

**UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI VERONA**  
**DIPARTIMENTO DI ECONOMIA AZIENDALE**  
**SCUOLA DI DOTTORATO DI ECONOMIA**  
**DOTTORATO DI RICERCA IN ECONOMIA E DIREZIONE AZIENDALE**

**PRIVATE EQUITY BACKED COMPANIES:  
CRESCITA O INSUCCESSO? ANALISI COMPARATA  
DELLE PERFORMANCE.**

**Coordinatore:**

**Ch.mo Prof. Alessandro Lai**

**Relatore:**

**Ch.ma Prof.ssa Giuseppina Chesini**

**Dottoranda:**

**Elisa Giaretta**

**XXVI° ciclo – Anni 2011/2013**



*“Io sono per inclinazione un ricercatore.  
Sento la sete di conoscenza e l’avida  
inquietudine di progredire in essa.”*  
(E. Kant, 1764)



# Prefazione

In linea con la forte crescita avvenuta in Europa negli ultimi anni, il private equity è diventato un argomento di grande attenzione nella ricerca accademica. Il mio interesse per l'argomento deriva dall'importanza dello strumento come occasione di crescita per le imprese e per l'economia nel suo complesso.

Questo lavoro non sarebbe stato possibile senza il prezioso contributo di numerose persone e istituzioni. Prima di tutto, il mio ringraziamento va alla Prof.ssa Giusy Chesini, mio supervisore accademico che mi ha supportato in tutto il percorso di dottorato.

Ringrazio, inoltre, la *Bangor Business School* ed in particolare il Prof. Philip Molyneux per avermi ospitata come *visiting scholar* durante la stesura del presente elaborato.

Alcune analisi quantitative riportate nel presente lavoro sono state in precedenza presentate e discusse in alcuni convegni nazionali e internazionali. Pertanto, ringrazio per i preziosi consigli ricevuti durante i seguenti convegni: Convegno Estivo ADEIMF 2013 (Lecce, 20 - 21 settembre 2013), Wolpertinger Conference 2013 (Gothenburg, 28 - 31 agosto, 2013), International Accounting and Finance Doctoral Symposium 2013 (Bologna 17 - 19 giugno 2013), Wolpertinger Conference 2012 (Malta, 29 agosto - 1 settembre 2012), Convegno Estivo ADEIMF 2012 (Capri, 15 - 16 giugno 2012). Quindi ringrazio sentitamente l'ADEIMF e il Wolpertinger Club per le borse di studio che mi sono state erogate al fine di partecipare a detti convegni.

Infine, il ringraziamento più profondo va alla mia famiglia, senza la quale non avrei potuto nemmeno iniziare questo percorso.

Elisa Giaretta,

Verona, febbraio 2014



# Indice

<b>Estratto.....</b>	<b>1</b>
<b>Abstract.....</b>	<b>2</b>
<b>Introduzione.....</b>	<b>3</b>
<b>Capitolo 1: Gli investimenti di private equity .....</b>	<b>9</b>
<b>1.1 Gli investimenti di private equity: caratteristiche e peculiarità.....</b>	<b>9</b>
1.1.1 Le definizioni di private equity.....	9
1.1.2 Il confronto tra il private equity e il debito tradizionale .....	15
1.1.3 I benefici del private equity .....	18
1.1.4 I problemi legati al private equity .....	21
<b>1.2 Le tipologie di operazioni di private equity.....</b>	<b>23</b>
1.2.1 Il finanziamento all'avvio dell'impresa .....	32
1.2.2 il finanziamento allo sviluppo.....	34
1.2.3 il finanziamento al cambiamento .....	35
<b>Capitolo 2: Gli investitori di private equity.....</b>	<b>37</b>
<b>2.1 Le ragioni degli investimenti di private equity .....</b>	<b>37</b>

<b>2.2 La <i>limited partnership</i> .....</b>	<b>39</b>
2.2.1 I fondi comuni di investimento .....	42
2.2.2 I fondi comuni di investimento all'estero .....	48
2.2.3 I costi dei fondi di investimento.....	49
<b>2.3 I <i>limited partner</i> .....</b>	<b>51</b>
<b>2.4 I <i>general partner</i> .....</b>	<b>52</b>
2.4.1 Le Società di Gestione del Risparmio.....	54
2.4.2 Le Società di Gestione Armonizzate.....	57
2.4.3 Le Società di Investimento a Capitale Variabile .....	58
2.2.4 Gli operatori bancari .....	60
2.4.5 I <i>venture capitalist</i> .....	61
2.4.6 Gli incubatori .....	64
2.4.7 Gli acceleratori.....	65
2.4.8 I <i>business angels</i> .....	66
2.4.9 Gli operatori pubblici.....	72
2.4.9.1 Le finanziarie regionali .....	73
2.4.9.2 Il Fondo Strategico Italiano.....	73
2.4.9.3 Il Fondo Italiano di Investimento .....	74
2.4.10 Gli altri operatori.....	76
2.4.10.1 I <i>Business Innovation Centre</i> .....	76
2.4.10.2 Le università.....	79
2.4.10.3 I <i>corporate venture capitalist</i> .....	79
2.4.10.4 I <i>vulture investor</i> .....	80
2.4.10.5 Le società di consulenza.....	81
2.4.10.6 Le società di ricerca & sviluppo.....	81



<b>Capitolo 3: Le fasi delle operazioni di private equity</b>	<b>83</b>
<b>3.1 Introduzione</b>	<b>83</b>
<b>3.2 Il <i>fund raising</i></b>	<b>85</b>
<b>3.3 L'investimento</b>	<b>88</b>
3.3.1 Il <i>deal flow</i>	88
3.3.2 La <i>due diligence</i>	101
3.3.2.1 Il <i>business plan</i>	103
3.3.3 Il <i>closing</i>	107
3.3.3.1 Gli strumenti legati al prezzo	110
3.3.3.2 I patti parasociali	113
3.3.4 Il monitoraggio	127
<b>3.4 Il disinvestimento</b>	<b>128</b>
<b>Capitolo 4: Il mercato del private equity</b>	<b>133</b>
<b>4.1 Il mercato italiano del private equity</b>	<b>133</b>
4.1.1 Gli operatori del mercato italiano	133
4.1.2 Il <i>fund raising</i> nel mercato italiano	135
4.1.3 Gli investimenti nel mercato italiano	137
4.1.4 I disinvestimenti nel mercato italiano	147
<b>4.2 Il mercato europeo del private equity</b>	<b>151</b>
4.2.1 Gli operatori del mercato europeo	151
4.2.2 Il <i>fund raising</i> nel mercato europeo	152
4.2.3 Gli investimenti nel mercato europeo	155
4.2.4 I disinvestimenti nel mercato europeo	162
<b>Capitolo 5: La valutazione degli investimenti di private</b>	

<b>equity .....</b>	<b>165</b>
<b>5.1 Introduzione .....</b>	<b>165</b>
<b>5.2 La valutazione delle imprese oggetto di private equity. ....</b>	<b>166</b>
5.2.1 Il metodo dei multipli .....	167
5.2.2 Il <i>Discounted Cash Flow</i> .....	174
5.2.3 L' <i>Adjusted Present Value</i> .....	185
5.2.4 Il modello reddituale, patrimoniale e misto.....	187
5.2.5 La <i>PEP Drivers' Grid</i> .....	191
<b>5.3 La valutazione dei rendimenti dei fondi di private equity</b> <b>.....</b>	<b>193</b>
5.3.1 L' <i>Internal Rate of Return</i> .....	193
5.3.2 Il <i>Net Asset Value</i> .....	197
5.3.3 Il <i>Cash Multiple</i> .....	198
5.3.4 Il <i>Residual Value to Paid-In</i> .....	198
5.3.5 Il <i>benchmark</i> .....	199

**Capitolo 6: *Private equity backed companies versus non private equity backed companies*: analisi delle performance..... 201**

<b>6.1 Introduzione .....</b>	<b>201</b>
<b>6.2 La revisione della letteratura.....</b>	<b>204</b>
<b>6.3 Le ipotesi di ricerca .....</b>	<b>208</b>
<b>6.4 La descrizione del campione e la metodologia di ricerca</b> <b>.....</b>	<b>209</b>
6.4.1 La descrizione dei dati .....	209
6.4.2 La metodologia di analisi.....	214
<b>6.5 I risultati delle analisi .....</b>	<b>218</b>

<b>6.6 Considerazioni conclusive sulle analisi.....</b>	<b>228</b>
6.6.1 La discussione e le implicazioni delle analisi.....	228
6.6.2 I limiti delle analisi e le direzioni per ulteriori ricerche .....	232

**Capitolo 7: *Private equity backed companies versus non private equity backed companies*: analisi delle performance in Europa ..... 235**

<b>7.1 Introduzione .....</b>	<b>235</b>
<b>7.2 La revisione della letteratura.....</b>	<b>237</b>
<b>7.3 Le ipotesi di ricerca .....</b>	<b>242</b>
<b>7.4 La descrizione del campione e la metodologia di ricerca .....</b>	<b>243</b>
7.4.1 La descrizione dei dati .....	243
7.4.2 La metodologia di analisi.....	249
<b>7.5 I risultati delle analisi .....</b>	<b>253</b>
<b>7.6 Considerazioni conclusive sulle analisi.....</b>	<b>263</b>
7.6.1 La discussione sui risultati delle analisi.....	263
7.6.2 Le implicazioni dei risultati delle analisi.....	266
7.6.3 I limiti delle analisi e le direzioni per ulteriori ricerche .....	267

**Capitolo 8: *Private equity backed companies versus gestori di investimenti di private equity*: analisi delle performance..... 269**

<b>8.1 Introduzione .....</b>	<b>269</b>
<b>8.2 La revisione della letteratura.....</b>	<b>271</b>
<b>8.3 Le ipotesi di ricerca .....</b>	<b>275</b>

<b>8.4 La descrizione del campione e la metodologia di ricerca</b>	<b>277</b>
.....	
8.4.1 La descrizione dei dati .....	279
8.4.2 La metodologia di analisi.....	282
<b>8.5 I risultati delle analisi .....</b>	<b>284</b>
<b>8.6 Considerazioni conclusive sulle analisi .....</b>	<b>291</b>
8.6.1 La discussione e le implicazioni delle analisi .....	291
8.6.2 I limiti delle analisi e le direzioni per ulteriori ricerche	
.....	294
<b>Conclusioni.....</b>	<b>295</b>
<b>Bibliografia .....</b>	<b>313</b>
<b>Appendice.....</b>	<b>327</b>

## Indice delle tabelle

- Tabella I.1: struttura del lavoro .....	7
- Tabella 1.1: differenze tra fondi di private equity, fondi speculativi e fondi comuni di investimento.....	14
- Tabella 1.2: principali differenze tra debito tradizionale e investimenti di private equity .....	18
- Tabella 1.3: classificazione degli investimenti di private equity secondo Pratt (1981).....	25
- Tabella 1.4: classificazione degli investimenti di private equity secondo Fenn e altri (1995) .....	27
- Tabella 2.1: l'attività di investimento dei <i>business angels</i> italiani nel 2010 .....	72
- Tabella 3.1: contributi degli operatori di private equity nell'attività delle imprese partecipate.....	94
- Tabella 3.2: articolazione del <i>business plan</i> .....	104
- Tabella 3.3: elementi positivi e negativi del <i>business plan</i> .	107
- Tabella 3.4: clausole contrattuali presenti nei contratti relativi alle operazioni di private equity .....	125
- Tabella 3.5: eventi al verificarsi dei quali vi è una redistribuzione delle quote di partecipazione .....	126
- Tabella 5.1: parametri più diffusi nella valutazione dei multipli .....	168
- Tabella 6.1: riassunto della letteratura (in ordine di anno)..	208
- Tabella 6.2: distribuzione degli investimenti di private equity negli anni .....	210

- Tabella 6.3: statistiche descrittive dei campioni analizzati .	214
- Tabella 6.4: modello OLS (1).....	219
- Tabella 6.5: modello OLS (2).....	222
- Tabella 6.6: modello OLS (2).....	223
- Tabella 6.7: modello <i>Probit</i> (3).....	225
- Tabella 6.8: modello <i>Probit</i> (4).....	227
- Tabella 7.1: riassunto della letteratura (in ordine di anno)..	241
- Tabella 7.2: investimenti in Europa nel 2009 (dati in milioni di €).....	245
- Tabella 7.3: distribuzione delle imprese oggetto di private equity negli anni .....	246
- Tabella 7.4: distribuzione delle osservazioni Paese – settore negli anni .....	247
- Tabella 7.5: statistiche descrittive sul campione di imprese non oggetto di private equity .....	248
- Tabella 7.6: statistiche descrittive sul campione di imprese oggetto di private equity .....	249
- Tabella 7.7: modello <i>Probit</i> (1).....	254
- Tabella 7.8: regressione OLS (2).....	256
- Tabella 7.9: regressione OLS (2).....	257
- Tabella 7.10: regressione OLS (2).....	258
- Tabella 7.11: regressione OLS (2).....	259
- Tabella 7.12: test della T di <i>Student</i> (imprese oggetto di private equity).....	261
- Tabella 7.13: test della T di <i>Student</i> (imprese non oggetto di private equity).....	262
- Tabella 8.1: riassunto della letteratura (in ordine di anno)..	274

- Tabella 8.2: statistiche descrittive sulle SGR e sulle imprese oggetto di private equity .....	281
- Tabella 8.3: modello <i>Probit</i> (1) .....	285
- Tabella 8.4: regressione OLS (2).....	287
- Tabella 8.5: regressione OLS (2).....	288
- Tabella 8.6: regressione OLS (2).....	289
- Tabella A.1: definizione delle variabili e fonti dei dati (relativa al capitolo 6) .....	327
- Tabella A.2: definizione delle variabili e fonti dei dati (relativa al capitolo 7) .....	330
- Tabella A.3: definizione delle variabili e fonti dei dati (relativa al capitolo 8) .....	332

## Indice dei grafici

- Grafico 4.1: operatori di private equity nel 2012 per tipologia ..... 134
- Grafico 4.2: operatori di private equity attivi nel 2012 per segmento di mercato..... 134
- Grafico 4.3: evoluzione dei capitali raccolti ..... 135
- Grafico 4.4: capitali raccolti nel 2012 per tipologia di operatore..... 136
- Grafico 4.5: capitali raccolti nel 2012 per origine geografica ..... 137
- Grafico 4.6: capitali raccolti nel 2012 per tipologia di fonte ..... 137
- Grafico 4.7: evoluzione dell'ammontare investito..... 139
- Grafico 4.8: investimenti nel 2012 per segmento di mercato (ammontare) ..... 139
- Grafico 4.9: investimenti nel 2012 per segmento di mercato (numero) ..... 140
- Grafico 4.10: investimenti nel 2012 per tipologia di operatore (ammontare) ..... 141
- Grafico 4.11: investimenti nel 2012 per tipologia di operatore (numero) ..... 142
- Grafico 4.12: ammontare medio investito nel 2012 per segmento di mercato..... 143
- Grafico 4.13: distribuzione del numero di *buy out* nel 2012 per classe dimensionale ..... 144
- Grafico 4.14: distribuzione % del numero di investimenti nel



2012 per classi di dipendenti delle imprese target .....	145
- Grafico 4.15: distribuzione del numero di investimenti nel 2012 per classi di fatturato delle imprese target.....	146
- Grafico 4.16: distribuzione geografica del numero di investimenti nel 2012 .....	147
- Grafico 4.17: evoluzione dell'ammontare disinvestito .....	148
- Grafico 4.18: distribuzione del numero di disinvestimenti nel 2012 per tipologia.....	149
- Grafico 4.19: distribuzione dell'ammontare disinvestito nel 2012 per tipologia.....	149
- Grafico 4.20: distribuzione del numero dei disinvestimenti nel 2012 per segmento di mercato.....	150
- Grafico 4.21: distribuzione dei disinvestimenti nel 2012 per tipologia di operatore.....	151
- Grafico 4.22: operatori attivi per categoria nel 2011 in Europa .....	152
- Grafico 4.23: evoluzione dei capitali raccolti in Europa.....	153
- Grafico 4.24: capitali raccolti nel 2012 in Europa per origine geografica .....	154
- Grafico 4.25: capitali raccolti nel 2012 in Europa per tipologia di fonte nel 2012.....	155
- Grafico 4.26: evoluzione dell'ammontare investito in Europa .....	156
- Grafico 4.27: investimenti nel 2012 in Europa per segmento di mercato (ammontare) .....	157
- Grafico 4.28: investimenti nel 2012 in Europa per segmento di mercato (numero) .....	158
- Grafico 4.29: distribuzione % del numero di investimenti nel 2012 in Europa per classi di dipendenti delle imprese target .....	159
- Grafico 4.30: distribuzione geografica del numero di	

investimenti nel 2012 in Europa.....	159
- Grafico 4.31: ammontare degli investimenti nel 2012 in Europa in percentuale sul PIL .....	161
- Grafico 4.32: evoluzione dell'ammontare disinvestito in Europa .....	162
- Grafico 4.33: distribuzione del numero di disinvestimenti nel 2012 in Europa per tipologia .....	163

## Indice delle figure

- Figura 1.1: gli investimenti alternativi .....	15
- Figura 1.2: principali benefici del private equity .....	21
- Figura 1.3: classificazione degli investimenti di private equity secondo Kraft (2001).....	28
- Figura 1.4: tipologie di investimento di private equity e <i>venture capital</i> secondo AIFI (2000) .....	31
- Figura 1.5: classificazione degli investimenti di private equity e <i>venture capital</i> in base alle esigenze delle imprese.....	32
- Figura 2.1: principali categorie di <i>limited partner</i> , <i>general partner</i> e PEBC in Italia.....	40
- Figura 2.2: la <i>limited partnership</i> .....	41
- Figura 2.3: vantaggi e svantaggi dei <i>business angels</i> .....	70
- Figura 2.4: promotori e fondatori dei <i>Business Innovation Centre</i> .....	78
- Figura 3.1: ciclo di vita di un fondo di private equity.....	84
- Figura 3.2: articolazione del processo di vendita .....	101
- Figura 3.3: determinazione del prezzo di vendita finale .....	109
- Figura 5.1: stato patrimoniale a valori contabili e a valori di mercato .....	178
- Figura 5.2: calcolo del <i>FCFF</i> .....	179
- Figura 5.3: calcolo del <i>FCFE</i> .....	179
- Figura 7.1: schema logico dell'analisi con modello OLS ...	252
- Figura 7.2: schema logico per i test della T di <i>Student</i> .....	253



# Estratto

L'elaborato effettua un'analisi comparata della *performance* delle imprese oggetto di investimenti di private equity.

Lo scopo della ricerca consiste nell'explorare l'impatto degli investimenti di private equity su alcune variabili di redditività, finanziarie e di crescita dimensionale nelle imprese oggetto di investimento.

Dopo avere analizzato, nell'ordine, le principali caratteristiche degli investimenti, gli operatori di private equity, le fasi di investimento e i tratti fondamentali del mercato italiano ed europeo, si effettua lo studio delle *performance* delle imprese oggetto di investimenti di private equity tramite l'utilizzo di modelli statistici di tipo *Probit* e *Ordinary Least Squares* (OLS).

Si è condotta l'analisi prendendo come riferimento principale le imprese *private equity backed* situate in Italia, per cui si è creato un *database* di imprese italiane oggetto di investimento nel periodo 2006-2011 usato come *benchmark* con cui effettuare confronti con altre imprese.

L'analisi è stata condotta in tre livelli. Nel primo livello si sono confrontate le imprese italiane oggetto di private equity con un campione di imprese con caratteristiche simili in termini di settore, dimensione e area geografica, ma non oggetto di investimento. Nel secondo livello si sono confrontate le *performance* delle imprese italiane oggetto di private equity con imprese *private equity backed* localizzate nei principali Paesi europei per numero di investimenti. Nell'ultimo livello si è confrontato il campione di riferimento di imprese italiane oggetto di private equity con gli operatori che gestiscono i loro investimenti.

I risultati dell'analisi suggeriscono che gli investimenti di private equity hanno, in media, un effetto positivo in termini di crescita dimensionale rispetto alle imprese non oggetto di investimento. Nei primi anni dopo l'investimento gli operatori di private equity agiscono per migliorare le variabili di crescita delle imprese *private equity backed*, anche a scapito della redditività, preferendo risultati di lungo periodo. I risultati osservati nel mercato europeo sono in linea con quanto osservato nel mercato italiano. Per di più, i gestori dei fondi di private equity ottengono una *performance* superiore rispetto alle imprese investite.

# Abstract

The work carries out a comparative analysis of the performance of private equity backed companies.

The purpose of this research is to explore the impact of private equity investments on variables of profitability, financial and dimensional growth for target companies.

After reviewing the main characteristics of private equity - investment, operators, stages and the Italian and European market - we studied the performance of private equity backed companies through the use of statistical Probit and OLS models.

We conducted the analysis taking as benchmark the private equity backed companies located in Italy, so we created a database of Italian companies that have being subject to investments in the period 2006-2011 and we compare this sample with other companies.

The analysis was ran on three levels. In the first one we compared the sample formed by Italian private equity backed companies with a sample of non private equity backed companies with similar characteristics in terms of industry, size and geographic area. In the second level we compared the performance of Italian private equity backed companies with a sample of private equity backed companies located in the first eight European countries for number of investments. In the last level we compared the sample of Italian private equity backed companies with a sample of operators that manage private equity investments.

The results of the analysis suggest that private equity investments have, on average, a positive effect on target companies in terms of dimensional growth in comparison to non invested companies. In the first post investment years, private equity operators act to improve the growth of private equity backed companies, even decreasing profitability, so preferring long-term results. The results observed in the European market are in line with the ones observed in the Italian market. Moreover, the analyses suggests that managers of private equity investments achieved higher performance than invested companies.

# Introduzione

Il private equity è definito dall'Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital (AIFI) come *“l'attività d'investimento nel capitale di rischio delle imprese non quotate con l'obiettivo della valorizzazione dell'impresa oggetto d'investimento ai fini della sua dismissione entro un periodo di medio – lungo termine”*.

Il private equity rappresenta sia un'*asset class* interessante per gli investitori istituzionali che presentano orizzonti di investimento di medio - lungo termine che un'importante opportunità di crescita per le imprese e per l'economia nel suo complesso.

La possibilità di reperire capitale proprio per un lungo periodo di tempo può risultare decisiva nell'economia di un'impresa, ancor di più in una situazione come quella attuale in cui si registra la crescente difficoltà da parte delle imprese nel reperire risorse finanziarie sul mercato a costi sostenibili.

L'attività di private equity sta assumendo sempre più un ruolo di primaria importanza nei sistemi economico – finanziari a livello internazionale. Infatti, il mercato del private equity risulta importante in termini di risorse a livello mondiale ed europeo. Tale rilievo è riscontrabile anche per il mercato italiano, nel quale, secondo le statistiche dell'AIFI, l'ammontare delle operazioni concluse nel 2012 è stato pari a 349, per un totale di 1.355 milioni di Euro di capitali raccolti e 3.230 milioni di Euro di capitali investiti.

Tuttavia, nonostante la sua diffusione, il ruolo del private equity è ritenuto controverso. Vi sono infatti molti studi che sostengono che le operazioni di private equity presentino più svantaggi che vantaggi per l'impresa oggetto di investimento.

In questo lavoro di tesi, si è ritenuto importante approfondire

nell'attuale contesto economico la seguente domande di ricerca: *qual è l'impatto, in termini reddituali, finanziari, e di crescita dimensionale, che l'intervento degli operatori di private equity genera sulle imprese oggetto di investimento, con riferimento principale al mercato italiano?*

Diversamente da quanto presente nella letteratura accademica, il presente lavoro si pone l'obiettivo di dare una risposta alla *research questions* di cui sopra attraverso un'analisi più completa, che confronti direttamente le *performance* delle imprese target con l'andamento di imprese non oggetto di investimento ma che presentano simili caratteristiche.

La finalità di questo lavoro è di mostrare come il ricorso al private equity possa essere determinante per il successo dei programmi di crescita e di miglioramento dell'impresa e possa innescare un circolo virtuoso tra strategie vincenti e forme di finanziamento adeguate.

L'elaborato si suddivide in due parti: nella prima parte si descrive l'argomento dal punto di vista teorico, definendo le principali caratteristiche dell'oggetto di studio, mentre nella seconda parte si analizza il fenomeno tramite metodologie di ricerca quantitativa, per rispondere analiticamente alla domanda di ricerca principale.

La prima parte comprende i primi cinque capitoli dell'elaborato, come descritti di seguito.

Nel primo capitolo si introduce il concetto di private equity, illustrandone le principali definizioni, le caratteristiche che lo contraddistinguono e le differenze con le altre tipologie di finanziamento per l'impresa e di investimento per gli investitori. Inoltre, si descrivono le principali classificazioni delle tipologie di investimento.

Il secondo capitolo si concentra sugli investitori di private equity. Dopo una panoramica sulle ragioni principali che spiegano gli investimenti di private equity e le teorie economiche che sottostanno a tali investimenti, si descrive la modalità principale in cui vengono strutturati gli investimenti in Italia e in Europa, ovvero la *limited partnership*. Successivamente, si effettua una rassegna dei soggetti che compongono la *limited partnership*, soffermandosi sulle



caratteristiche delle singole tipologie di operatori, in particolare sulle Società di Gestione dei Risparmi (SGR) italiane.

Nel terzo capitolo si descrivono le fasi che portano alla formazione degli investimenti di private equity, dalla raccolta delle risorse (*fund raising*), all'investimento nelle imprese, fino al disinvestimento dalle operazioni attuate. In particolare, si approfondisce l'*iter* da seguire nella fase dell'investimento, descrivendo i passaggi che iniziano con i primi contatti con le imprese, fino all'acquisto delle partecipazioni.

Il quarto capitolo analizza il mercato del private equity. Si studiano sia il mercato italiano che il mercato europeo. Per entrambi i mercati si analizzano gli operatori presenti, l'attività di raccolta dei capitali, gli investimenti e i disinvestimenti, tracciando l'andamento nel periodo 2008-2012, soffermandosi in particolare sull'ultimo esercizio.

Il quinto capitolo descrive una panoramica delle modalità di valutazione degli investimenti di private equity. Nella prima parte del capitolo si descrivono i metodi per la valutazione delle imprese oggetto di investimento, mentre nella seconda parte si analizzano le modalità di valutazione dei rendimenti dei fondi di private equity.

Dopo aver analizzato dettagliatamente i sopracitati aspetti teorici, sfruttando tali fondamenti si è passati negli ultimi tre capitoli all'analisi delle *performance* delle imprese oggetto di private equity tramite metodologie di ricerca quantitativa.

In particolare, nel sesto capitolo si studiano le *performance* delle *private equity backed companies* (PEBC) nel mercato preso come riferimento principale, ovvero quello italiano. Le imprese oggetto di investimento vengono confrontate con un campione di imprese con caratteristiche simili in termini di dimensione, settore industriale e area geografica, ma che non sono oggetto di private equity.

Nel settimo capitolo, seguendo lo stesso metodo utilizzato nel sesto capitolo nell'analisi delle *performance* in Italia, si studiano le *performance* delle PEBC in altri Paesi europei. Anche in questo caso si costruisce un campione di confronto di imprese non oggetto di private equity e lo si confronta con le imprese oggetto di investimento. Ci si sofferma poi ad analizzare se sussistono differenze nelle *performance* delle imprese target tra il mercato di riferimento e gli

altri Paesi europei analizzati.

Nell'ottavo capitolo si confrontano le *performance* delle imprese oggetto di private equity italiane con una tipologia di gestori di investimenti di private equity, ovvero le SGR italiane. Successivamente, si analizzano le differenze nelle *performance* delle SGR legate alle caratteristiche delle imprese gestite.

L'elaborato termina con una breve conclusione sugli argomenti trattati, seguita dalla bibliografia utilizzata. Infine in appendice sono presenti le definizioni delle variabili utilizzate nella ricerca quantitativa.

La tabella I.1 riassume la struttura del lavoro.

**Tabella I.1: struttura del lavoro.**

<b>1. Gli investimenti di private equity</b>					
Caratteristiche e peculiarità			Le tipologie di operazioni		
<b>2. Gli investitori di private equity</b>					
Ragioni degli investimenti	<i>Limited partnership</i>	<i>General partner</i>	<i>Limited partner</i>		
<b>3. Le fasi delle operazioni di private equity</b>					
Introduzione	<i>Fund raising</i>	Investimento	Disinvestimento		
<b>4. Il mercato del private equity</b>					
Mercato italiano (operatori, <i>fund raising</i> , investimenti, disinvestimenti)			Mercato europeo (operatori, <i>fund raising</i> , investimenti, disinvestimenti)		
<b>5. La valutazione degli investimenti di private equity</b>					
Introduzione		Valutazione delle imprese oggetto di private equity		Valutazione dei rendimenti dei fondi di private equity	
<b>6. Private equity backed companies versus non private equity backed companies: analisi delle performance</b>					
Introduzione	Letteratura	Ipotesi di ricerca	Campione e analisi	Risultati	Conclusioni
<b>7. Private equity backed companies versus non private equity backed companies: analisi delle performance in Europa</b>					
Introduzione	Letteratura	Ipotesi di ricerca	Campione e analisi	Risultati	Conclusioni
<b>8. Private equity backed companies versus gestori degli investimenti di private equity: analisi delle performance</b>					
Introduzione	Letteratura	Ipotesi di ricerca	Campione e analisi	Risultati	Conclusioni
<b>Conclusioni</b>					
<b>Bibliografia</b>					
<b>Appendice</b>					

*Fonte: nostra elaborazione.*



# Capitolo 1

## Gli investimenti di private equity

### 1.1 Gli investimenti di private equity: caratteristiche e peculiarità

#### 1.1.1 Le definizioni di private equity

L'attività di private equity consiste nell'investimento istituzionale nel capitale di rischio di un'impresa, definita *private equity backed companies* (PEBC) o impresa target. L'investimento di private equity si esplicita nell'apporto di risorse finanziarie da parte di operatori specializzati, sotto forma di partecipazione al capitale azionario o di sottoscrizione di titoli obbligazionari convertibili in azioni, per un arco temporale medio – lungo, in imprese dotate di un progetto e di un potenziale sviluppo.

L'Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital (AIFI)<sup>1</sup> definisce l'attività di private equity come l'*“attività di investimento nel capitale di rischio delle imprese non quotate con*

---

<sup>1</sup> L'AIFI è un'organizzazione che racchiude le istituzioni finanziarie che stabilmente e professionalmente effettuano investimenti in aziende, sotto forma di capitale di rischio, attraverso l'assunzione, la gestione e lo smobilizzo di partecipazioni prevalentemente in società non quotate, con un attivo sviluppo delle aziende partecipate. L'Associazione è stata costituita nel maggio 1986 al fine di sviluppare, coordinare e rappresentare, in sede istituzionale, i soggetti attivi sul mercato italiano dell'investimento in capitale di rischio.

*l'obiettivo della valorizzazione dell'impresa oggetto di investimento ai fini della sua dismissione entro un periodo di medio – lungo termine” (AIFI, 1998).*

La definizione fornita dall'AIFI raccoglie diverse tipologie di attività di investimento, mettendo in luce i caratteri tipici dell'investimento di private equity, ovvero sia l'ingresso diretto nel capitale di un'impresa non quotata, l'orizzonte temporale circoscritto dell'operazione e l'obiettivo del potenziamento della redditività aziendale. L'ingresso diretto nel capitale aziendale consente all'investitore istituzionale di diventare a tutti gli effetti socio dell'impresa target, ottenendo la possibilità di esercitare una forma variabilmente intensa di controllo sulle decisioni aziendali. L'investitore di private equity, che prende il nome di Socio Investitore, apporta le competenze specifiche che consentono un potenziamento delle capacità finanziarie e gestionali dell'impresa, mentre generalmente non possiede le competenze distintive di *business* tipicamente proprie del proprietario dell'impresa, detto anche Socio Imprenditore. Ne consegue che il rapporto tra il Socio Investitore ed il Socio Imprenditore assume un ruolo cruciale nell'andamento dell'operazione, poiché l'esito positivo della stessa dipende in larga misura dalla fiducia, dal dialogo e dalla condivisione degli obiettivi tra le diverse figure che compongono la proprietà dell'impresa.

Con riguardo al secondo elemento distintivo presente nella definizione di AIFI (1998), si noti che l'investimento di private equity ha carattere temporale perché circoscritto nel tempo, generalmente in 5 anni. Tuttavia, la durata medio – lunga dell'investimento consente di adoperare le risorse all'interno delle PEBC in modo stabile e duraturo. Il capitale “paziente” viene impiegato per ottenere risultati solidi e non per perseguire obiettivi di breve periodo.

Infine, l'obiettivo dell'investimento consiste nella crescita dell'impresa, per cui sono oggetto di investimento imprese che presentano buone prospettive di sviluppo, come imprese di nuova costituzione o imprese in espansione, o ancora imprese in temporaneo

dissesto finanziario<sup>2</sup>.

L'*European Private Equity and Venture Capital Association* (EVCA)<sup>3</sup> definisce il private equity come un investimento nel capitale di rischio di imprese non quotate in un mercato regolamentato. Secondo l'EVCA (1998), gli investimenti di private equity possono essere impiegati per sviluppare nuovi prodotti e tecnologie, per espandere il capitale circolante, per effettuare acquisizioni, o ancora per rafforzare il bilancio dell'impresa. Inoltre, il finanziamento di private equity può aiutare a risolvere i problemi legati al passaggio di proprietà e al ricambio del *management*.

Nella letteratura accademica sono presenti diversi lavori che definiscono l'attività di private equity. Tra questi ricordiamo Fenn e altri (1995), Gompers e Lerner (2001) e Metrick e Yasuda (2010).

Fenn e altri (1995) legano la definizione di private equity all'attività centrale svolta dagli intermediari di private equity, ovvero l'acquisto di un'ampia quota dell'impresa e lo svolgimento di un ruolo attivo nel monitoraggio e nella guida dell'impresa in portafoglio.

Gompers e Lerner (2001) definiscono il private equity come un insieme di capitale dedicato, indipendente e gestito professionalmente, che si focalizza su investimenti in equity o legati all'equity in imprese non quotate e ad alta crescita.

Metrick e Yasuda (2010) definiscono gli investimenti di private equity in base alle quattro caratteristiche principali che ne caratterizzano i fondi:

1. intermediazione finanziaria: i fondi di private equity fungono da intermediari finanziari in quanto prendono il capitale degli investitori e lo investono direttamente nelle imprese target;

---

<sup>2</sup> La classificazione degli investimenti di private equity in base alla tipologia di imprese target è oggetto di trattazione del paragrafo 1.2 del presente elaborato.

<sup>3</sup> L'EVCA è l'associazione europea del private equity e del *venture capital*, che raggruppa gli operatori europei. L'associazione rappresenta 650 imprese associate e 500 membri affiliati. L'EVCA emana gli standard professionali del settore, basando le proprie linee guida sui criteri di responsabilità, buon governo e trasparenza. Inoltre emana dati sul mercato europeo del private equity, con ricerche e analisi periodiche.

2. investimenti in imprese non quotate: le imprese oggetto di private equity, una volta acquistate, non possono essere immediatamente vendute in un mercato regolamentato;

3. obiettivo di vendita: la finalità dei fondi di private equity consiste nel massimizzare il proprio rendimento finanziario tramite la dismissione degli investimenti attraverso la vendita delle partecipazioni;

4. ruolo attivo: i fondi di private equity svolgono un ruolo attivo nel monitoraggio e nella conduzione delle imprese in portafoglio.

La prima caratteristica elencata da Metrick e Yasuda (2010) considera il fondo di private equity come un intermediario finanziario e lo differenzia dalle imprese che utilizzano il proprio capitale per le acquisizioni. La seconda caratteristica distingue il private equity dall'investimento tradizionale in azioni ed obbligazioni e da altri investimenti alternativi come i fondi speculativi. La terza caratteristica differenzia i fondi di private equity dalle *holding* finanziarie e dagli acquirenti industriali. Infatti, contrariamente a queste categorie, i fondi di private equity, trascorso un periodo medio – lungo di detenzione delle azioni, le dismettono per uscire dall'investimento. I fondi di private equity acquisiscono le partecipazioni con l'obiettivo di rivenderle, per restituire il capitale agli investitori, ottenendo un guadagno. Per questo motivo, fin dal momento dell'acquisto della partecipazione, gli investitori di private equity devono stabilire un chiaro percorso di vendita. La quarta caratteristica è la *raison d'être* principale dei fondi di private equity e la determinante chiave della sua *performance*. A differenza dei *manager* dei fondi comuni di investimento e dei fondi speculativi, i gestori dei fondi di private equity influenzano attivamente la *performance* delle imprese in cui investono, tramite particolari diritti di controllo che permettono di influire sulle azioni del *management* delle imprese investite.

Oltre alle caratteristiche sopra illustrate, Metrick e Yasuda (2010) distinguono i fondi di private equity dai fondi comuni di investimento e dai fondi speculativi per ulteriori caratteristiche. In primo ordine i fondi di private equity sono fondi chiusi, mentre i fondi speculativi sono fondi aperti, e ancora i fondi comuni di investimento possono



essere sia chiusi che aperti<sup>4</sup>.

Per quanto riguarda la durata, solo i fondi di private equity presentano un periodo di vita limitato, solitamente pari a 10 anni, mentre i fondi speculativi e i fondi comuni di investimento non hanno un termine prefissato.

Inoltre, i fondi di private equity presentano natura illiquida: le quote versate non possono essere restituite fino alla scadenza della durata del fondo. Invece, i fondi speculativi e i fondi comuni di investimento presentano la possibilità di ottenere la restituzione del capitale versato, seppur con delle limitazioni.

Proprio per il carattere illiquido e la natura di lungo periodo degli investimenti, i fondi di private equity sono obbligati a non reinvestire i guadagni realizzati, se non per piccole frazioni dell'ammontare del fondo stabilite in sede di contrattazione, mentre i fondi comuni di investimento e i fondi speculativi reinvestono automaticamente i dividendi realizzati.

Le commissioni annue dei fondi di private equity sono calcolate come una percentuale spesso variabile durante la vita del fondo. Sia i fondi speculativi che i fondi comuni di investimento, invece, presentano delle commissioni annue calcolate come percentuale del capitale gestito o *asset under management*.

Sono presenti forti differenze anche al riguardo delle commissioni di *performance* calcolate sui fondi. Nei fondi di private equity solitamente le commissioni di *performance* ammontano al 20% del profitto realizzato, pagabile solo dopo l'uscita dall'investimento e la restituzione del capitale agli acquirenti. Nei fondi speculativi le commissioni invece ammontano al 20% del profitto annuo imputato, pagabile per la parte che eccede il valore di mercato (*high watermarks*). I fondi comuni di investimento, invece, solitamente non presentano commissioni di *performance*.

La tabella 1.1 riassume le differenze principali sopra illustrate.

---

<sup>4</sup> Per una più ampia analisi delle tipologie di fondi si rimanda al capitolo 2.

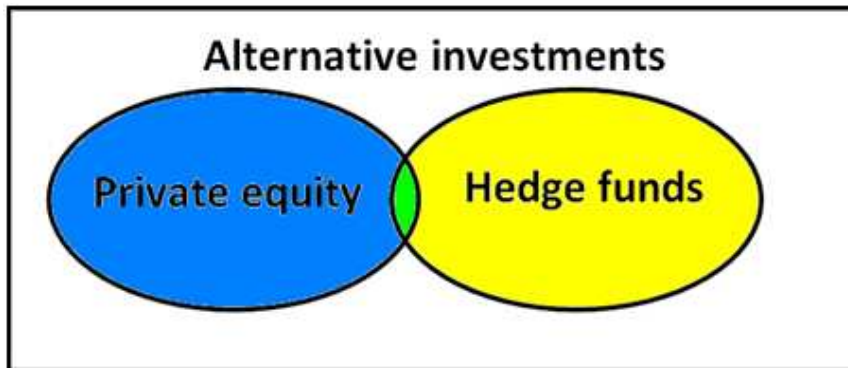
**Tabella 1.1: differenze tra fondi di private equity, fondi speculativi e fondi comuni di investimento.**

	Categoria		
	Fondo di private equity	Fondo di private equity	Fondo comune di investimento
<b>Apertura</b>	No	Sì	Varia
<b>Durata del fondo limitata</b>	Sì (10 anni)	No	No
<b>Restrizioni di liquidità/restituzione del capitale</b>	Illiquidità fino a 10 anni	Varia (es: un anno di <i>lockup</i> e tre mesi di attesa per recesso)	<i>Lockup</i> minimo e restrizioni al recesso
<b>Reinvestimento</b>	No	Sì	Sì
<b>Commissioni annue</b>	% variabile durante la vita del fondo	% degli <i>asset under management</i>	% degli <i>asset under management</i>
<b>Commissioni di performance</b>	20% del profitto realizzato, pagabile solo dopo l'uscita dall'investimento e la restituzione del capitale agli acquirenti	20% del profitto annuo imputato, pagabile per la parte eccedente il valore di mercato	Non presenti

Fonte: *Metrick e Yasuda (2010)*.

Sia i fondi di private equity che i fondi speculativi (o *hedge funds*) fanno parte della categoria degli investimenti alternativi (*alternative investments*), come illustrato dalla figura 1.1. È da notare che esiste una piccola sovrapposizione tra le due categorie di fondi, in quanto i fondi speculativi possono effettuare investimenti di private equity.

