria di problemi di agenzia, le regole di gestione del fondo (in termini di valutazione dei rischi, fasi di pre-investimento, fasi di post-investimento, corporate governance) debbono essere chiare e correttamente comunicate al mercato. È importante valutare adeguatamente i rischi, per evitare che cattive performance scoraggino sottoscrizioni future rendendo difficile la raccolta fondi; gli investitori istituzionali debbono affrontare, in una fase di pre-investimento, problemi di screening dei potenziali investimenti dovuta sia all'incertezza che a problemi di selezione avversa e *moral hazard*, nonché, nella fase di post-investimento, problemi di monitoraggio delle imprese partecipate (Amit et al. 1990).

Reid et al. (1997) mostrano che gli investitori in PE gestiscono i rischi inerenti alla loro attività, in primo luogo attraverso la definizione di criteri oggettivi nel filtraggio delle proposte, con alti vincoli in termini di tassi di ritorno atteso e



resistenze a cambiamenti nell'esposizione al rischio e in secondo luogo, mediante un rigoroso controllo ex-post.

Dal punto di vista della governance dei fondi di PE un pionieristico studio di Sahlman (1990) ha esaminato nel dettaglio la natura del rapporto principale agente tra fornitori fondi (principale) e investitori in PE (agente) e individua i meccanismi più comunemente utilizzati per contribuire a minimizzare questi problemi, in ordine di importanza: incentivi basati su misure reciproche di performance, divieto ad effettuare operazioni che potrebbero provocare conflitti di interesse, vita limitata degli investimenti, meccanismi atti a garantire che i guadagni vengano distribuiti agli investitori, monitoraggio sull'investitore in PE.

Per quanto riguarda il mix debito-equity ottimale, Hellmann-Puri (2000) sostengono che negli Stati Uniti gli investimenti in PE riguardano in genere imprese in crescita, le cui attività sono altamente specializzate e non trasferibili (p.e. imprese con alte R&S), esse sono imprese con una maggiore incertezza dei cash flow, quindi, il finanziamento tramite equity è preferito a quello tramite debito.

In termini di tecniche di valutazione degli investimenti, la finanza aziendale, ne offre un ampio ventaglio (*discounted cash flow*, modello del dividendo, opzioni reali ecc.), ma alcune di esse sono più adatte per il tipo di imprese descritto. Se è necessario un approccio alla valutazione nel quale tener conto dell'incertezza e/o della rapidità con cui crescono i futuri *cash flow*, evidentemente un metodo basato per esempio sulla previsione dei *cash flow* o dei flussi di dividendo in base ai *payout* passati può far riscontrare problemi applicativi. Un conto è valutare gli investimenti in essere, un altro è valutare opzioni di crescita, cioè investimenti ancora da realizzare e per i quali sono incerte anche le modalità di loro realizzazione, perché maggiori sono gli ambiti di discrezionalità decisionale del management, l'approccio delle opzioni reali è in questi casi molto più efficace. L'evidenza empirica mostra che i progetti finanziati con capitale di rischio sono in genere valutati tramite l'applicazione di più tecniche, al fine di ottenere una valutazione di consenso (Wright-Robbie 1996). Dixit-Pindyck (1995) mostrano, però, come i fornitori di fondi valutano positivamente gli investimenti che creano opzioni, quindi l'approccio delle opzioni reali che permette di evidenziare ciò è preferito ad altri. Per quanto riguarda l'Italia da una verifica empirica condotta su 80 investitori istituzionali emerge che fra i metodi di valutazione il metodo dei multipli è il più usato, segue il DCF, mentre tra le tecniche basate sulla simulazione di scenari la più diffusa è l'analisi di sensibilità, marginalmente sono utilizzate le opzioni reali (Dell'Acqua-Previtero 2006).

Quello del criterio di valutazione degli investimenti scelto è un problema sentito anche in relazione all'informativa/reports che l'investitore di PE è tenuto a rilasciare. Il fondo di PE è responsabile delle valutazioni fatte e le sue prestazioni saranno giudicate dai fornitori di fondi (Fried-Hisrich, 1994), tuttavia, possono passare diversi anni, prima che l'investimento in PE produca i suoi frutti e i fornitori maturino consapevolezza sulla qualità delle politiche di investimento adottate.

L'Associazione Europea del Private Equity (EVCA) denuncia eccessiva soggettività nella valutazione degli investimenti, per evitare che il management sia incentivato a redigere relazioni provvisorie/distorte sul valore dell'investimento, ha indirizzato i suoi membri verso un approccio più oggettivo di valutazione basato su criteri finanziari più rigidi.

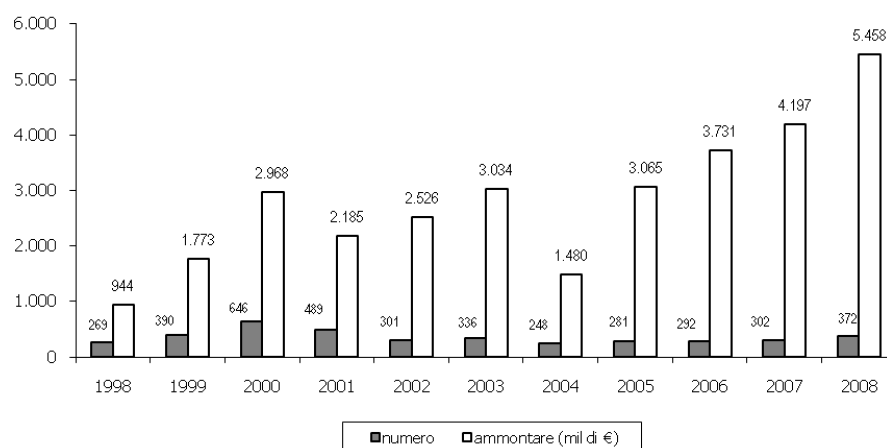
L'investimento in PE consiste in genere non solo nell'immissione di fondi, ma anche di diverse competenze della finanza, l'investitore deve essere un soggetto che ha forti capacità di individuare e monitorare imprese con opportunità future rilevanti, deve essere altamente qualificato, come già rilevato per queste imprese sono elevati i problemi di accesso alle informazioni, la valutazione del rischio e della struttura finanziaria ottimale risulta più difficile. Dal punto di vista delle imprese, questo significa che, aprire il capitale di rischio ad un investitore di PE, significa accedere al capitale esterno in modo diverso da quello anonimo garantito dalla quotazione: il proprietario dell'impresa deve individuare quegli investitori con competenze specifiche adatte alla propria impresa (Amit et al. 1990).

## 8.3 Caratteristiche del mercato italiano

### 8.3.1 Gli investimenti

Negli anni tra il 1998 e il 2008, sono stati mediamente investiti in Italia 2.851 milioni di euro su un numero medio di 356 operazioni.

Su base annua la ripartizione degli investimenti (Figura 8.1) mostra quanto già evidenziato nella premessa ovvero che il 2008 è, in termini di ammontare



Fonte: Elaborazione su rapporti AIFI, vari anni.

Figura 8.1 Evoluzione dell'attività di investimento (1998-2008).

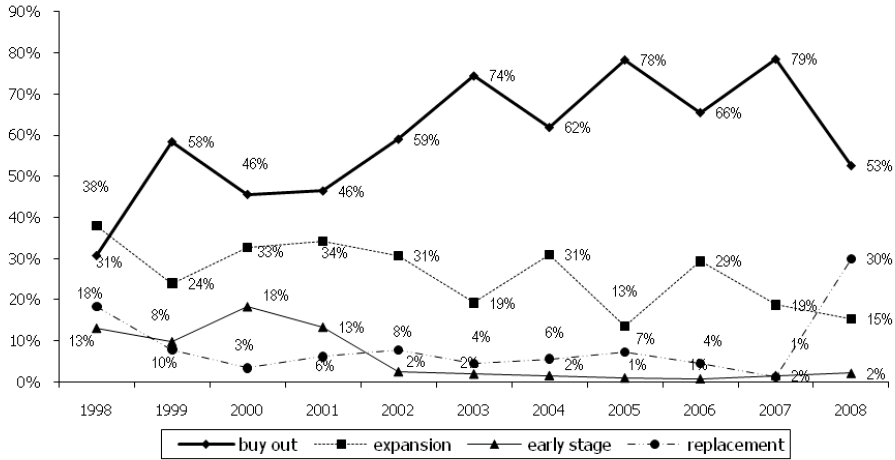
investito in capitale di rischio, un anno record che va a chiudere un trend di lungo termine positivo, ciò significa che nonostante l'inizio della crisi a livello mondiale, la fiducia nel comparto PE non è venuta meno.

A ben vedere i dati offrono almeno due spunti di riflessione. Il primo, il trend è crescente nel lungo periodo, ma gli investimenti in PE e VC sembrerebbero aver subito una contrazione nel 2001 e 2004. Il secondo, i tassi di crescita sono più alti nei primi tre anni del periodo osservato.

Per quanto riguarda la contrazione registrata nel 2001 e la differenza nei tassi di crescita, entrambi i fenomeni possono ritenersi una manifestazione della bolla speculativa, periodo di sopravvalutazione dei corsi rispetto al valore intrinseco del titolo, che ha raggiunto il suo culmine nel 2000, solo dopo tale data è iniziato il processo di riassorbimento. Per quanto riguarda il 2004, in quest'anno il mercato sembrerebbe aver risentito dell'assenza dei *mega deals* ovvero di investimenti uguali o superiori ai 150 milioni di euro (Del Giudice-Gervasoni 2005). Alcuni dati, sull'andamento del mercato depurato da tali operazioni, mostrano come la contrazione, rispetto agli anni passati, sia molto più contenuta rispetto a quanto emerge dai dati non normalizzati.

Osservando la tipologia di investimento si può affermare che il modello anglosassone, orientato soprattutto verso l'*early stage financing*, ha avuto la sua influenza sulle prime operazioni nel capitale di rischio effettuate in Italia orientate, per l'appunto, verso il finanziamento di imprese in fase di avvio. Le performance deludenti hanno fatto sì che questa tendenza andasse affievolendosi alla fine degli anni ottanta, così l'attenzione si è maggiormente focalizzata, durante i primi anni novanta, verso investimenti in imprese già sviluppate e consolidate (Bracchi-Gervasoni 2006).

Negli anni tra il 1998 e il 2007 (Figura 8.2), le tipologie di intervento preferite sono state le operazioni di espansione (con un peso medio dell'ammontare degli investimenti del 25%) e, soprattutto, di *buy out* arrivate a rappresentare il 79% del capitale investito nel 2007. Nel 2008 l'ammontare degli investimenti in *buy out* si è drasticamente contratto al 53%, gli investimenti in *replacement* sono stati di grand lunga superiori a quelli di espansione e si avvicinano a quelli di *buy out*. Dai dati AIFI questo aspetto è visibile sia in termini di ammontare investito che di numero delle operazioni effettuate. Evidentemente le trasformazioni del mercato Italiano avvenute dal 2000 in poi hanno spinto gli operatori a far affluire le risorse finanziarie verso acquisizioni di maggioranza o totalitarie, con interventi di *buy out* all'interno di processi di ricambio generazionale e di sostituzione del management operativo. Per quanto riguarda i dati del 2008 la crisi finanziaria non può che essere la principale giustificazione: il *replacement*, l'apertura del capitale ai fondi di PE, può essere letta come la risposta delle imprese alle difficoltà di consolidamento dei debiti, costrette a capitalizzare per continuare a crescere ovvero sopravvivere alla crisi.

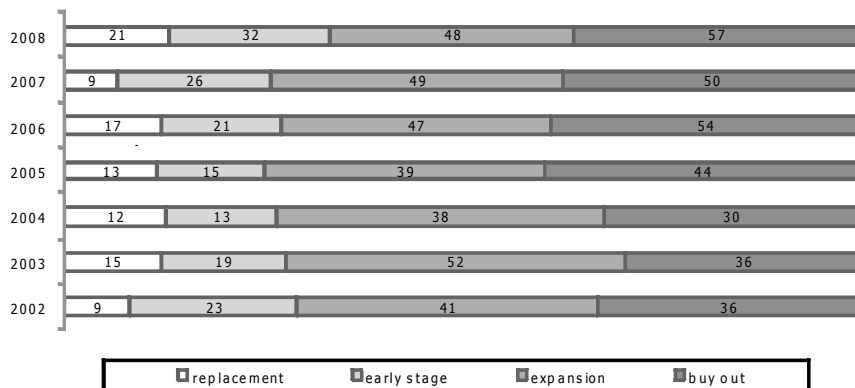


Fonte: Elaborazione su rapporti AIFI, vari anni.

Figura 8.2 Peso (%) dell'ammontare investito per tipologia (1998-2008).