**Figura 1.1: gli investimenti alternativi.**



*Fonte: Metrick e Yasuda (2010).*

### **1.1.2 Il confronto tra il private equity e il debito tradizionale**

Gli investimenti di private equity si distinguono dai finanziamenti a titolo di debito per molteplici caratteri. Tra gli studi sul tema spicca il lavoro di de Lima Ribeiro (2008) il quale compie una panoramica delle differenze tra debito bancario e investimenti di private equity. Una prima differenza sottolineata dall'autore consiste nel fatto che sul debito tradizionale maturano degli interessi passivi da corrispondere periodicamente al finanziatore. Al contrario, gli investimenti di private equity essendo investimenti di capitale proprio non sono di tipo oneroso. Il profitto derivante dal capitale di rischio, infatti, è residuale e non garantito. Agli investimenti di private equity non spetta, quindi, un rendimento minimo.

La remunerazione degli investitori di private equity avviene tramite la realizzazione del *capital gain* e la riscossione dei dividendi distribuiti dalla PEBC; la remunerazione degli investimenti a titolo di debito invece avviene, come detto, tramite il pagamento degli interessi periodici corrisposti in maniera fissa. Ne consegue che, se l'impresa ottiene un ottimo risultato economico, la remunerazione degli investitori di capitale di debito rimane comunque fissa, mentre in caso di fallimento dell'impresa, essi rischiano di non riottenere il capitale investito. Al contrario, gli investitori istituzionali possono beneficiare

di un ampio rendimento nel caso in cui l'impresa ottenga una grande redditività. Ciò rende il private equity lo strumento maggiormente idoneo al finanziamento delle imprese innovative che presentano alti rischi.

Ancora, gli strumenti utilizzati nel private equity presentano delle proprietà incentivanti che sollecitano sia l'imprenditore che l'investitore istituzionale. Questi strumenti, utilizzati dagli investitori di private equity e non dalle banche, rendono i finanziamenti di private equity migliori nel finanziare le imprese innovative rispetto ad altri investitori (si veda Schmidt, 2003).

Un'ulteriore differenza consiste nelle modalità di conclusione delle due diverse forme di finanziamento: mentre i finanziamenti a titolo di capitale di debito si esauriscono con il loro pagamento, gli investimenti di private equity terminano con la vendita delle azioni in possesso. Il capitale di rischio, infatti, si caratterizza da una stabilità quasi assoluta e la conseguente assenza dell'obbligo di rimborso.

Sussistono importanti differenze anche nell'analisi delle imprese da finanziare. La valutazione dell'impresa da parte degli investitori in capitale di debito si limita all'analisi creditizia, mentre gli investitori istituzionali devono effettuare un'approfondita selezione e un costante monitoraggio delle imprese target<sup>5</sup>. In particolare, mentre per il debito tradizionale sono valutate la storia creditizia e i *report* finanziari, per il private equity vengono premiate le competenze manageriali e la validità del *business plan*. Mentre gli investitori a titolo di debito scelgono imprese caratterizzate da una forte stabilità finanziaria, gli investitori di private equity puntano su imprese che mostrano rapidi tassi di crescita. Ne consegue che anche l'oggetto su cui si basano le valutazioni sono diverse: gli investitori nel capitale di debito premiano la tangibilità dell'attivo mentre per gli investitori istituzionali di private equity sono più importanti le immobilizzazioni immateriali.

Anche gli strumenti a tutela degli investimenti sono differenti tra investitori di private equity e finanziatori di debito. I primi puntano su

---

<sup>5</sup> Secondo Xu (2004) il monitoraggio e la pianificazione sono necessari negli investimenti di private equity soprattutto per l'alto livello di asimmetria informativa tra gli imprenditori e gli investitori.

garanzie legali, come diritti inseriti nel contratto di compravendita e nei patti parasociali, mentre i secondi adoperano garanzie reali, come pegni e ipoteche.

Come conseguenza del punto precedente, i contratti stipulati dagli investitori di private equity risultano più complessi rispetto a quelli stipulati in occasione di debiti tradizionali.

Inoltre, gli investimenti a titolo di debito si contraddistinguono per un basso rischio di insolvenza rispetto agli investimenti di private equity, i quali sono spesso percepiti come investimenti a più alto rischio.

I finanziatori di debito tradizionale esercitano poca influenza sul *management* dell'impresa finanziata, mentre gli investitori di private equity si distinguono per l'esercizio di un'influenza diretta sul *management* dell'impresa oggetto di investimento. Infatti, gli investitori di private equity, diventando soci della PEBC, possono nominare membri del consiglio di amministrazione e scegliere la composizione del *management* dell'impresa.

Infine, nel debito tradizionale prevale la distanza tra soggetti finanziatori e finanziati, mentre nel private equity le due parti rimangono in prossimità e in stretto contatto.

La tabella 1.2 riassume le differenze tra debito tradizionale e investimenti di private equity sopra illustrate.

**Tabella 1.2: principali differenze tra debito tradizionale e investimenti di private equity.**

<b>Debito tradizionale</b>	<b>Private equity</b>
Oneroso	Non oneroso
Pagamento di interessi	<i>Capital gain</i> e dividendi
Liquidazione	<i>Exit</i> (vendita di azioni)
Analisi creditizia	<i>Screening</i> e monitoraggio
Storia creditizie e <i>report</i> finanziari	Competenze manageriali e <i>business plan</i>
Garanzie reali	Garanzie legali
Stabilità finanziaria	Rapidi tassi di crescita
Tangibilità dell'attivo	Intangibilità dell'attivo
Contratti semplici	Contratti complessi
Basso rischio	Alto rischio
Poca influenza sul <i>management</i>	Influenza diretta sul <i>management</i>
Distanza	Prossimità

*Fonte: de Lima Ribeiro, 2008.*

### **1.1.3 I benefici del private equity**

Le risorse raccolte con gli investimenti di private equity possono essere impiegate nella PEBC per diversi scopi, tra cui lo sviluppo di nuove tecnologie e nuovi prodotti, l'espansione del capitale circolante, il sostegno economico di operazioni di finanza straordinaria o il rafforzamento della struttura finanziaria dell'impresa. L'investimento in capitale di rischio riduce il costo del capitale iniziale e per questo costituisce una grande spinta alle dinamiche economiche. Il private equity comporta benefici per le nuove attività imprenditoriali in particolare nel settore industriale, dove sono più alti i tassi di ingresso e dove è maggiore la spinta verso l'innovazione e la ricerca.

L'investimento di private equity consente all'impresa target di beneficiare di diversi vantaggi che vanno oltre la mera entrata delle risorse di capitale fornite dall'investitore istituzionale. La caratteristica distintiva degli investimenti di private equity è l'apporto di *smart money*, ovvero l'apporto congiunto di mezzi finanziari e di *know-how*, quali l'esperienza professionale e le competenze manageriali che consentono un rapido sviluppo della PEBC. Un importante beneficio non finanziario dovuto alla presenza dell'investitore professionale

nell'impresa target consiste nel miglioramento della cultura manageriale e l'inserimento di nuove regole di *corporate governance* (Acharya e altri, 2009). L'investitore esercita un'azione volta ad aumentare la trasparenza all'interno dell'impresa e la qualità dell'organizzazione, a introdurre o a far evolvere i sistemi di pianificazione, controllo e monitoraggio dei risultati aziendali e i sistemi di gestione per consentire un flusso di informazioni continuo.

Inoltre, la PEBC beneficia di un *network* di relazioni con altri mercati forniti dall'investitore istituzionale (Hochberg e altri, 2007), che le permettono di entrare in una nuova rete di rapporti con altre imprese e di sviluppare l'innovazione e l'internazionalizzazione. La rete di contatti che l'investitore istituzionale può mettere a disposizione dell'impresa può consentire a quest'ultima un vantaggio notevole nei confronti di altri *competitors* che non possono contare su questo supporto. Si presenta quindi la possibilità di intessere una rete di possibili *partnership* con altri soggetti, che vanno dalle forme più *light*, come gli accordi e le alleanze commerciali, fino alle *joint ventures* o alle fusioni/acquisizioni: tutte queste modalità di cooperazione con altri soggetti sono funzionali a diversi obiettivi, quali sviluppare prodotti e servizi complementari, entrare in nuovi mercati, sfruttare economie di produzione, ma soprattutto in ambito tecnologico attuare la condivisione del rischio (Hellmann e Puri, 2002). Aumenta in questo modo il potere contrattuale dell'impresa target nei confronti di clienti, fornitori ed inoltre migliora l'immagine e la reputazione dell'impresa (Megginson e Weiss, 1991).

Allo stesso modo, la rete di contatti con investitori e istituzioni finanziarie consente l'innesto di ulteriori risorse finanziarie, oltre agli apporti dell'investitore istituzionale. La specifica professionalità del Socio Investitore funge da garanzia verso altri possibili finanziatori di risorse a ogni titolo, consentendo l'innesto di capitali a condizioni meno onerose rispetto al mercato.

Le conoscenze e le risorse finanziarie fornite dagli investitori istituzionali possono consentire alle imprese di uscire da situazioni di dissesto economico e/o finanziario. In questo caso il Socio Investitore può mettere in atto politiche di ristrutturazione.

Inoltre, l'operazione di private equity può costituire una

precondizione per l'avvio del processo di quotazione della PEBC in un mercato regolamentato. La quotazione in borsa dell'impresa oggetto di investimento è in linea teorica l'obiettivo principale degli investitori di private equity (Metrick e Yasuda, 2010). Infatti, l'investimento di private equity prepara l'impresa al processo di *listing*, fornendo una nuova base di conoscenze e metodologie interne da adottare, ed una diffusione dell'azionariato necessari per la quotazione. L'impresa che ha per obiettivo la quotazione in Borsa può utilizzare lo strumento del private equity per accelerare il suo percorso.

Inoltre, l'operazione di private equity attenua i condizionamenti dell'impresa dagli interessi personali e familiari dell'assetto proprietario (Wright e Kellermanns, 2011).

Il private equity risulta inoltre una modalità per risolvere i problemi di ricambio generazionale nelle imprese familiari. Spesso, infatti, nelle imprese a carattere familiare si presenta il problema della successione dell'impresa: la mancanza della volontà degli eredi di proseguire l'attività d'impresa o la parcellizzazione della proprietà in molti eredi possono rappresentare un problema per l'impresa. La cessione dell'impresa ad un investitore istituzionale consente di monetizzare l'investimento e superare i problemi di ricambio generazionale. L'imprenditore che ha per obiettivo la cessione può utilizzare il private equity come passo intermedio, utile specialmente se l'impresa necessita di ristrutturazioni, come l'ottimizzazione delle aree d'affari diverse riallocando le risorse, la gestione degli aspetti immobiliari, il potenziamento del *management* e il controllo e il consolidamento sul mercato. La cessione di alcune quote del capitale permette all'imprenditore di valorizzare al meglio le rimanenti quote di capitale, che si potranno vendere in futuro.

Inoltre, lo strumento del private equity può risultare utile per rilevare imprese troppo di nicchia, che svolgono attività specifiche per cui è difficile ipotizzare sinergie e quindi interesse da parte di acquirenti industriali. In questo caso, l'investitore di private equity può acquisire l'intera impresa e creare valore aiutandola a crescere ulteriormente, anche senza cercare nuove sinergie. Analogamente, gli investimenti di private equity possono avere per oggetto grandi imprese consolidate, *leader* di mercato, che generano un forte *cash*

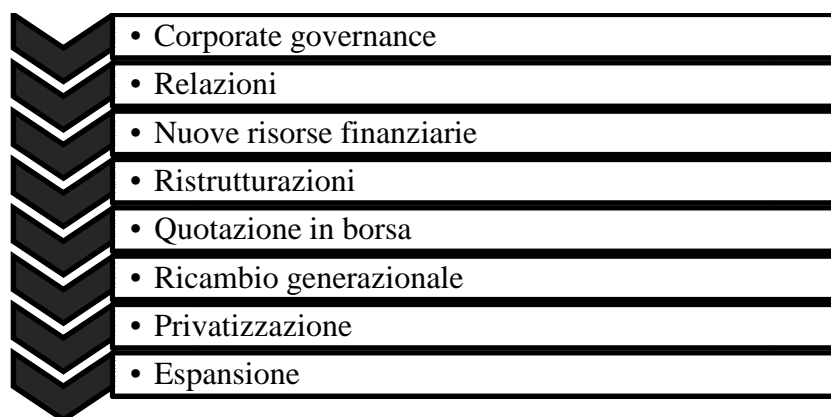


*flow* anche se non più in una fase di alta crescita. L'investitore spinge verso nuovi mercati e sviluppa l'impresa in modo sufficiente a valorizzarla per rientrare velocemente dei capitali investiti tramite il *cash flow*.

Analogamente, il private equity è una modalità per attuare la privatizzazione di imprese pubbliche.

La figura 1.2 riassume i principali benefici derivanti dagli investimenti di private equity.

**Figura 1.2: principali benefici del private equity.**



Fonte: cfr. AIFI Commissione Corporate Governance, 2005

#### **1.1.4 I problemi legati al private equity**

Le operazioni di private equity incontrano operativamente alcune difficoltà, soprattutto in Italia, che ne limitano lo sviluppo.

I problemi “classici” presenti in ogni relazione di finanziamento, ovvero incertezza, asimmetrie informative e costi di agenzia, diventano particolarmente intensi nelle operazioni di private equity, considerato il tipo di impresa finanziata e le caratteristiche dell'intervento del finanziatore.

Un importante problema, tipico del contesto italiano caratterizzato

dalla presenza di imprese a proprietà familiare, sia di piccola che di grande dimensione, consiste nella scarsa propensione del Socio Imprenditore ad aprire la proprietà ad altri investitori. Le cause che frenano lo sviluppo del private equity sono legate alla cultura degli imprenditori italiani, che si identificano con la propria impresa, la vivono come una propria creatura e la conducono come se dovesse durare per sempre sotto il loro controllo e la loro gestione. Essi temono qualsiasi ingerenza nell'impresa, e ritengono che l'intervento di un investitore istituzionale possa rallentare il processo decisionale all'interno della stessa. Molto spesso la visione di lungo termine dell'imprenditore contrasta con l'esigenza di un *partner* finanziario che, dando un certo apporto a livello di capitale di rischio, ha la necessità di rientrare dall'investimento entro un determinato tempo e con un margine congruo. La creazione di valore che viene data come effetto dell'apporto di capitale non sempre è considerata un elemento importante da parte dell'imprenditore, il quale può privilegiare altri aspetti, quali il controllo, l'autonomia gestionale e lo sbocco per i familiari.

Un secondo problema, anch'esso specifico della realtà italiana, riguarda l'*iter* burocratico da seguire per dar luogo a dette operazioni<sup>6</sup>. Il procedimento, articolato in diverse fasi, di fatto appesantisce l'attuazione degli investimenti.

L'indebitamento attraverso il sistema bancario ha avuto ed ha tutt'ora un costo mediamente inferiore a quello del capitale di rischio: infatti, le imprese italiane hanno nel loro complesso un'elevata dipendenza nei confronti del sistema bancario pari al 50-60% delle risorse. In alternativa, le imprese fanno ricorso, se ed ove possibile, all'autofinanziamento piuttosto che aprirsi ad investitori esterni, limitando di fatto il proprio sviluppo.

La scarsa liquidità che caratterizza attualmente i mercati finanziari pone un ulteriore freno sia alla raccolta di risorse da impegnare in operazioni di investimento, sia alle possibilità di disinvestimento al termine delle operazioni. La mancata dismissione delle partecipazioni al termine del periodo prefissato per l'investimento ostacola le nuove

---

<sup>6</sup> Sull'*iter* burocratico si veda il capitolo 3 del presente elaborato.

operazioni in due modi: da un lato non libera le risorse da impiegare in altre operazioni e dall'altro disincentiva i nuovi investimenti.

Il limitato numero di operatori di private equity, il ridotto numero di operazioni annualmente eseguite e la disomogeneità territoriale dell'offerta pongono un ulteriore freno allo sviluppo del mercato del capitale di rischio.

## **1.2 Le tipologie di operazioni di private equity**

Gli investimenti di private equity costituiscono una categoria disomogenea di operazioni. Si possono includere nell'espressione di private equity diversi interventi tra loro dissimili, ma che possiedono le caratteristiche principali dell'intervento così come definiti da AIFI (1998): il capitale di rischio, la durata limitata e l'obiettivo di crescita. La letteratura accademica e gli operatori del settore hanno individuato molteplici classificazioni per racchiudere le diverse tipologie di investimento di private equity.

Secondo la prassi, si distingue il *venture capital* dal *private equity* *in senso stretto*, intendendo con il primo l'attività volta al finanziamento dell'impresa nelle prime fasi del suo ciclo di vita, mentre con il secondo termine si definiscono gli interventi nelle fasi successive. Secondo l'EVCA (1998), il *venture capital* è un sottoinsieme del private equity e consiste in investimenti di capitale di rischio finalizzati al lancio, allo sviluppo o all'espansione di un *business*. Nella pratica, nei diversi Paesi esistono varie correnti di pensiero sulla distinzione tra il private equity in senso stretto e il *venture capital*. In Europa, spesso i termini vengono utilizzati in modo intercambiabile includendo nel *venture capital* anche gli interventi nelle fasi successive. Ciò è in contrasto con l'accezione utilizzata dall'EVCA e negli Stati Uniti dove solo il finanziamento alle prime fasi del ciclo di vita dell'impresa è considerato *venture capital*.

Il principio e le funzioni del private equity e del *venture capital*, come definiti dall'EVCA, sono circa le stesse o molto simili.

Entrambe le tipologie di operazioni, sia di *venture capital* che di *private equity* in senso stretto, presentano uno scopo comune: investire in imprese caratterizzate da elevate prospettive in termini di crescita e di redditività per poi dismettere le partecipazioni ed ottenere elevati *capital gain*, intesi come differenza tra il prezzo di acquisto e di vendita della quota dell'impresa. Solitamente, le operazioni di *venture capital* sono accompagnate da una combinazione rischio - rendimento più elevata rispetto al *private equity*.

Una prima segmentazione degli investimenti di *private equity* presente in letteratura è quella proposta da Pratt (1981). La classificazione si basa su due caratteristiche principali: l'ammontare di capitale necessario all'impresa e lo scopo del finanziamento. Nella classificazione Pratt (1981) distingue sei categorie: *seed financing*, *start-up financing*, *first-stage*, *second-stage*, *third-stage* e *bridge financing*. Il *seed financing* consiste nel finanziamento allo sviluppo dell'idea di *business*. Il capitale richiesto in questa fase è limitato. Lo *start-up financing* ha l'obiettivo di fornire il capitale necessario allo sviluppo del prodotto e alle attività di *marketing* iniziali. Segue il *first-stage* che finanzia la produzione e la commercializzazione dei prodotti nel mercato. Il *second-stage* finanzia la crescita delle imprese tramite l'espansione del capitale circolante. Il *third-stage* consiste nella fase successiva, ovvero nel finanziamento dell'ulteriore espansione di imprese in crescita. Infine, il *bridge financing* consiste nell'ultima fase di finanziamento prima della quotazione in un mercato regolamentato.

Le categorie illustrate sono riassunte nella tabella 1.3.

**Tabella 1.3: classificazione degli investimenti di private equity secondo Pratt (1981).**

<b>Categoria</b>	<b>Definizione</b>
<i>Seed financing</i>	Fornisce una piccola somma di capitale necessario a sviluppare una <i>business idea</i>
<i>Start-up financing</i>	Fornisce il capitale richiesto per lo sviluppo del prodotto e le attività di <i>marketing</i> iniziali
<i>First-stage</i>	Finanzia la commercializzazione e la produzione dei prodotti
<i>Second-stage</i>	Fornisce il capitale circolante e i finanziamenti necessari alle nuove imprese durante il periodo di crescita
<i>Third-stage</i>	Finanzia l'espansione di imprese in crescita
<i>Bridge financing</i>	Ultima fase di finanziamento prima della quotazione in un mercato regolamentato

*Fonte: Pratt, 1981.*

Un'ulteriore classificazione degli investimenti è quella proposta da Fenn e altri (1995) che sottolineano come il private equity fornisca soluzioni per tutte le fasi di sviluppo dell'impresa. Fenn e altri (1995) distinguono sei tipi di investimenti in base a sei distinte categorie di impresa: *early-stage*, *later-stage*, *middle-market*, imprese in dissesto finanziario, *buy out* di imprese quotate e altre imprese quotate.

Secondo questa classificazione, le imprese nella fase dell'*early-stage* presentano ricavi fino a 15 milioni di dollari, con un alto potenziale di crescita. Queste imprese si rivolgono a *business angels* e operatori di *early-stage* per iniziare l'operatività aziendale. Il canale alternativo di finanziamento per le imprese in questa fase è il prestito bancario, seppure per finanziamenti limitati in cambio di garanzie.

Le imprese nella fase del *later-stage* presentano ricavi tra i 15 milioni e i 50 milioni di dollari. Anche in questo caso la crescita potenziale dell'impresa è elevata. Le imprese si rivolgono agli operatori di private equity, in particolare agli operatori di *later-stage* con l'obiettivo di espandere gli stabilimenti e l'operatività, oppure per dismettere gli investimenti di *early-stage*. In questa fase le imprese presentano un limitato accesso al prestito bancario che consente di finanziare il solo capitale circolante.

Le imprese nel *middle-market* non sono classificate in base ai ricavi

ma bensì sulla base dei flussi di cassa, i quali devono essere stabili tra i 25 milioni e i 500 milioni di dollari. Queste imprese possono mostrare prospettive di crescita molto variabili. Gli operatori in questa fase sono investitori di *later-stage* e investitori non nel settore del *venture capital*. Data la struttura sviluppata e i flussi di cassa stabili, le imprese hanno libero accesso al prestito bancario. Tuttavia, si rivolgono agli investitori di private equity per finanziare il cambiamento nella proprietà aziendale o nella struttura di capitale, oppure per espandersi tramite l'acquisizione di nuovi stabilimenti o imprese.

Le imprese in dissesto finanziario possono presentare qualsiasi dimensione. Queste imprese si rivolgono a operatori di *turnaround* per affrontare problemi legati all'eccessiva leva finanziaria o problemi operativi. L'accesso al credito bancario è molto limitato.

Anche le imprese quotate oggetto di operazioni di *buy out* non sono classificate in base alla dimensione. Si tratta di imprese sotto performanti, ma con alti livelli di flussi di cassa. Sono oggetto di operazioni di *buy out*, con l'obiettivo di effettuare operazioni di ricambio della compagine manageriale. In genere, queste imprese hanno accesso a tutti i mercati finanziari.

Infine, nella categoria delle altre imprese quotate, rientrano le imprese di qualsiasi dimensione che cercano un investitore di private equity per effettuare una nuova Offerta Pubblica di Vendita (OPV), per condizioni di reperimento del capitale convenienti o per condizioni sfavorevoli del mercato dei capitali. In genere, queste imprese hanno libero accesso a tutti i mercati finanziari e si rivolgono ad operatori non di *venture capital*.

La tabella 1.4 riassume le caratteristiche della classificazione degli investimenti di private equity secondo Fenn e altri (1995).

**Tabella 1.4: classificazione degli investimenti di private equity secondo Fenn e altri (1995).**

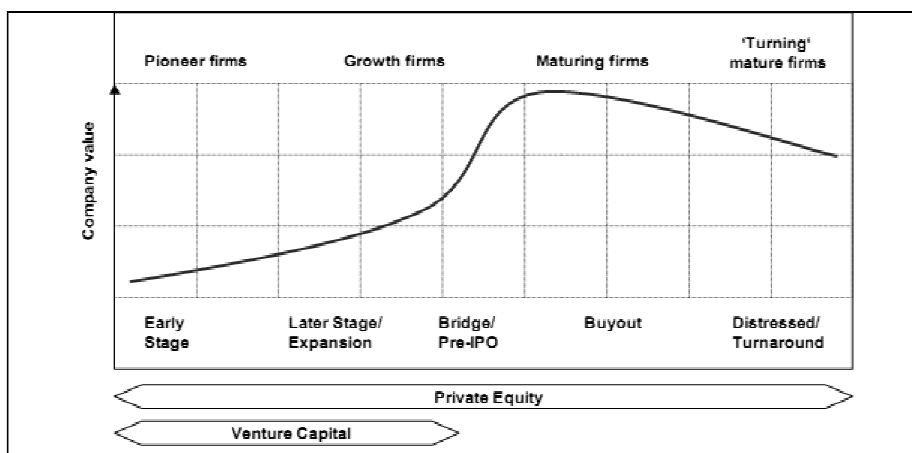
Stage	Dimensione	Caratteristiche finanziarie	Tipo di operatori	Accesso ad altri mercati
<i>Early-stage new ventures</i>	Ricavi tra 0 e 15 milioni di dollari	Alta crescita potenziale	<i>Business angels, early-stage</i>	Prestito bancario limitato
<i>Later-stage new ventures</i>	Ricavi tra 15 e 50 milioni di dollari	Alta crescita potenziale	<i>Later-stage</i>	Prestito bancario per capitale circolante
<i>Middle-market private firms</i>	Flussi di cassa tra i 25 milioni e i 500 milioni di dollari	Prospettive di crescita molto variabili	<i>Later-stage</i>	Prestito bancario
<i>Public and private firms in financial distress</i>	Qualsiasi	Leva eccessiva o problemi operativi	<i>Turnaround</i>	Molto limitato
<i>Public buy out</i>	Qualsiasi	Sotto performante. Alti livelli di flussi di cassa	<i>Buy out</i>	Tutti i mercati
Altre imprese quotate	Qualsiasi	Vario	<i>Non venture capital</i>	Tutti i mercati

*Fonte: Fenn e altri (1995).*

Collegando la segmentazione di Pratt (1981) e di Fenn e altri (1995) in modo più specifico con il ciclo di vita delle imprese, Kraft (2001) ha proposto un'ulteriore classificazione degli investimenti di private equity, considerando il valore dell'impresa come la caratteristica chiave per distinguere i diversi *stage*. Kraft (2001) interpreta il *venture capital* come un sottoinsieme dell'attività totale di private equity, in linea con la letteratura statunitense. I cinque *stage* di finanziamento sono simili all'approccio di Fenn e altri (1995). La differenza principale nell'approccio di Kraft (2001) consiste nel non distinguere tra imprese quotate e non negli ultimi *stage*. Inoltre, Kraft (2001) enfatizza il ruolo degli investimenti di *turnaround* considerandoli una delle categorie principali. La figura 1.3 rappresenta

la classificazione di Kraft (2001).

**Figura 1.3: classificazione degli investimenti di private equity secondo Kraft (2001).**



Fonte: Kraft, 2001.

In Italia, le classificazioni più importanti sono quelle proposte dall'AIFI (2000 e 2004). La prima classificazione proposta dall'AIFI (2000) distingue le diverse tipologie di investimento a seconda della fase del ciclo di vita in cui si trova la PEBC. Ad ogni stadio di sviluppo dell'impresa, infatti, mutano le esigenze di capitale e le necessità della stessa, per cui si rendono necessari diversi tipi di apporti da parte dell'investitore istituzionale. In tal senso l'AIFI (2000) distingue le operazioni di *venture capital* nelle prime fasi del ciclo di vita dell'impresa dagli interventi di *private equity* nelle successive fasi.

Le operazioni di *venture capital* si suddividono a loro volta in operazioni di *seed capital*, con le quali si finanzia la ricerca e lo sviluppo di un'idea iniziale di *business*, e di *start-up capital*, finalizzate al sostegno di nuove imprese.

L'investimento in *private equity* in senso stretto è indirizzato allo sviluppo e al sostegno di imprese già esistenti e avviate. Anche in



questo caso, all'interno della tipologia d'investimento, a seconda delle caratteristiche dell'impresa target e dell'intervento, si possono distinguere ulteriori sottoclassi: *expansion capital*, *replacement capital*, *turnaround financing*, *bridge financing* e *buy out*. Si parla di *expansion capital* (o *growth capital*) nel caso in cui si effettuano investimenti di minoranza in imprese ad alto potenziale di crescita, con lo scopo di affiancare l'imprenditore e il *management* con risorse finanziarie e *know how*. Gli interventi di *replacement capital*, invece, avvengono in imprese in cui si sostituisce la compagine azionaria senza mutare la consistenza del capitale sociale della stessa. Gli investimenti di tipo *turnaround financing* a loro volta costituiscono l'insieme di investimenti in imprese in situazioni di dissesto finanziario o di fallimento, e, data la particolarità dell'intervento, sono solitamente svolti da operatori specializzati. Il *bridge financing* consiste in un finanziamento "ponte" che accompagna l'impresa verso la quotazione nei mercati dei capitali, determinando così il passaggio dallo *status* di impresa a capitale chiuso a quello di impresa quotata. Infine, gli investimenti di *buy out* comportano l'acquisizione di partecipazioni di maggioranza in imprese mature, già in grado di creare utile e flussi di cassa stabili nel tempo. La categoria degli investimenti di tipo *buy out* racchiude un insieme molto vasto di operazioni. Sotto il profilo terminologico, la letteratura specifica riconosce le seguenti fattispecie di *buy out*:

- *Leverage buy out* (LBO): operazione di *buy out* condotta con un ampio utilizzo della leva finanziaria. Queste operazioni comportano un alto livello di indebitamento per l'impresa target; tuttavia, ci si attende che l'impresa possa generare stabili flussi di cassa negli anni d'investimento che permettano il pagamento del debito.

- *Management buy out* (MBO): investimento promosso dal *management* dell'impresa target, a cui si affianca ad un investitore istituzionale nella partecipazione azionaria. Il valore aggiunto dell'investimento è dato dalla conoscenza specifica del *management* nell'impresa oggetto di acquisizione e nel *business* in cui opera. Dette competenze vengono riconosciute dagli investitori istituzionali tramite l'assegnazione di pacchetti azionari;

- *Management buy in* (MBI): fattispecie di investimento simile al MBO, ma promossa da un gruppo di *manager* provenienti dall'esterno

dell'impresa target;

- *Workers buy out* (WBO): *buy out* in cui l'acquisto della PEBC viene effettuato dai dipendenti della stessa. Come nel caso del MBO, i lavoratori dell'impresa presentano delle ottime conoscenze del *business* e della realtà in cui operano;

- *Family buy out* (FBO): operazione di *buy out* con la quale gli investitori istituzionali acquisiscono le quote di imprenditori che intendono uscire dalla compagine societaria dell'impresa di famiglia, favorendo così il ricambio generazionale;

- *Corporate buy out* (CBO): investimento in cui il soggetto acquirente è un'impresa industriale o commerciale che adopera la tecnica del *buy out* per realizzare una strategia di crescita esterna;

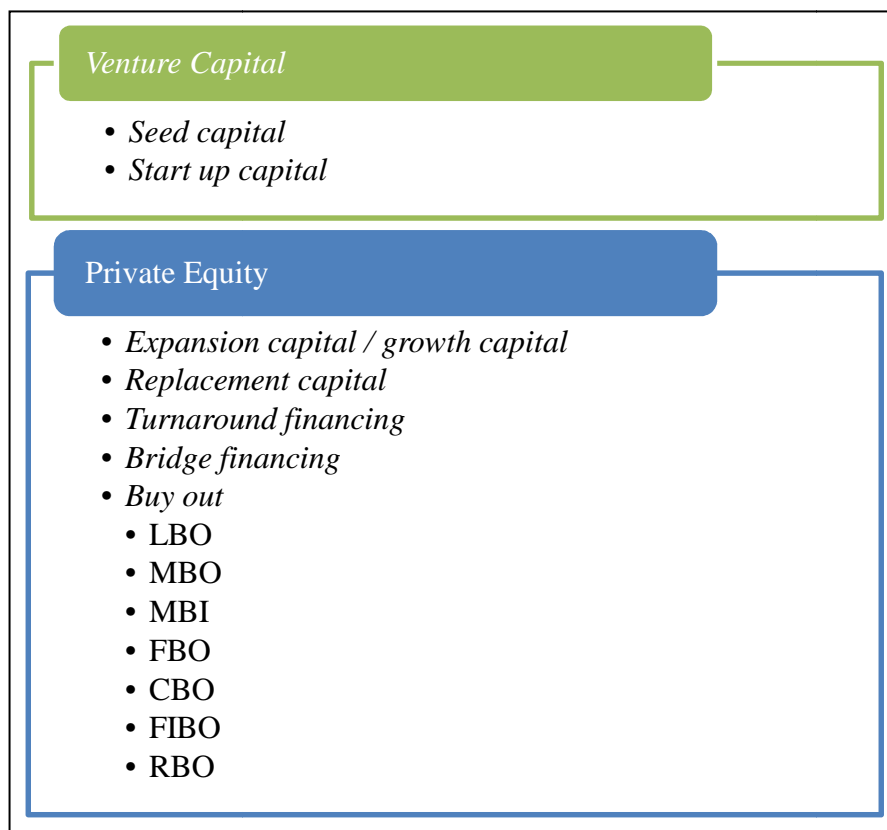
- *Fiscal buy out* (FIBO): operazione volta a eludere la normativa fiscale, creando una *new co* che, indebitandosi, acquisisce il pacchetto di maggioranza della PEBC. Segue la fusione tra la *new co* indebitata e l'impresa con conseguente risparmio d'imposta dato dal gravio dei costi finanziari dell'operazione;

- *Reverse buy out* (RBO): consiste nel *delisting* di un'impresa quotata per prepararla ad una successiva cessione. In questi casi l'investitore istituzionale effettua una operazione di *purchase of quoted shares* acquistando i titoli disponibili sul mercato per poi preparare l'impresa, grazie agli apporti tipici del private equity, a una successiva cessione.

Si sottolinea che le categorie illustrate non sono da intendere come delle fattispecie rigidamente separate, poiché esistono operazioni con la presenza contemporanea di varie categorie di promotori (ad esempio: *leverage management buy out*, *management buy in and out*, ecc.).

La figura 1.4 riassume le tipologie di investimento di private equity e *venture capital* sopra illustrate.

**Figura 1.4: tipologie di investimento di private equity e *venture capital* secondo AIFI (2000).**



*Fonte: cfr. AIFI, 2000.*

Occorre evidenziare che, nonostante la riconosciuta validità e adeguatezza della classificazione sopra esposta, molto spesso i confini tra le diverse categorie di operazioni risultano alquanto labili. Ciò è dovuto alla crescente complessità delle operazioni che vengono poste in essere, al continuo sviluppo di processi di ingegnerizzazione finanziaria che creano strumenti sempre più sofisticati, attraverso i quali gli operatori fanno ricorso contemporaneamente a diverse leve. Le nuove esigenze, finanziarie e non, delle imprese richiedono risposte e soluzioni adeguate da parte degli operatori, e spesso implicano il ricorso a strumenti e tecniche che attingono

contemporaneamente a diverse categorie classiche d'intervento.

Alla luce di tutto questo, tale complessità, unitamente alla specificità delle problematiche e delle esigenze riconducibili a ciascun settore di mercato, risultino incoerenti con la classica schematizzazione proposta. Sulla base di tale considerazione, AIFI (2004) ha proposto una seconda ripartizione delle operazioni di investimento nel capitale di rischio in funzione delle diverse esigenze che le imprese intendono soddisfare ricorrendo al private equity:

- finanziamento all'avvio dell'impresa,
- finanziamento allo sviluppo dell'attività,
- finanziamento del cambiamento.

Le prime due tipologie di finanziamento racchiudono gli interventi di *venture capital* come definiti in precedenza, mentre nell'ultima categoria si inseriscono gli investimenti di private equity in senso stretto, come illustrato nella figura 1.5.

**Figura 1.5: classificazione degli investimenti di private equity e *venture capital* in base alle esigenze delle imprese.**



Fonte: cfr. AIFI, 2004.

Segue l'analisi delle tre tipologie di investimento.

### 1.2.1 Il finanziamento all'avvio dell'impresa

Il finanziamento all'avvio, o *early stage financing*, confluisce capitali a medio termine verso nuove imprese, non capaci di

autofinanziarsi e che difficilmente possono reperirli presso le strutture creditizie tradizionali. Ciò è dovuto al fatto che le prime fasi del ciclo di vita dell'impresa si caratterizzano da una bassa redditività e una scarsa dotazione di garanzie per gli investitori.

Dal punto di vista dell'impresa, l'investimento di *early stage* risponde non solo ad un'esigenza di tipo finanziario, ma anche alla necessità di sostegno dal punto di vista delle conoscenze tecniche e delle capacità manageriali che un nuovo imprenditore spesso ancora non possiede. In questi casi, infatti, l'operatore si affianca all'impresa in una serie di attività fondamentali, come ad esempio la determinazione della formula imprenditoriale corretta, il supporto alla definizione del *team* o la definizione del posizionamento sul mercato del nuovo prodotto/servizio. Gli investitori in questa fase affiancano l'imprenditore nella redazione del *business plan* e forniscono la credibilità necessaria ad attrarre nuovi capitali

Il finanziamento all'avvio riguarda tre fasi distinte dell'avvio di un'impresa: il *seed financing*, lo *start-up financing* e il *first stage financing*. Per *seed financing* si intende l'investimento istituzionale di un'idea imprenditoriale. In questa fase la PEBC non presenta ancora un prodotto ben definito, ma solo un progetto la cui validità tecnica è da dimostrare. Generalmente, non esiste un *business plan* adeguatamente strutturato e tali operazioni vengono realizzate da investitori altamente specializzati nella valutazione del *team* imprenditoriale e del mercato di riferimento. I capitali richiesti sono solitamente contenuti ma il rischio dell'iniziativa piuttosto consistente<sup>7</sup>. Si definisce *start-up financing* la tipologia di investimento in un'impresa nella fase di sviluppo successiva al *seed financing*, nella quale il prodotto/servizio risulta già sviluppato e testato, anche solo a livello di prototipo, e, in alcuni casi, è già brevettato. In tale contesto, le premesse per sviluppare l'attività di impresa si fonda su basi più solide rispetto al *seed financing*, dal momento che le imprese in questa fase sono già formalmente create, dispongono di un *management* costituito e di un prodotto/servizio già sviluppato e validato da ricerche di mercato. Infine, si parla di *first*

---

<sup>7</sup> L'ammontare investito in questa fase solitamente varia tra i 100.000 e i 150.000 euro, con un termine di investimento di 1/1,5 anni. Fonte: AIFI.

*stage financing* qualora l'avvio dell'attività produttiva sia completato ma si deve ancora valutare appieno la validità commerciale del prodotto/servizio.

### **1.2.2 il finanziamento allo sviluppo**

Il finanziamento allo sviluppo rappresenta l'investimento in imprese nello stadio immediatamente successivo all'*early stage financing*. In questo caso, l'impresa da finanziare presenta un progetto aziendale strutturato e consolidato sotto il punto di vista tecnico, produttivo, manageriale e organizzativo: sono infatti assenti, o meno rilevanti, le problematiche e i rischi conseguenti le fasi di ideazione, progettazione, sperimentazione e avvio della fase produttiva dell'idea imprenditoriale. L'intervento di sviluppo è orientato a rafforzare e ad accrescere il *business*, dimensionandolo verso forme più articolate. In tal caso, l'obiettivo dell'investimento di *venture capital* è quello di accompagnare la PEBC ad un livello di posizionamento strategico e di organizzazione sufficientemente appetibili per investitori di maggiori dimensioni che possano investire un volume di risorse sufficienti all'espansione dimensionale delle partecipate, accompagnandole verso ulteriori fasi di sviluppo.

L'investimento e l'apporto critico dell'investitore istituzionale varia in funzione della soluzione organizzativa prescelta per realizzare la crescita: in caso di sviluppo interno, l'apporto del socio istituzionale sarà maggiormente orientato alla fornitura dei mezzi finanziari necessari a coprire gli investimenti, mentre, in caso di crescita per via esterna, risulta cruciale soprattutto l'apporto di consulenza e di *networking* a servizio dell'impresa e del Socio Imprenditore.

Sotto il profilo dell'apporto finanziario, questa tipologia di investimento emerge più consistente rispetto all'*early stage financing*, sia per l'ammontare investito che per l'orizzonte temporale<sup>8</sup>.

---

<sup>8</sup> Solitamente, questa tipologia di investimento presenta un ammontare medio compreso tra 1.000.000 e 2.000.000 euro, con un orizzonte di intervento di 3\5 anni. Fonte: AIFI.

Gli interventi di finanziamento allo sviluppo possono suddividersi in tre sottocategorie:

- *Second stage financing*: l'investitore istituzionale, verificata la validità del progetto imprenditoriale, interviene con un investimento non molto elevato per sviluppare ulteriormente la produzione, le vendite e il *marketing*. Il contributo del *venture capitalist* è soprattutto finanziario oltre che di tipo strategico.

- *Third stage financing*: investimento in cui al fine di consolidare e ampliare la posizione dell'impresa sul mercato di riferimento, si apportano capitali tali da consentire il lancio di nuovi prodotti, lo sviluppo di un nuovo progetto o l'espansione in nuovi mercati.

- *Fourth stage financing* (o *bridging financing*): finanziamento con cui l'impresa vuole realizzare un determinato progetto finanziario che necessita di interventi programmati.

### **1.2.3 il finanziamento al cambiamento**

L'ultima macrocategoria di investimento da parte degli operatori di private equity è finalizzata al finanziamento dei processi di cambiamento all'interno dell'impresa.

Il finanziamento al cambiamento investe per attuare nell'impresa target delle trasformazioni che portano ad una modifica, più o meno profonda, dell'assetto proprietario della stessa. Si tratta di una categoria differente rispetto al finanziamento all'avvio o allo sviluppo, poiché tratta imprese in uno stadio di sviluppo successivo. Le motivazioni che si pongono alla base del cambiamento possono risiedere tanto nel raggiungimento da parte dell'impresa di una fase anagrafica, strategica o patrimoniale di "stallo", per il cui superamento è necessario una modifica del suo assetto, quanto nel verificarsi involontario di eventi negativi.