### 8.3.2 Gli operatori

Analizzando gli operatori attivi nei differenti segmenti di investimento in capitale di rischio (Figura 8.3) è possibile rilevare come nel 2008 il numero di operatori

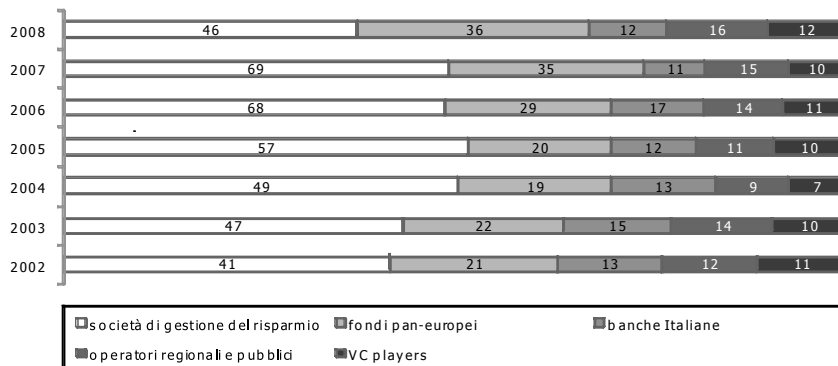


Fonte: Elaborazione su rapporti AIFI, vari anni.

Figura 8.3 Numero operatori attivi nei diversi segmenti di investimento (2002-2008).

che hanno concluso almeno un investimento è pari a 158, nel dettaglio 57 sono le società che hanno effettuato operazioni di *buy out*, 48 di *expansion*, 32 di VC e 21 di *replacement*. Confrontando tale dato con l'analogo degli anni precedenti è evidente come la ripartizione degli operatori nei quattro segmenti è simile, con un sostanziale equilibrio tra operazioni di *expansion* e *buy out* e un minor numero di operatori impiegati nelle restanti tipologie. Incrociando questi dati con quelli relativi all'incidenza in termini di ammontare di investimento per ciascuna categoria, si può dare il medesimo giudizio complessivo sul peso dei vari segmenti di investimento, ma emerge un dato aggiuntivo ovvero che il peso in termini di ammontare del *buy out* è molto più alto di quello in termini di operatori, vale a dire che mediamente gli operatori in *buy out* fanno investimenti di ammontare più elevato. Una conferma di ciò si ha considerando che nel periodo esaminato l'investimento pro-capite medio degli operatori in *buy out* è di 50 milioni di euro contro i 21 degli operatori in *replacement*, i 16 in *expansion* e i 2 in *early stage*.

Se ci si chiede che tipo di investitori in capitale di rischio sono maggiormente presenti sul mercato italiano, la Figura 8.4 evidenzia come in prevalenza gli operatori sono società di gestione del risparmio, in media hanno un peso del 54% nei sette anni riportati (2002-2008), seguono i fondi pan-europei (26%), le banche italiane e gli operatori regionali/pubblci (13%), i VC *players* (10%).

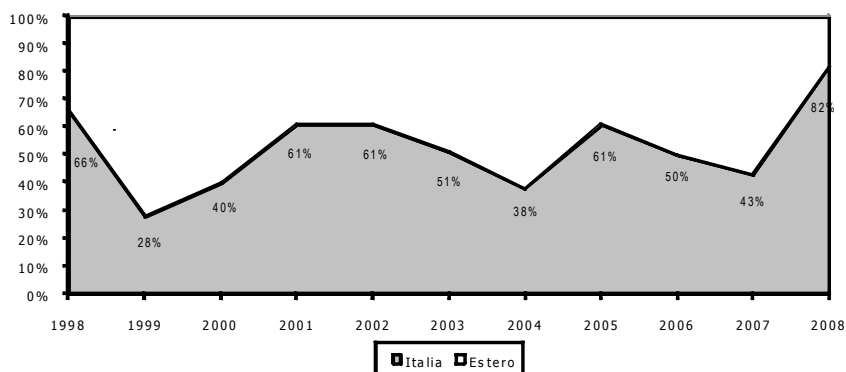


Fonte: Elaborazione su rapporti AIFI, vari anni.

Figura 8.4 Tipologia di operatori attivi (2002-2008).

### 8.3.3 Il *found raising* e il disinvestimento

Dal lato della raccolta dei fondi (Figura 8.5) i capitali hanno in prevalenza (sette su undici anni analizzati) origine domestica: nel 1999, 2000, 2004 e 2007 sono prevalenti i capitali provenienti dall'estero. Escludendo il 1999, 2004 e il 2008

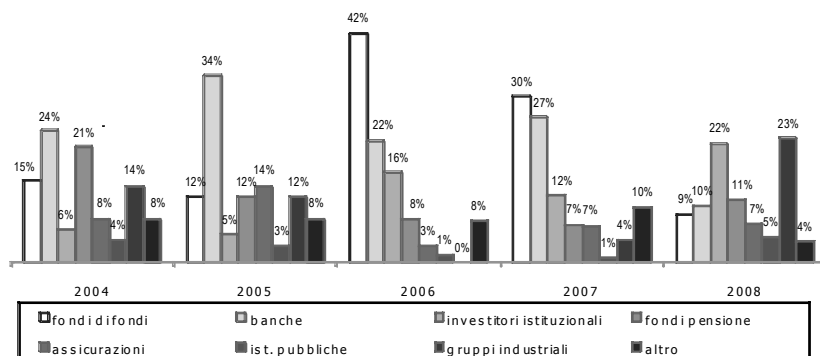


Fonte: Elaborazione su rapporti AIFI, vari anni.

**Figura 8.5** Origine geografica dei capitali raccolti sul mercato (1998-2008).

nel lungo tempo sembrerebbe esserci una più equa ripartizione tra investimenti esteri e italiani. Nell'ultimo anno rilevato, la provenienza Italiana dell'83% dei fondi raccolti testimoniano la sfiducia degli operatori verso forme di investimento estero forse maturata con il diffondersi a livello mondiale della crisi.

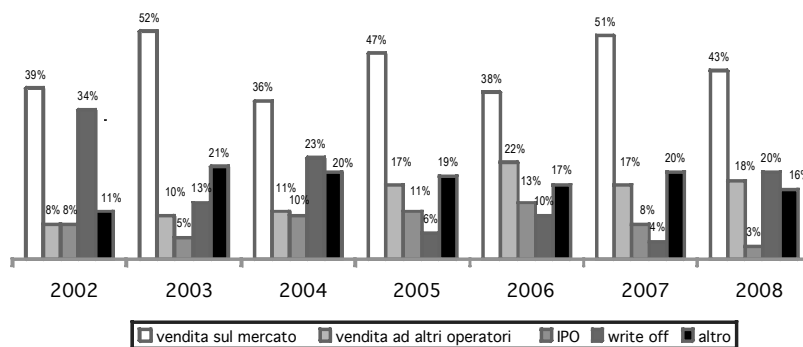
Sempre dal lato della raccolta le risorse provengono essenzialmente da banche e fondi di fondi, tra il 2004 e il 2008 le prime contribuiscono in media per il 23%, i secondi per il 22%. Un ruolo marginale, sembra essere svolto da assicurazioni e istituzioni pubbliche e dai gruppi industriali, ciascuna delle restanti categorie rappresenta in media intorno al 12% della raccolta (Figura 8.6).