## Capitolo 2

### Gli investitori di private equity

#### 2.1 Le ragioni degli investimenti di private equity

La ragione principale che spinge gli investitori verso il private equity è la ricerca di rendimenti più elevati rispetto a quelli di altri strumenti finanziari più tradizionali disponibili sul mercato. Il sovra-rendimento è giustificato non solo dalla maggiore rischiosità che caratterizza gli investimenti in private equity, ma anche da altri aspetti quali:

- elevata illiquidità: gli investitori non possono uscire facilmente dall'investimento prima della scadenza del fondo;
- bassa correlazione con i mercati azionari e obbligazionari: rappresenta un efficace strumento di diversificazione del portafoglio per l'investitore istituzionale;
- discrezionalità: la componente gestionale fornisce un ampio potere decisionale nelle scelte strategiche assunte.

Sono diverse le teorie economiche che sono state utilizzate in letteratura per spiegare gli investimenti di private equity. Tra queste troviamo la teoria dei costi di transazione, la teoria dei contratti e la teoria dell'agenzia.

La teoria dei costi di transazione spiega come gli investimenti di private equity servono ad abbattere alcuni dei costi che si presentano nella conclusione di importanti transazioni. Secondo la teoria, l'investimento di private equity offre risorse sotto forma di capitale

proprio all'impresa evitando il costo che dovrebbe sostenere se l'impresa si quotasse in un mercato di borsa. Questa teoria mira a mettere in luce l'efficienza degli investimenti (Renneboog e altri, 2007).

La teoria dei contratti, invece, sottolinea gli aspetti contrattuali degli investimenti di private equity. Secondo questa teoria, la stesura di un buon contratto serve per selezionare le imprese migliori che sono presenti nel mercato. La teoria si focalizza sui diritti di controllo che vengono riconosciuti contrattualmente agli investitori istituzionali e sposta l'attenzione sugli aspetti legali dell'investimento (Kaplan e Stromberg, 2000).

La teoria dell'agenzia si basa sui problemi di agenzia che si possono verificare prima, durante e dopo l'investimento, ovvero i problemi legati ad asimmetrie informative, selezione avversa e azzardo morale.

Alle asimmetrie informative, cioè alle incertezze che nascono dal fatto che una parte è più informata di un'altra, sono legati la maggior parte dei problemi di agenzia presenti negli investimenti di private equity: l'imprenditore dispone di maggiori informazioni sull'impresa rispetto all'investitore istituzionale. I problemi legati alle asimmetrie informative che gli investitori di private equity devono affrontare durante il periodo di investimento sono molteplici. In primo luogo il Socio Imprenditore presenta una conoscenza specifica del *business* in cui opera l'impresa. Quando le imprese non sono molto complesse, la conoscenza del prodotto/servizio è particolarmente critica e l'uscita dell'imprenditore può comportare il fallimento dell'impresa. I problemi di agenzia sono più gravi nei casi in cui la capacità dell'imprenditore è sconosciuta e l'andamento dell'investimento è difficile da osservare e monitorare. La soluzione proposta dalla ricerca accademica consta nel provare a migliorare il flusso di informazioni tra l'impresa e gli investitori. Un modo per superare le asimmetrie informative consiste nel basarsi su un'attività di monitoraggio professionale. L'investitore diventa così "privatamente informato" ed è in grado di ottenere un alto profitto dalla costruzione di un rapporto con l'impresa (Baldi e Zazzara, 2006).

Il problema della selezione avversa avviene quando una variazione

delle condizioni di un contratto, in questo caso lo sforzo dell'imprenditore, provoca una selezione dei contraenti sfavorevole per la parte che ha modificato, a suo vantaggio, le condizioni. In particolare nel *venture capital*, la selezione avversa è ridotta con un'intensiva attività di *screening* e di valutazione dei progetti di investimento o delle imprese da investire. Secondo Lerner (1994), la struttura degli investimenti in sindacato è un altro modo per eliminare la selezione avversa tra gli investimenti nel capitale di rischio.

Il rischio di azzardo morale si verifica quando l'imprenditore non si impegna duramente nel massimizzare il valore dell'impresa poiché lo sforzo non è osservabile dall'investitore. L'approccio tradizionale contro l'azzardo morale prevede che più grave è il problema di informazione, tanto più i contratti devono essere legati alla *performance*. Tuttavia, qualora sussistano rischi fuori dal controllo dell'imprenditore, gli incentivi del tipo *pay for performance* sono meno desiderabili, perché gli imprenditori, categoria avversa al rischio, devono essere compensati per l'assunzione di tali rischi.

Negli investimenti in imprese familiari i rapporti critici sono quelli tra tre categorie di soggetti: i soci fondatori appartenenti alla famiglia, i *manager (insider o outsider)* e gli investitori di private equity. In questa situazione un'intensa attività di monitoraggio da parte degli investitori, la condivisione delle scelte da parte dei *manager* e il finanziamento in più stadi incentivano le tre categorie a collaborare e superare i problemi.

## **2.2 La *limited partnership***

La struttura della *limited partnership* è l'organizzazione principale per gli investimenti di private equity su base globale (Phalippou, 2007).

La struttura della *limited partnership* coinvolge tre diverse parti: l'investitore o *limited partner*, l'intermediario o *general partner* e l'impresa target o *private equity backed companies (PEBC)*. I *limited*

*partner* sono gli investitori istituzionali che forniscono ai fondi di private equity il capitale necessario per gli investimenti; i *general partner* sono i gestori dei fondi di private equity che investono i risparmi dei clienti per perseguire gli obiettivi finanziari dichiarati; le PEBC sono le imprese oggetto di investimento che ricevono il capitale dagli investimenti (Kaplan e Schoar, 2005).

Le principali categorie di *limited partner* sono banche, assicurazioni, fondazioni, fondi pensione, fondi sovrani, fondi di fondi e individui con grandi disponibilità. I principali *general partner* presenti in Italia sono SGR, SGA, SICAV, incubatori, acceleratori, *venture capitalist*, *vulture investor*, *business angels* e operatori pubblici. Le principali categorie di PEBC sono imprese di tipo *early stage*, *later stage*, *expansion*, *buy out*, *turnaround* e *special situation*.

La figura 2.1 riassume le principali categorie di *limited partner*, *general partner* e PEBC in Italia.

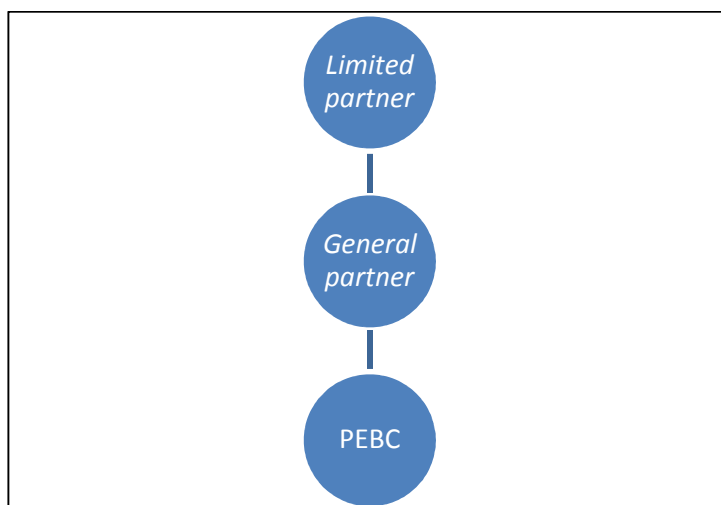
**Figura 2.1: principali categorie di *limited partner*, *general partner* e PEBC in Italia.**



Fonte: nostra elaborazione.

I *general partner* svolgono un ruolo fondamentale negli investimenti in quanto fungono da tramite tra gli investitori di cui gestiscono i risparmi e i soggetti in deficit finanziario che ne ricevono i finanziamenti. Infatti, il capitale defluisce dai *limited partner* al *general partner* e da questi all'impresa oggetto di investimento, senza alcun contatto tra i *limited partner* e la PEBC (figura 2.2). In tal modo, riducono le asimmetrie informative tra gli investitori e i destinatari degli investimenti. I *general partner*, inoltre, consentono lo sfruttamento di economie di scala, dividendo i costi di transazione derivanti dalle operazioni di investimento su un'ampia platea di investitori. Inoltre, l'ammontare gestito nel complesso dai *general partner* consente di accrescere la diversificazione del portafoglio e ridurre così i rischi legati agli investimenti. Le competenze specifiche di detti gestori e la capacità di diffondere le informazioni sugli investimenti sono altri aspetti che consentono alle stesse di contribuire all'efficienza informativa e allocativa<sup>9</sup>.

**Figura 2.2: la *limited partnership*.**



*Fonte: nostra elaborazione.*

---

<sup>9</sup> L'efficienza informativa consiste nella capacità di diffondere le informazioni, mentre l'efficienza allocativa consiste nella capacità del mercato di indirizzare le risorse finanziarie verso gli utilizzi più produttivi.

## 2.2.1 I fondi comuni di investimento

Operativamente, il veicolo più diffuso in Italia per gli investimenti di private equity in *limited partnership* consiste nel fondo comune di investimento (AIFI, 2008).

Il D.Lgs. n. 58 del 1998 definisce il fondo comune di investimento come “*il patrimonio autonomo, suddiviso in quote, di pertinenza di una pluralità di partecipanti, gestito in monte*”<sup>10</sup>. I fondi comuni di investimento appartengono alla categoria degli Organismi di Investimento Collettivo del Risparmio (OICR) insieme alle Società di Investimento a Capitale Variabile (SICAV)<sup>11</sup>.

Nel fondo comune, l’investitore partecipa ad una forma collettiva di investimento acquisendo una quota di partecipazione ad un patrimonio collettivo, al quale partecipano pro-quota anche altri investitori. L’investitore non affida al gestore un patrimonio separato rispetto a quello di altri investitori che accedono alla stessa forma di investimento: nel fondo, infatti, l’apporto del singolo va a confondersi e a confluire in un patrimonio unico, al quale affluiscono anche gli investimenti degli altri soggetti che partecipano al fondo. Ciascun fondo, tuttavia, rappresenta un patrimonio autonomo, sia dal patrimonio dell’intermediario gestore, sia dal patrimonio rappresentativo di altri fondi, anche se gestiti dal medesimo soggetto<sup>12</sup>.

---

<sup>10</sup> In Italia, i fondi comuni sono stati istituiti con la L. 23 marzo 1983 n. 77, anche se a quella data erano già presenti nei mercati italiani i fondi di diritto lussemburghese.

<sup>11</sup> L’art. 1, lett. n), TUF, definisce la gestione collettiva del risparmio come “*il servizio che si realizza attraverso la promozione, istituzione e organizzazione di fondi comuni di investimento, e l’amministrazione dei rapporti con i partecipanti; la gestione del patrimonio di OICR, di propria o altrui istituzione, mediante l’investimento avente ad oggetto strumenti finanziari, crediti o altri beni mobili o immobili; la commercializzazione di quote o azioni di OICR propri*”.

<sup>12</sup> Il concetto di autonomia del patrimonio del fondo è ripreso, e sviluppato, dall’art. 36 TUF, nel quale si rinviene una norma che stabilisce che ciascun fondo comune di investimento costituisce patrimonio autonomo, distinto a tutti gli effetti dal patrimonio della società di gestione del risparmio, e da quello di ciascun

Diversamente dalla gestione individuale, il fondo comune è una forma di gestione collettiva, in quanto il gestore opera non nell'interesse del singolo investitore, come accade nella gestione individuale, ma nell'interesse collettivo dei partecipanti. L'investitore che partecipa ad un fondo comune di investimento aderisce così ad un rapporto strutturato in forma standardizzata per tutti i partecipanti al fondo, senza possibilità di introdurre elementi di personalizzazione. Al contrario, nella gestione individuale il singolo cliente può, in ogni momento, impartire istruzioni vincolanti al gestore, alle quali quest'ultimo deve conformarsi.

Il rapporto che lega l'investitore alla società di gestione è stabilito dal regolamento del fondo<sup>13</sup>. Il regolamento è un documento standardizzato, predisposto unilateralmente dalla società di gestione, sul cui contenuto l'investitore non ha alcuna possibilità di intervenire. La struttura, il contenuto e le possibili modifiche del regolamento sono sottoposti all'approvazione della Banca d'Italia mentre l'art. 39, comma 2, TUF indica il contenuto minimo obbligatorio del regolamento del fondo<sup>14</sup>. La partecipazione al fondo si perfeziona

---

partecipante, nonché da ogni altro patrimonio gestito dalla medesima società. Su tale patrimonio non sono ammesse azioni dei creditori della società di gestione del risparmio o nell'interesse della stessa; né quelle dei creditori del depositario o del sub-depositario o nell'interesse degli stessi. Le azioni dei creditori dei singoli investitori sono, invece, ammesse soltanto sulle quote di partecipazione dei medesimi.

<sup>13</sup> La scelta dell'organo sociale competente ad approvare il regolamento del fondo è lasciata all'autonomia della società di gestione: potrà dunque trattarsi sia dell'assemblea (come previsto nella disciplina antecedente al TUF), sia del consiglio di amministrazione.

<sup>14</sup> Il regolamento deve in particolare contenere:

- a) la denominazione e la durata del fondo;
- b) le modalità di partecipazione al fondo, i termini e le modalità dell'emissione ed estinzione dei certificati e della sottoscrizione e del rimborso delle quote, nonché le modalità di liquidazione del fondo;
- c) gli organi competenti per la scelta degli investimenti e i criteri di ripartizione degli investimenti medesimi;
- d) il tipo di beni, di strumenti finanziari e di altri valori in cui è possibile investire il patrimonio del fondo;
- e) i criteri relativi alla determinazione dei proventi e dei risultati della gestione nonché le eventuali modalità di ripartizione e distribuzione dei medesimi;

mediante adesione dell'investitore al regolamento ed è rappresentata dalle quote sottoscritte. La quota di un fondo è la frazione unitaria del patrimonio del fondo di investimento ed ha un valore che cambia nel tempo in relazione all'andamento dei titoli nei quali il fondo investe. Spetta alla Banca d'Italia, sentita la Consob, il potere di stabilire in via generale le caratteristiche dei certificati e il valore unitario iniziale delle quote.

Il termine di durata dei fondi deve essere coerente con la natura degli investimenti. I fondi presentano solitamente una durata compresa tra gli 8 e i 10 anni. La vita del fondo non può in ogni caso essere superiore al termine di durata del gestore che li ha promossi e istituiti.

Una prima classificazione dei fondi comuni, prevista dalla disciplina italiana, consiste nella distinzione tra fondi comuni aperti e fondi comuni chiusi. Secondo il D.M. n. 228/1999, come modificato dal D.M. 31 gennaio 2003, n. 47, e i Provvedimenti della Banca d'Italia (attualmente il Provvedimento del 14 aprile 2005) si definiscono chiusi i fondi in cui l'investitore può richiedere il rimborso delle quote solo a scadenze predeterminate. All'opposto, i fondi aperti presentano il diritto da parte dell'investitore di richiedere in qualsiasi momento il rimborso della quota sottoscritta.

La scelta circa la forma aperta o chiusa è legata alla politica di investimento del fondo. Tale legame opera in due direzioni, in quanto l'adozione di una determinata politica di investimento comporta, in determinati casi, la scelta obbligatoria della forma aperta o chiusa del fondo; al contempo, la scelta di una o dell'altra forma reagisce sulla politica di investimento del fondo. In altre parole, il diritto di rimborso in qualsiasi momento associato ai fondi aperti espone tali fondi ad un elevato rischio di liquidità, e ciò richiede che il patrimonio venga investito in strumenti finanziari liquidi o quantomeno negoziabili. Qualora il fondo segua una politica di investimento caratterizzata dalla

---

f) le spese a carico del fondo e quelle a carico della società di gestione del risparmio;

g) la misura o i criteri di determinazione delle provvigioni spettanti alla società di gestione del risparmio e degli oneri a carico dei partecipanti;

h) le modalità di pubblicità del valore delle quote di partecipazione.



prevalenza di strumenti o attività non quotati come nel caso del private equity, esso non può assumere una forma che consenta all'investitore di richiedere in qualsiasi tempo il rimborso delle quote. Ne consegue che devono obbligatoriamente avere forma chiusa i fondi che investono in:

- a) beni immobili, diritti reali immobiliari e partecipazioni in società immobiliari;
- b) crediti e titoli rappresentativi di crediti;
- c) strumenti finanziari non quotati diversi dagli OICR aperti in misura superiore al 10% del patrimonio;
- d) altri beni, diversi dagli strumenti finanziari e dai depositi bancari, per i quali esiste un mercato e che abbiano un valore determinabile con certezza con una periodicità almeno semestrale.

La tipologia ottimale e comunemente utilizzata per gli investimenti di private equity è quella del fondo chiuso.

L'attività di raccolta delle quote di sottoscrizione presenta differenze tra i fondi aperti e i fondi chiusi. Nei fondi aperti la sottoscrizione delle quote viene effettuata in via continuativa, mentre nei fondi chiusi si effettua sulla base di una o più sottoscrizioni, il cui procedimento è analiticamente dettato dalla normativa secondaria (art. 14, D.M. 228/1999).

Un'ulteriore classificazione dei fondi comuni consiste nella distinzione tra fondi *retail* e fondi riservati. Mentre i primi sono destinati alla generalità del pubblico, i fondi riservati sono quei fondi ai quali possono partecipare solamente gli investitori qualificati, categoria che comprende, oltre agli intermediari professionali, anche tutte le “*persone fisiche e giuridiche e [...] (gli) altri enti in possesso di specifica competenza ed esperienza in operazioni in strumenti finanziari espressamente dichiarata per iscritto dalla persona fisica o dal legale rappresentante della persona giuridica o dell'ente*” (Art. 15, comma 3, D.M. n. 228/1999). La limitazione della sfera degli investitori per i fondi riservati consente una disciplina meno rigida rispetto a quella prevista per altre categorie di fondi sotto vari profili. Le normative regolamentari più elastiche consentono una maggiore flessibilità nelle scelte di investimento prevedendo che “*nel regolamento possono essere fissati limiti agli investimenti diversi da*

*quelli stabiliti in via generale dalle norme prudenziali di contenimento e frazionamento del rischio emanate dalla Banca d'Italia*" (Art. 15, comma 3, D.M. n. 228/1999); ed anche il Provvedimento della Banca d'Italia ammette che possano essere determinate norme prudenziali diverse da quelle previste per la generalità dei fondi. È da sottolineare che le quote dei fondi riservati non possono essere collocate, rimborsate o rivendute, da parte di chi le possiede, direttamente o indirettamente, a soggetti diversi da quelli indicati nel regolamento del fondo, e quindi non appartenenti alla categoria degli investitori qualificati.

Un'ulteriore distinzione dei fondi riguarda la modalità di distribuzione dei profitti:

- fondi a distribuzione dei proventi: fondi in cui le eventuali plusvalenze realizzate in un arco temporale predefinito possono essere accreditate, in parte o interamente, sul conto corrente del risparmiatore sotto forma di "cedola" semestrale o annuale;
- fondi ad accumulazione dei proventi: fondi in cui i guadagni rimangono all'interno del fondo e il sottoscrittore li realizza solo al momento della dismissione delle quote.

I fondi di private equity solitamente rientrano nella categoria dei fondi a distribuzione di proventi. Infatti, se non specificato diversamente nel regolamento del fondo, non essendo titoli liquidabili, generalmente distribuiscono i guadagni agli investitori al momento del realizzo.

All'interno dei fondi comuni di investimento sono presenti alcune particolari tipologie di fondi: i fondi speculativi<sup>15</sup> e i fondi garantiti<sup>16</sup>.

---

<sup>15</sup> La disciplina dei fondi speculativi prevede, in prima istanza, che essi:

- a) non possono essere oggetto di sollecitazione all'investimento;
- b) devono avere un numero di partecipanti non superiore a 200;
- c) devono prevedere un investimento minimo iniziale pari ad almeno 500.000

Euro.

Le tre condizioni sopra esposte limitano gli investitori ai soli soggetti caratterizzati da un profilo di maggiore esperienza e/o di disponibilità economica rispetto all'investitore comune. Il regime previsto per i fondi speculativi presenta, sotto il profilo delle possibilità di investimento, margini di discrezionalità maggiori rispetto a quelli dei fondi riservati. Infatti, il patrimonio dei fondi speculativi può

A seconda dell'ambito geografico di riferimento degli investimenti si distinguono i seguenti fondi di private equity:

- fondi locali (*country funds*): investono solo in imprese localizzate all'interno dei confini nazionali;
- fondi paneuropei: investono in imprese localizzate anche oltre i confini nazionali ma all'interno dei confini europei;
- fondi globali: svolgono attività di investimento in imprese localizzate in qualsiasi mercato geografico.

I fondi di private equity presentano dimensioni variabili a seconda dell'operatività geografica. Solitamente i fondi locali presentano dimensioni comprese tra i 50 milioni e i 500 milioni di Euro, i fondi paneuropei hanno comunemente dimensioni variabili tra i 500 milioni e i 5 miliardi di Euro, mentre i fondi globali hanno dimensioni che variano tra i 2 miliardi e i 10 miliardi di Euro.

In generale, i fondi che investono nel *buy out* presentano dimensioni superiori rispetto alle altre tipologie di investimento, in particolare del *venture capital* (AIFI, 2008).

---

essere investito anche in beni diversi da quelli cui sono vincolate le altre categorie di fondi, ovvero i beni di cui all'art. 4, comma 2, D.M. n. 228/1999. Con riferimento alla società avente ad oggetto la gestione del patrimonio del fondo speculativo si apprezzano diversità rispetto alla disciplina comune ai fondi di investimento. Infatti la Banca d'Italia ha disposto nei propri provvedimenti che i fondi speculativi "*possono essere costituiti o gestiti solo da SGR che abbiano come oggetto esclusivo l'istituzione o la gestione di tali fondi*" (art. 16 comma 7, D.M. n. 228/1999), introducendo di fatto una SGR "specializzata" nell'istituzione e nella gestione dei fondi speculativi. Inoltre, il regolamento del fondo speculativo deve "*menzionare la rischiosità dell'investimento e la circostanza che esso avviene in deroga ai divieti e alle norme prudenziali di contenimento e frazionamento del rischio stabilite dalla Banca d'Italia*".

<sup>16</sup> I fondi garantiti sono stati introdotti dal D.M. n. 47/2003. La disciplina degli stessi consente agli investitori il diritto di richiedere la restituzione del capitale investito, ovvero viene loro riconosciuto un rendimento minimo. Ai sensi dell'art. 15-bis del D.M. 228/1999, l'istituzione del fondo da parte della SGR è condizionata alla previa stipula, in relazione alla garanzia offerta dal fondo, di apposite convenzioni con banche, imprese di investimento che prestano il servizio di negoziazione per conto proprio, imprese di assicurazione, o società di cui all'art. 107 TUB.

## 2.2.2 I fondi comuni di investimento all'estero

L'art. 42 TUF disciplina l'offerta in Italia delle quote di fondi comuni stranieri. La regolamentazione distingue tra organismi di investimento collettivo armonizzati, ossia, rientranti nel campo di applicazione della Direttiva n. 85/611/CEE e soggetti ai principi del mutuo riconoscimento, e altri organismi di investimento collettivo non armonizzati, esclusi dalla disciplina. Per i primi è previsto che l'offerta debba essere preceduta da una comunicazione alla Banca d'Italia e alla Consob. La disciplina secondaria di attuazione dell'art. 42 richiede al riguardo il rispetto di particolari condizioni tra cui:

- la presenza di una traduzione in italiano del prospetto informativo pubblicato all'estero;
- la predisposizione di un modulo organizzativo, che illustri le modalità adottate per assicurare in Italia l'esercizio dei diritti patrimoniali dei partecipanti;
- la nomina, salvo deroghe, di una banca italiana (denominata "banca corrispondente"), che funga da tramite tra gli investitori italiani e l'organismo estero.

Si osservi che, nell'offerta in Italia di fondi esteri, si assiste al contemporaneo intervento sia della Banca d'Italia, che della Consob: la prima autorizza l'offerta del fondo e controlla il rispetto delle disposizioni che attengono al modulo organizzativo; la seconda è competente per quanto attiene ai profili di informazione del pubblico e degli investitori (prospetto informativo e modalità di pubblicazione del valore delle quote). In tale prospettiva, ambedue le Autorità possono richiedere, nell'ambito delle rispettive competenze, agli emittenti e a coloro che curano la commercializzazione delle quote del fondo, la comunicazione, anche periodica, di dati e notizie e la trasmissione di atti e documenti. La disciplina si applica anche nel caso in cui l'offerta del fondo sia limitata a investitori professionali.

Per quanto riguarda l'offerta in Italia di quote di fondi comuni di investimento non armonizzati ai sensi dell'art. 42, comma 5, TUF tale offerta è autorizzata dalla Banca d'Italia, sentita la Consob, a condizione che lo schema di funzionamento del fondo estero sia

compatibile con quello previsto per gli organismi italiani. Non è dunque sufficiente che lo Stato di origine del fondo consenta, a condizioni simili, l'offerta nel proprio territorio di fondi italiani. Il rilascio dell'autorizzazione consente l'applicazione dei controlli della Banca d'Italia e della Consob sugli organismi esteri implicati nell'offerta di fondi: in particolare, trovano applicazione gli artt. 8 e 10 TUF, e le Autorità possono richiedere, nell'ambito delle rispettive competenze, ai soggetti che curano la commercializzazione delle quote degli organismi di investimento la comunicazione, anche periodica, di dati e notizie e la trasmissione di atti e documenti.

### **2.2.3 I costi dei fondi di investimento**

I costi che gravano su un fondo comune di investimento possono essere suddivisi in commissioni *una tantum* e commissioni ricorrenti (Metric e Yasuda, 2010).

Le commissioni *una tantum*, quando previste dal regolamento del fondo, sono applicate una sola volta, solitamente in entrata e/o in uscita dal fondo. Alcuni esempi di commissioni *una tantum* sono le commissioni di sottoscrizione, le commissioni di vendita e le commissioni di trasferimento.

Le commissioni di sottoscrizione (*start-up fee*) sono applicate al momento della sottoscrizione del fondo, a copertura delle spese di strutturazione e di avvio sostenute dalla società di gestione. Sono calcolate in percentuale sull'investimento, secondo un sistema a scaglioni che prevede percentuali inferiori per versamenti di ammontare elevato. Le commissioni di vendita sono previste all'uscita dal fondo con un sistema "a tunnel": decrescono in proporzione al tempo di detenzione della quota del fondo in modo tale da risultare nulle in caso di mancata cessione della quota del fondo. Le commissioni di trasferimento vengono applicate in caso di trasferimento di quote da un fondo ad un altro.

I fondi che non presentano commissioni di sottoscrizione sono detti *no load*, mentre i fondi che non presentano né le commissioni di sottoscrizione né le commissioni di vendita vengono comunemente

denominati *no load* puri.

Le commissioni ricorrenti sono costi periodici che fungono da remunerazione del gestore del fondo per la direzione del patrimonio del fondo stesso. Rientrano in questa categoria le commissioni di gestione, le commissioni di *performance*, le commissioni di incentivo e i costi di brokeraggio.

Le commissioni di gestione retribuiscono il gestore per l'attività di amministrazione del fondo e vengono decurtate direttamente dal patrimonio del fondo. Le commissioni di gestione comprendono le *management fee* che il fondo corrisponde ogni semestre in via anticipata alla società di gestione. Nel periodo di investimento sono calcolate sull'intero ammontare del *commitment*, mentre nel periodo successivo sono determinate in percentuale del valore netto contabile *Net Asset Value* (NAV)<sup>17</sup> del fondo.

Le commissioni di *performance* o *carried interest* sono calcolate in percentuale, generalmente del 20%, sulla plusvalenza netta realizzata dai sottoscrittori del fondo (Fleischer, 2008).

Le commissioni di incentivo consistono nella remunerazione della società di gestione nel caso in cui il fondo superi una soglia (*hurdle rate*) di rendimento prestabilita (EVCA, 2007). Consiste dunque in un premio che il sottoscrittore del fondo corrisponde al gestore sul rendimento differenziale rispetto ad un indice o ad un *benchmark* di riferimento. Esiste, tuttavia, un ampio dibattito sulla scelta del parametro di riferimento, spesso considerato troppo facilmente realizzabile.

I costi di brokeraggio sono le spese che un fondo sostiene per le transazioni di acquisto e di vendita dei titoli. Rientrano in questa categoria anche le spese riconducibili alla certificazione dei rendiconti periodici, alle spese per la banca depositaria e ai costi accessori finalizzati alla realizzazione dell'investimento, come ad esempio i costi di *due diligence* e legali. È tuttavia possibile che si addebitino queste spese direttamente alla società acquistata e non direttamente al fondo.

---

<sup>17</sup> Si rimanda al capitolo 5 per un approfondimento sul NAV.

La maggior parte dei costi operativi legati alla gestione dei fondi sono compresi nell'Indice di Spesa medio o *Total Expense Ratio* (TER%) specificato nel prospetto informativo del fondo. Esso è dato dal rapporto tra il totale degli oneri a carico del fondo ed il patrimonio medio dello stesso, calcolato dal NAV. Nel calcolo del TER% non sono compresi i costi fiscali e le commissioni *una tantum* pagate direttamente dal sottoscrittore e i costi di brokeraggio.

Meritano infine un breve cenno i costi relativi ad operazioni di investimento non completate (*broken deal cost* o *abort cost*). Questi costi vengono sostenuti direttamente dalla società di gestione del fondo e non dal patrimonio del fondo (AIFI, 2008).

### **2.3 I *limited partner***

I principali soggetti che effettuano investimenti di private equity sono le banche, i fondi pensione, le assicurazioni, le fondazioni, le casse previdenziali e gli investitori privati con elevate disponibilità di capitale (*high net worth individuals*).

Questi soggetti attuano investimenti di private equity tramite l'acquisizione di una quota di un fondo di private equity, il cui capitale viene investito nelle imprese target. Tuttavia, è possibile investire nel settore del private equity tramite l'acquisizione di quote di fondi che a loro volta investono in fondi di private equity. La scelta se investire direttamente in fondi di private equity o indirettamente in fondi di fondi dipende dall'impegno che l'investitore vuole dedicare all'investimento. L'investimento diretto in un fondo di private equity presuppone un'esposizione maggiore nell'*asset class*. Al contrario, l'investimento in fondi di fondi consente di investire nel comparto del private equity pur non disponendo di un'elevata conoscenza del mercato e ottenere una maggiore diversificazione del portafoglio.

I *limited partner* che vogliono investire nel private equity selezionano il fondo di investimento principalmente sulla base delle credenziali e del *track record* del *management team* del *general*

*partner* del fondo stesso (Gompers e Lerner, 1999). Infatti, i fondi di private equity, pur presentando una redditività media maggiore rispetto al mercato obbligazionario e borsistico, presentano un'ampia varianza nella *performance* (Kaplan e Stromberg, 2004). La redditività dei fondi gestiti in precedenza dai vari *general partner* fungono da indicatore chiave su cui basare le proprie scelte di investimento.

## 2.4 I *general partner*

I *general partner* sono gli intermediari finanziari che investono il capitale per conto dei *limited partner*, monitorano gli investimenti, e stabiliscono le opportune strategie di uscita dagli investimenti.

La remunerazione dei *general partner* consiste in una percentuale del capitale gestito nei fondi ed una percentuale sul guadagno in conto capitale realizzato dagli investimenti. La remunerazione standard presente nel settore è nota con l'espressione "2 e 20". Il "2" si riferisce a una commissione di gestione annua pari al 2% del capitale che gli investitori destinano al fondo. Questa commissione copre le spese generali amministrative, le spese di monitoraggio, i costi di esercizio e gli stipendi dei *manager*. La commissione di gestione è pertanto fissa e non dipende dalla *performance* del fondo. Il "20" si riferisce ad una quota percentuale del *capital gain* registrato dal fondo del 20%: questa commissione è anche conosciuta come "*promotion*", "*transport*", o "*carried interest*" ed aiuta ad allineare gli incentivi dei *general partner* e dei *limited partner*. Infatti, se il fondo ottiene alti rendimenti, i *general partner* guadagnano di più rispetto alla semplice commissione fissa. Questo funge da incentivo per i *general partner* nel cercare di ottenere un maggiore *capital gain* per gli investitori e quindi un superiore *carried interest* per se stessi. Tuttavia, se il fondo non ottiene ottime *performance*, l'unica perdita dei gestori consiste nel mancato ricavo. Questo meccanismo di *risk shifting* spinge in linea teorica i *general partner* ad intraprendere anche iniziative con prospettive negative e ad assumere maggiori rischi in ottica di ottenere una maggiore *performance*. Per questo motivo i *general partner*



devono investire parte del proprio capitale nel fondo, in modo da essere maggiormente coinvolti, subendo anche le perdite degli investimenti. La percentuale di capitale proprio conferita al fondo gestito solitamente varia dall'1% al 5% del totale del fondo (Fleischer, 2008).

Esistono diverse tipologie di investitori istituzionali che si distinguono per struttura giuridica e organizzativa, per le strategie di raccolta e di investimento dei capitali e per le correlate scelte operative. I soggetti che svolgono professionalmente l'attività di investimento nel settore del private equity sono di diversa emanazione. Ogni categoria di investitori presenta caratteristiche particolari in termini di scelte di investimento e di atteggiamenti verso l'impresa partecipata. Infatti, le imprese che operano nel private equity fin dagli anni '80 tendono a specializzarsi in diversi segmenti in base alla tipologia di impresa in cui vogliono investire. Le principali aree di specializzazione riguardano il settore e l'area geografica di *business*, la tipologia di operazione e la dimensione dell'investimento, la preferenza all'acquisizione di quote di maggioranza o di minoranza.

L'EVCA (2007) classifica gli investitori di private equity in quattro categorie: *early stage venture capital*, *development venture capital*, *buy out firm* e *generalist private equity providers*. Quest'ultima categoria indica le imprese che forniscono capitale di rischio o strumenti ibridi di capitale di rischio e capitale di debito ad una varietà di imprese in diversi stadi di sviluppo.

Kaplan e Schoar (2005) classificano le organizzazioni di private equity in gestori di fondi di *buy out* e gestori di fondi di *venture capital*, includendo nell'ultima categoria tutti gli stadi del *venture capital* dall'*early stage* al *later stage*.

I principali operatori di private equity presenti in Italia sono: SGR, SGA, SICAV, *venture capitalist*, incubatori, acceleratori, *vulture investor*, *business angels* e operatori pubblici.

Nelle sezioni successive si descrivono gli operatori di private equity delineandone le caratteristiche principali.

### 2.4.1 Le Società di Gestione del Risparmio

Le Società di Gestione del Risparmio (SGR), istituite con il D.Lgs. n. 58 del 1998, e soggette alla disciplina contenuta nel Testo Unico della Finanza (TUF)<sup>18</sup>, sono gli intermediari finanziari autorizzati a svolgere il servizio di gestione di patrimoni mobiliari, sia su base individuale che su base collettiva.

Le SGR svolgono l'attività di gestione collettiva del risparmio tramite l'istituzione e la gestione dei Fondi comuni di investimento<sup>19</sup>. Sono soggette alla vigilanza della Consob e della Banca d'Italia<sup>20</sup>. La Banca d'Italia è competente per quanto riguarda il contenimento del rischio, la stabilità patrimoniale e la sana e prudente gestione degli intermediari; la Consob, a sua volta, esercita la sorveglianza sulla trasparenza e sulla correttezza dei comportamenti.

Per poter esercitare l'attività, le SGR necessitano di un'autorizzazione amministrativa rilasciata dalla Banca d'Italia, sentita la Consob, quando ricorrono le seguenti condizioni:

---

<sup>18</sup> Il TUF è stato istituito con Decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58. Il Titolo III del TUF riunisce le disposizioni che, in precedenza, disciplinavano distintamente i fondi comuni aperti (l. 23 marzo 1983, n. 77), i fondi comuni chiusi (l. 14 agosto 1993, n. 344), i fondi comuni chiusi di tipo immobiliare (l. 25 gennaio 1994, n. 86) e le SICAV (d.lgs. 25 gennaio 1994, n. 86). La disciplina della gestione collettiva del risparmio deriva dalle normative comunitaria risalenti alla Direttiva n. 85/611/CEE e successive modificazioni.

<sup>19</sup> L'art. 1, lett. n), TUF, definisce la gestione collettiva del risparmio come *“il servizio che si realizza attraverso la promozione, istituzione e organizzazione di fondi comuni di investimento, e l'amministrazione dei rapporti con i partecipanti; la gestione del patrimonio di OICR, di propria o altrui istituzione, mediante l'investimento avente ad oggetto strumenti finanziari, crediti o altri beni mobili o immobili; la commercializzazione di quote o azioni di OICR propri”*.

<sup>20</sup> L'attività di vigilanza sulle attività di investimento e sulla gestione collettiva del risparmio persegue i seguenti obiettivi:

- la salvaguardia della fiducia nel sistema finanziario;
- la tutela degli investitori;
- la stabilità e il buon funzionamento del sistema finanziario;
- la competitività del sistema finanziario;
- l'osservanza delle disposizioni in materia finanziaria.

- a) sia adottata la forma di società per azioni;
- b) la sede legale e la direzione generale della società siano situate nel territorio italiano;
- c) il capitale sociale versato sia di ammontare non inferiore a quello determinato in via generale dalla Banca d'Italia;
- d) gli esponenti aziendali e i partecipanti al capitale abbiano i requisiti previsti, rispettivamente, dagli artt. 13 e 14 TUF<sup>21</sup>;
- e) la struttura del gruppo di cui è parte la società non sia tale da pregiudicare l'effettivo esercizio della vigilanza sulla società stessa, e siano fornite almeno le informazioni richieste ai sensi dell'art. 15, comma 5, TUF;
- f) vengano presentati, unitamente all'atto costitutivo e allo statuto, un programma concernente l'attività iniziale e una relazione sulla struttura organizzativa;
- g) la denominazione sociale contenga le parole "società di gestione del risparmio".

L'art. 34, comma 2, TUF stabilisce che *"l'autorizzazione è negata quando dalla verifica delle condizioni indicate non risulta garantita la sana e prudente gestione"*<sup>22</sup>.

Inoltre, il TUF stabilisce che le SGR nell'esercizio del servizio di gestione collettiva devono operare con diligenza, correttezza e trasparenza nell'interesse dei partecipanti ai fondi e dell'integrità del mercato. Ancora, sempre secondo il TUF, le SGR hanno l'obbligo di organizzarsi in modo tale da ridurre al minimo il rischio di conflitti di

---

<sup>21</sup> L'art. 13 definisce i requisiti di professionalità, onorabilità e indipendenza degli esponenti aziendali, mentre l'art. 14 spiega i requisiti di onorabilità degli azionisti.

<sup>22</sup> Spetta alla Banca d'Italia, con proprio regolamento da emanarsi sentita la Consob, disciplinare la procedura di autorizzazione e le ipotesi di decadenza quando la società di gestione del risparmio non abbia iniziato o abbia interrotto lo svolgimento dei servizi autorizzati (art. 34, comma 3, TUF). Il Regolamento 14 aprile 2005 disciplina in dettaglio la procedura di autorizzazione, stabilendo un termine di 90 giorni per il completamento del relativo *iter*. Non è però previsto un vero e proprio meccanismo di silenzio assenso, di guisa che il termine deve intendersi come meramente ordinatorio. Per quanto attiene alla decadenza dall'autorizzazione, si stabilisce che la decadenza si verifica automaticamente se l'attività non viene iniziata, o viene interrotta, per un periodo di 12 mesi.

interesse anche tra i patrimoni gestiti e, in situazioni di conflitto, agire in modo da assicurare comunque un equo trattamento dei fondi, adottare misure idonee a salvaguardare i diritti dei partecipanti ai fondi; disporre di adeguate risorse e procedure idonee ad assicurare l'efficiente svolgimento dei servizi.

Si distinguono due principali tipologie di SGR:

- SGR di promozione, che svolgono solo le attività attinenti all'istituzione e all'organizzazione del fondo;
- SGR di gestione, le quali si occupano solamente dell'attività di investimento e di disinvestimento del patrimonio del fondo.

E' da rilevare che le SGR possono svolgere sia le attività di promozione che quelle di gestione, costituendo nuovi fondi e amministrandone il patrimonio.

Gli artt. 41 e 42 TUF disciplinano l'operatività all'estero delle SGR. La materia discende dalla Direttiva n. 85/611/CEE che stabilisce le condizioni alle quali è ammessa l'offerta transfrontaliera delle quote di fondi in ambito comunitario. L'operatività all'estero delle SGR può riguardare tanto la prestazione dei servizi di gestione, quanto l'offerta delle quote dei fondi. Ai sensi dell'art. 41 TUF, le SGR possono operare, anche senza stabilirvi succursali in uno Stato comunitario, conformemente a quanto previsto dalle Direttive europee in materia o in uno Stato extracomunitario, previa autorizzazione della Banca d'Italia.

L'obiettivo delle SGR che gestiscono fondi di private equity consiste nel creare valore nelle imprese presenti nel portafoglio di investimento in modo tale da dismettere le partecipazioni ad un prezzo maggiore rispetto al costo d'acquisto delle stesse, realizzando così guadagni in conto capitale. Per costruire il portafoglio di investimento, le SGR utilizzano delle specifiche leve gestionali: l'*asset allocation*, lo *stock pricing* e il *market timing* (Assogestioni, 2003).