Fonte: Elaborazione su rapporti AIFI, vari anni.

**Figura 8.6** Origine, per tipologia di investitori, dei capitali raccolti sul mercato (2004-2008).

Da ultimo, per quanto riguarda i disinvestimenti, in tutti gli anni riportati nella Figura 8.7 emerge che l'operazione più frequente è, con un valore medio sui sette anni del 44%, quella della vendita delle partecipazioni sul mercato; hanno peso marginale le IPO (8%), la vendita ad altri operatori e le *write off* rappresentano, rispettivamente il 15% e 16%.



Fonte: Elaborazione su rapporti AIFI, vari anni.

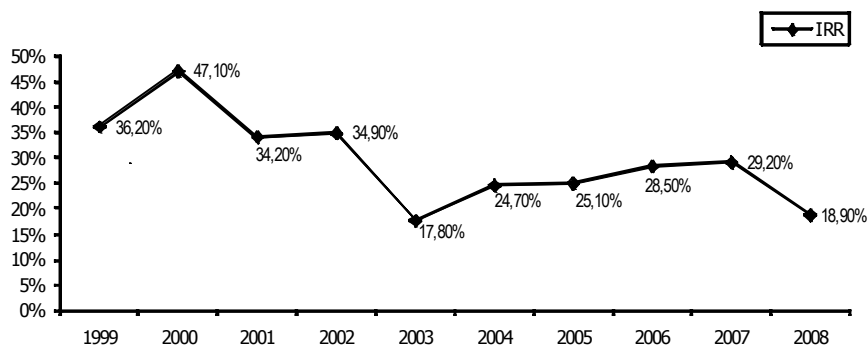
**Figura 8.7** Distribuzione del numero dei disinvestimenti per tipologia (2002-2008).

### 8.3.4 Le performance

Lo studio di Kaplan-Schoar (2005) pone in luce come i fondi di PE performano meglio rispetto allo S&P 500, ma in modo differente con riferimento al tipo di operazione. In particolare, i fondi di VC, ponderati per i capitali impiegati, hanno fatto registrare rendimenti più alti degli investimenti in *buy out*. In contrasto, Phalippou-Gottschalg (2009) affermano che se i rendimenti vengono aggiustati per il rischio, le performance dei fondi di PE risultano più basse ovvero le tendenze rispetto allo S&P 500 sono state in genere sopravvalutate.

Dal 1996, KPMG Corporate Finance, in cooperazione con AIFI, sta svolgendo, su base annua, l'analisi sulle performance degli investitori in capitale di rischio Italiani. Tale indagine, che riguarda un campione significativo dei più importanti investimenti di PE, è stata fondamentale per valutare il rendimento complessivo di tale tipologia di investimento. Il rendimento del singolo investimento è misurato dall'internal rate of return (IRR) su base annua. La performance di ciascun fondo è determinata come media dei rendimenti annui delle operazioni, ponderati per il capitale investito.

Osservando la Figura 8.8 si può mettere in evidenza come l'IRR nel 2008 è stato pari a 18,9%, in netto calo rispetto allo stesso indicatore dell'anno prece-

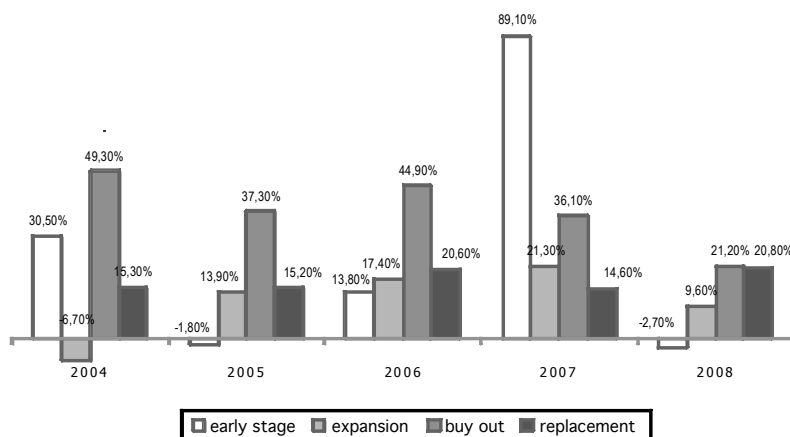


Fonte: Elaborazione su risultati ricerca KPMG-AIFI, vari anni.

**Figura 8.8** Performance degli investitori nel PE (1999-2008).

dente. Il periodo 2004-2007 sono stati anni di ripresa, in termini di performance, dopo la discesa registrata tra il 2000 e il 2003.

Ragionando sui singoli segmenti di investimento (Figura 8.9), è evidente come nel 2008 si sia registrata una contrazione generale dei rendimenti. Tra i restanti anni spicca, quale migliore performance, quella registrata per il segmento *early stage* nel 2007, ma se si osservano i due anni precedenti è altrettanto evidente



Fonte: Elaborazione su risultati ricerca KPMG-AIFI, vari anni.

**Figura 8.9** Performance (IRR) degli investitori nel PE per segmenti di investimento (2004-2008).



come questo segmento sia caratterizzato da una elevata volatilità dei ritorni.<sup>3</sup> Il comparto *buy out* conferma performance stabili e elevate, anche se nel 2007 si è ridotta rispetto al 2006 (36,10% verso 44,90%). Le operazioni di *expansion* hanno evidenziato una debole crescita nei rendimenti, mentre quelle di *replacement* un calo.

## 8.4 Il ruolo per le imprese dell'investimento in capitale di rischio

Spostando l'attenzione sulle imprese, la lettura dei rapporti AIFI e PEM degli ultimi anni (2003-2008), permette di descrivere come segue l'impresa-target tipo degli investimenti in PE italiani:

- è Italiana, tra le imprese target le imprese italiane hanno sempre un peso prossimo o superiore al 90% (Tabella 8.1);
- è in genere allocata al nord, sempre dalla Tabella 8.1 si evince come mediamente negli anni considerati le imprese del nord rappresentino il 77% delle target, segue il centro (peso medio 13%) e sud e isole (peso medio 3%); altro dato da evidenziare è che gli anni 2006 e 2007 per sud e isole, e quelli dal 2006 per il centro sono di forte cambiamento, con una presenza crescente, in queste aree, di imprese interessate da PE;
- in prevalenza è una PMI, la Tabella 8.2 mostra come, tra il 2003 e il 2008, rappresentino mediamente il 72% (se classificate in termini di fatturato) ovvero il 75% (se classificate in termini di numero di dipendenti) delle imprese target;
- appartiene prevalentemente a settori maturi, è fra le imprese che operano nei settori beni di consumo e trasformazione industriale che si riscontra il più alto numero di operazioni di PE (Tabella 8.3).