L'*asset allocation* è l'attività di distribuzione delle risorse disponibili dei fondi fra le varie *asset class*. Con precisione, essa consiste nell'individuazione delle attività di investimento da inserire nel portafoglio al fine di allocare in maniera ottimale le risorse finanziarie, tenendo conto delle preferenze degli investitori in termini

di rischio-rendimento, dell'orizzonte temporale di riferimento e dell'insieme di attività disponibili nel mercato. Si scompone in *asset allocation* strategica e *asset allocation* tattica. L'*asset allocation* strategica consiste nella definizione della ripartizione del patrimonio del fondo fra le diverse tipologie di titoli, aree geografiche e settori merceologici. Solitamente detta attività è vincolata dal regolamento del fondo. L'*asset allocation* tattica consiste negli aggiustamenti di breve periodo dell'*asset allocation* strategica che consentono di cogliere e sfruttare opportunità di investimento non comprese nell'*asset allocation* strategica da dismettere in tempi brevi.

Lo *stock pricing* consiste nella scelta dei singoli titoli da acquistare o da vendere nelle diverse aree di riferimento, sulla base dell'analisi fondamentale e dell'analisi tecnica. È l'attività principale dei fondi specializzati.

L'attività di *market making* si occupa della scelta del momento ottimale per l'acquisto e la vendita dei titoli, in modo da ottenere il maggiore rendimento possibile per l'investitore.

#### **2.4.2 Le Società di Gestione Armonizzate**

Le Società di Gestione Armonizzate (SGA) sono soggetti costituiti in altri Stati dell'Unione Europea, che possono svolgere in Italia le attività di gestione collettiva del risparmio, gestione di portafogli e servizi di consulenza e pertanto operare nella gestione di fondi di private equity (art. 34-bis TUF). Detti intermediari operano in Italia avvalendosi della normativa in materia di mutuo riconoscimento (art. 3 TUF). Esse sono gli omologhi europei delle SGR di diritto italiano; tuttavia, mentre le SGR possono svolgere sia l'attività di promozione che l'attività di gestione di fondi comuni, le SGA sono autorizzate unicamente a svolgere l'attività di gestione e non possono, pertanto, istituire fondi comuni di diritto italiano

Per la loro operatività in Italia, le SGA possono stabilire succursali nel territorio della Repubblica, oppure svolgere le attività consentite in regime di libera prestazione di servizi.

### **2.4.3 Le Società di Investimento a Capitale Variabile**

Le Società di Investimento a Capitale Variabile (SICAV), sono società aventi come unico oggetto l'investimento collettivo del patrimonio raccolto mediante offerta al pubblico di proprie azioni (art. 1 TUF). A detti intermediari, come alle SGR, è riservata l'attività di prestazione del servizio di gestione collettiva.

L'introduzione nell'ordinamento italiano delle SICAV è avvenuta con il D.lgs. 25 gennaio 1992, n. 84, in attuazione della Direttiva n. 85/611/CEE.

Il tratto distintivo che connota le SICAV rispetto ai fondi comuni di investimento è rappresentato dal fatto che, nelle prime, il risparmiatore-investitore ricopre la figura di socio partecipante che, con il suo diritto di voto, può incidere sulle strategie d'investimento delle società.

Nelle SICAV vi è una necessaria coincidenza tra capitale e patrimonio netto. La natura azionaria delle quote di partecipazione alla SICAV rappresenta un elemento di distinzione rispetto ai fondi comuni di investimento, che consente al partecipante/azionista di intervenire nella formazione della volontà e delle decisioni sociali tramite la sua partecipazione alle riunioni assembleari, e l'esercizio del diritto di voto.

Le azioni delle SICAV possono essere al portatore o nominative: la scelta è rimessa al sottoscrittore che, comunque, deve sottostare agli eventuali limiti statuari imposti per l'emissione di azioni nominative. Relativamente alle azioni al portatore, indipendentemente dal loro numero, queste attribuiscono un solo voto (art. 45, comma 4).

Lo statuto della SICAV può prevedere:

- a) limiti all'emissione di azioni nominative;
- b) particolari vincoli di trasferibilità delle azioni nominative;
- c) l'esistenza di più comparti di investimento per ognuno dei quali può essere emessa una particolare categoria di azioni.

In merito alle attività che il soggetto può svolgere, le SICAV incontrano varie limitazioni rispetto alle SGR: la possibilità di

prestare, unitamente al servizio di gestione collettiva, anche il servizio di gestione individuale è infatti esclusa alle SICAV, essendo consentita soltanto alle SGR. Inoltre, alle SICAV si applicano unicamente le disposizioni previste per i fondi comuni aperti.

Ai sensi dell'art. 43, comma 1, TUF, le SICAV possono costituirsi soltanto previa autorizzazione della Banca d'Italia, sentita la Consob: l'autorizzazione amministrativa viene dunque ad essere condizione non già per l'avvio dell'attività, ma per la costituzione stessa del soggetto<sup>23</sup>. Le condizioni fondamentali richieste per l'ottenimento dell'autorizzazione sono analoghe a quelle richieste per le SGR, e consistono in:

- adozione della forma di società per azioni;
- sede legale e direzione della società situate nel territorio della Repubblica;
- capitale di ammontare non inferiore a quanto stabilito dalla Banca di Italia;
- possesso, da parte di tutti i soggetti che ricoprono compiti di direzione e controllo, e dei partecipanti al capitale, di requisiti di onorabilità e professionalità, secondo quanto stabilito dalla normativa secondaria;
- previsione, a livello statutario, dell'oggetto esclusivo consistente nell'investimento collettivo del patrimonio raccolto mediante offerta al pubblico delle azioni della SICAV<sup>24</sup>.

Quanto allo scioglimento e alla liquidazione, l'art. 48 TUF stabilisce che la società si sciogla qualora il capitale della SICAV si riduca al di sotto della misura minima e permanga tale per un periodo di 60 giorni. In questo caso i liquidatori dovranno provvedere a liquidare l'attivo della società nel rispetto delle disposizioni stabilite

---

<sup>23</sup> Quanto appena esposto evidenzia la necessità da parte del nostro legislatore di stabilire, per questa prima fase costitutiva, condizioni più rigide rispetto a quanto previsto in precedenza dalla Direttiva CE n. 611/85 la quale, espressamente, prevedeva l'autorizzazione "all'esercizio dell'attività".

<sup>24</sup> La SICAV può in realtà gestire anche più patrimoni tra di loro separati: si tratta delle cd. SICAV "multicomparto", ora espressamente previste dall'art. 43, comma 8, TUF.

dalla Banca d'Italia. Il bilancio di liquidazione dovrà essere certificato dalla società incaricata della revisione della SICAV e verrà pubblicato sui quotidiani indicati nello statuto. La banca depositaria, infine, dovrà procedere, su istruzione dei liquidatori, al rimborso delle azioni nella misura prevista dal bilancio finale di liquidazione.

#### **2.2.4 Gli operatori bancari**

Gli operatori bancari sono degli operatori di grande rilevanza nel mercato del private equity. Non solo sono presenti tra i *limited partner* come fornitori di capitale, ma svolgono anche il ruolo di *general partner* operando come gestori.

Le banche sono considerate degli investitori strategici negli investimenti di private equity, in particolare nel settore del *venture capital*, poiché operano con l'obiettivo di costruire relazioni per le attività di *lending* (Visconti, 2008).

Gli operatori bancari presentano una superiore capacità di valutare ed originare rischio di credito e attivi rischiosi idiosincratici, che esercitano grazie alla conservazione di adeguati vantaggi informativi ed idonei incentivi di monitoraggio. Il patrimonio informativo di cui dispongono le banche costituisce un vero e proprio vantaggio competitivo e genera margini superiori rispetto agli altri operatori.

Esistono diverse modalità, sia dirette che indirette, con cui gli operatori di matrice bancaria possono operare nel private equity. Innanzitutto, nei gruppi bancari sono spesso presenti SGR che a loro volta operano nella gestione di fondi di private equity. L'appartenenza della SGR a un gruppo bancario consente infatti di poter disporre di risorse sinergiche, anche sotto il profilo manageriale, con altre divisioni del gruppo bancario. Tuttavia, può ingenerare conflitti di interesse anche rilevanti, soprattutto laddove prevalgano anche in capo alla SGR finalità non necessariamente in linea con la massimizzazione del valore di mercato degli investimenti.

Al contrario, le banche di investimento operano direttamente nel private equity. La banca d'investimento è un'istituzione che copre



l'intera offerta di servizi finanziari rivolti ad imprese, istituzioni pubbliche ed istituzioni finanziarie. L'attività di una banca d'investimento è organizzata in due macroaree che comprendono il finanziamento alle imprese e i servizi bancari d'impresa e investimento, che comprende a sua volta sei aree d'attività, tra cui il private equity. Nella prima macroarea la banca utilizza le proprie risorse per offrire servizi, al contrario delle attività contenute nella seconda. Una singola istituzione può offrire servizi riferiti a entrambe le aree.

Particolare attenzione va riservata alle banche locali che, rispetto alle altre categorie di intermediario bancario, sfruttando i propri punti di forza connessi alla vocazione territoriale delle scelte strategiche incentrate sulla filosofia del *relationship lending*.

Questi operatori godono di un vantaggio nella riduzione delle asimmetrie informative nel rapporto banca-impresa. La vocazione locale della banca, inoltre, conduce ad una convergenza di interessi con le imprese operanti nel territorio. Accade, infatti, che le banche locali siano percepite dagli operatori economici dell'area di riferimento come dei centri per la crescita economica di tali aree. In questo modo emerge il ruolo delle banche locali come volano per la crescita del territorio. Tra le caratteristiche del *modus operandi* di queste banche rientrano: il controllo reciproco e il *peer monitoring*, che si esplica all'interno della comunità locale e che costituisce un incentivo a non intraprendere comportamenti opportunistici per evitare sanzioni sociali; l'interazione di lungo periodo tra i soci-clienti e la banca locale mutualistica, che in Italia è rappresentata tipicamente dalla banca di credito cooperativo.

#### **2.4.5 I *venture capitalist***

I *venture capitalist* sono le società che investono nel capitale di rischio di imprese giovani o di piccole dimensioni ma con ottime prospettive di crescita. (Tyebjee e Bruno, 1984)

Con l'espressione *venture capitalist* si intendono gli operatori specializzati che apportano capitale azionario, o sottoscrivono titoli

convertibili in azioni, in un'ottica temporale di medio - lungo termine, nei confronti di imprese non quotate e con elevato potenziale di sviluppo in termini di nuovi prodotti e servizi, nuove tecnologie, nuove concezioni di mercato. Le partecipazioni assunte dai *venture capitalist* sono generalmente di minoranza, hanno natura temporanea e sono finalizzate all'aumento del valore dell'impresa e alla possibilità di realizzazione di un elevato *capital gain* in sede di dismissione.

I *venture capitalist* operano raccogliendo il risparmio dagli investitori istituzionali per investirlo nell'acquisizione di partecipazioni di imprese. Questi operatori investono tipicamente in imprese che si devono ancora costituire (finanziamento dell'avvio, *start-up financing*), oppure che si sono costituite da poco e sono alla ricerca di capitali per consolidare ed espandere il proprio *business* (finanziamento della prima fase di sviluppo, *first-stage financing*). Non si occupano, a differenza degli incubatori e in parte anche degli acceleratori, di progetti di *business* in fase di ideazione.

I *venture capitalist* presentano abilità nello *screening* dei progetti, migliorando l'allocazione delle risorse e il benessere degli investitori (Campello e Da Matta, 2010).

Le imprese che possono beneficiare degli investimenti solitamente presentano alti livelli di rischio e *cash flow* prospettici molto variabili, con poca probabilità di successo, basso valore di liquidazione e alti rendimenti in caso di successo queste imprese crescono velocemente: sono imprese il cui potenziale di sviluppo è maggiore rispetto alle altre imprese e l'operare del *venture capitalist* aiuta la loro crescita (Inderst e Mueller, 2009).

Le imprese in cui investono possono presentare svariate dimensioni: da quelle più piccole a quelle di dimensioni medio-grandi. Anche i settori a cui i *venture capitalist* si rivolgono sono potenzialmente tutti quelli esistenti: dagli investimenti in *business* della *new economy*, alle attività più tradizionali. Ciononostante, nella pratica le imprese target sono per lo più operanti nei settori legati alle nuove tecnologie, poiché presentano caratteristiche che meglio si adattano alla modalità di investimento.

Solitamente, le *business lines* delle imprese investite rimangono stabili lungo tutto il periodo, mentre il *management* cambia. Il criterio

su cui si basa la selezione dell'impresa *start-up* su cui investire è l'idea di *business* piuttosto che il *management team* (Kaplan e altri, 2009).

Una caratteristica importante dell'attività dei *venture capitalist* è la flessibilità nell'orizzonte temporale di riferimento. Ciò non significa che la durata di questa forma di partecipazione nel capitale sia maggiore delle altre, ma che a priori è di fatto impossibile poter pianificare con esattezza il *timing* per l'*exit*. Il periodo di tempo necessario affinché un'impresa possa sviluppare un valore in grado di consentire al *venture capitalist* di liquidare la sua posizione ottenendo un adeguato *capital gain* è variabile: nei casi di immediato successo può essere molto breve (2 anni o meno), in altri casi medio-lungo (4-6 anni), in altri ancora più lungo (oltre 6 anni). In ogni caso, essendo il *venture capitalist* non un *partner* strategico ma finanziario, è dunque sua specifica volontà porre termine, dopo il necessario periodo di tempo, all'investimento per realizzare il proprio guadagno.

Un'ulteriore caratteristica tipica del *venture capitalist* è il coinvolgimento nella gestione dell'impresa finanziata. Come tutti gli investitori di private equity, anche i *venture capitalist* non si limitano al conferimento del capitale nell'impresa investita ma operano attivamente apportando supporto manageriale e conoscenze in vari ambiti aziendali. Un *venture capitalist* è in definitiva un *partner* che assicura alle imprese finanziate un contributo gestionale essenziale per far loro raggiungere uno stadio di maturità finanziaria e manageriale. Tuttavia, bisogna sottolineare che non è intenzione del *venture capitalist* gestire in prima persona l'impresa e che in ogni caso le principali responsabilità gestionali vengono lasciate agli imprenditori-fondatori.

Dal punto di vista delle strutture operative, la modalità più diffusa a livello internazionale per l'esercizio di questa attività è il fondo di investimento mobiliare chiuso caratterizzato dalla stabilità delle risorse finanziarie raccolte. In Italia, accanto ai fondi nazionali ed internazionali, sono presenti le società finanziarie d'investimento, le banche d'affari italiane ed estere e le finanziarie pubbliche o legate al mondo delle cooperative.

Gli operatori di *venture capital* impiegano mediamente 1,4 milioni

di Euro nelle loro operazioni e difficilmente intervengono con poche centinaia di migliaia di Euro, lasciando, di fatto, questa offerta di investimenti ad altri operatori, come i *business angels*.

#### **2.4.6 Gli incubatori**

Gli incubatori di impresa o *business incubator* sono strutture nelle quali ricercatori e giovani imprenditori possono sviluppare i loro progetti, usufruendo di una serie di risorse e servizi che consentono la crescita di nuove imprese. Si tratta di spazi fisici in grado di ospitare neo-imprese, mettendo loro a disposizione apparecchiature tecniche, risorse umane e competenze aziendali utili a facilitarne lo sviluppo (Mian, 1996). Gli obiettivi degli incubatori sono di incrementare l'imprenditorialità nel mondo della ricerca, agevolare il trasferimento tecnologico, favorire l'incontro con potenziali investitori privati, reperire e distribuire sovvenzioni statali con lo scopo di sviluppare il territorio (Bøllingtoft e Ulhøi, 2005).

Gli incubatori si rivolgono specificamente agli aspiranti imprenditori, ovvero a coloro che intendono dare vita ad una nuova impresa partendo da una semplice idea. Proprio quest'idea, che costituisce il patrimonio del potenziale imprenditore, necessita di essere sostenuta dagli incubatori, che apportano la propria esperienza al fine di minimizzare i rischi di insuccesso che in questa fase sono elevatissimi e molto frequenti (Mian, 1997).

Tipicamente un incubatore cura la nascita della nuova impresa per un periodo compreso tra i 4 e gli 8 mesi. Una volta che il nuovo prodotto/servizio è stato messo a punto ed è stato raggiunto un sufficiente stadio di sviluppo, l'incubatore accompagna la nuova impresa alla ricerca di uno o più finanziatori, quali i *venture capitalist*, con cui normalmente intrattiene già rapporti consolidati di collaborazione.

Normalmente l'apporto di questo operatore non comprende il finanziamento dell'impresa, che viene appunto demandato a soggetti più specifici quali i *venture capitalist*, comunque legati al *network* di relazioni che l'incubatore fornisce all'impresa (Bøllingtoft e Ulhøi,

2005) Tuttavia, talvolta l'incubatore può anche impiegare risorse finanziarie minime necessarie nella fase *pre-venture capital*. In cambio dell'assistenza fornita esso raramente richiede compensi monetari (*fees*); ciò che vuole prevalentemente è una quota del capitale della nuova impresa, restando così legato al suo destino. Se l'impresa avrà successo, beneficerà degli elevati *capital gain* che potrà realizzare rivendendo la propria partecipazione. È in virtù di ciò che, nonostante gli incubatori non siano propriamente degli investitori in senso stretto, sono ricompresi nell'ambito del *private equity*.

L'incubatore può essere *profit-oriented*, ossia orientato a fornire servizi dietro il pagamento di un congruo corrispettivo, o *non profit-oriented*, facendo ricorso a denaro pubblico. La prima tipologia di incubatori, di tradizione statunitense, prevede operatori prevalentemente privati ed intenzionati ad assumere quote partecipative nelle imprese al fine di ottenere guadagni in conto capitale. L'incubatore *non profit-oriented* opera sostenendo l'economia territoriale attraverso l'insediamento di nuove imprese tecnologicamente avanzate. Questo tipo di incubatore, meno recente e più affermato in Italia, persegue prevalentemente obiettivi di sviluppo ed accrescimento del benessere collettivo.

#### **2.4.7 Gli acceleratori**

Gli acceleratori di impresa o *start-up accelerator* hanno lo scopo di ridurre al massimo i tempi che precedono l'implementazione dell'idea di *business*. L'acceleratore opera sostanzialmente velocizzando il passaggio dalla fase sperimentale di *start-up* a quella di piena operatività (Hansen e altri, 2000).

Un fattore particolarmente critico per gli imprenditori è, infatti, quello temporale. In tutte le attività, e a maggior ragione in quelle legate a *business* nuovi e in forte sviluppo, il ritardare la fase di avvio dell'impresa può creare delle problematiche. Se entro pochi mesi dal suo concepimento il progetto non è divenuto realtà operativa è altissima la probabilità che qualcuno nel frattempo occupi la nicchia di mercato che si voleva ricoprire. Diventano essenziali allora l'aiuto di

soggetti che riducano al massimo questi tempi. Si tratta, dunque, di operatori che sviluppano *start-up* per un breve periodo di tempo (qualche settimana o pochi mesi) lavorando con *mentor* e consulenti al perfezionamento di strategie, *business model*, *business plan* ed *elevator pitch* con l'obiettivo di diventare *investor ready* ovvero di essere in grado di presentare in modo credibile il proprio *business* ad un investitore.

Lo *start-up accelerator* si distingue dall'*incubator* sia per un orizzonte temporale d'investimento, tendenzialmente più lungo per la prima categoria, sia per un suo maggior coinvolgimento nella gestione della nuova iniziativa. Obiettivo dell'acceleratore è la nascita di una nuova impresa o l'implementazione di una nuova idea di *business* all'interno di un'impresa già operante. Gli acceleratori si rivolgono, quindi, anche a imprese che già esistono, aiutandole a creare e sviluppare i propri piani di crescita. Ad esempio si rivolgono a imprese che svolgono attività tradizionali e vogliono allargare la propria operatività attraverso l'utilizzo di nuove tecnologie o di nuovi canali di accesso al mercato o imprese operanti in un determinato ambito geografico che vogliono allargare il proprio raggio d'azione.

#### **2.4.8 I *business angels***

I *business angels*<sup>25</sup> sono investitori che operano, in tempi relativamente brevi, in investimenti a bassa intensità di capitale. L'obiettivo dei *business angels* consiste nell'investire in nuove imprese per poi realizzare il proprio investimento tramite la cessione della loro interessenza, conseguendo un profitto grazie alla crescita del valore dell'impresa (Gualandri e Venturelli, 2012).

I *business angels* sono tipicamente imprenditori, professionisti

---

<sup>25</sup> Il termine "*business angel*" venne coniato negli Stati Uniti agli inizi del Novecento, quando alcuni facoltosi individui finanziarono una serie di produzioni teatrali, mettendo a disposizione dei teatranti la loro rete di contatti sociali ed i capitali necessari alla realizzazione e alla promozione degli spettacoli. Allo stesso modo i *business angels* sono gli operatori che soddisfano le necessità delle imprese nelle prime fasi di sviluppo.

*emanager* in attività o in pensione che dispongono di mezzi finanziari (anche limitati), di una buona rete di conoscenze, di una solida capacità gestionale e di esperienza in campo manageriale (IBAN, 2008). Nel contribuire alla crescita delle imprese in cui investono, i *business angels* sono mossi sia da considerazioni economico/patrimoniali, sia da motivazioni di soddisfazione professionale e personale.

Spesso sono canalizzati da banche locali, commercialisti, consulenti, banche d'affari, fondi chiusi e società di private equity che forniscono loro l'analisi dell'opportunità dell'investimento o fanno svolgere a tali soggetti una prima verifica.

Per l'attività dei *business angels* la diversificazione degli investimenti risulta fondamentale, dato l'elevato rischio associato a questi investimenti. Per distribuire i propri investimenti tra un maggior numero di iniziative, riducendo così l'impegno economico personale per ciascun investimento, i *business angels* si aggregano in organizzazioni che permettano loro di condividere le opportunità di investimento. Ciò consente, inoltre, di rendere efficiente la selezione dei progetti più promettenti, avere all'interno del gruppo competenze specifiche su più comparti economico/industriali, effettuare *due diligence* approfondite con il concorso dei soci competenti nella materia trattata e avere la certezza dell'impegno di almeno un *angel* competente in ciascuna impresa investita (Manson e Harrison, 1997).

Le reti locali in cui i *business angels* si organizzano sono conosciute come *Business Angel Network* (BAN): si tratta di strutture permanenti che consentono ai *business angels* di incontrare imprenditori alla ricerca di capitale e di competenze manageriali. Tali *network* sono organizzati su scala geografica: in Italia è presente la rete *Italian Business Angel Network* (IBAN) mentre a livello europeo opera l'*European Business Angel Network* (EBAN).

Nella pratica molti *business angels* dimostrano preferenze per gli investimenti in imprese territorialmente vicine; tuttavia, la nascita di un *network* di *business angels* allarga il loro raggio d'azione.

I *business angels* intervengono per lo più in iniziative non ancora avviate (finanziamento dell'idea, *seed financing*) o appena avviate (finanziamento dell'avvio, *start-up financing*), con buone prospettive

di sviluppo e con un elevato potenziale di redditività. L'operatività dei *business angels* aiuta l'imprenditore nelle prime fasi, apportando soprattutto una concreta esperienza di *management* e sostenendo l'impresa fino a permetterle di rivolgersi successivamente ai *venture capitalist*.

I settori in cui operano sono potenzialmente tutti i settori industriali, ma tendono a rivolgersi alle imprese innovative. Con la loro operatività, i *business angels* permettono il finanziamento di imprese che altrimenti non riuscirebbero a reperire i capitali necessari. Infatti, l'opacità che circonda le imprese innovative è una delle cause fondamentali delle difficoltà che esse incontrano nel reperimento di risorse finanziarie. La peculiarità delle piccole e nuove imprese innovative è quella di presentare un percorso di crescita difficilmente sostenibile in chiave finanziaria soprattutto nelle fasi iniziali quando l'impossibilità di coprire il fabbisogno attraverso la produzione di *cash flow* generato internamente dall'impresa, conduce al ricorso di fonti di finanziamento esterne. Le imprese di nuova creazione presentano altresì limitate possibilità di accedere al debito a causa delle limitate garanzie che esse sono in grado di offrire e della mancanza di un *track record* di risultati economici positivi. Il ricorso alle forme tradizionali di indebitamento è inoltre ostacolato dalle caratteristiche stesse di rischiosità e di opacità informativa di queste imprese; per le nuove imprese innovative si acquisiscono i fenomeni di selezione avversa, di *moral hazard* e i problemi connessi al controllo e agli incentivi all'operato dell'imprenditore che comportano il ricorso ad un diverso mix di forme contrattuali di finanziamento.

I *business angels* vengono definiti investitori informali perché, agendo senza effettuare una raccolta di capitale presso terzi, si differenziano nettamente dagli altri operatori istituzionali attivi nel mercato del private equity. L'utilizzo di capitali propri consente agli operatori di essere meno strutturati rispetto a quelli degli altri operatori nel mercato del capitale di rischio. Queste caratteristiche consentono all'attività dei *business angels* di contraddistinguersi per la maggiore elasticità rispetto agli altri operatori, sia in termini di *timing* che di tipologia di intervento, rendendoli più idonei di altri al finanziamento della fase iniziale dello sviluppo di impresa.

Generalmente, quando l'impresa investita supera una certa soglia, i



*business angels* tendono a dismettere la propria partecipazione in favore di un *venture capitalist*. In tal senso i *business angels* colmano l'*equity gap* tra la creazione dell'impresa e il finanziamento di *venture capital*. Le imprese nelle prime fasi di sviluppo necessitano di una quantità di capitale relativamente ridotta rispetto alle fasi successive, ammontare di capitale che pertanto può essere apportato dal singolo individuo. Infatti, in fase di *start-up* è rilevante il fabbisogno di competenze e di accesso al *network* di relazioni, per cui l'intervento dei *business angels* risulta appropriato sia sul fronte finanziario che delle competenze.

I *business angels* sono meno ingerenti rispetto ai *venture capitalist* nella gestione delle imprese partecipate e dimostrano maggiore flessibilità e adottano procedure più veloci nelle decisioni di investimento, specialmente se si tratta di investimenti in settori industriali che già conoscono e dove hanno esperienza, limitando i tempi e i costi della *due diligence*. Inoltre, sono spesso disposti ad accettare rendimenti più bassi rispetto ai *venture capitalist*, in quanto motivati da considerazioni non esclusivamente finanziarie<sup>26</sup>.

Un ulteriore vantaggio legato all'operatività dei *business angels* sono da far risalire alla maggiore disponibilità di mezzi finanziari messi a disposizione dagli istituti bancari. Le banche, infatti, pur esprimendo un'avversione al rischio che tende ad aumentare all'accrescersi del grado di innovazione del progetto ed al diminuire della dimensione aziendale, vedono nell'intervento dei *business angels* un fattore di riduzione del rischio associato all'erogazione del credito.

Uno svantaggio derivante dagli investimenti di tipo *angel* è legato alla ridotta disponibilità di capitale fornita dagli investitori. Infatti, l'apporto di denaro è legato alle capacità finanziarie personali messe a disposizione dal finanziatore, e pertanto è limitato.

Inoltre, possono insorgere contrasti tra il Socio Imprenditore e il *business angel* che finanzia l'operazione. Infatti, esso esercita un potere decisionale nella nuova società e possono sorgere delle

---

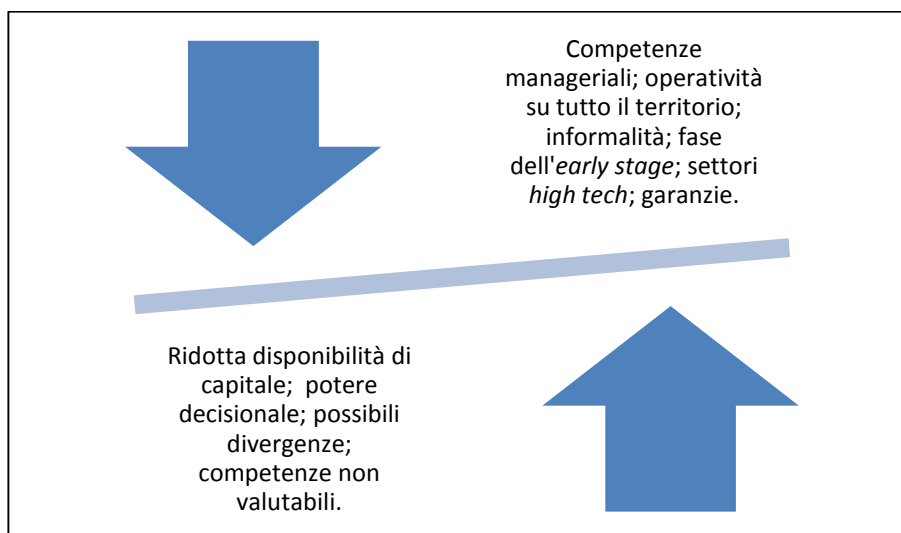
<sup>26</sup> Nell'accezione di *business angels* vengono considerati anche coloro che di fatto finanziano attività imprenditoriali intraprese da parenti e affini.

divergenze in termini di strategie da intraprendere e obiettivi da seguire.

Ancora, il *track record* di esperienze e di competenze proprie dei *business angels* sono difficilmente valutabili dal Socio Imprenditore.

La figura 2.3 riassume i principali vantaggi e svantaggi dell'operatività dei *business angels*.

**Figura 2.3: vantaggi e svantaggi dei *business angels*.**



Fonte: cfr. IBAN, 2008.

I *business angels* possono essere classificati sulla base della tipologia di apporto e della frequenza con la quale investono. Sulla base della tipologia di apporto si distinguono i *business angels* finanziari e i *business angels* industriali. I *business angels* finanziari si occupano principalmente di investire nel capitale di rischio delle imprese senza assumere incarichi gestionali. L'attività svolta è solitamente limitata alla supervisione e al controllo dell'attività. I *business angels* industriali non si limitano a fornire le risorse finanziarie necessarie allo sviluppo aziendale, bensì partecipano attivamente all'attività gestionale apportando capacità professionali e

manageriali.

Secondo la classificazione basata sulla frequenza degli investimenti, si distinguono i *business angels* occasionali, i *business angels* imprenditori (o professionisti) e i *virgin business angels*. I *business angels* occasionali sono operatori che agiscono in modo episodico cogliendo le opportunità di investimento emerse dalle conoscenze personali. Al contrario, i *business angels* imprenditori si dedicano in modo più sistematico alla ricerca di progetti imprenditoriali meritevoli di finanziamento. I *virgin business angels* sono operatori alla ricerca di un investimento che non hanno ancora iniziato l'attività di *business angels*.

Essendo i *business angels* degli investitori informali, non è possibile delineare completamente le loro caratteristiche. La quantificazione del rendimento degli investimenti dei *business angels* presenta difficoltà nel reperimento delle informazioni, trattandosi di un mercato informale. Le indagini presenti sia nella letteratura nazionale che internazionale registrano un numero di risposte sistematicamente ridotto. La scarsità di dati può derivare dalla riluttanza degli investitori nell'esternare dati riguardanti guadagni, quanto nella difficoltà nell'ammettere fallimenti.

Uno studio di AIFI (2010) cerca di tracciare i maggiori tratti del mercato dei *business angels*. Secondo lo studio, il capitale medio investito per operazione ammonta a 145.000 Euro, per una quota di ricchezza personale investita pari a 1 su 10. Il settore principale di investimento risulta quello dell'ICT, e il tipo di investimento preferito è il *seed* e il segmento del *start-up*. La maggior parte degli investimenti si concentrano nel Nord Italia attraverso *network* e club di *business angels*. Gli investimenti durano in media 4 anni e la modalità di *exit* privilegiata è il *trade sale*. Sempre secondo lo studio, gli investimenti avvengono mediante l'acquisto di quote di capitale proprio, tramite partecipazioni di minoranza. Su circa 5 opportunità visionate annualmente da ogni *business angels*, solo 2 sono le imprese che vengono investite. Sempre secondo AIFI (2010) l'aspettativa media del rendimento sul capitale investito è del 20%. La tabella 2.1 riassume le caratteristiche illustrate.

**Tabella 2.1: l'attività di investimento dei *business angels* italiani nel 2010.**

---

Capitale medio investito per operazione	145.000,00 Euro
Quota di ricchezza personale investita	1 su 10
Principale settore di investimento	ICT
Fase del ciclo di vita	<i>Seed e start-up</i>
Localizzazione investimenti	Nord Italia
Ritorno economico	20,00%
Durata intervento	4 anni
Modalità di <i>exit</i>	<i>Trade sale</i>
Forma di intervento	<i>Equity</i>
Quota azionaria detenuta	Partecipazione di minoranza
Principale canale informativo	<i>Network</i> e club di <i>business angels</i>
Opportunità valutate	5 o 6
Imprese in portafoglio	2

---

*Fonte: AIFI, 2010.*

#### **2.4.9 Gli operatori pubblici**

L'operatività dei *general partner* di emanazione pubblica risulta di rilevante importanza per gli investimenti di private equity. Si tratta di operatori istituzionali che seguono logiche di investimento diverse rispetto agli altri gestori. Infatti, gli operatori di emanazione pubblica non seguono solo la redditività degli investimenti come unico obiettivo, ma pongono lo sviluppo del territorio al centro della loro attività.

Gli operatori pubblici presenti in Italia sono le finanziarie regionali e i fondi di investimento che esercitano a livello nazionale, ovvero il Fondo Strategico Italiano e il Fondo Italiano di Investimento.

Segue una panoramica degli operatori menzionati.

#### 2.4.9.1 Le finanziarie regionali

L'investimento in capitale di rischio costituisce un'attività centrale per le finanziarie regionali. Alcune finanziarie sono orientate ad attività con forte contenuto di intermediazione finanziaria, mentre altre sono focalizzate sull'attività di erogazione di servizi, sia finanziari, di consulenza e reali. Prevalentemente le finanziarie regionali si concentrano su una ristretta cerchia di realtà spesso con impatto strategico sul territorio, ovvero strumentali. Segnatamente all'attività di private equity, la politica d'investimento delle finanziarie regionali sia complementare rispetto a quella mediamente espressa dal mercato domestico, anche se restano critici, anche per le finanziarie, gli investimenti su imprese con fatturato compreso tra 2 e 10 milioni di Euro.

Le evidenze circa la struttura dei contratti segnalano una parziale conformità alla *best practice* individuata dalla letteratura internazionale. In particolare l'uso limitato dello *stage financing*, la bassa partecipazione alla gestione sono le principali criticità individuate (Gai e Martelli, 2010).

#### 2.4.9.2 Il Fondo Strategico Italiano

Il Fondo Strategico Italiano (FSI), creato con il D.lg. del 3 maggio 2011, consiste in una holding di partecipazioni il cui azionista strategico è la Cassa Depositi e Prestiti Spa, impresa pubblica (80,1% Ministero dell'Economia e delle Finanze, 18,4% fondazioni di origine bancaria) attiva nel sostegno dell'economia e nello sviluppo infrastrutturale.

Il FSI investe in imprese che presentano l'obiettivo di crescere dimensionalmente, migliorare la propria efficienza e rafforzare la propria posizione competitiva sui mercati nazionali e internazionali. Opera acquisendo quote, generalmente di minoranza, di imprese di "*rilevante interesse nazionale*"<sup>27</sup>, che si trovano in equilibrio

---

<sup>27</sup> Il regolamento del Fondo Strategico Italiano definisce di "*rilevante interesse nazionale*" le imprese operanti nei settori della difesa, sicurezza, infrastrutture e pubblici servizi, trasporti, comunicazioni, energia, assicurazioni e intermediazione finanziaria e ricerca e alta tecnologia, oppure con fatturato annuo netto non inferiore

economico-finanziario e presentano adeguate prospettive di redditività e sviluppo. La politica di investimento del FSI prevede un orizzonte temporale di lungo periodo, un attivo coinvolgimento nella *governance* delle imprese partecipate, volto ad assicurare il perseguimento delle finalità dell'intervento. Gli obiettivi del FSI sono i seguenti:

- aumentare la competitività;
- far crescere la dimensione;
- promuovere l'aggregazione;
- incrementare la presenza internazionale;
- rafforzare la presenza sul territorio;
- incentivare la ricerca e l'innovazione su larga scala;
- rafforzare la patrimonializzazione.

I fondi disponibili al dicembre 2012 sono pari a 4 miliardi di Euro, mentre il capitale obiettivo ammonta a 7 miliardi di Euro (<http://www.fondostrategico.it>).

#### 2.4.9.3 Il Fondo Italiano di Investimento.

Il Fondo Italiano d'Investimento SGR SpA è una società costituita su iniziativa del Ministero dell'Economia e delle Finanze, di alcune banche sponsor e associazioni di categoria, con un capitale sociale di 4.000.000 Euro<sup>28</sup>.

L'obiettivo consiste nel creare nel medio termine una fascia più ampia di imprese di media dimensione, incentivando i processi di aggregazione tra le imprese minori, al fine di renderle maggiormente competitive anche sui mercati internazionali.

Gli interventi sono effettuati essenzialmente attraverso investimenti

---

a 240 milioni di Euro e numero medio di dipendenti non inferiore a 200 unità.

<sup>28</sup> Il progetto di promozione del Fondo per le piccole e medie imprese è stato elaborato da uno *Steering Committee*, costituito in data 16 dicembre 2009, di cui hanno fatto parte i rappresentanti del Ministero dell'Economia e delle Finanze, delle banche sponsor (UniCredit Group SpA, Intesa-Sanpaolo SpA, Banca Monte dei Paschi di Siena SpA e Cassa Depositi e Prestiti SpA), di Confindustria e dell'Associazione Bancaria Italiana.

di private equity in società di piccole e medie dimensioni operanti nei settori dell'industria, commercio e servizi, per accompagnarle lungo il loro percorso di crescita, operando sia attraverso investimenti diretti, sia tramite investimenti indiretti come fondo di fondi.

Il fondo gestito è un fondo mobiliare di tipo chiuso riservato ad investitori qualificati.

La durata del fondo è fissata in 12 anni, di cui 5 anni per l'investimento (più un'eventuale proroga di un anno) e 7 anni per il disinvestimento (più un'eventuale proroga di 2 anni). Il *first closing* effettuato nel novembre 2010 ha raccolto 1.200 milioni di Euro.

Il fondo opera in imprese dotate di buona solidità patrimoniale, di una adeguata redditività attuale e prospettica e di un significativo potenziale di creazione di valore. Il fondo investe in imprese con un fatturato indicativo tra i 10 e i 250 milioni di Euro. Per quanto riguarda il limite inferiore di fatturato, nel caso di aggregazioni tra imprese si guarderà non alle dimensioni di partenza, ma alle dimensioni che possono scaturire come effetto dell'intervento del fondo a favore di aggregazioni ed acquisizioni.

Particolare attenzione è riservata agli investimenti in favore di imprese di piccole e medie dimensioni che presentano le seguenti caratteristiche:

- presentano interessanti prospettive di sviluppo, sia a livello nazionale che, soprattutto, internazionale;
- intendono intraprendere concreti progetti di aggregazione finalizzati al rafforzamento sul mercato nazionale e/o internazionale;
- con prospettive di valorizzazione di marchi, brevetti o *know-how* particolari, ovvero che utilizzano processi e tecnologie avanzate ed innovative;
- a gestione familiare, in presenza di ricambio generazionale o imprenditoriale;
- la cui gestione è affidata ad un *management* efficiente e di elevata esperienza e professionalità.

Sono, tuttavia, esclusi gli investimenti in:

- società quotate in un'ottica speculativa;
- società di nuova costituzione;

- imprese immobiliari;
- imprese esercenti servizi finanziari in genere;
- imprese in stato di crisi;
- imprese che siano soggette a procedure concorsuali, che si trovino nell'ambito e in esecuzione di piani di risanamento ai sensi dell'art. 67, comma 4, lett. d), R.D. 16 marzo 1942, n. 267 (L.F.), oppure nell'ambito di accordi di ristrutturazione dei debiti ai sensi dell'art. 182 bis L.F.

Il fondo si concentra sulle operazioni di *expansion capital*, tuttavia non escludendo la possibilità di effettuare investimenti di *replacement*, nonché di *buy out* e *management buy in*. Il fondo investe in prevalenza in posizioni di minoranza, senza prefissare un rendimento minimo obiettivo per singolo investimento. L'attività di investimento diretto è organizzata per area geografica di intervento: Nord-Ovest; Nord-Est; Centro-Sud (<http://www.fondoitaliano.it>).

#### **2.4.10 Gli altri operatori**

Oltre agli operatori già citati, sono presenti nel mercato altre categorie di operatori di private equity. Queste categorie non devono essere trascurate poiché, pur avendo un impatto più limitato, colmano i *gap* presenti sul mercato.

In questa sezione si descrivono questi operatori, ovvero:

- *Business Innovation Centre*;
- università;
- *corporate venture capitalist*;
- *vulture investor*;
- società di consulenza;
- società di ricerca & sviluppo.