**Tabella 8.1** Distribuzione geografica (%) degli investimenti realizzati (2003-2008).

	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Sud e Isole	1	4	1	4,5	6	3
Centro	2	5	13	14,7	19	23
Nord	91	88	81	71,9	64	65
Totale Italia	94	97	95	91,1	89	91

Fonte: Elaborazione su rapporti AIFI, vari anni.

<sup>3</sup> Questa affermazione è ancor più avvalorata se si pensa che l'IRR riferito all'*early stage* negli anni 2003 e 2002 è stato, rispettivamente, -10,6% e 191,5%.

**Tabella 8.2** Peso (%) delle PMI tra le imprese target (2003-2008).

	2003	2004	2005	2006	2007	2008
fatturato tra 0 e 50 (mln di euro)	73	74	71	65,4	75	73
numero di dipendenti tra 0 e 250	72	79	78	71	78	71

Fonte: Elaborazione su rapporti AIFI, vari anni.

**Tabella 8.3** Distribuzione settoriale (%) delle imprese target (2003-2008).

	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Costruzioni	1	2	0	4	2	1
Beni di consumo	25	26	26	29	28	23
Servizi finanziari	0	0	1	4	6	4
Alimentare	2	4	23	5	10	4
Servizi sociali	2	4	5	4	5	2
ICT	6	9	2	3	5	5
Trasformazione industriale	24	26	32	29	28	39
Lusso	0	0	1	1	1	2
Media e comunicazione	10	11	2	2	1	2
Altri servizi professionali e sociali	9	11	5	9	8	8
Industrie farmaceutiche	1	2	0	4	1	2
Commercio	0	2	0	0	0	0
Trasporti	1	2	1	7	5	5
Utilities	0	0	1	1	2	5

Fonte: Elaborazione su rapporti PEM, vari anni.

Questi dati sul profilo delle target degli investitori in PE indicano che qualsiasi valutazione delle opportunità che il PE è in grado di generare per le imprese italiane non può prescindere da due elementi distintivi.

Da un lato, la natura del capitalismo italiano caratterizzato da un numero elevato di PMI e a prevalenza di imprese familiari. Il rapporto Unioncamere del 2007 mostra come nel nostro Paese vi è una ampia diffusione di imprese con meno di 10 dipendenti, che rappresentano ben l'82,9% del tessuto industriale nazionale, quasi 3 punti percentuali in più della media Ue (79,7%). L'indagine Ifera del 2003 quantifica le imprese familiari nell'85% delle imprese censite; nell'indagine della Banca d'Italia (Giacomelli-Trento 2005) costituiscono l'82% delle imprese censite.

Dall'altro, i comportamenti effettivi di finanziamento delle PMI, sovente basati sul ricorso all'autofinanziamento oppure, laddove si tratti di capitale di terzi, al credito bancario. In Italia la struttura del passivo delle imprese si caratterizza per un elevato grado di leverage medio. Se si osservano i dati del rapporto Unioncamere-Tagliacarte sulle PMI del 2007 si rileva che nonostante l'elevata capacità produttiva (ciascun dipendente genera mediamente circa 150.000 euro di ricavi) e la redditività media (oltre il 70% delle società ha chiuso il bilancio di esercizio in attivo), la capacità di capitalizzare delle PMI del nostro paese è mediamente bassa, il finanziamento bancario risulta significativo con una prevalenza dell'e-

sposizione di breve periodo. Laddove si è registrato un aumento del peso relativo dei mezzi propri, è stato in ogni caso preferito il ricorso all'autofinanziamento piuttosto che l'emissione di nuove azioni sul mercato.

In questo panorama il PE rappresenta per le PMI un'alternativa al reperimento di mezzi finanziari tradizionali, al fine di accrescere la propria dimensione e competere sui mercati. Le società di gestione dei mercati azionari possono avere un ruolo specifico nello sviluppo dei sistemi economici a sostegno delle imprese con marcate esigenze di crescita, di raggiungimento e di mantenimento di elevati livelli di competitività, di finanziamento di progetti di investimento e di realizzazione di innovative idee imprenditoriali, riuscendo a coniugare la richiesta sia di nuovi finanziamenti che di una nuova governance con supporti professionali e relazionali capace di cambiare radicalmente il modello organizzativo delle imprese. Segue una descrizione del ruolo che il PE può avere per le imprese.

#### **8.4.1 Sostiene la crescita dimensionale delle imprese**

L'operatore di PE può essere visto come un acceleratore dello sviluppo, lo studio dell'EVCA del 2005a mostra come le società europee oggetto di investimento abbiano creato nel periodo 2000-2004 oltre un milione di nuovi posti di lavoro (8 volte superiore a quello creato dalla globalità delle imprese europee).

Per quanto riguarda l'Italia, Gervasoni (2006) ha verificato l'impatto economico dell'ingresso in azienda di un investitore in capitale di rischio, il giudizio è positivo poiché ad ogni milione di euro di investimento è riconducibile la creazione di 12 nuovi posti di lavoro.

Nel caso delle PMI, quindi, il PE può essere particolarmente utile per il raggiungimento di maggiori dimensioni, rendendo le PMI contendibili è possibile cambiare proprietà senza che siano sotto scacco d'impresе più grandi e disperdano per tale via il patrimonio di conoscenze, competenze e managerialità, di cui sono portatrici.

#### **8.4.2 Orienta il Management alla creazione di valore**

Il fondo di PE esige che la gestione dell'impresa sia manageriale, questo significa che deve essere ben definita la struttura organizzativa, le responsabilità dei soggetti che decidono, gli obiettivi verso cui queste scelte debbono tendere e il processo di controllo sull'ottenimento di tali obiettivi. In termini di definizione degli obiettivi e valutazione della performance i fondi preferiscono che ci sia un orientamento al valore, che siano chiari quali driver conducono alla creazione di valore, poiché la consapevolezza di ciò rende più pronta l'impresa per una eventuale quotazione o comunque soddisfa quelli che sono gli obiettivi del fondo.

Il fondo dà conoscenza e suggerimenti, indirettamente la sua presenza fa migliorare la credibilità dell'impresa, permette di migliorare i rapporti con il merca-

to e il sistema creditizio, il fondo è integrato con altri operatori del mondo della finanza, l'impresa entra a far parte di un network in cui sviluppare sinergie e opportunità di crescita.