##### *2.4.10.1 I Business Innovation Centre*

I *Business (and) Innovation Centre* (BIC) sono incubatori di emanazione pubblica attivi in Italia già da diversi anni. Si sono sviluppati a partire dal 1984 grazie al lancio da parte della Direzione

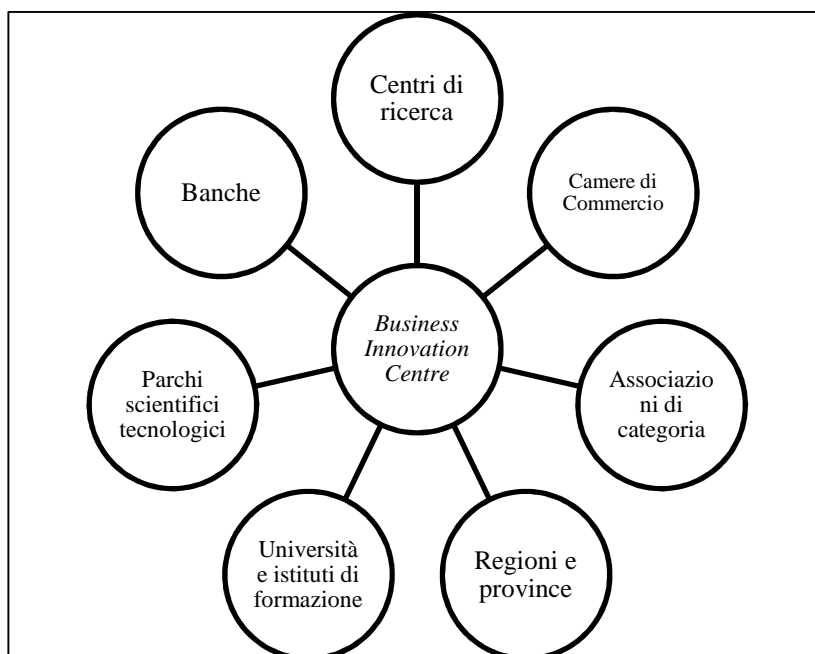


Generale delle Politiche Regionali e di Coesione della Commissione Europea del progetto "*European Business & Innovation Centre*" (EC BIC). Attualmente in Europa sono presenti attorno ai 180 BIC, di cui circa 30 nel territorio italiano. In Italia, infatti, il sistema dei BIC risulta abbastanza sviluppato, in particolar modo nell'area centro-meridionale, anche se negli ultimi tempi si sta assistendo a frequenti insediamenti anche al Nord.

I BIC sono creati per favorire lo sviluppo delle economie locali o regionali, costituendo uno strumento capace di adattarsi alle risorse e alle esigenze del territorio, rappresentando, nei singoli ambiti locali, un efficace motore per lo sviluppo economico. In questo modo il BIC offre supporto alla nascita e alla crescita di piccole e medie imprese (PMI) innovative, favorendo la creazione di nuovi posti di lavoro.

Nello svolgimento della sua attività di investitore, il BIC utilizza prevalentemente risorse pubbliche. In genere, infatti, l'azionariato di un BIC è costituito da Regioni, Province, Camere di Commercio, università e istituti di formazione, centri di ricerca, parchi scientifici tecnologici, banche, privati, associazioni di categoria o soggetti affini, come illustrato nella figura 2.4.

**Figura 2.4: promotori e fondatori dei *Business Innovation Centre*.**



Fonte: cfr. Regione Valle d'Aosta, 2002.

I BIC devono rispettare gli standard stabiliti dall'Unione Europea, il che comporta l'obbligo di valutare e selezionare accuratamente i vari progetti supportati.

L'intenzione dei BIC è quella di operare come centri di servizi integrati per le PMI, offrendo a enti, imprese e aspiranti imprenditori tutta una serie di consulenze che spaziano dall'assistenza nella definizione del programma d'impresa, al sostegno nella scelta di localizzazione fino all'attivazione di *partnership* internazionali.

In generale, le attività da essi svolte possono essere:

- sostegno dell'imprenditoria: svolgono attività di incubazione di nei confronti di imprese operanti sul territorio, all'interno di appositi spazi dedicati, nonché attraverso l'opera di tutoraggio;
- promozione del territorio: consiste nella programmazione di interventi di valorizzazione del territorio attraverso operazioni di

*marketing* in collaborazione con *partner* locali;

- politiche di *network*: l'allargamento del campo di azione dei BIC a livello extra-locale permette l'integrazione con altre economie. Il Comitato Italiano dei BIC promuove la collaborazione fra i BIC su scala nazionale ed internazionale, instaurando *partnership* significative con imprese ed organismi che fanno capo all'ONU, per creare opportunità a favore delle PMI.

I BIC possono anche operare come investitori, curando operazioni di *venture capital*, ma anche prestiti partecipativi e complesse operazioni di *project financing* di infrastrutture. Tuttavia non bisogna dimenticare che il *focus* principale dei BIC consiste nello sviluppo dell'area locale a cui sono preposti. Essi tendono a operare, quindi, più su progetti che riguardano il tessuto imprenditoriale locale nel suo insieme che la singola impresa.

#### 2.4.10.2 Le università

Gli operatori di private equity attivi nelle università sono il mezzo attraverso il quale le stesse università, specialmente negli Stati Uniti, riescono a monetizzare i brevetti di ricerca messi a punto all'interno dei propri laboratori. Le imprese che vengono incubate dalle università infatti pagano i diritti per l'utilizzo dei brevetti.

Questi operatori sono prevalentemente focalizzati su progetti di ricerca scientifica collegata alle discipline universitarie. Spesso sono fisicamente presenti all'interno dell'ateneo e si occupano quasi esclusivamente di idee provenienti da studenti laureandi o neo-laureati. Sono inoltre caratterizzati dalla frequente assenza di risorse finanziarie predestinate, e intrattengono intense relazioni con quelle imprese industriali che già sponsorizzano la ricerca scientifica.

In Italia questi soggetti sono sorti per lo più all'interno dei politecnici (Milano e Torino) e sono dunque strettamente legati all'area ingegneristica.

#### 2.4.10.3 I *corporate venture capitalist*

L'attività dei *corporate venture capitalist* consiste nella

partecipazione di grandi gruppi industriali in imprese tecnologicamente avanzate, specializzate nello sviluppo di nuove attività, sia creandole direttamente, sia tramite l'assunzione di partecipazioni, anche di minoranza. Infatti, la necessità di adeguare continuamente la funzione di ricerca e sviluppo a realtà tecnologiche in costante evoluzione ha reso necessario per i grandi gruppi industriali operare su più fronti di ricerca con costi continuamente crescenti e risultati non sempre soddisfacenti. Al contrario le imprese di piccole e medie dimensioni si sono spesso dimostrate più efficienti nell'esplorare segmenti specifici di mercato, conseguendo risultati migliori a fronte di costi minori.

Grazie alla pratica del *corporate venture capital* i grandi gruppi industriali importano tecnologie avanzate, aprendo diverse "finestre tecnologiche" e sviluppano nuove tecnologie senza gravarsi di elevati costi di struttura. In questo modo le imprese di minori dimensioni fornitrici dei servizi possono usufruire di canali di distribuzione e di tecniche di industrializzazione che la proiettano verso volumi tali da permettere tempi di sviluppo e di ammortamento delle ricerche più brevi. Le imprese partecipate infatti entrano a far parte di un *network* di imprese e sono in grado di sfruttare le potenzialità delle economie di scala, potendo usufruire di politiche di *marketing*, di forniture agevolate di servizi o prodotti, di contatti privilegiati con i *partner*.

Il *corporate venture capital* permette l'affermarsi di una strategia di investimento meno legata a problemi di redditività a breve termine. Tale strategia mira in sostanza a combinare i vantaggi di entrambe le dimensioni, attraverso una stretta collaborazione tra grande gruppo e impresa minore partecipata.

#### 2.4.10.4 I *vulture investor*

L'attività di *vulture capital* consiste nell'investimento in imprese in declino e in situazione di crisi, sia in uno stadio avanzato della vita dell'impresa che uno stadio qualsiasi di nascita, crescita o consolidamento.

La particolarità dell'attività dei *vulture investor* risiede nella ricerca di opportunità di investimento riguardanti "buone imprese con brutti

bilanci". I requisiti necessari per gli interventi di *corporate restructuring* o *development capital* o *turnaround financing* di tali operatori sono la natura preminentemente finanziaria della crisi, la significativa ripercussione, quantitativa, sui valori di mercato e la presenza di un rapido canale di uscita dalla crisi.

#### 2.4.10.5 Le società di consulenza

Recentemente alcune grandi società di consulenza hanno dato vita a delle strutture che offrono assistenza alle piccole imprese o agli aspiranti imprenditori, in particolare nell'ambito dei *business* legati ad Internet ed in generale alla *net economy*. Oltre all'ottenimento di elevati *capital gain*, queste iniziative hanno lo scopo di procurare alle società di consulenza dei clienti importanti, una volta che le imprese sono cresciute.

Una pratica frequente in questo tipo di operazioni consiste nel fatto che le società di consulenza sono solite tenersi una quota azionaria delle imprese incubate che viene utilizzata per offrire *stock option* ai migliori talenti, al fine di incentivarli a rimanere all'interno dell'impresa stessa.

Una limitazione all'operatività delle società di consulenza risiede nel fatto che generalmente sono presenti delle restrizioni sull'ammontare di le risorse finanziarie investibili e questo impedisce loro di competere con i *venture capitalist*.

#### 2.4.10.6 Le società di ricerca & sviluppo

Le società di ricerca e sviluppo sono società che investono nella ricerca scientifica e nello sviluppo di nuovi prodotti che spostano anche all'esterno i progetti di ricerca, fornendo tecnologia e servizi a *start-up* tecnologiche in cambio di azioni. Questo tipo di società sfruttano i brevetti registrati dalle imprese oggetto di investimento. Molto spesso i progetti vengono lanciati proprio dai tecnici delle stesse società di ricerca e sviluppo.

Le società di *hardware* e *software* aiutano le *start-up* offrendo i loro prodotti e servizi a costo zero in cambio di azioni. Le *start-up*

incubate in seguito dovranno usare solamente i prodotti dell'impresa investitrice.

## Capitolo 3

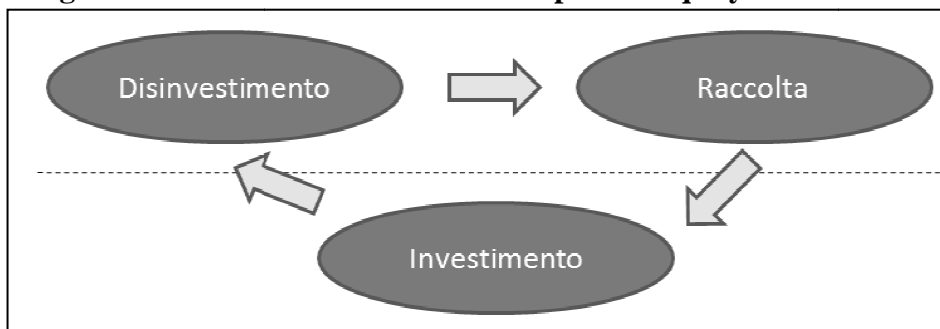
# Le fasi delle operazioni di private equity

### 3.1 Introduzione

Per comprendere le operazioni di private equity è opportuno analizzare l'*iter* che precede e conduce all'investimento. A tale riguardo è dapprima opportuno analizzare le diverse fasi del ciclo di vita dei fondi che investono nel private equity. La durata dei fondi di private equity è solitamente di dieci anni, e inizia dal momento in cui si investe, fino al momento in cui vengono dismesse le partecipazioni. Il fine ultimo del fondo è l'ottenimento del massimo rendimento, calcolato come differenza tra il costo d'acquisto e di vendita delle partecipazioni a cui si aggiungono i dividendi eventualmente distribuiti dalle imprese investite, al netto delle commissioni del fondo, entro un arco temporale ben definito che coincide con la durata del fondo.

Il ciclo di vita del fondo si scompone in tre fasi: la raccolta delle risorse finanziarie (*fund raising*), l'investimento (*investment period*) e il disinvestimento (*divestment period*), come rappresentato nella figura 3.1.

**Figura 3.1: ciclo di vita di un fondo di private equity.**



*Fonte: nostra elaborazione.*

Nella figura sopra proposta, la linea tratteggiata rappresenta il confine tra le entrate e le uscite di denaro: come si può vedere, all'entrata di capitali della fase della raccolta, segue l'uscita che caratterizza la fase di investimento, generata a partire dal *fund raising* stesso. Il denaro impiegato per la durata dell'investimento nell'impresa partecipata si libera dall'impiego al momento dell'*exit*, alimentando una nuova fase di raccolta, frutto della distribuzione dei proventi del fondo ai sottoscrittori.

La fase del *fund raising* ha una durata compresa tra un minimo di 6 mesi ad un massimo di 24 mesi. La raccolta delle risorse finanziarie può essere realizzato ricorrendo all'aiuto di intermediari che provvedono al collocamento delle quote del fondo, accelerandone i tempi, ma aumentandone considerevolmente i costi

La seconda fase consiste nell'investimento delle risorse finanziarie nelle imprese selezionate. Questa fase inizia con la ricerca di opportunità di investimento; successivamente avviene l'investimento nell'impresa, e il monitoraggio e la valorizzazione dell'investimento.

Nella terza e ultima fase del ciclo di vita del fondo di private equity avviene il disinvestimento delle operazioni tramite la dismissione delle partecipazioni e la restituzione del capitale agli investitori, assieme ai guadagni realizzati e al netto delle commissioni. In questa fase si realizza l'obiettivo dell'investitore e si ottengono i guadagni dell'operazione. È adottando la modalità di *exit* migliore che i frutti della gestione dell'operazione possono essere colti e distribuiti agli



investitori che finanziano l'attività del fondo. Per tale ragione spesso negli investimenti di private equity la modalità di *exit* è prevista fin dal principio.

Nei paragrafi successivi si analizzano le diverse fasi che caratterizzano il processo d'investimento nell'attività di private equity, focalizzando l'attenzione sulle principali criticità. È necessario premettere che l'articolazione del processo di investimento può variare anche in modo significativo in funzione delle diverse tipologie di operazioni di private equity; tipicamente l'impostazione e la strutturazione di un'operazione di *buy out*, che prevede l'acquisizione della maggioranza e quindi del controllo dell'impresa target da parte dell'investitore, differiscono sensibilmente da quelle di un'operazione di *expansion*, in cui l'operatore entra in posizione di minoranza. Allo stesso modo l'impostazione dell'intero processo d'investimento si caratterizza diversamente a seconda delle finalità perseguite dall'investitore istituzionale. In ogni caso è possibile tracciare degli aspetti comuni dall'*iter* burocratico e delle procedure seguite per attrarre gli investimenti di private equity.

### **3.2 Il *fund raising***

La fase del *fund raising* è lo stadio con cui si sollecitano gli investitori a mettere a disposizione i capitali per gli investimenti. Questa fase rappresenta l'attività iniziale del processo di private equity, senza la quale il successivo momento dell'investimento non può avere luogo. Si tratta di un'attività che presenta notevoli criticità, poiché dipende dalla capacità dei gestori del fondo di ottenere risorse mettendo in atto una opportuna strategia di raccolta, e, inoltre è influenzato dalla congiuntura economica.

Dal punto di vista di un risparmiatore, la scelta del private equity rispetto ad altre *asset class* alternative, come per esempio gli *hedge funds*, rappresenta una scelta importante, basata sulle proprie preferenze di rischio-rendimento, sulla conoscenza degli strumenti e sulla disponibilità di capitale.

L'attività di *fund raising* si esplicita in un processo impegnativo anche dal punto di vista temporale, dato che in genere dura circa un anno. Tale processo è schematizzabile in alcune fasi, quali:

- identificazione del mercato target per la raccolta;
- fase di *pre-marketing*;
- strutturazione del fondo;
- preparazione e distribuzione del materiale di *marketing*;
- *roadshow* con i potenziali investitori;
- preparazione della documentazione legale;
- collocamento delle quote e chiusura della sottoscrizione.

Occorre prestare particolare attenzione nella preparazione del materiale di *marketing* nello stilare un esauriente *placement memorandum*, contenente la dimensione del fondo, la dimensione delle quote di partecipazione, le politiche di distribuzione dei proventi, i costi di organizzazione e struttura, le modalità di *reporting* verso gli investitori, la durata dello stesso fondo.

Di fatto, la fase del *fund raising* consiste in una sollecitazione al pubblico degli investitori per indurre a sottoscrivere quote di un fondo.

Per raccogliere le risorse la reputazione nel mercato nazionale risulta essere un elemento chiave. A tal proposito, un soggetto particolarmente importante nelle prime fasi del processo di *fund raising* è il *gatekeeper*: egli fornisce attività di consulenza ad investitori istituzionali con *focus* specifico sul private equity. I *gatekeepers* sono tipicamente di origine anglosassone e operano su base indipendente, fornendo agli investitori la loro esperienza pluriennale nel settore e l'accesso ai migliori fondi del mercato grazie ai rapporti esclusivi con tali operatori, maturati in anni di attiva conoscenza e frequentazione del mercato.

L'elemento di cui i *limited partners* tengono maggiormente conto nella scelta del fondo in cui investire è senza dubbio il *track record* del *management team* della società di gestione: si tratta dei risultati ottenuti dal *team* su un arco temporale storico medio - lungo. La differenza di *performance* tra i gestori nel mercato di private equity è sensibilmente rilevante rispetto a quanto accade per i mercati finanziari. Pertanto, devono essere valutate le credenziali del *team* di

gestione, prestando particolare attenzione alla loro reputazione e i risultati conseguiti nel passato dal singolo gestore. L'esperienza e la reputazione costituiscono *track record* distintivi che attirano più fondi da gestire, con i quali si effettuano operazioni di ottimo livello; al contrario, un fondo che è andato male nel tempo non è credibile, quindi la sua *performance* non potrà che peggiorare maggiormente.

Assume una certa rilevanza anche il periodo complessivo che il *team* di gestione ha coperto lavorando assieme, nonché l'affiatamento tra i vari componenti.

È altresì importante la strategia d'investimento che il *team* intende sviluppare, rispetto alla dimensione, alla tipologia di operazioni, al settore e al Paese prescelto.

Tutti questi aspetti assolvono i requisiti della coerenza e della prevedibilità: è probabile che ciò che ha funzionato bene in passato possa funzionare bene anche nel futuro, specialmente in un'attività come il private equity, fortemente basata sulle competenze e sull'esperienza.

Altri elementi importanti possono essere schematicamente delineati come segue:

- commissioni in linea col mercato;
- struttura organizzativa semplice;
- assenza di conflitti d'interesse;
- parametri di misurazione della *performance* chiari e corrispondenti alle metodologie ufficiali;
- meccanismi di distribuzione dei proventi degli investimenti in linea con le esigenze del mercato.

Una volta attirati gli investitori, la fase del *commitment* consiste nell'impegno al versamento delle quote di sottoscrizione. Si sottolinea che le quote sottoscritte non vengono versate con l'avvio del fondo ma in momenti successivi (*draw downs*) su richiesta della società di gestione ogni qual volta il fondo necessita di liquidità per effettuare un investimento, in nuove imprese o per aumentare la partecipazione in imprese già presenti in portafoglio. La liquidità detenuta dai fondi di private equity normalmente è strettamente necessaria al pagamento dei costi a carico del fondo. Solitamente, il totale dei versamenti degli

investitori nel fondo di private equity raggiunge solo il 60-70% dell'ammontare del *commitment*.

### **3.3 L'investimento**

Una volta terminata la fase della raccolta inizia il vero e proprio momento dell'investimento. Si tratta di un processo lungo e complesso, che richiede le competenze e l'esperienza pregressa di cui il *team* di gestori può disporre.

All'interno di detta fase possono essere identificati i seguenti momenti:

- *deal flow*: ricerca e *screening* delle opportunità di investimento da parte dell'operatore;
- *due diligence*: approfondita valutazione dell'impresa;
- *closing*: firma del contratto d'investimento e dei patti parasociali;
- monitoraggio dell'investimento.

Nei paragrafi successivi si analizzano le singole fasi che compongono lo stadio dell'investimento.

#### **3.3.1 Il *deal flow***

L'attività di *deal flow* o *origination* consiste nella ricerca dell'operazione da porre in essere. Si tratta di scegliere il target più adatto, per cui è fondamentale avere un numero consistente di possibili opzioni, per poi selezionare l'impresa che si dimostri realmente la più adatta, sulla base delle analisi successive.

La prima fase consiste nella ricerca delle opportunità di investimento, attuando una prima ricerca delle imprese che possono essere possibili target di investimento.

Una prima classificazione della modalità di *origination* utilizzata

dall'Osservatorio *Private Equity Monitor* (PEM) è la seguente:

- *family and private*;
- *secondary buy out*;
- *public to private*;
- *local parent*;
- *foreign parent*;
- *other*.

Nel *family and private* rientrano tutte le trattative che hanno origine in modo privato, con svariate modalità. Con *secondary buy out* si intende l'investimento in imprese già investite da altri investitori istituzionali ed oggetto di un'ulteriore operazione di *buy out*. L'origine di tipo *public to private* rientra in un caso piuttosto atipico del private equity: si tratta dell'investimento in imprese quotate, con l'obiettivo di attuare un *delisting* delle stesse. In questo caso l'impresa target non è in origine un'impresa non pubblica, ma lo diventa con il *deal*. L'*origination* di tipo *local parent* consiste nella cessione di ramo di un'impresa situata nel Paese d'origine, mentre la tipologia *foreign parent* si attua con la cessione di ramo di un'impresa estera. Possono essere tuttavia possibili altre modalità di *origination* non rientranti nelle precedenti categorie, come ad esempio la privatizzazione di imprese pubbliche.

Oltre alla classificazione fornita dall'Osservatorio PEM, nella pratica si possono osservare in generale diverse fonti di *origination*, ovvero:

- *marketing* diretto;
- *rumours* di mercato;
- autoproposizione da parte dell'impresa target;
- consulenza di *advisor*.

Questa fase mostra particolari criticità in quanto nella maggiore parte dei casi non è l'impresa target a cercare nuove opportunità di finanziamento ma avviene il contrario. Gli investitori devono quindi analizzare il mercato alla ricerca di imprese che corrispondono ai criteri di selezione e che siano disposte ad aprire l'azionariato ad investitori istituzionali.

Dal punto di vista dell'operatore professionale di private equity il

processo di ricerca, selezione e individuazione delle potenziali opportunità di investimento rappresenta uno *step* di vitale importanza nell'ambito dello sviluppo della propria attività. Esso rappresenta, infatti, il primo fondamentale presupposto dell'attività stessa, in quanto, in assenza di concrete opportunità di investimento, non può essere svolta. La generazione di un costante *deal flow* costituisce pertanto un'attività nella quale l'operatore di private equity deve investire regolarmente tempo e risorse in quantità significativa. L'individuazione di opportunità di investimento profittevoli è un obiettivo molto impegnativo e di difficile realizzazione, anche considerando il fatto che l'*iter* di selezione nel mercato del private equity è tipicamente molto severo.

Un fattore molto importante che influenza la capacità di generare un costante e sistematico *deal flow* è dato dalle qualità soggettive dell'operatore quali l'immagine, la notorietà e la considerazione di cui gode nel mercato di riferimento, nonché l'esperienza maturata. Queste caratteristiche soggettive discendono in particolare dal *track record* attribuibile all'operatore, ovvero dalla quantità, qualità e tipologia delle operazioni realizzate in passato. Il *track record* costituisce l'elemento fondamentale sul quale l'investitore costruisce la propria credibilità nei confronti del mercato. Infatti, difficilmente un operatore di private equity viene ritenuto capace e affidabile dal mercato in assenza di un importante bagaglio di positiva esperienza (Banca d'Italia – AIFI, 2009).

Hanno invece minor rilievo nella scelta altri fattori come la dimensione dell'intermediario o la quota di partecipazione da esso desiderata.

Un buon *track record* è tuttavia una condizione necessaria ma non sufficiente, da sola, a generare un significativo *deal flow*: estremamente importante risulta infatti la capacità di comunicare e spiegare con efficacia al mercato le proprie esperienze e i propri successi. In questo senso si parla di vere e proprie politiche di *marketing* attuate dagli operatori mediante numerosi canali, più o meno tradizionali: si spazia dalle pubblicazioni di articoli su quotidiani e riviste, alla partecipazione con propri esperti a convegni e conferenze, all'organizzazione di *meeting* conoscitivi rivolti a professionisti e imprenditori, a *partnership* con enti pubblici come ad

esempio le università. In questo scenario per un operatore di private equity è pertanto molto importante riuscire a creare un *network* di contatti sul territorio in cui intende operare, con i vari soggetti coinvolti nell'attività economica: imprenditori, professionisti, consulenti, associazioni di categoria, enti pubblici, centri di ricerca. Con particolare riferimento al mercato italiano, caratterizzato da PMI, gli interlocutori nell'ambito di una possibile operazione di investimento sono tipicamente l'imprenditore o gli imprenditori proprietari dell'impresa e il commercialista o consulente di fiducia. L'attività di *marketing* dell'operatore dovrà essere rivolta principalmente a tali figure, oltre che alle banche del territorio, che in molti casi hanno un forte rapporto con gli imprenditori, consolidato negli anni, e svolgono un ruolo non solo di finanziatori, ma anche di tipo consulenziale.

Altra caratteristica di cui tenere conto per massimizzare la capacità di *origination* è la natura del mercato geografico nel quale si intende operare. Nel caso si intenda operare internazionalmente occorre che le caratteristiche del *team* di gestione vengano percepite e riconosciute anche al di fuori delle mura domestiche. Va sottolineato, inoltre, che nei Paesi caratterizzati da un mercato del private equity più sviluppato, come le realtà anglosassoni, le operazioni che coinvolgono più fondi sono intermedie dagli *advisor*: soggetti specializzati che svolgono un'azione di consulenza e fornitura di servizi altamente professionali alle imprese venditrici. In questi contesti le imprese che si auto-propongono possono utilizzare la professionalità degli *advisor* nel processo di vendita, e l'investitore istituzionale deve interfacciarsi anche con questi soggetti. Gli *advisor* coprono vari aspetti, tra cui:

- *vendor due diligence* e valutazione: attività preliminare utile per capire il *range* di prezzo più congruo per la vendita;
- definizione della strategia *marketing*/vendita: si tratta della definizione della migliore modalità di vendita del *business*. È una decisione che l'intermediario e l'impresa venditrice prendono congiuntamente. Le alternative principali sono due: un'asta competitiva (*targeted auction* o *broad auction*) o la negoziazione esclusiva. L'asta punta a massimizzare la pressione competitiva, richiede un notevole impegno temporale ed economico, ma ha come risultato la possibilità di trovare il migliore compratore e coinvolge

solo i soggetti veramente interessati, minimizzando il cosiddetto rischio di “*leave money on the table*”. La negoziazione esclusiva mira, invece, alla riduzione dei tempi e dei costi del processo, puntando alla segretezza, ma rischiando di non trovare un compratore che offra il *best price*;

- analisi di mercato: vengono analizzati i potenziali acquirenti e soprattutto la loro capacità di spesa rispetto al prezzo;
- preparazione della documentazione essenziale per la vendita: si tratta della stesura di diversi documenti, tra cui il *teaser*, il *confidentiality agreement*, il *selling memorandum*, la *bid instruction letter* e il contratto di vendita.

Sussiste un ulteriore fattore che influisce in merito alla capacità di *origination*, ovverosia la tipologia di operazione che si intende attuare: le attività di *marketing* da intraprendere sono differenti a seconda che si vogliano attuare operazioni di *seed capital* (in questo caso si cercheranno opportunità in università o centri ricerche) piuttosto che di *buy out*. In questo caso cambiano non solo le tipologie di target, ma anche i settori che si prendono in considerazione.

Qualora sia l'impresa a ricercare un investitore di private equity sono numerosi i criteri di scelta per valutare a chi rivolgersi. Infatti, l'offerta degli investitori istituzionali risulta sempre più ampia e articolata, non limitandosi al semplice apporto di capitali, ma comprendendo una serie di importanti servizi accessori. L'apporto di capitale di rischio e di strumenti finanziari assimilabili resta il motivo scatenante dell'operazione, ma acquista sempre maggiore importanza il supporto di tipo “non finanziario”, in particolare alla luce della sempre maggiore concorrenza che caratterizza i mercati globalizzati e che richiede elevata competitività. Nello specifico, secondo Banca d'Italia – AIFI (2009) i più diffusi servizi accessori, non meno importanti e spesso decisivi per la creazione di valore, offerti dagli operatori accanto all'apporto di risorse finanziarie, sono i seguenti:

- supporto strategico, finanziario e direzionale per le scelte di investimento;
- apporto di nuovo *management* con specifiche competenze nel settore di riferimento dell'impresa target;
- ottimizzazione della struttura finanziaria;
- supporto sul piano commerciale e di *marketing*;



- riassetto organizzativo, in particolare a livello di risorse umane;
- implementazione o miglioramento dei sistemi di pianificazione e controllo di gestione;
- pianificazione e ottimizzazione fiscale;
- implementazione di sistemi di *corporate governance*;
- creazione di importanti *network* di contatti, anche a livello internazionale;
- miglioramento dell'immagine e dello *standing* aziendale nei confronti del mercato e del sistema bancario e finanziario;
- certificazione della validità di piani e progetti aziendali.

Il grado di coinvolgimento dell'operatore nell'attività delle imprese partecipate, che si esplicita in particolare nei servizi accessori apportati dagli operatori risulta molto importante per gli imprenditori.

Secondo un'indagine di Banca d'Italia (2009), i contributi degli operatori di private equity nell'attività delle imprese partecipate più diffusi sono la consulenza finanziaria e la consulenza strategica (rispettivamente per l'84% e l'81% del campione); il dato più significativo è tuttavia rappresentato dal fatto che più dei due terzi delle imprese oggetto di analisi dichiarano che l'intervento dell'operatore di private equity ha comportato un miglioramento nel rapporto con gli altri finanziatori (in primo luogo le banche) e maggiori possibilità di accesso al mercato di Borsa. Tale evidenza testimonia il fondamentale ruolo di certificazione che gli operatori rivestono a favore dell'impresa: questo permette il miglioramento dello *standing* dell'impresa nei confronti del sistema creditizio e finanziario, elevandone l'affidabilità finanziaria, con positive ricadute sulla capacità di reperimento di finanziamenti e sulle condizioni degli stessi. Inoltre, la presenza dell'investitore come azionista di rilievo determina in generale una crescita del potere contrattuale dell'impresa nei confronti del mercato nel suo complesso.

Sempre dall'indagine emerge invece un ruolo marginale dei contributi in termini di consulenza su aspetti tecnico-produttivi e di *marketing* e in termini di miglioramento nell'accesso a fornitori e distributori. Si riportano di seguito in sintesi i dati appena menzionati.

**Tabella 3.1: contributi degli operatori di private equity nell'attività delle imprese partecipate.**

Servizi % sul campione	%
Consulenza finanziaria	84%
Consulenza strategica	81%
Miglioramento del rapporto con altri finanziatori (es. banche)	76%
Maggiori possibilità di accesso al mercato di borsa	70%
Operazioni all'estero	67%
Gestione risorse umane	41%
Miglioramento dell'accesso a fornitori/distributori	27%
Consulenza sul <i>marketing</i>	26%
Consulenza su aspetti tecnico-produttivi	11%

*Fonte: Banca d'Italia, 2009.*

Alla luce dell'ampiezza dell'offerta, sia in termini di operatori sia in termini di contributi per l'impresa, è importante che l'imprenditore (o il *top management* dell'impresa) scelga di presentarsi agli investitori le cui caratteristiche siano coerenti con le proprie esigenze. Ciò vale *in primis* con riferimento all'obiettivo prefigurato e perseguito dall'imprenditore: se, ad esempio, vi è l'esigenza di una ristrutturazione finanziaria della società, è bene rivolgersi ad un operatore con comprovata esperienza in tale comparto.

Un altro aspetto importante da tenere in considerazione è il settore di attività in cui opera l'impresa; vi sono, infatti, operatori generalisti che investono nei più comuni settori e operatori focalizzati invece su segmenti specifici. Ad esempio un'impresa ad alta intensità tecnologica dovrà rivolgersi ad operatori specializzati, in grado di apportare decisive competenze tecniche oltre alle risorse finanziarie. Inoltre, è importante che tra gli esponenti dell'impresa e quelli del *partner* finanziario si instauri un rapporto caratterizzato da spirito di collaborazione e da stima e fiducia reciproca. L'obiettivo comune e ultimo deve essere la creazione di valore nel medio-lungo periodo, il che richiede innanzitutto una forte unità d'intenti da parte di tutti i soggetti coinvolti. A questo proposito è importante che fin dall'inizio del rapporto di collaborazione tra impresa e *partner* finanziario vengano definiti con chiarezza tutti gli elementi del rapporto (obiettivi, attese, ruoli, accordi contrattuali, remunerazioni, ecc.). Inoltre, la presenza dell'operatore professionale al fianco del gruppo

imprenditoriale deve essere percepita da quest'ultimo come una vera fonte di valore aggiunto.

È necessario individuare alcune caratteristiche fondamentali delle potenziali imprese target, valide per tutti gli investimenti: si tratta di comprendere i rischi e le opportunità emergenti dal mercato, utilizzando i più classici degli strumenti strategici. Sia che l'impresa si sia proposta, che sia stata suggerita da un *advisor* o che sia stata ricercata con un'analisi di mercato, l'investitore istituzionale nella scelta delle imprese verso cui indirizzare gli investimenti di private equity privilegia imprese che presentano le seguenti caratteristiche:

- progetto di sviluppo: la presenza di un progetto di sviluppo realizzabile e che può condurre a ottime prospettive di crescita dimensionale e reddituale dell'impresa è una caratteristica chiave per gli investitori di private equity;

- Socio Imprenditore: gli investitori di private equity prediligono investire in imprese guidate da un Socio Imprenditore capace, determinato nella realizzazione del progetto di sviluppo. Gli obiettivi del Socio Imprenditore devono essere raggiungibili e in linea con le finalità dell'investitore istituzionale;

- *management*: allo stesso modo del Socio Imprenditore, gli investitori istituzionali valutano la presenza di un *management* capace, con esperienza e conoscenza specifica del settore.

- caratteristiche del mercato: la struttura del *business* in cui opera, le potenzialità di sviluppo e quindi, la relativa *market share* potenziale risultano importanti per l'investitore istituzionale. Si finanziano quindi imprese che operano in un mercato in espansione con un prodotto/servizio caratterizzato da scarsa imitabilità e bassa sostituibilità rispetto ai prodotti concorrenti;

- possibilità di *exit*: un'ultima caratteristica valutata positivamente dagli investitori di private equity è la possibilità di prevedere in prospettiva adeguate possibilità di disinvestimento. Infatti, il disinvestimento è una fase cruciale poiché permette il realizzo del *capital gain*.

L'imprenditore ideale per un operatore di private equity deve avere in mente prospettive ambiziose di sviluppo, ma anche realistiche e allineate agli obiettivi dell'investitore, in particolar modo nei casi di operazioni di *expansion*. Risultano importanti la flessibilità ed

adattabilità all'impostazione del *partner* finanziario oltre alla possibilità di instaurare rapporti di trasparenza e fiducia tra *partner* industriale e *partner* finanziario.

L'elemento fiducia, dunque il conseguente allineamento degli interessi tra imprenditore/*management* e investitore, è cruciale in questa attività: l'apporto del *team* di private equity deve essere percepito dal Socio Imprenditore come facilitatore e acceleratore del processo evolutivo dell'impresa. Non inferiore importanza rivestono l'adattabilità del *management* a gestire tutti gli aspetti della vita di un'impresa e non solo i singoli stadi, oltre che un sistema incentivante che lo motivi ad agire. Riveste, infatti, grande importanza il ruolo del *management* dell'impresa poiché conosce le caratteristiche del mercato, quindi dalla verifica delle loro capacità imprenditoriali e manageriali passa la credibilità del progetto in cui l'investitore riversa le sue aspettative.

L'analisi del mercato, da un punto di vista strettamente tecnico, fa emergere le possibili discontinuità in questo esistenti e da catturare, le opportunità di poter attuare strategie di integrazione (sia verticale che orizzontale) o di espansione geografica, piuttosto che di penetrazione in mercati già coperti. Allo stesso modo, il posizionamento competitivo dell'impresa è il punto di partenza per possibili percorsi di crescita esterna o di alleanze per avere accesso a tecnologie, prodotti o mercati complementari. Simultaneamente, questi due strumenti consentono anche l'individuazione di possibili criticità: mercati con *trend* negativi o in calo, barriere all'entrata/uscita e competizione particolarmente serrata nell'*industry* di riferimento. Non meno importanza riveste un'attenta analisi della base della clientela, mantenendo quella esistente e individuando la capacità di servire bisogni insoddisfatti; ancora, si rende necessaria una prima analisi economica dell'impresa, valutando il grado di leva operativa e quindi l'altezza dei costi fissi, tema che verrà poi approfondito in sede di *due diligence*. L'analisi di mercato è un primo importante strumento: questa fase è di notevole complessità e va gestita in maniera molto accurata; naturalmente, si parte dalla situazione *as is* per poi includere tutta una serie di scenari più o meno prevedibili. È importante inoltre l'analisi della strategia perseguita: si valuta la validità della strategia, con riferimento all'allineamento sostenibile nel tempo tra fattori critici

di successo interni e fattori critici di successo esterni espressi dal mercato.

A questo punto, è necessario approfondire l'aspetto legato all'idoneità dell'impresa prescelta rispetto alla tipologia di operazione da effettuare. Si distinguono il profilo di un'impresa adatta per un investimento di tipo *expansion* da una ideale per il *buy out*.

Il candidato ideale per un'operazione di *expansion* è un'impresa ad alto potenziale di crescita, guidata da un imprenditore ambizioso ma affidabile. Molto spesso, le opportunità per operazioni di questo genere derivano da rapporti pregressi con l'imprenditore o il *management*, in cui si è generato quel meccanismo di fiducia collaborativa di cui si è detto precedentemente. Per gli investimenti di *expansion*, i potenziali di crescita derivano spesso da opzioni reali, quali:

- possibilità di internazionalizzazione;
- tecnologie o prodotti innovativi;
- possibilità di crescita esterna;
- opportunità di miglioramenti operativi.

Essendo in queste operazioni più marcato il rischio e necessitando spesso di ragionevole tempo per entrare a pieno regime, dal punto di vista finanziario si tratta di *deal* che fanno raramente ricorso alla leva finanziaria, o comunque con valori relativamente bassi.

Al contrario, negli investimenti di *buy out* vengono ricercate imprese più solide, in grado di generare flussi di cassa stabili e con questi di ripagare all'interno dell'orizzonte di investimento il forte indebitamento contratto per finanziare l'operazione, trasformando il debito in equity. Come noto, la capacità di generare flussi di cassa è funzione di un'elevata marginalità e di bassi investimenti in immobilizzazioni e capitale circolante: queste sono le caratteristiche che deve avere il candidato ideale per operazioni di *buy out*. Inoltre, occorre che l'impresa prescelta abbia una significativa disponibilità di *assets* liberi da vincoli per fornire garanzie implicite o esplicite ai propri finanziatori, ma, soprattutto, che il giudizio sul *cash flow* generabile si riferisca al *business plan* attuale, non a quelli futuri. Dunque, non è certamente oggetto di *buy out* una *start-up* o comunque un'impresa all'inizio del proprio ciclo di vita, molto raramente lo è

una del settore della *new economy*. In particolare, in riferimento al settore d'appartenenza è cruciale che si tratti di un'industria matura, con tassi di crescita non troppo sostenuti e privo di rischi di forti discontinuità, con barriere all'ingresso elevate e che soprattutto non richieda agli *incumbent* forti investimenti, non solo dal lato della tecnologia ma anche di un eventuale cambiamento della strategia o del modello di *business*. L'impresa target deve quindi essere in grado di generare un *cash flow* tale da ripagare il debito contratto per acquisirla. Le caratteristiche dell'impresa target devono essere le medesime del proprio settore; in aggiunta, si può affermare che l'impresa ideale deve:

- essere in possesso di una forte *market share* difficilmente attaccabile o operare in una nicchia di mercato;
- essere fortemente solida dal punto di vista patrimoniale (margini e quozienti di struttura positivi);
- avere un congruo ammontare di immobilizzazioni atte ad essere date in garanzia e di *assets* liquidi e non strategici oggetto di dismissione (immobili civili, tipicamente con la tecnica del *sale and lease back*, partecipazioni non strategiche, anche *intangibles*), nonché crediti commerciali liquidabili;
- avere un'attività non stagionale e in grado di assorbire poco capitale circolante;
- poter essere cedibile sul mercato in seguito, anche tramite un'operazione di *management buy out*, il che denota la presenza di *manager* altamente professionali;
- avere un *cash flow* storicamente forte e costante.

Le indagini sulle caratteristiche operative dell'impresa target partono essenzialmente da dati storici desumibili da bilanci e rendiconti finanziari; tuttavia è importante elaborare previsioni sulle vendite, analizzando come variano i prezzi e i volumi, nonché la struttura di costo e, soprattutto, il fabbisogno finanziario, in base al quale si determinerà la struttura finanziaria dell'operazione. Data la complessità di questo aspetto, si può affermare che le modalità di finanziamento esprimono gran parte degli strumenti finanziari a disposizione di un operatore di private equity nella strutturazione di un investimento. La stima della spesa finanziaria per acquisire l'impresa target cambia in base a numerose variabili, tra cui, oltre ai flussi di

cassa, troviamo:

- l'entità del premio di maggioranza da riconoscere agli azionisti dell'impresa target;
- l'entità della quota acquisita, anche rispetto alla *dilution/accretion* generata dalla fusione;
- la presenza di *assets* da dimettere;
- il capitale circolante;
- lo *standing* creditizio;
- l'esistenza di altri finanziamenti.

Oltre a questi aspetti relativi alla spesa finanziaria, è importante determinare quali effetti subisce il patrimonio dell'impresa target a causa del debito. Occorre infatti determinare la sussistenza della solidità patrimoniale; inoltre, è importante stimare anche il livello degli oneri finanziari legati al finanziamento da sostenere una volta completata l'operazione.

Una volta selezionati i potenziali acquirenti, l'*iter* per l'investimento si esplicita tramite una serie di fasi che prevedono la stesura di alcuni documenti. Questi documenti consistono, in ordine, nella *approach letter*, il *blind profile*, il *confidentially agreement*, l'*information memorandum* e la lettera di intenti.