Questo aspetto assume un rilievo maggiore se l'intervento dell'investitore è in una PMI che, più di altre, evidenzia carenze in termini di *value oriented management*. Gli imprenditori medio-piccoli non vanno ritenuti incapaci di svolgere il proprio compito, anzi, di solito si rivelano bravi in fatto di intuizioni, ma spesso, presi dalla foga di crescere e per mancanza di una adeguata cultura finanziaria, non si accorgono di tanti aspetti della gestione che potrebbero consentire loro di raggiungere prima e meglio i traguardi prefissati. La presenza dell'investitore istituzionale, le risorse manageriale che questo è in grado di apportare, sono necessari per crescere, ma a maggior ragione per razionalizzare questa crescita.

### **8.4.3 Facilita il ricambio generazionale e/o l'ingresso di nuovi soci**

L'essere *family firm* rende le nostre PMI più vulnerabili al ricambio generazionale, una ricerca di Borghi (2006) ha stimato che nella sola Lombardia sono circa 5.000 le imprese che hanno cessato definitivamente l'attività per problemi di successione.

Nelle imprese familiari capita che negli eredi non risiedano le risorse imprenditoriali necessarie a mantenere in vita l'attività e sia, quindi, necessario andarle a reperire sul mercato manageriale esterno. La presenza di un fondo di PE nel capitale di una PMI rende questo processo più facile, le imprese risultano attrattive agli occhi dei migliori manager, per tale via si contribuisce anche allo sviluppo delle imprese, poiché migliorano performance economica-finanziaria e competitività.

Una conferma a tali affermazioni giunge dallo studio dell'EVCA (2005b) secondo il quale nel 2003 circa il 60% degli investimenti realizzati in Europa dagli investitori istituzionali in capitale di rischio erano finalizzati al sostegno di aziende di tipo familiare. Per oltre il 30% di esse, l'ingresso dell'operatore ha garantito la prosecuzione dell'attività, per le restanti ha comunque permesso di preservare la propria autonomia societaria e indipendenza, inoltre, tutte le società partecipate hanno fatto rilevare una crescita in termini di fatturato, profitti, occupazione e vendite all'estero. In Italia tale fenomeno è ulteriormente accentuato, i dati del PEM mostrano come dal 2004 al 2007 siano da ricondurre al canale "Family e Private", fatto da imprese familiari che hanno optato per il sostegno del PE, la maggior parte delle operazioni di buy out.

### **8.4.4 Facilita l'allargamento dei mercati**

Se l'essere una PMI può rappresentare un punto di forza in termini di flessibilità e capacità di adattamento, in realtà non facilita il confronto a livello internazionale.

La presenza di un fondo di PE nel capitale di un'impresa aiuta in questo senso poiché spinge le imprese ad avere contatti commerciali e finanziari anche al di fuori del distretto e, spesso, dell'Italia, rappresenta una forte motivazione a raggiungere lo sviluppo massimo, favorendo maggiore propensione a sostenere il rischio di intraprendere un processo di crescita internazionale a fronte di potenziali ed elevati rendimenti futuri.

Infatti, 364 aziende europee partecipate da investitori istituzionali in capitale di rischio (119 delle quali rientranti nella categoria delle operazioni di *expansion*, mentre le restanti 245 appartenenti alla categoria delle operazioni di *star up*) nel periodo compreso tra il 1995 e il 2001, hanno fatto registrare un incremento del 58% delle esportazioni (EVCA 2002). Conferme si hanno anche da studi condotti su campioni di imprese inglesi (BVCA 2003): 500 imprese target osservate tra il 1997 e il 2002 hanno fatto registrare un incremento delle esportazioni dell'11%.

#### 8.4.5 Migliora i sistemi di governance

La presenza di un investitore istituzionale spinge l'impresa a dotarsi, espressamente nello statuto e/o nel patto parasociale, di regole di governo chiare e trasparenti, deve cominciare a dialogare con il mercato e questo è un elemento imprescindibile per cominciare a farlo bene. Il sistema di regole di governance mira a disciplinare la stabilità della compagine sociale e l'incentivo del socio imprenditore e del management, il governo dell'impresa e l'informativa societaria, il disinvestimento da parte del socio investitore. Significa spingere l'imprenditore ad aprirsi verso l'esterno, a favorire la costituzione di consigli di amministrazioni con componenti che non sono solo espressione della cerchia di persone, familiari o meno, che ruotano intorno ad esso, si riesce ad avere un organo con maggiore autonomia nella logica di *best practice* dell'impresa, con maggiore dialettica verso il mondo esterno, che possa allineare il proprio operato agli obiettivi generali dell'impresa (magari favoriti da sistemi di incentivazione che vanno in questa direzione), un organo in grado di esercitare anche un maggiore controllo sui processi.

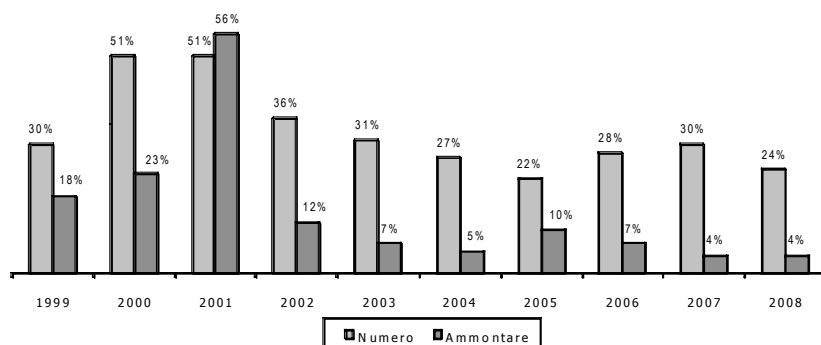
Uno studio della McKinsey (2006) evidenzia come effettivamente gli operatori di PE creano valore perché favoriscono un'attività di supervisione e monitoraggio più efficiente, apportando una serie di regole di governo il cui obiettivo principale è quello di allineare gli interessi dei diversi attori aziendali e fare in modo che tutti i soggetti coinvolti contribuiscano alla creazione di valore, attraverso la crescita dell'impresa.

Questi risultati danno consapevolezza del fatto che la corporate governance, fino a qualche tempo fa problema formalizzato solo per le imprese quotate, diviene cruciale anche per le aziende non quotate, se queste aprono il proprio capitale a terzi, poiché la condivisione di interessi tra proprietà, investitori e manager richiede una trasparenza informativa, una ridefinizione della composizione degli organi societari.

### 8.4.6 Sostiene lo sviluppo tecnologico

Con l'obiettivo di aumentare la competitività, lo sviluppo economico e sociale è molto importante supportare la ricerca applicata e i processi di trasferimento tecnologico verso le imprese. Il PE sembrerebbe contribuire al rilancio del sistema in termini di innovazione e di individuazione di nuove applicazioni, offre oltre agli ovvi vantaggi finanziari anche vantaggi relazionali, le imprese sono più attive in termini di alleanze strategiche e commerciali con altre imprese tecnologiche e con le università, mostrano una maggior intensità di brevettazione.