La *approach letter* è il più comune mezzo di contatto con cui si vuole comunicare l'opportunità di acquisizione di un'impresa in un dato settore con il fine di ottenere un primo *feed-back* da parte dei possibili compratori.

A coloro che rispondono positivamente alla lettera viene di norma inviato un breve profilo anonimo dell'impresa target (*blind profile*) contenente informazioni sintetiche sul settore di riferimento, sull'attività svolta e sui principali dati finanziari.

In questo caso da una rosa allargata di possibili compratori si perviene ad una lista selezionata di nominativi che hanno manifestato interesse, con i quali i contatti si intensificano e con cui diventa necessario un chiarimento formale gestito normalmente tramite un accordo di riservatezza (*confidentially agreement*) che ha la funzione di esplicitare lo stato di avanzamento della trattativa, di dare un primo inquadramento formale all'operazione senza entrare nei dettagli

operativi, ma soprattutto di superare i problemi legati alla *privacy* per l'ottenimento di ulteriori informazioni. Più precisamente il compratore si impegna a utilizzare le informazioni ricevute esclusivamente allo scopo di poter valutare l'impresa in relazione alla transazione proposta.

Le informazioni più esaurienti e specifiche, nonché i dati anagrafici dell'impresa, sono normalmente comunicati tramite l'*information memorandum*, atto a fornire un ritratto dell'impresa, del suo posizionamento di mercato, della sua situazione economica e delle sue potenzialità di sviluppo. Più in dettaglio, questo documento contiene informazioni riguardanti:

- il profilo dell'impresa;
- cenni storici e strategie;
- dati sensibili (vendite per Paese, clienti e fornitori, ecc.);
- prodotti, distribuzione e *marketing*;
- organizzazione e risorse umane;
- impianti e logistica;
- dati finanziari (dati storici e prospettici).

Successivamente, con la lettera di intenti le parti si prefiggono di fissare per iscritto i termini generali dell'operazione impegnandosi a rispettarli. La lettera di intenti non è in genere molto dettagliata, rappresentando una guida dei punti principali della negoziazione che vengono successivamente perfezionati con il contratto di compravendita. Essa dunque include:

- le parti contraenti;
- l'oggetto della transazione;
- il metodo di valutazione utilizzato per determinare il prezzo d'acquisto;
- il prezzo d'acquisto (generalmente vincolato all'esito della *due diligence*);
- le modalità di pagamento;
- eventuali ulteriori modalità di compenso;
- ulteriori cenni alle condizioni essenziali perché la transazione possa avere luogo<sup>29</sup>.

---

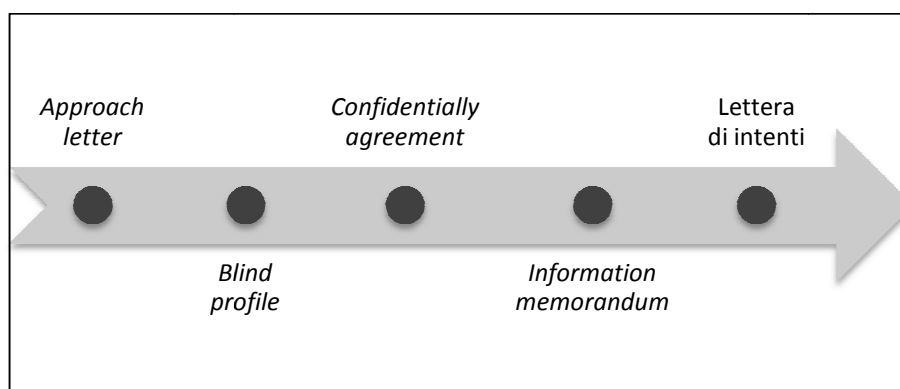
<sup>29</sup> Ne sono un esempio il rilascio di garanzie sullo stato di salute dell'impresa da



Questo documento vincola legalmente le parti per gli aspetti a riguardo l'obbligo del venditore a non svolgere operazioni che rientrino nell'attività straordinaria dell'impresa (*standstill*). Include altresì l'obbligo di esclusiva, ovvero l'obbligo del venditore di non procedere ad altre trattative per un periodo di tempo definito nella stessa lettera. Con riguardo alla dimensione temporale, questo documento determina di norma il tempo disponibile per effettuare la *due diligence*. Inoltre, la lettera d'intenti sancisce l'obbligo del trattamento confidenziale dei dati dell'impresa target, già stabilito nell'accordo di riservatezza.

La figura 3.2 riassume la strutturazione del processo di vendita di un'impresa target ad un investitore di private equity.

**Figura 3.2: articolazione del processo di vendita.**



Fonte: cfr. AIFI Commissione Rapporti con gli Investitori Istituzionali, 2012.

### 3.3.2 La *due diligence*

La fase della *due diligence* rappresenta lo studio sulla fattibilità

---

parte del Socio Imprenditore, nonché la determinazione della *governance* post-acquisizione

dell'investimento. Si tratta di un processo di ricerca, volto alla raccolta ed analisi dei dati e delle informazioni specifiche sull'impresa da acquisire al fine di esprimere un giudizio consapevole sul *deal* e che ne possa confermare la fattibilità. È un'analisi di natura conoscitiva di un'impresa, commissionata da una delle parti e svolta da consulenti di sua fiducia. Non è né una revisione, né una certificazione che prevede il rilascio di un'attestazione secondo principi statuiti, ma un *check-up* completo, approfondito e obiettivo nel rispetto dei tempi e dei costi prefissati, sullo stato di salute dell'impresa oggetto dell'operazione, ad uso:

- del potenziale investitore (*investor due diligence*);
- del venditore (*vendor due diligence*).

La *due diligence* è a tutti gli effetti un vero e proprio strumento di *risk management*, che genera nel tempo i suoi effetti positivi.

È da notare che una *due diligence light* può portare ad ignorare potenziali rischi derivanti dal *deal* e al fallimento dell'operazione. Infatti, nell'ambito del private equity, la *due diligence* assume ancor più importanza per la fisiologica mancanza di approfondite informazioni pubblicamente disponibili sull'impresa target. Per questi motivi, pur se costosa anche in termini di tempo, una *due diligence* approfondita fa emergere in maniera dettagliata eventuali criticità e le loro fonti, garantendo maggiore flessibilità nella correzione di tali problemi. Una *due diligence* approfondita permette alle parti di arrivare al tavolo del negoziato avendo un quadro informativo esaustivo e di poter svolgere una trattativa in modo professionale sulla base di dati e informazioni oggettive e verificate in modo indipendente.

Nel caso in cui il *report* finale della *due diligence* evidenziasse problematiche impreviste, passività nascoste, o rischi eccessivi, potrebbe condurre a sostanziali revisioni del prezzo dell'impresa o, in casi estremi, all'interruzione delle trattative. Per evitare l'insorgere di contenziosi dopo la firma del contratto, risulta opportuno svolgere la *due diligence* in via preventiva, anche se spesso in sede precontrattuale non è possibile avere accesso completo e piena *disclosure* dei dati sensibili.

Le aree di analisi coperte dalla *due diligence* devono essere tutte

quelle d'interesse nell'impresa. In particolare si distinguono diverse aree di analisi della *due diligence*:

- finanziaria: verifica dell'adeguatezza dei meccanismi di gestione della tesoreria, della solidità finanziaria e creditizia anche rispetto ai piani industriali, controllo dell'esposizione con il sistema bancario, analisi dei principali contratti;
- contabile e patrimoniale: verifica dei dati contabili e gestionali, analisi delle attività e passività storiche e prospettive, adeguatezza procedure di rilevazione contabile e rispetto dei principi contabili di riferimento, relazione dei revisori e dell'*audit* interno, stato dei beni ed eventuali vincoli su di essi;
- commerciale e operativa: analisi dei prodotti, delle quote di mercato, della forza *brand*, dei *competitors*, delle prospettive vendita; forza del processo produttivo, esposizione al cambiamento tecnologico, investimenti necessari per l'ammodernamento;
- legale: studio delle regole di *corporate governance*, analisi dei contenziosi in atto, requisiti normativi e regolamentari;
- fiscale: verifica delle passività fiscali, analisi dei contenziosi in essere, corretta applicazione delle norme, suggerimenti per la struttura fiscale dell'operazione;
- rischi e assicurazione: modalità di copertura dei rischi e adeguatezza polizze assicurative varie;
- *Information Technology*: adeguatezza e efficacia sistemi ICT;
- ambientale: identificazione delle passività potenziali nell'area ambientale, analisi del rispetto della normativa in vigore, analisi delle procedure interne previste a norma di legge;
- risorse umane: adeguatezza del personale dipendente, analisi degli aspetti gius-lavorativi, politiche retributive, problematiche del personale, stato delle relazioni sindacali.

### 3.3.2.1 Il *business plan*

Il *business plan* o piano industriale è il documento che illustra gli obiettivi strategici dell'imprenditore e del *management*, i piani di azione volti al raggiungimento di tali obiettivi e l'evoluzione dei risultati economici e finanziari prospettici. Il *business plan* rappresenta il primo strumento di contatto con l'investitore

istituzionale, attraverso il quale l'imprenditore porta a conoscenza dell'investitore il progetto. Per questo motivo il *business plan* necessita di particolare attenzione. Nella stesura del *business plan*, il *management* considera che i potenziali investitori puntano l'enfasi sulla capacità del piano industriale di creare valore per l'investitore e facilitare la sua successiva uscita.

Il *business plan* deve coinvolgere tutte le funzioni aziendali, esplicitare gli obiettivi da raggiungere e la loro compatibilità con le risorse finanziarie, tecnologiche e organizzative di cui l'impresa dispone o vorrebbe disporre.

Gli obiettivi principali del *business plan* sono i seguenti:

- descrizione della *vision* strategica,
- identificazione della *mission* aziendale, intesa come singoli obiettivi da raggiungere per realizzare la *vision* strategica e le risorse da utilizzare,
- descrizione della situazione finanziaria, patrimoniale e reddituale, in chiave storica, attuale e in elaborazione prospettiva.

Il *business plan* deve essere schematico, ma deve anche essere approfondito. In relazione al contenuto del *business plan*, esso deve fornire informazioni sul *management*, sul prodotto, sulle prospettive di *performance*, sulle azioni da porre per raggiungere gli obiettivi.

Deve comprendere ipotesi riguardanti tre possibili scenari: uno scenario ottimistico, uno scenario medio e uno scenario pessimistico.

Solitamente, il *business plan* si articola in sette sezioni come riportato nella tabella 3.2.

**Tabella 3.2: articolazione del *business plan*.**

---

Profilo aziendale, <i>performance</i> storica e obiettivi
Prodotto/servizio
Mercato
Processo produttivo
Struttura finanziaria
Profilo dell'imprenditore e del <i>management</i>
Strategia di disinvestimento

---

*Fonte: cfr.Ferrara, 2006.*

Nella prima sezione si analizzano il profilo aziendale, la *performance* storica e gli obiettivi del *business plan*. Si tratta di un'introduzione al *business plan* con lo scopo di portare a conoscenza degli investitori gli elementi fondamentali per la conoscenza dell'impresa target e del progetto proposto. Contiene indicazioni sulla forma giuridica, la dimensione della società, la struttura organizzativa, le caratteristiche del settore, i prodotti e il posizionamento, il fatturato, le *performance* economico finanziarie, lo scopo della richiesta del finanziamento, il piano di rientro e infine gli obiettivi di breve e di medio-lungo termine.

Fa seguito l'analisi del prodotto/servizio. In questa sezione si descrive il portafoglio prodotti, con enfasi sui nuovi prodotti e tecnologie.

Nella terza sezione del *business plan* si trova l'analisi del mercato in cui si opera o si vuole operare. Sono analizzate le dimensioni globali, il tasso di crescita, il consumatore target, il comportamento d'acquisto, i canali distributivi, l'area competitiva, i rapporti di forza a monte e a valle, i brevetti, le licenze e le regolamentazioni.

Successivamente, risulta importante l'analisi del processo produttivo. In questa sezione del *business plan* si studiano i piani operativi e le proiezioni economico-finanziaria. Deve rappresentare il progetto tenendo conto del vincolo finanziario. Bisogna considerare i fabbisogni derivanti dagli investimenti nel capitale circolante, in attività immobilizzate, per acquisizioni e rimborsi di precedenti finanziamenti.

Segue l'analisi della struttura finanziaria: l'investitore istituzionale apprezza un piano che tratti oltre ai progetti anche la struttura finanziaria dell'operazione: così facendo l'imprenditore mostra sensibilità e attenzione anche agli aspetti più strettamente finanziari del progetto ed esplicita le sue aspettative su quello che dovrà essere l'assetto proprietario dell'impresa. La prima questione da affrontare è il rapporto tra capitale di rischio e di debito. Inoltre in questa sezione l'imprenditore deve specificare l'approccio che vuole tenere nel cedere parte della proprietà ovvero se dismettere una partecipazione di maggioranza o di minoranza.

Inoltre, si analizzano il profilo dell'imprenditore e del *management*.

Infatti, assume grande importanza il fattore umano e le caratteristiche imprenditoriali. Deve esser chiaro chi prende le decisioni.

Infine, chiude il *business plan* la descrizione della strategia di disinvestimento. Spesso viene affrontato in modo dettagliato e sistematico simulandone gli effetti in relazione ai tre scenari ipotizzati di cui sopra e prevedendo le varie modalità e il rendimento per le diverse modalità.

Sono diversi gli elementi premiati nella valutazione del *business plan* da parte dell'investitore istituzionale. Un primo elemento consiste nella sostenibilità finanziaria del progetto illustrato: i nuovi capitali devono essere impiegati per realizzare la crescita dell'impresa e non per finanziare il capitale circolante netto, che al contrario deve esser finanziato tramite il *cash flow* prodotto. Risulta poi importante che il progetto contenuto nel *business plan* presenti la necessaria coerenza tra le intenzioni strategiche, il piano d'azione, le ipotesi poste a fondamento delle proiezioni economico-finanziarie e i dati finanziari. Inoltre, il progetto deve essere attendibile e realizzabile. In questo senso le ipotesi in esso contenute devono configurarsi in modo realistico e giustificabile, ed i risultati devono essere ragionevolmente conseguibili. Un altro elemento premiante nella valutazione del *business plan* consiste nella presenza di compatibilità con le dinamiche del contesto competitivo: il quadro raffigurato deve essere realistico rispetto alle dinamiche competitive presenti nel settore di riferimento. Ancora, gli investitori istituzionali premiano la possibilità di confrontare il progetto con i risultati storici conseguiti dall'impresa: i risultati attesi appaiono più attendibili se si possono attuare confronti con dati storici, e se esistono già relazioni con clienti e fornitori. Inoltre, si valuta positivamente la presenza dell'analisi di sensibilità. Si tratta di individuare le variabili critiche in grado di esercitare un influsso sulla creazione di valore e verificare gli effetti associati ai diversi scenari.

Tra le cause di fallimento più frequenti che portano gli investitori istituzionali a scartare le imprese si trova la scarsa credibilità dell'idea, del progetto o dell'imprenditore. Inoltre, costituisce causa di eliminazione del progetto la difficoltà di implementazione e realizzazione del prodotto/servizio oggetto dell'impresa. Lo scarso interesse da parte del mercato per il prodotto/servizio offerto

rappresenta un ulteriore elemento valutato negativamente dall'investitore istituzionale. Inoltre, non vengono considerati gli investimenti che presentano una redditività prospettica dell'investimento troppo bassa, a causa dell'alto costo iniziale dell'investimento o delle scarse possibilità di *way out*. Risulta inoltre fondamentale una corretta impostazione della tempistica: vengono scartati i progetti che presentano problematiche riguardanti i tempi di realizzazione, nei quali non esiste un prototipo del prodotto/servizio o necessitano troppo tempo per il *time to market*. Vengono ancora valutati negativamente dall'investitore istituzionale lo scarso dinamismo ed esperienza del *management team* e l'assenza nell'idea di un vantaggio competitivo che possa garantire la riuscita del progetto.

La tabella 3.3 riassume gli elementi del *business plan* valutati positivamente e negativamente dagli investitori di private equity di cui sopra.

**Tabella 3.3: elementi positivi e negativi del *business plan*.**

<b>Elementi positivi</b>	<b>Elementi negativi</b>
Sostenibilità finanziaria	Scarsa credibilità dell'idea
Coerenza	Difficoltà di implementazione
Attendibilità	Scarsa redditività prospettica
Realizzabilità	Tempistica
Compatibilità	Scarso dinamismo
Confrontabilità	Assenza nell'idea di un vantaggio competitivo
Analisi di sensibilità	

*Fonte: cfr. Ferrara, 2006.*

### **3.3.3 Il *closing***

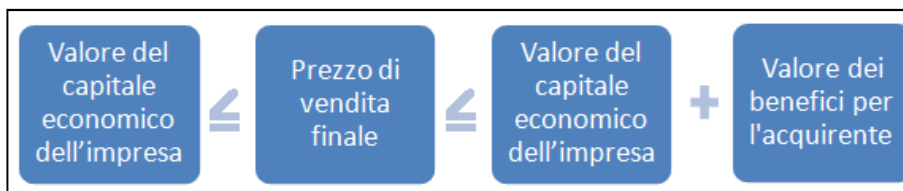
La fase del *closing* è la fase in cui si conclude la trattativa. Una fase chiave del processo di investimento nelle operazioni di private equity è rappresentata dalla valutazione dell'impresa target; l'attribuzione ad essa di uno specifico valore rappresenta il punto di partenza della successiva trattativa tra acquirente e venditore, dalla quale risulta alla fine il prezzo al quale l'affare si chiude.

Una volta selezionata l'impresa più adatta secondo i parametri che sono stati enunciati, il passaggio successivo è la definizione del prezzo d'acquisto: il valore di cessione dell'impresa, come espresso dal prezzo effettivo, in genere è diverso rispetto al relativo valore del capitale economico a causa della negoziazione e del potere contrattuale parti. Esiste, infatti, una notevole differenza tra valore del capitale economico e valore di cessione (espresso dal prezzo): il valore del capitale economico rappresenta il valore teorico stimato in base alle condizioni attuali dell'impresa e alle previsioni di sviluppo relative alla strategia perseguita attualmente; il valore di cessione è invece è un dato certo poiché esprime l'effettivo prezzo di transazione come risultato della negoziazione. Il valore del capitale economico, pur essendo diverso rispetto al valore di cessione, rappresenta la base per determinare il secondo. Il capitale economico esprime la capacità dell'impresa di generare ricchezza, in chiave prospettica; esso è dunque frutto di congetture, ipotesi e stime, non è mai un dato oggettivo. Pertanto, si deve basare sulla valutazione di tutte le variabili, non potendo ridursi a procedimento di stima meccanicamente determinato sulla base di formule matematico-statistiche. Per quanto riguarda invece la definizione del valore di cessione, esso dipende anche dalle condizioni di negoziazione. Quindi, dopo aver stimato il valore del capitale economico, si definisce il prezzo di cessione mediante negoziazione tra le parti in ragione della relativa forza contrattuale e degli specifici interessi.

Il prezzo di vendita finale viene stabilito al termine del processo di compravendita. È possibile affermare che nella maggior parte dei casi il prezzo di vendita finale possa collocarsi tra il valore del capitale economico dell'impresa e il valore dato dalla somma tra il valore del capitale economico dell'impresa e il valore dei benefici per l'acquirente, come raffigurato nella figura 3.3. Il posizionamento del prezzo di vendita all'interno dell'intervallo dipende dal potere contrattuale del venditore e dell'acquirente. Maggiore è la forza contrattuale di una delle due controparti, più il prezzo di vendita finale sarà a favore di quest'ultima.



**Figura 3.3: determinazione del prezzo di vendita finale.**



Fonte: cfr. AIFI Tavolo di Lavoro M&A, 2007 .

Con riferimento all'oggettività delle valutazioni d'impresa e dei valori che ne scaturiscono, il dibattito è aperto; tuttavia la disquisizione sul presunto grado di oggettività dei diversi metodi di valutazione esula dalle finalità del presente lavoro. Ciò detto, è altresì importante sottolineare come una valutazione intrinsecamente oggettiva non esiste, così come non esiste un valore unico e univoco; un certo grado di soggettività è infatti fisiologico nella valutazione, in quanto i vari metodi proposti dalla teoria presuppongono una serie di ipotesi, assunzioni, stime e congetture, le quali per definizione hanno almeno in parte un contenuto soggettivo.

L'impossibilità di pervenire ad una oggettività assoluta non toglie tuttavia che il valutatore debba utilizzare il maggior numero di ipotesi oggettivamente condivisibili, verificando sempre con la massima attenzione la credibilità e la validità delle stesse. L'assenza di una valutazione del tutto imparziale è inoltre implicita nella prassi consolidata tra gli operatori, che prevede l'utilizzo contemporaneo di almeno due metodologie di valutazione, solitamente una principale e una di controllo; di norma da un processo di valutazione d'impresa non scaturisce mai un valore preciso e univoco, ma piuttosto un *range* ragionevole di valore<sup>30</sup>.

Durante la fase del *closing* viene negoziata l'introduzione degli strumenti legati al prezzo e vengono stesi i patti parasociali da introdurre nello statuto. Si tratta di una fase delicata che incide sul buon esito della trattativa, sui rapporti tra il Socio Imprenditore e l'investitore istituzionale e soprattutto sul futuro dell'impresa target.

<sup>30</sup> In merito alla valutazione delle imprese si rimanda al capitolo 5.

### 3.3.3.1 Gli strumenti legati al prezzo

Esistono diversi strumenti per superare eventuali divergenze tra il Socio Imprenditore e l'investitore istituzionale.

Il prezzo rappresenta una variabile cruciale in una trattativa finalizzata all'acquisizione di una quota di un'impresa e, spesso è causa di divergenze tra il proprietario dell'impresa target e l'investitore istituzionale. Infatti, uno degli aspetti che maggiormente accomuna questa tipologia di transazioni è tipicamente la differenza tra il prezzo richiesto dal venditore e quello offerto dall'investitore istituzionale. Tale differenza può essere legata a divergenze in termini di valorizzazione dell'impresa oggetto di negoziazione. Quanto detto vale in particolare con riferimento alle operazioni di private equity realizzate da investitori istituzionali, in quanto aventi ad oggetto partecipazioni di imprese non quotate, per le quali non si dispone dunque di valori di mercato ai quali poter fare riferimento. Inoltre, tali considerazioni assumono ancora maggiore rilevanza nel caso in cui ad essere negoziate siano piccole e medie imprese.

Di seguito si presentano brevemente alcuni strumenti utilizzati nella prassi operativa con il fine di superare le eventuali divergenze di prezzo esistenti tra venditore ed acquirente: gli accordi di *earn out*, le *vendor note* e lo scorporo della parte immobiliare.

#### Gli accordi di *earn out*

Gli accordi di *earn out* rappresentano un efficace strumento per superare le divergenze di prezzo tra Socio Imprenditore e Socio Investitore. Essi permettono di rimandare ad un momento successivo a quello dell'acquisizione della partecipazione la determinazione del prezzo definitivo, tipicamente in funzione del raggiungimento o meno di determinati obiettivi dopo un certo periodo di tempo. L'acquirente paga, al momento dell'acquisizione del pacchetto azionario, un prezzo iniziale solitamente inferiore rispetto alla valutazione del venditore; l'acquirente sarà poi tenuto ad effettuare successivamente un ulteriore pagamento, la cui entità è legata al conseguimento di risultati preventivati in un piano predisposto tra le parti al momento dell'acquisizione. Si precisa che il prezzo iniziale non è

necessariamente inferiore rispetto al prezzo proposto dall'acquirente: è possibile infatti che l'acquirente paghi inizialmente quest'ultimo, salvo poi riceverne indietro una parte in caso di mancato raggiungimento degli obiettivi preventivati nel piano; si parla in questo caso di *reverse earn out*. Inoltre, il pagamento successivo e subordinato può essere sia di natura esclusivamente monetaria, sia costituito da titoli dell'impresa oggetto di acquisizione. I risultati al raggiungimento dei quali viene subordinata la determinazione di parte del prezzo complessivo possono essere rappresentati da misure di *performance* reddituali, finanziarie e economiche. È possibile, tuttavia, che il prezzo definitivo possa essere legato al prezzo che l'investitore istituzionale otterrà al momento del futuro disinvestimento della partecipazione: in questo caso l'investitore vincola il prezzo da pagare all'ottenimento di un determinato *capital gain*, e dunque di un determinato rendimento, dall'investimento effettuato.

Gli accordi di *earn out* si adattano tipicamente a situazioni in cui l'incertezza valutativa è elevata, in funzione, ad esempio, di significative prospettive di crescita futura per la società oggetto di negoziazione. Infatti, nel caso di imprese caratterizzate da elevati tassi di crescita attesi, accompagnati da *performance* storiche modeste, è evidente che i livelli di incertezza e di rischio sono molto alti. È probabile che si generi una divergenza tra le parti in termini di valutazione e dunque di prezzo. In situazioni di questo genere potrebbe risultare utile il ricorso ad accordi di *earn out* che consentano di ridurre l'incertezza e il rischio dell'operazione, avvicinando le parti e favorendo una soluzione di compromesso.

Uno strumento che può essere utilizzato nella pratica per la realizzazione di tali accordi è ad esempio il prestito obbligazionario convertibile: al momento dell'acquisizione, unitamente alle quote di partecipazione, l'investitore istituzionale sottoscrive un determinato quantitativo di obbligazioni convertibili emesse dall'impresa oggetto di acquisizione; in questo caso la variabile legata al raggiungimento futuro degli obiettivi prestabiliti è il prezzo di conversione delle obbligazioni.

### Le vendor note

Questo strumento tecnico ha la finalità di dilazionare nel tempo parte del pagamento del prezzo dovuto dall'acquirente, consentendo di ridurre l'esborso iniziale a suo carico. Si tratta di fatto di un finanziamento che il venditore concede all'acquirente, rinunciando a ricevere subito parte del prezzo dovuto in cambio della sottoscrizione di titoli obbligazionari (*vendor note*) emessi dall'impresa oggetto di acquisizione; tali titoli andranno rimborsati al venditore dalla stessa impresa ad una scadenza (o entro un periodo di tempo) predeterminata, unitamente alla corresponsione di un concordato tasso d'interesse.

L'utilità delle *vendor note* è dunque legata alla possibilità, a favore dell'acquirente, di rinviare ad un momento successivo all'acquisizione parte del pagamento dovuto: una tale opportunità può risultare anche decisiva per la scelta da parte dell'acquirente di effettuare o meno l'investimento, in funzione delle possibilità di esborso al momento della realizzazione dell'operazione.

### Lo scorporo della parte immobiliare

Una causa frequente all'origine di divergenze di prezzo tra acquirente e venditore è data dalla presenza di un rilevante patrimonio immobiliare in capo all'impresa oggetto di negoziazione. In questo caso le divergenze nascono innanzitutto da differenti approcci di valorizzazione dell'impresa riconducibili alle parti in causa. In particolare gli imprenditori, supportati in Italia anche dalla prassi valutativa vigente, tendono ad adottare approcci valutativi di tipo patrimoniale e ad attribuire agli immobili di proprietà ingenti valori, i quali si riflettono poi pesantemente nel prezzo di vendita richiesto.

L'investitore istituzionale adotta invece tipicamente un approccio di tipo finanziario/reddituale, basando la valutazione sui flussi di cassa e/o reddituali che l'impresa può generare e tenendo in considerazione allo stesso tempo il rendimento complessivamente ottenibile dall'investimento. L'investitore di private equity disponendo di risorse limitate all'ammontare del fondo gestito, cerca di investire il minore ammontare possibile per impresa. Nel caso in cui l'impresa oggetto di

investimento sia caratterizzata da un rilevante patrimonio immobiliare, è probabile che il Socio Imprenditore richieda un prezzo elevato che si discosta dalla valutazione ritenuta congrua dall'investitore istituzionale in funzione dei flussi di cassa prospettici e del rendimento atteso, e dunque non accettabile dall'investitore stesso.

Lo scorporo della componente immobiliare risulta un'ottima modalità per risolvere i contrasti e concludere la trattativa. In sostanza gli immobili rimangono di proprietà del venditore e l'investitore acquirente paga dunque un prezzo al netto della componente immobiliare; con riferimento agli immobili strumentali, necessari allo svolgimento dell'attività dell'impresa, tipicamente l'accordo prevede la stipula di un contratto d'affitto pluriennale tra venditore (che rimane proprietario degli immobili) e acquirente, che garantisca la continuità dell'attività dell'impresa.

Una soluzione di questo genere può rappresentare un'efficace soluzione per entrambe le parti in causa. Da un lato, permette all'investitore di private equity di effettuare l'investimento, pagando un prezzo congruo in quanto al netto della componente immobiliare. Dall'altro lato, il venditore riceverà un canone d'affitto, che può rappresentare un'importante fonte di reddito, mantenendo inoltre la proprietà esclusiva degli immobili.

### 3.3.3.2 I patti parasociali

Nelle operazioni di private equity assumono notevole importanza i patti parasociali sottoscritti congiuntamente al contratto di acquisizione della partecipazione e, nello specifico, le clausole contrattuali in essi contenute. Si tratta di accordi stipulati tra l'investitore e gli altri soci che rimangono all'interno della compagine societaria dopo il suo ingresso; essi sono finalizzati a regolare il rapporto tra i soci nel corso del periodo di permanenza dell'investitore istituzionale nell'impresa, nonché a predeterminare modalità e tempi di *way out* dello stesso. In generale le funzioni e le finalità dei patti parasociali variano in base alla tipologia di investimento che viene realizzato, distinguendo fondamentalmente tra:

- operazioni di maggioranza, nelle quali l'investitore

istituzionale assume il pieno controllo dell'impresa;

- operazioni di minoranza, in cui l'operatore di private equity non ha il controllo sulla gestione.

Nelle operazioni caratterizzate dall'acquisizione di una quota maggioritaria nell'impresa target da parte dell'investitore, il suo principale interesse sarà legato alla creazione di efficaci meccanismi di controllo sulla gestione realizzata dal *management* e/o da altri soci operativi. Diversamente, in caso di acquisizione di una partecipazione di minoranza, cercherà di definire a tutela della propria posizione degli strumenti più forti rispetto a quelli previsti dalla legge e dallo statuto dell'impresa. Parimenti, l'investitore avrà interesse a stabilire fin dall'inizio le modalità, i tempi e le condizioni del futuro disinvestimento. In ogni caso, qualsiasi sia la tipologia di operazione di private equity messa in atto, è auspicabile procedere alla stipula di patti parasociali contestualmente alla firma del contratto di acquisizione, in modo tale da rendere da subito chiare e condivise le regole di comportamento tra i diversi soci, nonché da assicurare la continuità e l'uniformità di indirizzo nella gestione dell'impresa target. Tali accordi vengono infatti sottoscritti, di norma, il giorno stesso del *closing*, ossia contestualmente all'effettiva acquisizione della partecipazione relativa all'impresa target e solitamente il relativo testo contrattuale viene allegato al contratto di acquisizione stesso. Essi rimangono poi in vigore fino al momento dell'uscita dell'investitore istituzionale dalla compagine societaria.

I patti parasociali relativi alle operazioni di private equity sono costituiti da una serie di tipiche clausole contrattuali, le quali possono essere suddivise in tre principali categorie:

- clausole relative alla *corporate governance*;
- clausole relative agli strumenti di finanziamento;
- clausole relative alla vendita delle partecipazioni e al disinvestimento.

Il primo insieme di clausole include le regole per la nomina, la revoca e il funzionamento dei vari organi sociali, le maggioranze qualificate richieste in caso di decisioni relative alla gestione straordinaria, la definizione e il funzionamento del sistema di pianificazione e controllo e di *reporting*. La seconda categoria

riguarda i vari strumenti impiegati operativamente durante il finanziamento. La terza categoria di clausole include gli accordi in merito all'esercizio di determinate opzioni di acquisto o di vendita delle partecipazioni e le modalità e i tempi del disinvestimento da parte del socio istituzionale. Questa categoria di clausole riguarda maggiormente le operazioni in cui l'investitore di private equity entra come socio di minoranza. Prima di procedere con l'analisi delle singole clausole contrattuali, si evidenzia che ai fini della buona riuscita del progetto di investimento è fondamentale che vi siano, a monte di qualsiasi patto o clausola, condivisione e allineamento degli obiettivi tra il Socio Investitore e il Socio Imprenditore.

#### Le clausole di *corporate governance*

Le regole che disciplinano la *governance* dell'impresa target, richieste e imposte dall'investitore di private equity, costituiscono una parte importante della negoziazione. Pur lasciando al *management* e/o ad altri soci operativi la gestione ordinaria dell'impresa, l'investitore richiede in generale di poter influire sulle azioni del *management* stesso e soprattutto di partecipare alle decisioni straordinarie, più importanti e strategiche, in grado di incidere significativamente sul processo di creazione di valore. Con specifico riferimento ad operazioni di minoranza, l'esigenza dell'investitore di private equity è in primo luogo quella di garantirsi un'adeguata rappresentanza all'interno degli organi amministrativi e decisionali; a tal fine vengono inserite nello statuto o nei patti parasociali specifiche clausole, le quali prevedono che tali organi siano espressione di tutta la compagine sociale e non solo dell'azionista di maggioranza. A titolo di esempio è possibile citare le clausole a valenza parasociale che attribuiscono a ciascun socio il diritto di nominare un numero predeterminato di consiglieri di amministrazione (Lerner, 1995).

È da notare che maggiori diritti di controllo per gli investitori istituzionali (ad esempio diritti di voto, numero di rappresentanti in CdA) sono associati ad un maggiore intervento del *management*, mentre maggiori incentivi (come ad esempio diritti di ripartizione del *cash flow*, diritti di liquidazione) conducono a maggiori sforzi per incrementare il valore dell'impresa (Kaplan e Stromberg, 2004).

Altri importanti ed efficaci strumenti di controllo sulla gestione sono rappresentati dalle clausole che stabiliscono determinati *quorum* deliberativi per l'approvazione delle delibere in consiglio di amministrazione e/o in assemblea dei soci. Tali clausole prevedono in sostanza la presenza di maggioranze qualificate per le delibere aventi ad oggetto questioni rilevanti e di valenza strategica per l'impresa, quali, ad esempio, l'approvazione dei *budget* annuali, l'acquisto e la vendita di *asset* materiali e immateriali, di rami d'impresa e di partecipazioni, l'accensione di finanziamenti, fusioni, scissioni, ecc. Esse rispondono all'esigenza, da parte dell'investitore, di assicurare che le delibere aventi ad oggetto le decisioni di cui sopra possano essere approvate solamente con il suo voto favorevole. Inoltre, è possibile inserire clausole che modificano la composizione della maggioranza.

A questo proposito può accadere che gli accordi attribuiscono al socio investitore il potere di veto nelle decisioni di valenza strategica, come le scelte relative alla vendita e all'acquisto di immobilizzazioni. Ciò può portare a situazioni di stallo nell'attività decisionale degli organi sociali, con conseguenti effetti negativi per l'impresa e dunque per l'investimento. Per controbilanciare la presenza di diritti di veto ed evitare situazioni di stallo a livello decisionale, spesso sono previsti negli accordi appositi meccanismi: questi possono prevedere ad esempio il diritto da parte degli altri soci di acquistare la quota del socio che esercita il veto, sulla base di un prezzo stabilito da un esperto indipendente. Un'altra clausola che assolve alla medesima finalità è quella che prevede una sorta di asta competitiva tra i soci, nella quale ognuno di essi fa un'offerta fissando il valore complessivo del capitale dell'impresa target e al socio che fa l'offerta migliore è attribuito il diritto di acquisire la quota di partecipazione dell'altro o degli altri soci.

Altre clausole di *corporate governance* possono riguardare diritti di veto sull'aumento di capitale.

Infine, sempre nell'ambito delle regole di *corporate governance*, una tipica richiesta dell'investitore istituzionale riguarda l'introduzione di un efficace sistema di controllo di gestione e di un *reporting* periodico di qualità, che consentano di avere un *feedback* continuo sull'andamento della gestione e di prendere le necessarie



decisioni gestionali in modo tempestivo.

Inoltre, accade spesso che l'investitore di private equity faccia inserire nello statuto dell'impresa investita una clausola che preveda il diritto di sottoporre l'impresa stessa ad un processo di *auditing* da parte di una società di revisione di propria scelta.

### Clausole relative agli strumenti di finanziamento

La seconda categoria racchiude le clausole relative agli strumenti di finanziamento. Si tratta di strumenti contrattuali, individuati dalla letteratura e dalla pratica aziendale, che accompagnati all'intervento ne enfatizzano gli aspetti positivi.

Un primo strumento è lo *stage financing*, o finanziamento in stadi, ovvero il ricorso a pattuizioni che suddividono il finanziamento in più *stage*, ognuno dei quali subordinato al raggiungimento di risultati predeterminati da parte dell'impresa. Lo *stage financing* diminuisce l'esposizione del finanziatore al rischio dell'operazione, e gli consente di abbandonare il progetto in caso di significativo scostamento tra le aspettative e le *performance* aziendali realizzate, proteggendo l'investitore di private equity dalla continuazione dell'investimento in caso di inefficienza (Gompers, 1995). Tuttavia, l'utilizzo di questo strumento tende a privilegiare risultati di breve termine a scapito della ricerca di obiettivi di lungo periodo più stabili e redditizi. Inoltre, l'efficacia dello *stage financing* risulta inferiore se l'investimento iniziale è consistente. In ogni caso, la minaccia dell'abbandono del progetto da parte del Socio Investitore funge da incentivo verso il Socio Imprenditore, spronandolo a raggiungere determinati traguardi. Gli obiettivi sono così quantificati e allineati tra le due diverse figure proprietarie dell'impresa. Il finanziamento in più stadi consente di attenuare le asimmetrie informative, poiché obbliga il Socio Imprenditore a fornire una serie di informazioni relative all'andamento dell'impresa. Si sottolinea inoltre che le imprese presenti in un fondo di private equity competono tra loro per ottenere i successivi *stage* di finanziamento. Infatti, non tutte le imprese oggetto di investimento possono ottenere i successivi finanziamenti, poiché l'ammontare disponibile per gli investimenti è limitato alla disponibilità del fondo (Inderst e altri, 2007). È da notare che ad ogni

*round* di investimento sale la percentuale di capitale detenuta dell'investitore istituzionale (Admati e Pfleiderer, 1994).

Un ulteriore strumento contrattuale da accompagnare alle operazioni di private equity consiste nell'utilizzare, insieme al capitale di rischio, dei finanziamenti sotto forma di capitale di debito. Il termine comune per indicare strumenti ibridi di capitale e debito è il termine "mezzanino". L'utilizzo di strumenti ibridi di capitale e debito permettono un'allocazione del *cash flow* non proporzionale tra la compagine societaria e variabile in funzione dell'andamento del progetto. Questa forma di finanziamento massimizza il rendimento dell'operazione in ipotesi favorevoli e protegge il finanziatore in caso contrario.

Poiché nel private equity risultano essenziali le competenze distintive di *business* del Socio Imprenditore, nel contratto di private equity è opportuno inserire le clausole di non competizione dell'imprenditore e limitare la possibilità di uscita dello stesso.

#### Le clausole relative alla vendita di partecipazioni e al disinvestimento

In questo paragrafo si passano in rassegna le più comuni clausole in tema di alienazione di partecipazioni inserite nei patti parasociali. Tali clausole sono tipiche degli investimenti di private equity di minoranza, nei quali il socio istituzionale ha l'esigenza di tutelare la propria posizione nei confronti dell'azionista di maggioranza e di preservare il valore della propria partecipazione, alla luce della scarsa liquidità della stessa.

Infatti, prima dell'innesto del finanziamento di capitale, risulta opportuno stabilire le clausole che garantiscono le condizioni di uscita dall'investimento per il socio istituzionale. La facoltà di *exit* del finanziatore deve presentare determinate caratteristiche: deve essere esercitabile entro un determinato intervallo temporale, deve essere realmente perseguibile e non ostacolabile dal Socio Imprenditore. Per di più, il disinvestimento deve avvenire al reale valore di mercato, con una valutazione oggettiva della partecipazione.

Le clausole relative alla vendita di partecipazioni e al

disinvestimento illustrate nei prossimi paragrafi sono le seguenti:

- 1) *preemption right*;
- 2) *all or nothing*;
- 3) *right of first offer*;
- 4) *tag along right*;
- 5) *drag along right*;
- 6) *put option*;
- 7) altre clausole di vendita.

#### 1) *Preemption right*

Il *preemption right* (o *right of first refusal*) è una clausola che prevede il diritto di prelazione in capo agli altri soci sulla vendita delle azioni da parte di un socio: quest'ultimo prima di poter alienare le proprie quote ad un soggetto esterno alla società è tenuto a comunicare agli altri soci il prezzo e le condizioni di tale alienazione. Se gli altri soci, o alcuni di essi, sono disponibili ad acquistare le quote a quel prezzo e a quelle condizioni, essi devono essere preferiti a qualunque soggetto esterno. Questo meccanismo può servire ad esempio a tutelare i soci dall'ingresso nella compagine sociale di soggetti non graditi. È importante precisare che, affinché il *preemption right* sia un efficace strumento di tutela dell'investitore di minoranza, esso deve essere attribuito sia al socio di maggioranza, sia ai soci di minoranza. Questa clausola è tuttavia caratterizzata da una rilevante criticità: essa di fatto limita ancor di più la già difficile trasferibilità della quota di minoranza, in quanto se il potenziale acquirente è a conoscenza del diritto di prelazione in capo al socio di maggioranza, difficilmente impiegherà tempo e risorse per una negoziazione che potrebbe concludersi con un nulla di fatto a causa dell'esercizio di tale diritto. Si tratta del cosiddetto *break up risk*, ovvero il rischio che dopo aver impiegato tempo e risorse nella negoziazione sia precluso ad un acquirente esterno l'acquisto della partecipazione a causa dell'esercizio del diritto di prelazione da parte di un azionista dell'impresa.