Per quanto riguarda l'Italia le tendenze non sono così forti, la rielaborazione dei dati dei rapporti AIFI per gli anni 1999-2008 (Figura 8.10) mette in luce come il 2000 e 2001 siano stati, sia in termini di numero che di ammontare, due anni di boom degli investimenti nel settore *high tech*, ma successivamente sono andati riducendosi, nel 2006 e 2007 è comunque riscontrabile una lieve ripresa in termini di numero di investimenti.



Fonte: Elaborazione su rapporti AIFI, vari anni.

**Figura 8.10** Evoluzione del peso (%) degli investimenti in high tech (1999-2008).

### 8.4.7 Aiuta a superare le crisi

Se il PE è in genere delineato come un investimento in imprese sane e che possano garantire *capital gain* futuri, va evidenziato che si sono rilevati casi in cui il PE è stato molto importante per risanare imprese in crisi, dando sostegno manageriale e economico ai processi di ristrutturazione necessari per mancanza di ricambio generazionale, scelte strategiche errate, aggressività della concorrenza. Il PE potrebbe essere di grande aiuto viste le difficoltà per le aziende sotto i 50 milioni di fatturato di procurarsi fondi privati da investire in *recovery* e che rendono quasi impossibile la ristrutturazione.

Evidentemente la turbolenza dei mercati rende concordi imprenditori, investitori, operatori e consulenti sull'utilità dello strumento finanziario per la crescita delle PMI in una fase in cui le aziende hanno bisogno di rafforzare il proprio patrimonio per affrontare nuove sfide e per poter accedere più agevolmente allo scarso credito disponibile.

In paesi anglosassoni il fenomeno è molto frequente, in Italia molto meno poiché la nostra normativa è orientata alla tutela del creditore a scapito della salvaguardia del valore e della continuità aziendale. La riforma del diritto fallimentare ha migliorato il contesto normativo, prevedendo una maggior tutela degli investitori agevolando il recupero a fronte della liquidazione della società.

#### **8.4.8 Migliora la comunicazione economico-finanziaria dell'impresa**

Le asimmetrie informative alterano le condizioni del rapporto che si instaura tra il management aziendale e coloro che apportano all'impresa risorse finanziarie a vario titolo perché l'investitore deve assumere decisioni in condizioni di maggiore incertezza, nella fase di pre-investimento non dispone di tutte le informazioni e, inoltre, perché il management che ha maggiori informazioni potrebbe farne un uso non corretto con l'interesse di perseguire scopi personali. Un'adeguata comunicazione economico-finanziaria è quindi indispensabile agli occhi degli investitori di PE in PMI per eliminare le asimmetrie informative e aumentare la fiducia nel management, in modo da valutare il rendimento degli investimenti in condizione di minore incertezza e ridurre il rischio di opportunismo da parte degli imprenditori-manager. Per raggiungere e/o mantenere proficue relazioni con gli investitori istituzionali basate su informazioni esaustive e soddisfacenti da parte delle piccole imprese, è registrabile la tendenza a considerare di strategica importanza il riallineamento del sistema informativo aziendale sotto vari elementi: dati, informazioni, risorse tecniche, umane e metodologiche. Ciò significa adeguare l'organizzazione aziendale in termini di: risorse umane, procedure per la raccolta e l'elaborazione dei dati, information technology, cultura diffusa (Demartini 2002).

### **8.5 Considerazioni conclusive**

L'attenzione verso il PE permette di valorizzare il ruolo dei mercati finanziari che sono chiamati a diversificare i prodotti e i servizi offerti rendendoli sempre più confacenti al soddisfacimento di esigenze specifiche del nostro sistema produttivo. Ciò fa auspicare da un lato che il PE riesca a continuare a diffondersi per meglio esplicare la funzione di unione tra le imprese nuove e di ridotte dimensioni e il mercato dei capitali di rischio, dall'altro che le banche siano in grado di valorizzare il loro rapporto con le imprese, ampliando la gamma di possibilità di

finanziamento esterno da parte delle PMI e la messa in atto di servizi complessi a favore delle stesse che non si limitino all'erogazione di risorse, ma tocchino anche temi quale la consulenza nei processi decisionali di crescita e di accesso al capitale di rischio.

Nonostante i fondi di PE, che per loro natura comprano e rivendono aziende cercando di estrarne valore, abbiano conosciuto un vero e proprio boom negli ultimi anni nel nostro Paese, nel capitalismo chiuso e familiare italiano, il PE è sostanzialmente una novità. Le riviste finanziarie spesso parlano del mercato del PE come di un mercato caratterizzato da euforia nei passaggi di mano di aziende tra fondi. Da più parti tale fenomeno è ritenuto il sintomo di una bolla, per altri è l'effetto della creazione di valore. I fondi hanno sì fatto crescere le aziende (in termini di fatturato, posti di lavoro, redditività e corporate governance), ma non in modo proporzionato ai prezzi a cui sono state vendute sul mercato. Il panorama attuale, i crack finanziari, le Borse tracollate e, soprattutto, le difficoltà del credito, rendono impossibile strutturare qualsiasi acquisizione a debito, ma ciò non sembra aver bloccato gli investitori in PE.

Il mercato azionario ha però ancora spazi per concretizzare l'idea di un mercato come punto di incontro ottimale tra emittenti e investitori, dando a entrambi gli strumenti ottimali di azione. Il contesto istituzionale e di politica economica saprà favorire tutto ciò laddove porrà tra i suoi obiettivi primari di crescita lo sviluppo di un solido mercato finanziario che assicuri l'efficiente afflusso delle risorse economiche del Paese a favore del finanziamento di progetti di investimento innovativi e vincenti espressi dalle imprese italiane. La possibilità di ulteriori sviluppi nell'utilizzo di capitale di rischio da parte delle PMI non può andare disgiunta da uno sforzo comune da realizzarsi a livello di sistema paese.

## Bibliografia

- Admati A. e Pfleiderer P. (1994), *Robust Financial Contracting and the Role of Venture Capitalists*, in "Journal of Finance", 49 (2), pp. 371-402.
- AIFI (a cura di) (2005), *Private Equity e Corporate Governance delle Imprese*, Pubblicazione interna.
- AIFI (a cura di) (vari anni), *Analisi delle Performance degli investitori istituzionali nel capitale di rischio in Italia*, Pubblicazione interna.
- AIFI (a cura di) (vari anni) Yearbook.
- Amit R., Glosten L. e Muller E. (1990), *Entrepreneurial Ability, Venture Investments and Risk Sharing*, in "Management Science", 36 (10), pp. 1232-1245.
- Banca d'Italia (2009), *Il private equity in Italia*, in "Questioni di Economia e Finanza (Occasional Papers)", 41.
- Basha A. e Walz U. (2001), *Financial practices in the German venture capital industry: an empirical assessment*, SSRN Working Paper.