Per questo motivo sarà importante per l'investitore di private equity far prevedere una serie di possibili alienazioni che non siano soggette all'esercizio del diritto di prelazione da parte dell'azionista di

maggioranza (ad esempio nei casi in cui il potenziale acquirente non sia sgradito a quest'ultimo).

### 2) All or nothing

La clausola *all or nothing* è strettamente connessa al *preemption right*; essa riguarda, infatti, la quantità delle azioni offerte ad un potenziale acquirente esterno sulle quali il socio di maggioranza può esercitare il diritto di prelazione. Il socio di maggioranza può cercare di garantirsi la possibilità di bloccare la vendita della partecipazione del socio di minoranza senza dover impiegare ingenti quantità di denaro; in questa circostanza l'azionista di controllo avrebbe la facoltà di esercitare il diritto di prelazione solo su una parte della quota alienabile dall'investitore di minoranza e dunque a quest'ultimo rimarrebbe di fatto preclusa la possibilità di vendere la sua intera quota partecipativa. Inoltre, poiché molti investitori non investono al di sotto di determinate soglie di partecipazione (minoranza qualificata), l'azionista di controllo potrebbe riuscire a bloccare la vendita del socio di minoranza anche solo fissando quelle soglie come limite per far scattare il diritto di prelazione in suo favore. Proprio sulla base di queste motivazioni l'investitore istituzionale deve cercare di far introdurre nei patti parasociali le clausole del tipo *all or nothing*, le quali vincolano l'esercizio del diritto di prelazione all'acquisto dell'intera quota che l'investitore di minoranza intende dismettere. Esse sono dunque molto importanti al fine di non compromettere la liquidabilità, già difficoltosa per definizione, delle partecipazioni di minoranza.

### 3) Right of first offer

Il *right of first offer* prevede che l'investitore istituzionale, qualora decida di dismettere la propria partecipazione, fissi le condizioni e una soglia minima di prezzo. Dopodiché l'offerta va rivolta in primo luogo al socio di maggioranza, il quale mantiene anche in questo caso un diritto di prelazione, esercitabile tuttavia alle condizioni stabilite dal socio di minoranza ed entro un determinato periodo di tempo. Se trascorso tale periodo l'azionista di controllo non esercita l'opzione,

l'investitore ha la facoltà di vendere la quota ad un soggetto esterno che offra un prezzo non inferiore a quello minimo richiesto al socio di maggioranza.

Attraverso la clausola appena esposta l'investitore di private equity incrementa il livello di trasferibilità della propria partecipazione, garantendosi maggiori possibilità di dismissione a condizioni vantaggiose. Inoltre, detta clausola elimina il *break up risk*.

#### 4) Tag along right

Questa clausola, definita anche diritto di seguito o co-vendita, consiste nella facoltà dei soci di minoranza di partecipare, nel caso in cui il socio di maggioranza decida di dismettere la propria partecipazione, alla vendita della propria quota alle medesime condizioni. Tale meccanismo svolge dunque un efficace ruolo di tutela degli interessi dell'investitore istituzionale di minoranza: da un lato, infatti, garantisce la possibilità di dismettere allo stesso prezzo offerto all'azionista di controllo, beneficiando del premio di maggioranza; dall'altro lato eleva il grado di liquidabilità della quota di minoranza, portandolo allo stesso livello della quota di controllo. Inoltre, il fatto che si tratti di una facoltà e non di un obbligo, consente all'investitore di private equity di non procedere alla vendita nel caso in cui le condizioni offerte non siano ritenute soddisfacenti.

Anche nel caso del *tag along right*, come già visto per il *preemption right*, è possibile che in sede di negoziazione vengano introdotte determinate esclusioni nell'applicazione di tale diritto (in termini di tipologia di acquirente, di quota-parte oggetto di vendita, ecc.).

#### 5) Drag along right

La clausola *drag along*, o diritto di trascinamento, attribuisce al socio di maggioranza che intende alienare le proprie azioni il diritto che il socio di minoranza lo segua nella vendita. Questa clausola assomiglia dunque al *tag along right*, tuttavia la differenza sostanziale consiste nel fatto che in questo caso in capo all'azionista di minoranza

è attribuito un obbligo di vendita, non un diritto. Egli deve quindi attenersi alle condizioni di vendita stabilite dal socio di maggioranza. Dal punto di vista di quest'ultimo, un tale accordo presenta due vantaggi:

- garantisce la possibilità di vendere l'intero capitale della società, vendendo interamente la propria quota e trascinando del pari la minoranza nella vendita del suo intero pacchetto. Ciò attribuisce al socio di maggioranza un maggiore potere contrattuale nei confronti del potenziale acquirente;
- in caso di vendita parziale della propria quota, impedisce la diluizione della stessa nei confronti degli altri soci, poiché anch'essi saranno obbligati a vendere proporzionalmente le proprie azioni (si parla in tal caso di clausola anti-diluizione).

Dal punto di vista dell'investitore di minoranza, la clausola *drag along*, al pari del *tag along right*, permette di assicurare alla propria partecipazione un maggiore livello di liquidabilità e di incassare anch'egli eventuali premi di maggioranza riconosciuti all'azionista di controllo. Tuttavia, trattandosi di un obbligo di co-vendita e non di un diritto, tale clausola preclude all'investitore di private equity di minoranza la possibilità di rifiutare la vendita nel caso in cui le condizioni offerte dall'acquirente non siano ritenute sufficientemente vantaggiose. Ciò potrebbe risultare per l'investitore istituzionale pesantemente dannoso qualora le condizioni di vendita non permettessero di raggiungere il livello di rendimento atteso dagli investimenti realizzati. Può accadere ad esempio che il socio di maggioranza trasferisca le proprie partecipazioni nell'impresa target ad altre società controllate o collegate, richiedendo non il miglior prezzo di mercato possibile, ma quello più adatto alle esigenze intersocietarie o infra-gruppo. A questo proposito è importante per l'investitore istituzionale riuscire ad inserire negli accordi alcune eccezioni, ottenendo che determinate tipologie di alienazioni non prevedano l'obbligo di co-vendita.

Inoltre, il socio di maggioranza può sfruttare la clausola *drag along* per diluire la quota del socio di minoranza fino a spingerla al di sotto della soglia necessaria per essere determinante nella formazione delle maggioranze qualificate; in questo caso l'investitore di minoranza perderebbe di fatto il diritto di veto sulle decisioni di maggiore

rilevanza. Anche in questo caso dunque, in presenza di un *drag along right*, l'investitore di private equity deve tutelarsi inserendo nei patti parasociali una pattuizione che neutralizzi un tale effetto negativo.

#### 6) Put option

Le *put option*, o *reverse drag along right*, sono tipiche clausole poste a garanzia della facoltà di disinvestimento dell'investitore istituzionale in posizione di minoranza.

La *put option* e il *reverse drag along right* sono gli strumenti maggiormente utilizzati dagli investitori istituzionali, in sede di negoziazione, al fine di garantirsi l'*exit* dopo un certo numero di anni.

La *put option* prevede il diritto in capo all'investitore istituzionale di vendere la propria quota al socio di maggioranza ad una data prestabilita o entro una certa data, ad un prezzo (*strike price*) definito secondo una procedura preventivamente e formalmente concordata. Ad esempio, lo *strike price* può essere predefinito fin dall'inizio oppure può essere prestabilito il metodo per determinarlo, o ancora la sua determinazione può essere delegata ad un soggetto esterno indipendente. Inoltre, la facoltà di esercizio dell'opzione può iniziare non ad una certa data stabilita, ma al verificarsi di determinati eventi.

La garanzia di poter dismettere la propria partecipazione trascorso un certo periodo di tempo e a determinate condizioni rappresenta, infatti, un presupposto fondamentale per un investitore di private equity. Precisamente, i rendimenti degli investimenti di private equity sono garantiti dai *capital gain* realizzati a seguito della dismissione delle partecipazioni precedentemente acquisite. È dunque evidente che l'attività di disinvestimento rappresenta per i fondi di private equity una fase fondamentale, che deve avvenire con una certa costanza e periodicità, al fine di garantire gli obiettivi di *performance* attesi dagli investitori che sottoscrivono le quote dei fondi stessi. Inoltre, l'attività di disinvestimento è funzionale al circolo delle risorse, poiché consente di potere impiegare il capitale in nuovi investimenti, in nuove imprese.

### 7) Altre clausole di vendita

Oltre alle clausole viste in precedenza, si fanno alcuni cenni ad ulteriori clausole legate alla vendita delle partecipazioni presenti nella pratica. Si tratta di elementi fondamentali della negoziazione. Sono un esempio le clausole di *lockup* che impediscono per un periodo dopo la quotazione in borsa, solitamente pari a sei mesi, di vendere le azioni sul mercato. In questo caso spesso sono presenti dei rendimenti anormali e negativi in concomitanza del termine del periodo di *lockup*. Al contrario esistono inoltre clausole che forniscono il diritto di richiedere la quotazione in un mercato regolamentato, e di partecipare ad un'Offerta Pubblica di Sottoscrizione (OPS) o un'Offerta Pubblica di Vendita (OPV), nota anche come *piggy back registration right*.

Altre clausole relative alla vendita possono consistere nel diritto di liquidazione, di aggiungere altri co-investitori, di conversione delle obbligazioni convertibili o delle azioni privilegiate in azioni ordinarie.

Inoltre, è possibile prevedere clausole relative alle *stock options*, *soft equity* e altre forme di incentivo ai *managers*, come la concessione di azioni di categoria speciale.

### Alcuni dati sulle clausole contrattuali richieste dai private equity investor nel contesto italiano

Le clausole contrattuali caratterizzanti le transazioni di private equity costituiscono senza dubbio un'informazione strettamente riservata. Infatti, sono incluse in contratti privati le cui informazioni non sono facilmente accessibili.

Lo studio di Zambelli (2008) traccia una panoramica delle clausole maggiormente utilizzate negli investimenti di private equity in Italia. La prima clausola maggiormente utilizzata consiste nel *co-sale agreement* o patto di vendita congiunta (87%). Seguono i diritti informativi e la clausola *drag along* (entrambi 86%). Successivamente sono presenti i diritti di veto, rispettivamente sulla vendita (84%) e sull'acquisto di *asset* (81%). Inoltre, sono presenti i diritti di opzione su azioni di nuova emissione (80%) e i diritti di scelta del CEO e di altri *key-managers* (79%). Successivamente, secondo lo studio, sono presenti nel mercato italiano la clausola *right of first refusal* o diritto



di prelazione (78%) e il diritto di richiedere la quotazione in un mercato regolamentato (74%). Segue un'altra clausola relativa al veto, ma in questo caso su possibili cambiamenti nella maggioranza (73%). Inoltre, è presente la clausola relativa alla partecipazione congiunta all'OPS o all'OPV (60%). Seguono il diritto di aumentare i consiglieri in caso di *performance* insoddisfacenti (59%) e il diritto di sostituzione del CEO (50%). Poi si trova il diritto di veto sugli aumenti di capitale (40%). Seguono i diritti di liquidazione (20%), il diritto di aggiungere altri co-investitori (16%) e i *lock up agreements* (8%). Successivamente sono presenti nel mercato italiano le *put option* (5%). Chiudono il diritto alla conversione automatica delle obbligazioni convertibili (5%) e il diritto alla conversione automatica delle azioni privilegiate convertibili (4%).

La tabella 3.4 riassume le principali clausole contrattuali esposte con le rispettive percentuali.

**Tabella 3.4: clausole contrattuali presenti nei contratti relativi alle operazioni di private equity.**

Clausola	%
<i>Co-sale agreement</i>	87%
Diritti informativi	86%
<i>Drag along right</i>	86%
Veto su vendita di <i>asset</i>	84%
Veto su acquisto di <i>asset</i>	81%
Diritto di opzione su azioni di nuova emissione	80%
Diritto di scelta del CEO	79%
<i>Right of first refusal</i>	78%
Diritto di richiedere la quotazione	74%
Veto su cambiamenti della maggioranza	73%
Partecipazione congiunta all'OPS/OPV	60%
Diritto di aumentare i consiglieri	59%
Diritto di sostituzione del CEO	50%
Veto su aumenti di capitale	40%
Diritti di liquidazione	20%
Diritto di aggiungere altri co-investitori	16%
<i>Lock up agreements</i>	8%
<i>Put option</i>	5%
Conversione automatica delle obbligazioni convertibili	5%
Conversione automatica delle azioni privilegiate convertibili	4%

Fonte: Zambelli, 2008

Sulla base di tali evidenze empiriche emerge come, dal punto di vista dei contratti relativi alle transazioni di private equity e delle clausole contrattuali che li caratterizzano, il mercato italiano sia allineato con la consolidata prassi statunitense.

Lo studio citato evidenzia inoltre come i diritti di controllo degli investitori di private equity siano soggetti ad un certo grado di variabilità nel corso del tempo, in particolare in funzione del verificarsi di determinati eventi (*contingencies*) o del raggiungimento di determinati obiettivi (*milestones*). Dette *milestones* possono essere ad esempio obiettivi di *performance* finanziarie (*cash flow*, rapporto d'indebitamento) o economiche (fatturato, Ebitda, Ebit), oppure obiettivi di natura strategica (numero e tipologia di clienti, posizionamento nel settore, produzione di brevetti industriali). Al raggiungimento degli obiettivi prestabiliti o al verificarsi di determinati eventi può essere previsto, ad esempio, che via sia una redistribuzione delle partecipazioni all'interno dell'impresa, tra l'investitore istituzionale e il socio imprenditore.

Tra gli eventi al verificarsi dei quali vi è una redistribuzione delle quote di partecipazione nel mercato italiano troviamo il raggiungimento di *performance* non finanziarie (56%), la vendita di azioni (48%), il raggiungimento di *performance* finanziarie (22%), la violazione di garanzie contrattuali (20%) e il raggiungimento di obiettivi strategici (7%).

La tabella 3.5 riassume le caratteristiche illustrate.

**Tabella 3.5: eventi al verificarsi dei quali vi è una redistribuzione delle quote di partecipazione.**

<b>Eventi</b>	<b>%</b>
Raggiungimento di <i>performance</i> non finanziarie	56%
Vendita di azioni	48%
Raggiungimento di <i>performance</i> finanziarie	22%
Violazione di garanzie contrattuali	20%
Raggiungimento di obiettivi strategici	7%

*Fonte: Zambelli, 2008*

### 3.3.4 Il monitoraggio

L'investitore di private equity deve monitorare l'investimento in modo da valorizzare la partecipazione detenuta.

Il livello e le modalità di monitoraggio degli investitori di private equity sono differenti in base all'orientamento dello stesso investitore: alcuni investitori sono coinvolti limitatamente nella gestione dell'impresa partecipata, mentre altri presentano un grado di coinvolgimento via via crescente. In base a queste differenze, il *focus* dell'apporto si sposta dall'aspetto finanziario a quello più manageriale, attraverso la partecipazione alla formulazione e valutazione delle strategie.

Questa distinzione viene rispecchiata anche con riferimento alla tipologia dell'operazione: a seconda della fase di ciclo di vita che sta attraversando l'impresa partecipata, si renderà necessario un intervento di tipo differente. Così le operazioni che rientrano nell'ambito del *venture capital* si contraddistinguono per un impiego di risorse, in termini non solo economici ma soprattutto di tempo, notevoli, mentre più limitato risulta ad esempio l'intervento nelle operazioni di *bridge financing*, o solo temporaneo nel caso di *turnaround*, perché solitamente frutto di procedure concorsuali. È poi evidente che in tutti i casi di *buy out*, dove l'investitore possiede la maggioranza azionaria, il coinvolgimento nella gestione è pressoché totale. Va sottolineata, a tal proposito, una differenza storicamente esistente tra i mercati statunitensi e quelli europei: nei primi le operazioni sono prevalentemente di minoranza, grazie alla presenza di un mercato borsistico efficiente da sfruttare come canale di *exit*, mentre in Europa accade l'opposto, a causa dei mercati storicamente meno sviluppati.

Le fonti di valore aggiunto che l'investitore istituzionale può offrire alle imprese in cui interviene sono diverse: l'*active partnership* punta a sviluppare vantaggi competitivi con l'obiettivo di lasciare in eredità un *management* più forte e capacità operative grazie alle quali l'impresa potrà ulteriormente valorizzarsi nel lungo periodo. Diversi studi empirici si sono occupati di individuare tali fonti: i risultati hanno portato a considerare tre servizi essenziali apportati alle

imprese partecipate:

- indirizzo strategico;
- *network* e contatti;
- supporto nel “*day by day*”

Ognuna di queste funzioni racchiude ulteriori aree di valorizzazione più specifiche, che riflettono la poliedricità del ruolo dell’investitore istituzionale:

### 3.4 Il disinvestimento

Il disinvestimento è la fase che necessita di maggiore attenzione, poiché permette di concretizzare l’obiettivo dell’investitore istituzionale, ovvero la realizzazione del *capital gain*. Il *capital gain* è la differenza tra il prezzo di acquisto delle partecipazioni nell’impresa target e il prezzo di cessione delle stesse. E’ solo al momento della dismissione delle partecipazioni nelle imprese in portafoglio che si verifica se gli obiettivi di redditività sono stati o meno raggiunti.

Il disinvestimento consente di diversificare gli *asset* in portafoglio dismettendo le partecipazioni non più ottimali nella composizione del fondo.

Inoltre, con il disinvestimento si liberano risorse finanziarie da investire in altre imprese. Grazie a questa fase può ripartire il circolo virtuoso raccolta – investimenti – rendimento – nuova raccolta.

La scelta della modalità di disinvestimento è parte integrante del progetto di investimento e spesso è legata alle caratteristiche dell’investitore istituzionale.

La scelta della modalità di *exit* dipende da vari fattori:

- dimensione della società target;
- settore di attività, caratteristiche organizzative, risultati raggiunti o prospettici;
- preferenze degli azionisti;
- quota di capitale posseduta;

- onerosità dell'operazione;
- andamento del mercato finanziario e del mercato di fusioni e acquisizioni.

Esistono peraltro studi teorici che distinguono due differenti approcci strategici alla *way out*: la categoria degli investitori proattivi, che definiscono fin dall'ingresso nell'impresa la modalità di disinvestimento per massimizzare il ritorno ottenibile; gli investitori passivi, che operano su un periodo più lungo degli altri senza avere una precisa modalità di *exit* in mente, puntando ai dividendi della partecipata come rendimento principale dell'investimento.

Nel caso in cui l'investitore istituzionale disponga solo di una quota di minoranza nell'impresa target, la *way out* deve essere concordata tra i diversi soci. Per evitare l'insorgere di contrasti in sede di dismissione è opportuno prevedere contrattualmente la modalità di uscita dall'investimento, anche per assicurare l'allineamento degli obiettivi tra i soci.

Le modalità operative attraverso le quali il disinvestimento può essere attuato sono fondamentalmente cinque:

- *Initial Public Offering* (IPO): cessione della partecipazione mediante offerta pubblica di vendita su un mercato regolamentato;
- *trade sale*: cessione della partecipazione a soci industriali attraverso una trattativa privata;
- *secondary buy out*: acquisto della partecipazione da parte di un altro investitore di private equity;
- *buy-back*: cessione della partecipazione al socio di maggioranza o ai *manager*, ovvero riacquisto delle azioni da parte della società stessa;
- *write off*: svalutazione contabile integrale della partecipazione, a seguito della perdita di valore della stessa.

Segue una descrizione delle singole modalità di uscita.

L'IPO consiste nella vendita delle azioni sui mercati regolamentati. La quotazione in Borsa è, in linea teorica, la modalità di disinvestimento più favorevole per entrambe le parti e per il sistema economico e finanziario in generale. Con questa modalità entrambe le parti possono cedere con profitto anche solo una parte del pacchetto

azionario detenuto e dismettere le restanti partecipazioni successivamente alla quotazione ottenendo un ulteriore guadagno derivante dall'incremento del valore post quotazione delle azioni, consentendo così uno smobilizzo delle quote graduale, controllabile e coniugabile con nuove emissioni. La presenza dell'investitore istituzionale nella compagine societaria anticipa molti dei passaggi necessari alla quotazione in termini di obblighi informativi e di trasparenza. Inoltre, l'impresa acquista prestigio agli occhi degli investitori e migliora il suo *standing* creditizio, spuntando migliori tassi sia per effetto della riduzione dell'indebitamento che per la maggiore disciplina interna imposta da codici di comportamento e regole di *corporate governance*.

L'IPO presenta numerosi vantaggi, tra cui la possibilità di ottenere un prezzo maggiore rispetto alle altre modalità di *exit* e la facilità nell'incontrare le preferenze del *management* dell'impresa. Tuttavia, gli svantaggi della vendita delle azioni sul mercato borsistico sono una maggiorazione dei costi, le clausole *lock up* che impediscono agli investitori presenti nella compagine azionaria prima della quotazione di cedere immediatamente tutte le partecipazioni detenute e l'illiquidità dei mercati europei che ostacola operativamente detta modalità di vendita. Inoltre, la maggiore *disclosure* richiesta dai mercati sottopone l'impresa a una serie di controlli da parte delle autorità di regolamentazione e di organi interni che possono risultare sgraditi. Nella realtà pratica, la modalità di cessione delle quote tramite quotazione nei mercati regolamentati risulta impercorribile per diverse imprese oggetto di private equity, soprattutto se di piccole dimensioni.

Il *trade sale* si esplicita nella cessione delle quote dell'impresa a nuovi soci industriali o la fusione con altre imprese. È la modalità più diffusa a livello internazionale, poiché risulta l'unica opzione per molte piccole imprese. Questa modalità di vendita offre tra i vantaggi l'ottenimento di una maggiorazione di prezzo legata all'importanza strategica della partecipazione per l'acquirente industriale. Con la vendita ad altri soci industriali la partecipazione detenuta dal socio istituzionale può essere immediatamente liquidata al 100% a costi e tempi inferiori rispetto all'IPO. Non meno importante è la varietà di opzioni percorribili che rientrano in questa modalità: il mandato per

cercare nuovi acquirenti può essere dato ad una banca d'investimento, oppure si può portare avanti una trattativa privata autonomamente, o ancora un'asta competitiva. Naturalmente questa modalità di *exit* segue di pari passo l'andamento generale del mercato delle *Merger and Acquisition* (M&A) e di quello borsistico: il *trade sale* è certamente un processo più rapido, economico, facilmente percorribile dell'IPO, ma richiede anche l'accordo del *management* e garanzie in capo all'investitore istituzionale che spesso questi non intende concedere. Gli svantaggi legati all'operazione sono dovuti alla difficoltà operativa nel trovare *trade buyers* disposti ad acquisire l'impresa e la possibile opposizione del *management* dell'impresa, spesso avverso a questa opzione.

Il *secondary buy out* consiste nella cessione della partecipazione a un altro operatore di private equity. Questa modalità si verifica solitamente quando l'impresa target non è ancora pronta per essere affidata al mercato ma per continuare a crescere ha bisogno di ulteriori capitali e conoscenze, che l'investitore istituzionale non è più disposto ad offrire. In situazioni di mercato avverse per la quotazione in Borsa e quando le trattative per la cessione della partecipazione a un altro operatore industriale risultano eccessivamente macchinose, il *secondary buy out* si pone, per i fondi primari, come un'alternativa professionale, rapida e specializzata per l'*exit*, apportando liquidità per gli investimenti. Accade, infatti, sempre più spesso che sul mercato siano presenti controparti che non sono in grado di acquistare, o esercitano il loro potere contrattuale cercando di far scendere il prezzo, sfruttando il fatto di essere gli unici potenziali compratori: in passato, tuttavia, la maggior parte degli operatori di private equity era riluttante alla cessione ad un rivale delle proprie partecipazioni, vedendovi un'implicita ammissione di incapacità di valorizzare l'investimento. Questa opzione è invece tenuta sempre più in considerazione dagli operatori, alcuni dei quali si sono specializzati nel riacquisto di quote da altri fondi. Inoltre, anche l'impresa partecipata vede con favore l'ingresso di un nuovo investitore istituzionale, sia perché abituata ad averlo come *partner*, sia perché potrebbe trovarsi in una fase del suo ciclo di vita in cui è necessario l'intervento di un fondo specializzato per le proprie esigenze.

Il *buy back* consta nel riacquisto della partecipazione da parte del

socio imprenditore originario. Solitamente, la stessa opzione di *buy back* e i parametri per definire il prezzo vengono definiti contrattualmente fin dal principio, in modo da non rendere svantaggiosa l'opzione rispetto ad altre possibilità. Questa modalità di *exit* avviene spesso nell'ambito delle operazioni di *expansion* se non sussiste la possibilità di attuare un'IPO, o anche quando sono i *manager* a ricomprare le azioni. Una possibilità che rientra in quest'ambito è anche il riacquisto di azioni proprie, da parte dunque della stessa impresa e non dell'imprenditore, nel rispetto dei vincoli normativi.

Il *write off* consiste nell'azzeramento del valore della partecipazione a seguito di procedura concorsuale dell'impresa target. Infatti, l'attività di private equity in quanto investimento di capitale proprio comporta la partecipazione al rischio di impresa da parte dell'investitore istituzionale e qualora l'attività imprenditoriale fallisca, l'investitore perde il capitale investito. Ne consegue che nel valore del fondo dovrà annotare la perdita di valore della partecipazione fino al suo completo azzeramento. In realtà la svalutazione della partecipazione non dovrebbe essere definita come una vera e propria modalità di *exit*; tuttavia, ha il medesimo effetto di un disinvestimento, in quanto comporta la scomparsa della voce della partecipazione dal bilancio dell'investitore.



## Capitolo 4

# Il mercato del private equity

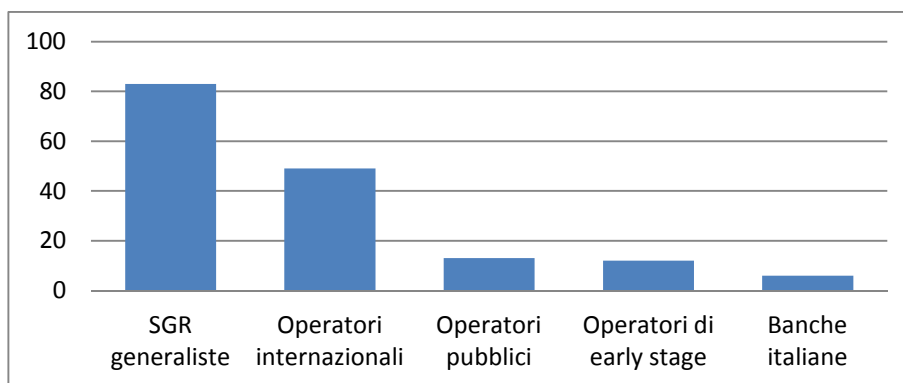
### 4.1 Il mercato italiano del private equity

#### 4.1.1 Gli operatori del mercato italiano

Gli operatori presenti in Italia nel mercato del private equity nel 2012 sono stati 163. È da notare che solo 99 dei 163 investitori oggetto di studio hanno svolto almeno una delle attività di investimento (82 operatori), disinvestimento (48 operatori) o raccolta dei capitali (15 operatori) nel 2012.

Le SGR generaliste e gli altri investitori differenti dalle SGR generaliste specificatamente dedicati all'Italia (*investment companies*) rappresentano oltre la metà degli operatori presenti nel mercato del private equity in termini di numero (83 operatori, pari al 51% del totale degli operatori) seguiti dagli operatori internazionali (49 operatori, 30%) e dagli operatori di emanazione pubblica e regionale (13 operatori, 8%). Infine, nel mercato italiano sono presenti gli operatori di *early stage* (12 operatori, 7%) e le banche italiane (6 operatori, 3%). Il grafico 4.1 rappresenta gli operatori di private equity presenti in Italia nel 2012 classificati per tipologia.

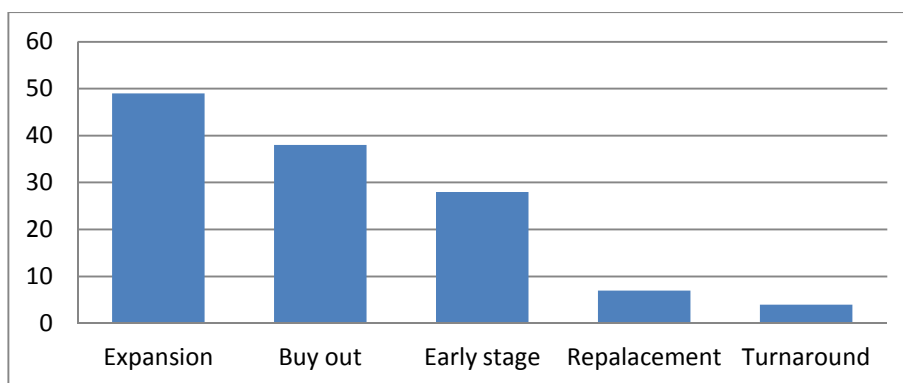
**Grafico 4.1: operatori di private equity nel 2012 per tipologia.**



Fonte: AIFI, 2013.

Il settore di investimento che coinvolge il maggiore numero di investitori attivi è quello dell'*expansion*, con 49 operatori attivi, seguito da *buy out* (38 operatori), *early stage* (28 operatori), *replacement* (7 operatori) e *turnaround* (4 operatori), come rappresentato dal grafico 4.2.

**Grafico 4.2: operatori di private equity attivi nel 2012 per segmento di mercato.**

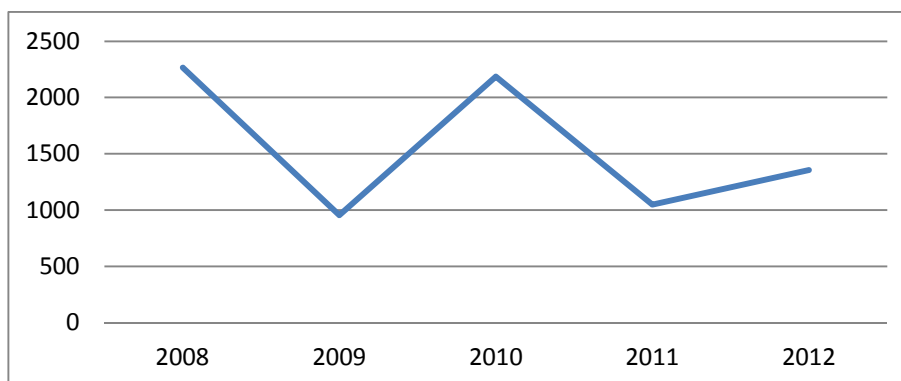


Fonte: AIFI, 2013.

#### 4.1.2 Il *fund raising* nel mercato italiano

Il *fund raising* è l'attività che presenta maggiori criticità nel mercato italiano del private equity. Infatti, negli ultimi tre anni sono stati creati solo 23 nuovi veicoli per raccogliere le risorse per gli investimenti. L'andamento negli ultimi cinque anni ha registrato complessivamente un *trend* decrescente, seppure alternando periodi di decrescita a periodi di crescita (grafico 4.3). Nel 2012 si sono osservati dei segnali di miglioramento rispetto al periodo immediatamente precedente, tuttavia rimanendo lontano dai livelli del 2008 in cui erano stati raccolti 2.267 milioni di Euro. Infatti, le risorse complessivamente raccolte nel corso del 2012 ammontano a 1.355 milioni di Euro, in crescita del 29% rispetto al 2011. Tale valore risulta fortemente influenzato dall'attività di un singolo operatore, che ha raccolto oltre 500 milioni di Euro.

**Grafico 4.3: evoluzione dei capitali raccolti.**

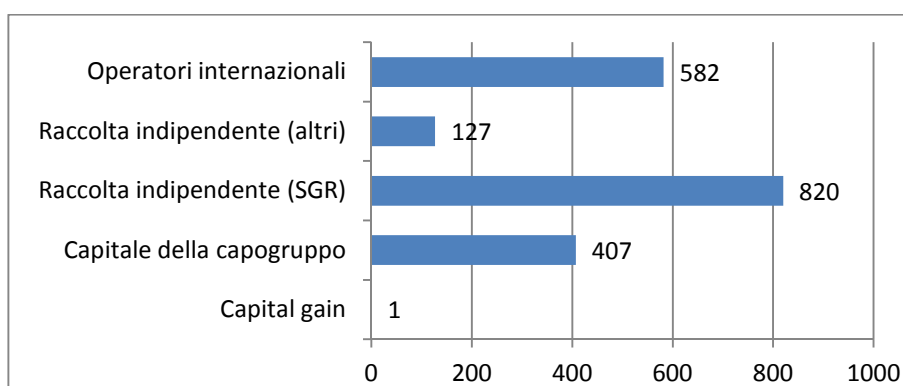


Fonte: AIFI, 2013.

Gli operatori che hanno effettuato attività di raccolta nel 2012 sono stati 15, di cui 8 sono SGR generaliste. La maggior parte delle risorse raccolte, pari al 70% del totale, deriva da operatori indipendenti (947 milioni di Euro, di cui 820 milioni di Euro raccolti da SGR generaliste). Il 30% del *fund raising* (407 milioni di Euro) è

riconducibile a società capogruppo dei veicoli di investimento di tipo *captive*, mentre 1 milione di Euro deriva dal *capital gain* ricavato da operazioni precorse. Includendo nello studio anche gli operatori internazionali con base stabile in Italia, i capitali raccolti ammontano a 1.937 milioni di Euro. Il grafico 4.4 riassume l'attività di raccolta fondi per categoria di operatore.

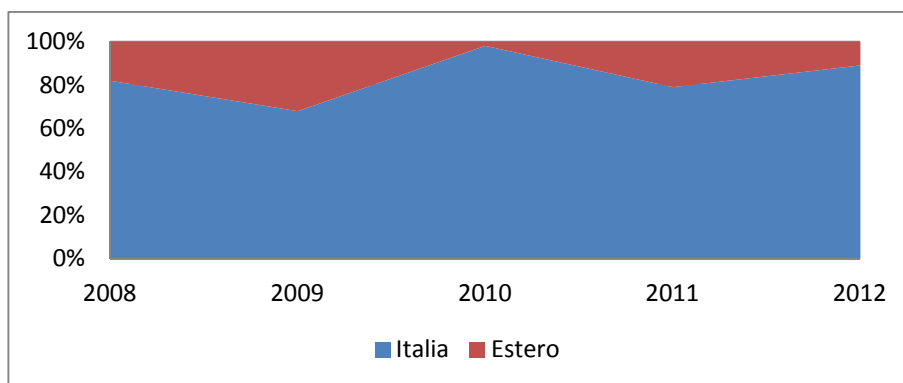
**Grafico 4.4: capitali raccolti nel 2012 per tipologia di operatore.**



*Fonte: AIFI, 2013.*

Con riferimento alla provenienza geografica dei fondi, con 845 milioni di Euro i capitali raccolti nel 2012 sono prevalentemente di origine domestica (89%) mentre la componente estera ammonta solo a 104 milioni di Euro. Osservando il *trend* (grafico 4.5) la componente estera risulta in percentuale inferiore rispetto a quanto mostrato negli ultimi cinque anni, ad eccezione del 2010, periodo nel quale era pari al 2% del *fund raising* totale. Infatti, nel 2008 la componente domestica ammontava al 18%, nel 2009 al 32% mentre nel 2011 era pari al 21%.

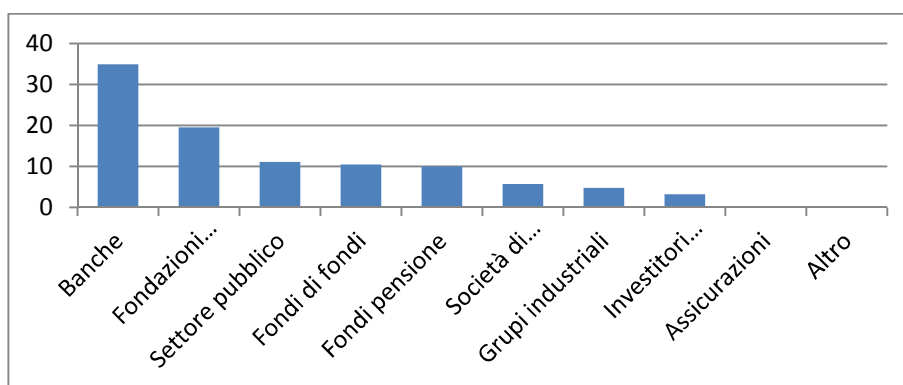
**Grafico 4.5: capitali raccolti nel 2012 per origine geografica.**



*Fonte: AIFI, 2013.*

L'analisi dell'attività di raccolta per tipologia di fonte (grafico 4.6) evidenzia come le banche rappresentino la prima fonte di capitale (35%), seguite dalle fondazioni bancarie e accademiche (20%) e dal settore pubblico (11%). I fondi di fondi e i fondi pensione entrambi coprono circa il 10% del totale della raccolta, mentre le società di private equity hanno raccolto solo il 5,7% del capitale. Chiudono i gruppi industriali (4,8%), gli investitori individuali (3,2%) e le assicurazioni (0,3%).

**Grafico 4.6: capitali raccolti nel 2012 per tipologia di fonte.**



*Fonte: AIFI, 2013.*

Secondo AIFI (2013), si prevede che la maggior parte dei capitali raccolti nel 2012 verranno utilizzati nel corso del 2013 per attuare gli investimenti in infrastrutture (61%), seguite da operazioni nel segmento dell'*expansion* (20%) e del *buy out* (16%) mentre non si rilevano quote destinate a interventi in imprese nelle prime fasi del ciclo di vita.

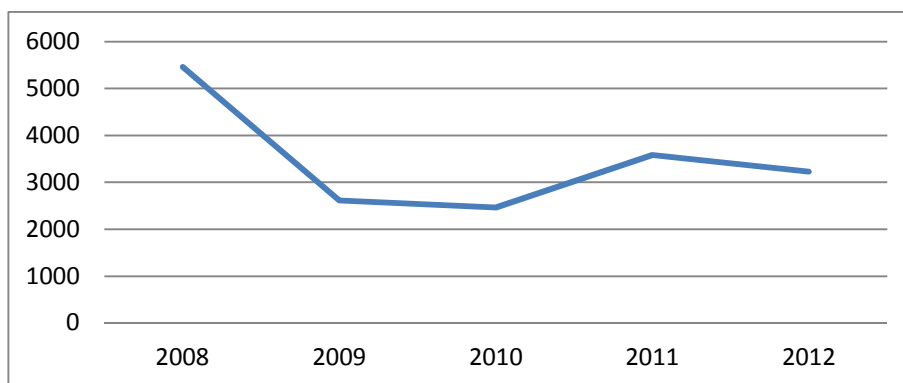
#### **4.1.3 Gli investimenti nel mercato italiano**

Al 31 dicembre 2012, il totale degli investimenti attivi, ovvero gli investimenti non ancora dismessi e presenti nel portafoglio complessivo degli operatori in Italia, risulta pari a 1.296, distribuiti su 1.135 imprese. Il controvalore delle partecipazioni detenute, valutate al costo d'acquisto, è pari a 20,2 miliardi di Euro. Alla stessa data il *commitment* disponibile per gli investimenti ammonta a circa 6,3 miliardi di Euro.

Il 94% degli investimenti attivi riguarda imprese localizzate in Italia e nel 72% dei casi le operazioni sono state realizzate da operatori di matrice privata.

Nel 2012 sono state intraprese 349 nuove operazioni di private equity, coinvolgendo 277 imprese. Il totale degli investimenti di private equity avvenuti nel corso del 2012 ammonta a 3.230 milioni di Euro. Come si può vedere dal grafico 4.7, gli investimenti di private equity hanno registrato un netto calo nel periodo compreso tra il 2008 e il 2012. Tra il 2009 e il 2010 gli investimenti sono quasi dimezzati, mentre nel 2011 l'ammontare investito ha mostrato una leggera ripresa. Tuttavia, nel 2012 il totale degli investimenti ha registrato un ulteriore calo, pari al 10% rispetto al periodo precedente.

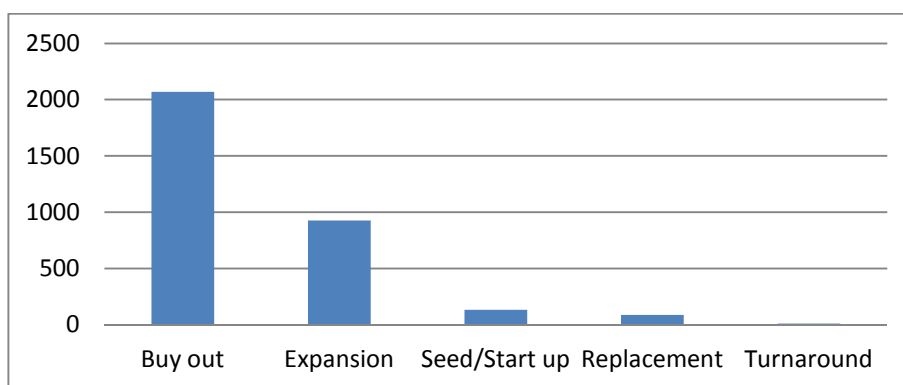
**Grafico 4.7: evoluzione dell'ammontare investito.**



Fonte: AIFI, 2013.

Come si può notare dal grafico 4.8, il segmento di investimento che ha attratto il maggiore ammontare di capitale investito è il *buy out*, con 2.069 milioni di Euro di ammontare investito, pari al 64% del totale, seguito dall'*expansion* (926 milioni di Euro, 28%) e dall'*early stage* (135 milioni di Euro, 4%). Infine, si trovano gli investimenti di *replacement* (89 milioni di Euro, 3%) e di *turnaround* (11 milioni di Euro, meno dell'1%).