- Borghi R. (2006), *La continuità di impresa in Lombardia: problemi e interventi*, in "Impresa & Stato", 76.
- Bottazzi I., DaRin M. e Hellmann T. F. (2004), *The changing face of the European venture capital industry: facts and analysis*, in "Journal of Private Equity", 8 (1), pp. 26-53.
- Bracchi G. e Gervasoni A. (2006), *Venti anni di private equity*, Egea, Milano.
- BVCA (a cura di) (2003), *Report on Investment Activity*, London.
- BVCA (a cura di) (vari anni), *Private equity and venture capital performance measurement survey*, London.
- Cumming D. (2002), *Contracts and exits in venture capital finance*, SSRN Working Paper.
- Cumming D., Siegel D. S. e Wright M. (2007), *Private equity, leveraged buyouts and governance*, in "Journal of Corporate Finance", 13 (4), pp 439-460.
- Dell'Acqua A. e Previtiero A. (2006), *I venture capitalist italiani: chi sono, cosa fanno e cosa vogliono*, in "Economia & Management", 2, pp. 95-114.
- Demartini P. (2002), *Superare le asimmetrie informative tra PMI e operatori del private equity*, in "Economia & Management", 2, pp. 91-102.
- Diamon D. W. (1989), *Reputation acquisition in debt markets*, in "Journal of Political Economy", (97) 4, pp. 828-823.
- Dixit A. e Pindyck R. (1995), *The options approach to capital investment*, in "Harvard Business Review Article", 1.
- EVCA (a cura di) (2002), *Survey of the economic and social impact of venture capital in Europe*, Zavantem.
- EVCA (a cura di) (2005a), *Employment contribution of private equity and venture capital in Europe*, Zavantem.
- EVCA (a cura di) (2005b), *Private equity and generational change. The contribution of private equity to the succession of family business in Europe*, Zavantem.
- Fried V. e Hisrich R. (1994), *Towards a model of venture capital investment decision making*, in "Financial Management", 23 (3), pp. 28-37.
- Gervasoni A. (2006), *Venture capital e sviluppo economico*, Edizioni Guerini, Milano.
- Gervasoni A. e Sattin F.L. (2004), *Private equity e venture capital-Manuale di investimento nel capitale di rischio*, Edizioni Guerini, Milano.
- Giacomelli S. e Trento S. (2005), *Proprietà, controllo e trasferimenti nelle imprese italiane. Cosa è cambiato nel decennio 1993-2003?*, in "Temi di discussione, Banca d'Italia".
- Gompers P. (1997), *Ownership and control in entrepreneurial firms: an examination of convertible securities in venture capital investments*, in "Harvard Business School Working Paper".
- Gompers P. e Lerner J. (1996), *The use of covenants: an empirical analysis of venture partnership agreements*, in "Journal of Law and Economics", 39 (2),

- p. 463-498.
- Harris M. e Raviv A. (1990), *Capital structure and the informational role of debt*, in "Journal of Finance", (45) 2, pp. 321-349.
- Hellmann T. F. e Puri M. (2000), *The interaction between product market and financing strategy: the role of venture capital*, in "Review of Financial Studies", 13 (4), pp. 959-984.
- Hellmann T. (1998), *The allocation of control rights in venture capital contracts*, in "Rand Journal of Economics", 29 (1), pp. 57-66.
- Jensen M. C. (1986), *Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers*, in "American Economic Review", (76) 2, pp. 223-230.
- Jensen M. C. e Meckling W. (1976), *The theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure*, in "Journal of Financial Economics", 3 (4), pp. 305-360.
- Kaplan S. e Schoar A. (2005), *Private equity performance: returns, persistence, and capital flows*, in "Journal of Finance", (60) 4, pp. 1791-1823.
- Kaplan S. e Strömberg P. (2002), *Financial contracting theory meets the real world: and empirical analysis of 30 venture capital contracts*, in "Review of Economic Studies", 70 (1), pp. 1-32.
- Kaplan S. e Strömberg P. (2004), *Characteristics, contracts, and actions: evidence from venture capitalist analyses*, in "Journal of Finance", 59 (5), pp. 2177-2210.
- Klausner M. e Litvak K. (2001), *What economists have taught us about venture capital contracting*, In *Bridging the Entrepreneurial Financing Gap: Linking Governance with Regulatory Policy*, Michael Whincop Ed.
- Lerner J. (1995), *Venture capitalists and the oversight of private firms*, in "Journal of Finance", 50 (1), pp. 301-318.
- McKinsey (2006), *Creating Value: the debate over public vs private ownership*, in "Perspectives on Corporate Finance and Strategy", 21.
- Meggingson W. (2004), *Towards a global model of venture capital?*, in "Journal of Applied Corporate Finance", vol. 16 (1), pp. 89-107.
- Myers S. C. (1977), *Determinants of corporate borrowing*, in "Journal of Financial Economics", (5) 2, pp. 147-175.
- Myers S. C. e Majluf N. S. (1984), *Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have*, in "Journal of Financial Economics", (13) 2, pp. 187-221.
- PEM (a cura di) (vari anni), *Rapporti annuali*.
- Phalippou L. e Gottschalg O. (2009), *The performance of private equity funds*, in "The Review of Financial Studies", 22 (4), pp. 1747-1776.
- Price Waterhouse Coopers (a cura di) (2008), *The economic impact of Private Equity and Venture Capital in Italy*, "Working Paper".
- Reid G., Terry N. e Smith J. (1997), *Risk Management in Venture Capital Investor- investee Relations*, in "European Journal of Finance", 3 (1), pp. 27-47.

- Sahlman W. A. (1990), *The Structure and Governance of Venture-Capital Organizations*, in "Journal of Financial Economics", 27 (2), pp. 473-521.
- Sahlman W. A. (1991), *Insights from the american venture capital organization*, in "Harvard Business School Working Paper".
- Stulz R. M. (1990), *Managerial discretion and optimal financing policies*, in "Journal of Financial Economics", (26) 1, pp. 3-27.
- Trester J. (1998), *Venture capital contracting under asymmetric information*, in "Journal of Banking and Finance", 22 (6), pp. 675-699.
- Unioncamere (a cura di) (2007), *Rapporto PMI*.
- Wright M. e Robbie K. (1996), *Venture capitalists and unquoted equity investment appraisal*, in "Accounting and Business Research", 26 (2), pp.153-168.