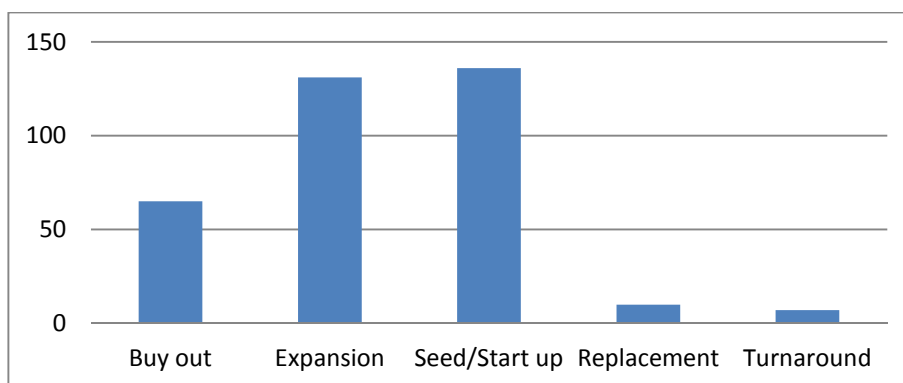
**Grafico 4.8: investimenti nel 2012 per segmento di mercato (ammontare).**



Fonte: AIFI, 2013.

Per quanto riguarda la distribuzione degli investimenti in termini di numero (grafico 4.9) primeggia il segmento dell'*early stage* con 136 investimenti realizzati, seguito dall'*expansion* (131 investimenti) e dai *buy out* (65). Come già osservato per l'ammontare investito, si trovano agli ultimi posti gli investimenti di *replacement* (10) e di *turnaround* (7).

**Grafico 4.9: investimenti nel 2012 per segmento di mercato (numero).**

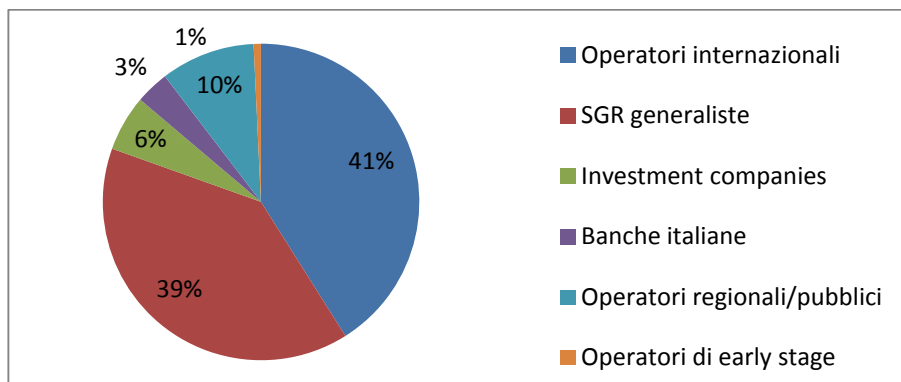


Fonte: AIFI, 2013.

Il grafico 4.10 riassume la distribuzione dell'ammontare investito nel corso del 2012 in base alla tipologia di operatore. Si può notare che la maggior parte delle risorse è stata investita dagli operatori internazionali, i quali hanno assorbito il 41% del mercato in termini di ammontare investito, seguiti dalle SGR generaliste (39%). Gli operatori di emanazione regionale e pubblica hanno effettuato il 10% del totale degli investimenti, seguiti da *investment companies* (6%), banche italiane (3%) e operatori di *early stage* (1%).



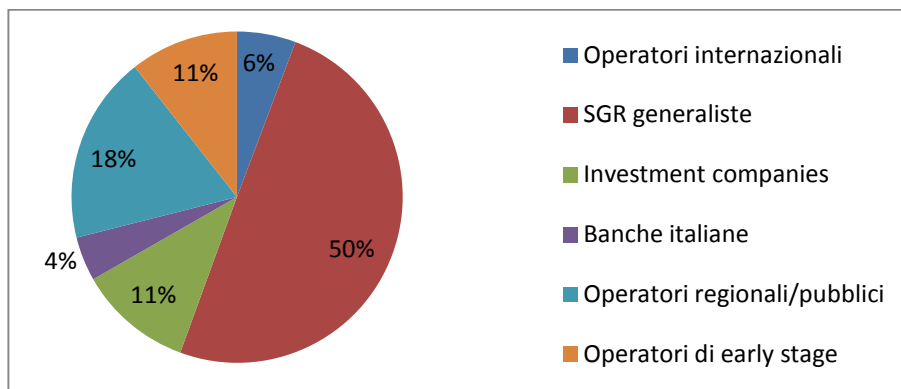
**Grafico 4.10: investimenti nel 2012 per tipologia di operatore (ammontare).**



Fonte: AIFI, 2013.

Considerando il numero di investimenti effettuati, le SGR rappresentano la categoria di operatori che assorbe il 50% del mercato. Seguono gli operatori di emanazione pubblica/regionale con una percentuale inferiore rispetto a quanto espresso in termini di ammontare investito (18% del totale degli investimenti). Risulta di maggiore rilevanza rispetto a quanto osservato in termini di ammontare il ruolo degli operatori di *early stage* e delle *investment companies* (entrambi 11%). Gli operatori internazionali, che, come visto in precedenza, sono responsabili di oltre il 40% dell'ammontare investito, hanno effettuato solo il 6% del totale del numero degli investimenti. Il ruolo delle banche italiane negli investimenti di private equity anche in questo caso rimane di nicchia (4%). La distribuzione del numero di investimenti in base alla tipologia di operatore esposta è riassunta nel grafico 4.11.

**Grafico 4.11: investimenti nel 2012 per tipologia di operatore (numero).**

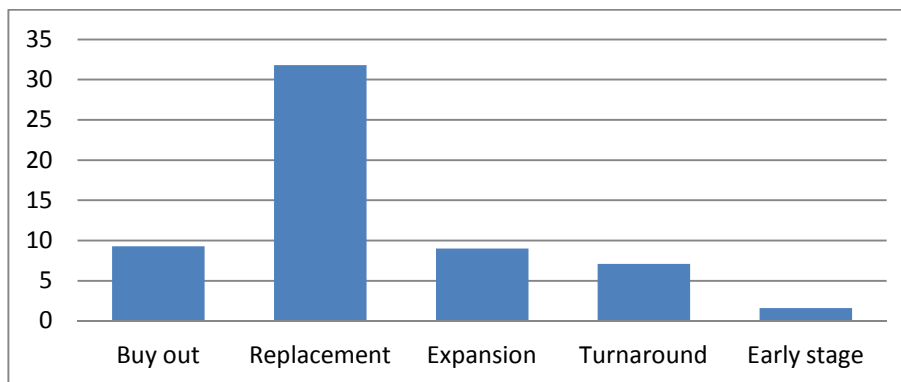


Fonte: AIFI, 2013.

Nel 2012 si è osservata una diminuzione del taglio medio dell'ammontare investito per singola operazione, passato da 11,0 milioni di Euro nel 2011 a 9,3 milioni nel 2012.

Il segmento di investimento che presenta il maggiore ammontare medio per investimento è il *replacement*, con quasi 32 milioni di Euro di investimento medio. Seguono il segmento del *buy out* e dell'*expansion*, entrambi con un investimento medio di circa 9 milioni di Euro. Gli investimenti di *turnaround* presentano un investimento medio di 7 milioni di Euro, mentre nel segmento dell'*early stage* in media il singolo investimento è stato pari a 1,6 milioni di Euro (grafico 4.12).

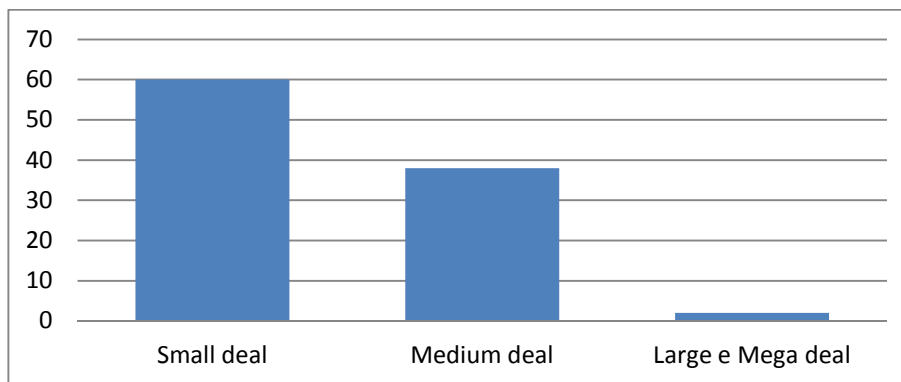
**Grafico 4.12: ammontare medio investito nel 2012 per segmento di mercato.**



Fonte: AIFI, 2013.

Il grafico 4.13 mostra la distribuzione del numero di *buy out* in base alla dimensione degli investimenti. Il 60% degli investimenti di *buy out* ha avuto un ammontare inferiore ai 15 milioni di Euro (*small deal*), mentre gli investimenti tra i 15 e i 150 milioni di Euro (*medium deal*) rappresentano il 38% del totale. Le operazioni con ammontare investito compreso tra 150 e 300 milioni di Euro (*large deal*) e le operazioni di ammontare superiore ai 300 milioni di Euro (*mega deal*) assieme rappresentano il 2% degli investimenti. Nel corso del 2012 hanno avuto luogo soltanto 2 *large deal* e 2 *mega deal*, impegnando risorse complessivamente per 1.297 milioni di Euro, pari al 40% degli investimenti effettuati nell'anno.

**Grafico 4.13: distribuzione del numero di *buy out* nel 2012 per classe dimensionale.**



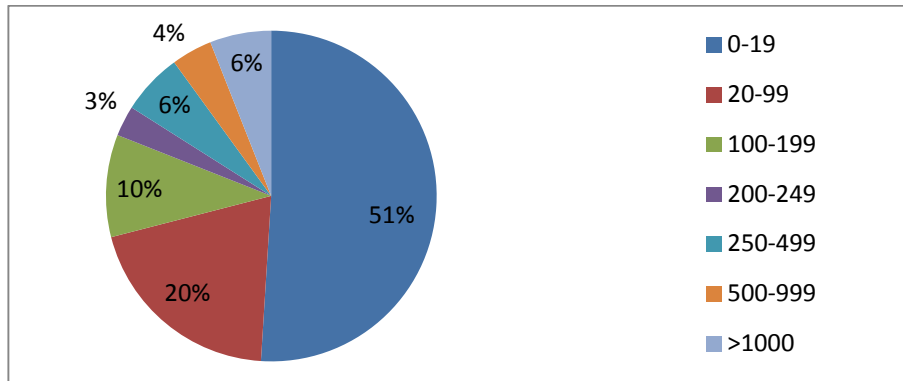
*Fonte: AIFI, 2013.*

Relativamente alla distribuzione del numero di investimenti in base alla dimensione delle imprese target (grafico 4.14) nel 2012 il 51% degli investimenti ha avuto per oggetto imprese con meno di 20 dipendenti, il 20% ha avuto per oggetto imprese da 20 a 99 dipendenti, le imprese con un numero di dipendenti compreso tra 100 e 199 rappresentano il 10%, mentre le imprese con un numero di dipendenti tra 200 e 249 sono il 3%. Nell'insieme, gli investimenti che hanno avuto per oggetto piccole e medie imprese (PMI), caratterizzate da un numero di dipendenti inferiore alle 250 unità, hanno rappresentato l'84% del totale.

Le imprese che presentano da 250 a 499 dipendenti costituiscono il 6% degli investimenti, da 500 a 999 dipendenti sono il 4% del totale, mentre le imprese con un numero di dipendenti superiore alle 1000 unità rappresenta il restante 6%.

È da notare che le risorse complessivamente investite in PMI sono state pari a 1.297 milioni di Euro, corrispondenti al 40% del totale. Ne consegue che il restante 16% delle imprese oggetto di private equity ha assorbito il 60% delle risorse investite sul mercato.

**Grafico 4.14: distribuzione % del numero di investimenti nel 2012 per classi di dipendenti delle imprese target.**

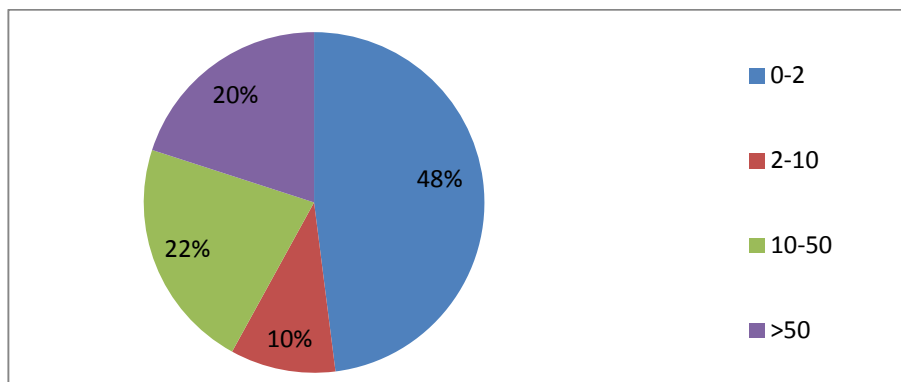


Fonte: AIFI, 2013.

La distribuzione del numero di investimenti per classi di fatturato delle *private equity backed companies* (PEBC) nel 2012 è raffigurata nel grafico 4.15. Le micro imprese con un fatturato inferiore a 2 milioni di Euro sono il 48% degli investimenti. Le piccole imprese con un fatturato superiore ai 2 milioni di Euro ma inferiore ai 10 milioni di Euro costituiscono il 10%. Il 22% sono medie imprese con fatturato tra 10 e 50 milioni di Euro. Le grandi imprese con fatturato superiore ai 50 milioni di Euro rappresentano il restante 20%.

Globalmente, le PMI rappresentano l'80% del numero di operazioni e il 25% del totale delle risorse investite, mentre le grandi imprese assorbono il 75% degli investimenti complessivi.

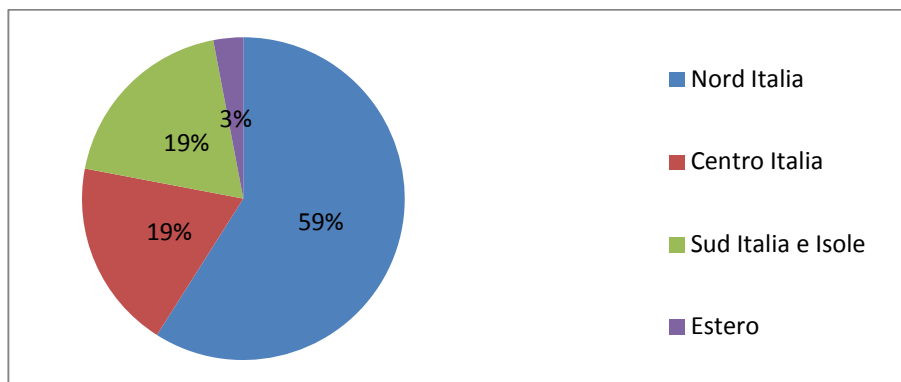
**Grafico 4.15: distribuzione del numero di investimenti nel 2012 per classi di fatturato delle imprese target.**



*Fonte: AIFI, 2013.*

Considerando la ripartizione geografica degli investimenti, il 97% degli investimenti ha avuto come oggetto imprese localizzate in Italia, corrispondenti ad un ammontare di circa il 98% delle risorse. Nel dettaglio, il 61% del numero di operazioni in Italia ha coinvolto imprese localizzate nel Nord del Paese, il 20% se ha interessato imprese target situate nelle regioni del Sud e nelle Isole, mentre il restante 19% degli investimenti sono stati realizzati nel Centro Italia (grafico 4.16). In termini di ammontare il Nord Italia ha attratto il 90% delle risorse complessivamente investite in Italia, seguito dalle regioni del Centro Italia con il 6% e il Sud Italia con il 4%.

**Grafico 4.16: distribuzione geografica del numero di investimenti nel 2012.**



Fonte: AIFI, 2013.

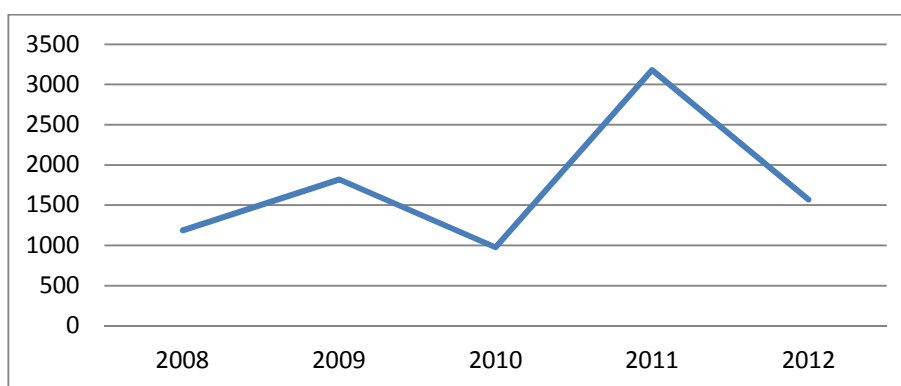
L'analisi della distribuzione settoriale delle imprese oggetto di investimento evidenzia che i settori dell'energia e *utilities* e dei computer abbiano rappresentato i principali target di investimento in termini di numero (11% ciascuno). In termini di ammontare la maggior parte delle risorse è confluita nel settore del lusso (21%), seguito dal medicale (11%) e dal comparto dei trasporti e della logistica (10%).

#### **4.1.4 I disinvestimenti nel mercato italiano**

Il grafico 4.17 mostra l'andamento dell'ammontare dei disinvestimenti, calcolato al costo d'acquisto delle partecipazioni, dal 2008 al 2012. In generale, si può notare che i disinvestimenti presentano un leggero *trend* crescente, seppure alternando periodi di crescita a periodi di decrescita. Risulta rilevante la diminuzione dei disinvestimenti registrata dal 2011 al 2012, pari al 51%. Nel 2012 l'ammontare dei disinvestimenti è stato pari a 1.569 milioni di Euro, mentre in termini di numero sono state registrate 107 dismissioni (in calo del 23%) su 89 imprese. Da questi dati emerge una grande difficoltà riscontrata dagli operatori di private equity nella dismissione

delle partecipazioni. Infatti, solo il 37% delle partecipazioni presenti in portafoglio sono state acquistate negli ultimi quattro anni. Ne consegue che l'*holding period* nel quale vengono detenute le partecipazioni aumenta, da cinque anni ad un periodo in media di cinque anni e sei mesi, ostacolando la possibilità di effettuare nuovi investimenti.

**Grafico 4.17: evoluzione dell'ammontare disinvestito.**

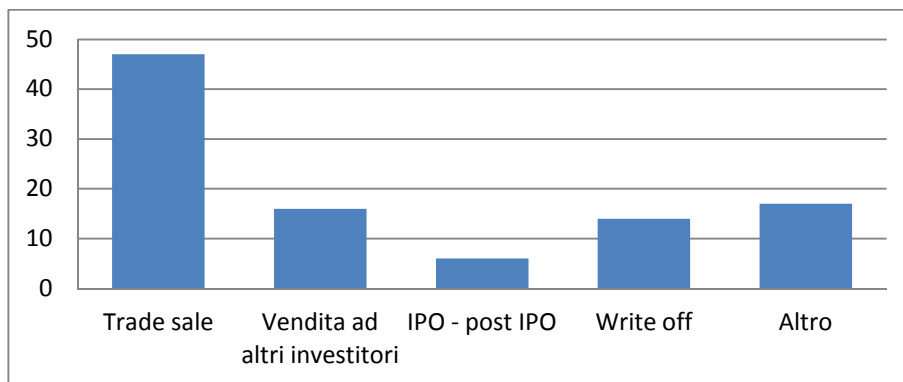


Fonte: AIFI, 2013.

Il grafico 4.18 mostra la distribuzione del numero di disinvestimenti per tipologia di canale di disinvestimento. Il 47% delle dismissioni degli investimenti è avvenuta tramite *trade sale*, il 16% vendita ad altri investitori istituzionali, 14% *write off* e 6% IPO. Il restante 17% è da far risalire alle altre modalità di vendita non rientranti nelle categorie precedenti.



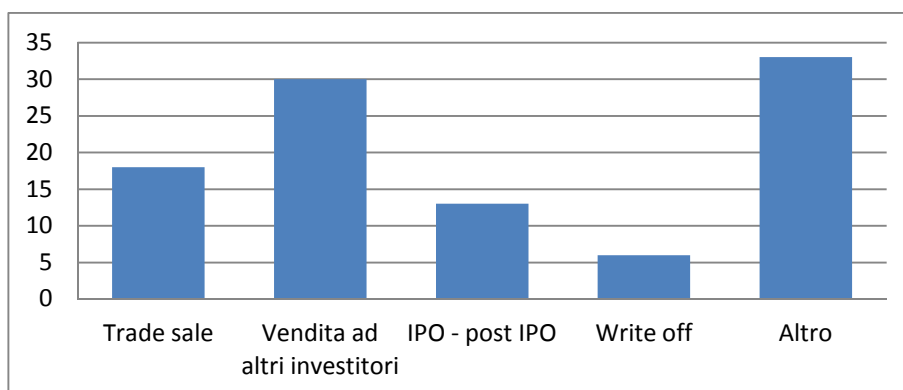
**Grafico 4.18: distribuzione del numero di disinvestimenti nel 2012 per tipologia.**



Fonte: AIFI, 2013.

In termini di ammontare, il principale canale è la vendita ad altri investitori finanziari (30%), seguito da *trade sale* (18%), IPO (13%) e *write off* (6%). È da notare che le altre modalità di vendita che non rientrano nelle categorie precedenti rappresentano il 33% dei disinvestimenti (grafico 4.19).

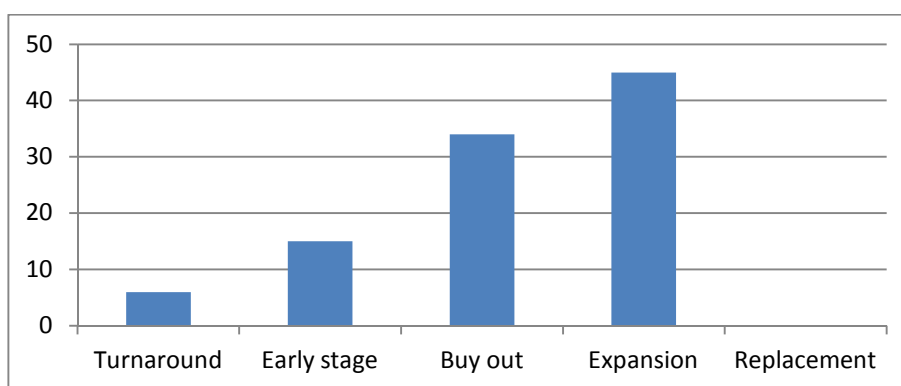
**Grafico 4.19: distribuzione dell'ammontare disinvestito nel 2012 per tipologia.**



Fonte: AIFI, 2013.

Il maggior numero di dismissioni è riconducibile ad operazioni di *expansion* (45%), seguite da *buy out* (34%), *early stage* (15%) e *turnaround* (6%). Non sono presenti dismissioni degli investimenti di tipo *replacement*. Il grafico 4.20 raffigura la distribuzione dei disinvestimenti.

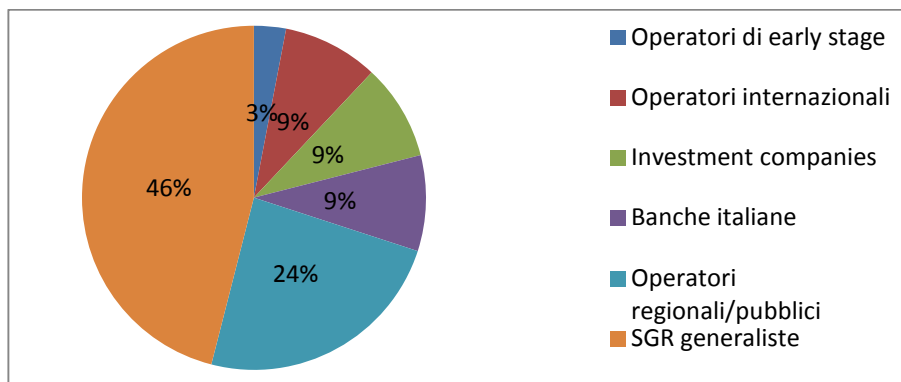
**Grafico 4.20: distribuzione del numero dei disinvestimenti nel 2012 per segmento di mercato.**



Fonte: AIFI, 2013.

Le SGR generaliste sono gli operatori più attivi nei disinvestimenti nel 2012 con quasi la metà dei disinvestimenti totali (46%). Anche gli operatori di emanazione regionale/pubblica si sono contraddistinte per un ampio numero di dismissioni (corrispondenti al 24% del totale). Seguono le banche italiane, le *investment companies*, gli operatori internazionali (tutti con una quota del 9%) e gli operatori di *early stage* (3%). Il grafico 4.21 riassume la composizione dei disinvestimenti per tipologia di operatore

**Grafico 4.21: distribuzione dei disinvestimenti nel 2012 per tipologia di operatore.**



Fonte: AIFI, 2013.

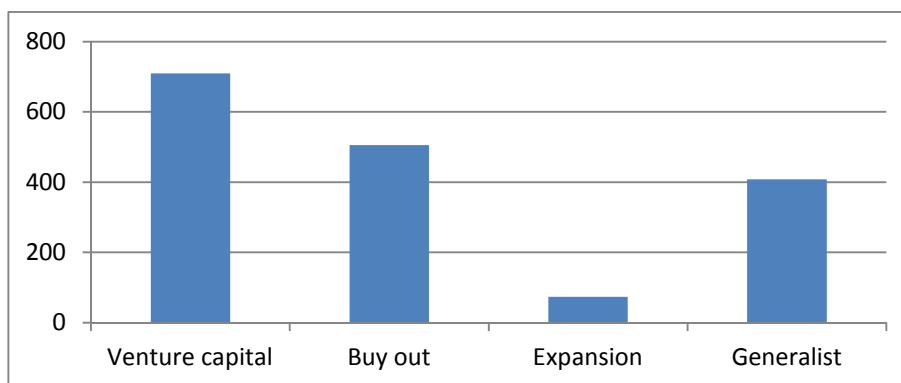
L'utilizzo dei diversi canali di *exit* è risultato omogeneo come numerosità tra le varie tipologie di operatori. Emerge, tuttavia, una leggera prevalenza dell'IPO per le banche italiane, mentre le SGR prediligono dismettere le proprie partecipazioni ad altri investitori o utilizzare il canale del *trade sale*. In termini di risorse disinvestite, prevalgono gli operatori internazionali in tutte le modalità di disinvestimento.

## 4.2. Il mercato europeo del private equity

### 4.2.1 Gli operatori del mercato europeo

Il settore del private equity è di crescente importanza in Europa, con 1.696 investitori attivi, di cui 709 specializzati nel *venture capital*, 505 nel *buy out*, 74 nell'*expansion stage*, e 408 investitori generalisti come rappresentato nel grafico 4.22. Inoltre, sono presenti oltre 47 operatori di private equity con uffici al di fuori dell'Europa che investono in imprese europee (EVCA, 2011).

**Grafico 4.22: operatori attivi nel 2011 in Europa per categoria.**

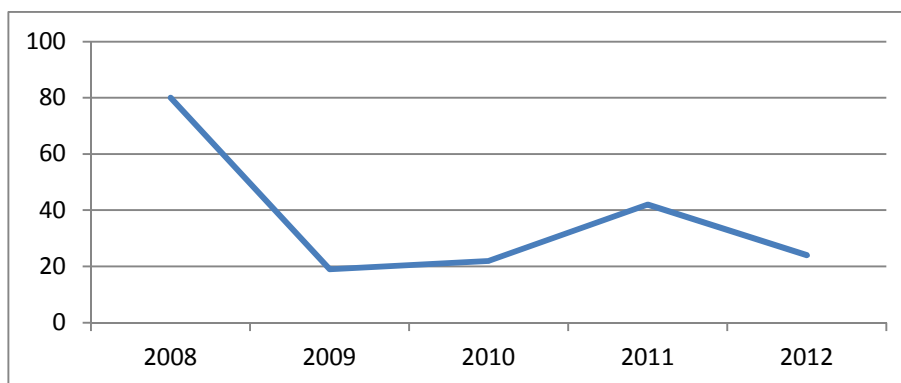


Fonte: EVCA, 2011.

#### **4.2.2 Il *fund raising* nel mercato europeo**

La raccolta di capitali in Europa negli ultimi 5 anni ha registrato una forte contrazione passando da circa 80 miliardi nel 2008 a quasi 24 miliardi nel 2012, come mostrato dal grafico 4.23. Nel dettaglio, la raccolta si è ridotta al 25% nel 2009, è salita nel 2010 e nel 2011, per poi dimezzarsi nel 2012. La riduzione della raccolta di risorse per gli investimenti di private equity è legata soprattutto alla minore attività di *fund raising* attuata dai fondi di maggiore dimensione. In particolare, nel corso del 2012 solo 13 fondi hanno raccolto risorse (per oltre 250 milioni di Euro). Detti fondi hanno presentato una contrazione del 51% nell'ammontare raccolto rispetto al 2011.

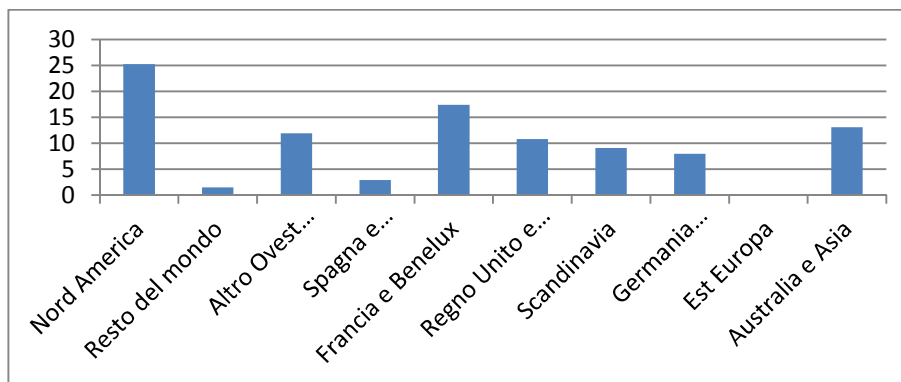
**Grafico 4.23: evoluzione dei capitali raccolti in Europa.**



Fonte: EVCA, 2013.

Gli investitori istituzionali situati fuori dall'Europa hanno contribuito con 8,6 miliardi di Euro a coprire circa il 40% del *fund raising*. In particolare sono stati raccolti capitali per 25,2 miliardi di Euro dal Nord America, 13,1 miliardi di Euro da Australia e Asia e 1,5 miliardi di Euro dal resto del mondo. Sono 17,4 miliardi di Euro i capitali provenienti da Francia e Benelux, mentre i capitali raccolti da Regno Unito e Irlanda sono 10,8 miliardi di Euro. Seguono con 9,1 miliardi di Euro i Paesi Scandinavi, e con 8 miliardi di Euro i capitali raccolti in Austria, Germania e Svizzera. In Spagna e Portogallo complessivamente sono stati raccolti 2,9 miliardi di Euro, mentre nell'Est Europa solo 0,1 miliardi di Euro. Negli altri Paesi dell'Ovest europeo, tra cui rientra anche l'Italia, sono stati raccolti 11,9 miliardi di Euro. Il grafico 4.24 riassume l'origine geografica *del fund raising* in Europa nel 2012.

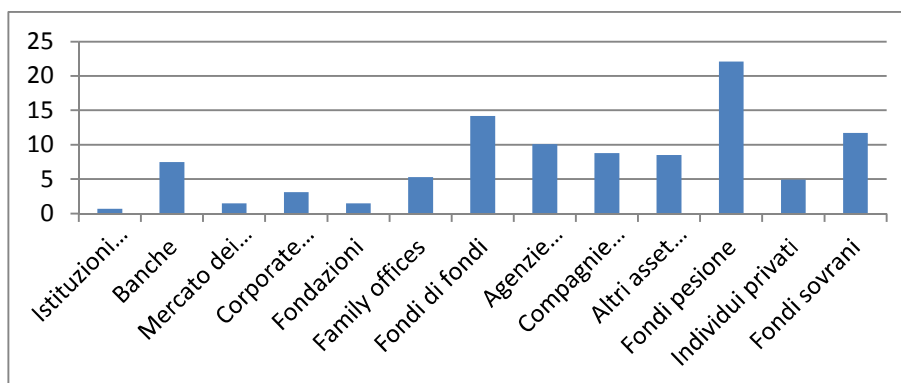
**Grafico 4.24: capitali raccolti nel 2012 in Europa per origine geografica.**



Fonte: EVCA, 2013.

La maggior parte delle risorse europee è stata raccolta dai fondi pensione (22,1%) e dai fondi di fondi (14,2%). Seguono i fondi sovrani (11,7%), le agenzie governative (10,1%), le assicurazioni (8,8%), gli altri *asset managers* (8,5%), le banche (7,5%) e i *family offices* (5,3%). Infine, con una percentuale inferiore al 5% si trovano i *private individuals* (4,9%), i *corporate investors* (3,1%), il mercato dei capitali (1,5%), le fondazioni (1,5%) e le istituzioni accademiche (0,7%). Si tratta di una caratteristica non in linea con il mercato italiano, nel quale, come visto in precedenza, spiccano le banche e il settore pubblico, mentre i fondi pensione e i fondi di fondi presentano un ruolo molto più marginale. Il grafico 4.25 riassume l'origine dei capitali raccolti per tipologia di fonte nel 2012 in Europa.

**Grafico 4.25: capitali raccolti nel 2012 per tipologia di fonte.**

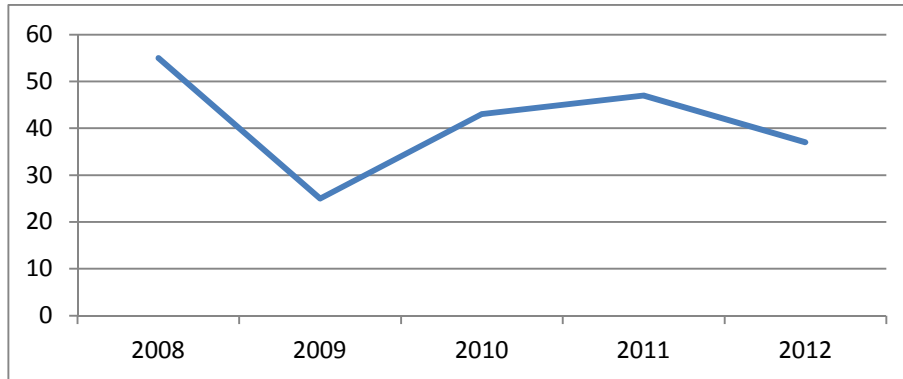


*Fonte: EVCA, 2013.*

#### **4.2.3 Gli investimenti nel mercato europeo**

Negli ultimi 5 anni in Europa si è assistito ad un calo complessivo degli investimenti di private equity, come mostrato dal grafico 4.26. Dal 2008 al 2009, l'ammontare investito si è più che dimezzato, passando da 55 miliardi di Euro a 25 miliardi di Euro. Nel 2010 e nel 2011 si è registrato un aumento degli investimenti pari rispettivamente al 72% e al 9%, che hanno portato l'ammontare investito a 43 e 47 miliardi di Euro, restando comunque sotto al valore del 2008. Infine, si è registrato un'ulteriore contrazione degli investimenti nel 2012. Nel corso del 2012, infatti, gli investimenti di private equity hanno presentato un ammontare pari a 36,5 miliardi di Euro. Sono state circa 5.000 le imprese oggetto di investimenti di private equity in Europa. Per circa il 43% di queste imprese si è trattato del primo investimento di private equity.

**Grafico 4.26: evoluzione dell'ammontare investito in Europa.**

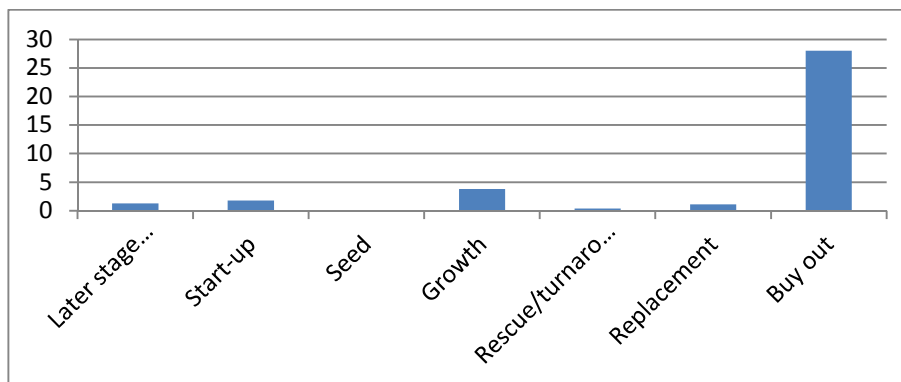


Fonte: EVCA, 2013.

Il segmento di mercato che ha registrato il maggiore ammontare investito in Europa nel 2012 è il *buy out*, con 28 miliardi di Euro di investimenti, pari al 76% del totale degli investimenti. Segue il segmento *growth* con 3,8 miliardi di Euro (10%) e il *venture capital* con 3,2 miliardi di Euro (8) distribuiti sul segmento del *later stage venture* (1,3 miliardi di Euro), *start-up* (1,8) e *seed capital* (0,1). Presentano un ammontare residuale gli investimenti di *replacement* (1,1 miliardi di Euro, 3%) e di *turnaround* (0,4 miliardi di Euro, 1%). Il grafico 4.27 riassume l'ammontare degli investimenti per segmento di mercato.



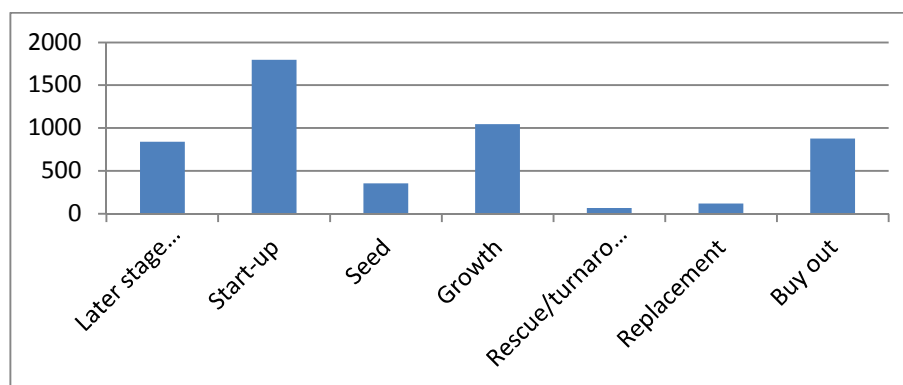
**Grafico 4.27: investimenti nel 2012 in Europa per segmento di mercato (ammontare).**



Fonte: EVCA, 2013.

La distribuzione del numero di investimenti per segmento di mercato (grafico 4.28) presenta una situazione differente rispetto a quanto visto per l'ammontare investito. Sono 2.988 gli investimenti di *venture capital* (58% rispetto al totale), di cui 1.796 di *start-up*, 839 di *later stage venture* e 353 di *seed capital*. Seguono gli investimenti del segmento *growth* (1.047, 20%), e gli investimenti di *buy out* (878, 17%), nonostante fossero al primo posto per l'ammontare degli investimenti. Come già visto per la distribuzione dell'ammontare investito, anche considerando il numero di investimenti hanno un ruolo minore gli investimenti nel segmento del *replacement* (118, 2%) e del *turnaround* (67, 1%).

**Grafico 4.28: investimenti nel 2012 in Europa per segmento di mercato (numero).**

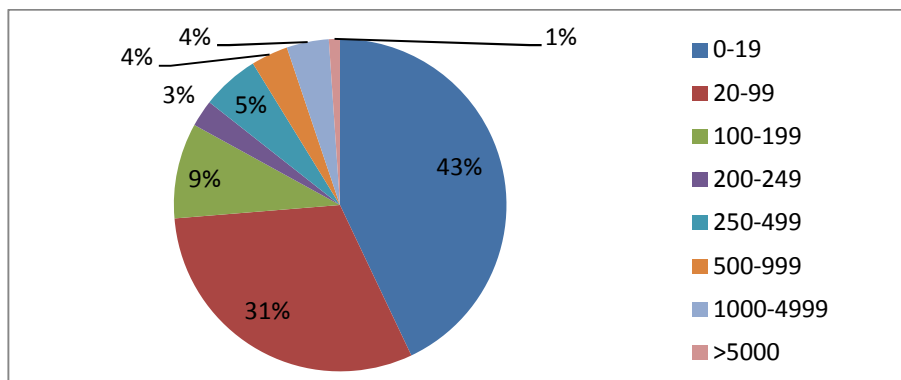


*Fonte: EVCA, 2013.*

Anche in Europa, come visto per l'Italia, gli investimenti si concentrano sulle imprese di piccole e medie dimensioni, che costituiscono l'85,7% del totale. La predominanza delle dimensioni inferiori risulta evidente anche analizzando più nel dettaglio il numero di addetti delle piccole e medie imprese. Infatti, le imprese con meno di 20 dipendenti costituiscono il 43% dei destinatari degli investimenti, le imprese con un numero di dipendenti compreso tra 20 e 99 sono il 30,8%, le imprese con un numero di dipendenti racchiuso tra 100 e 199 sono il 9,3%, mentre le imprese con un numero di addetti tra 200 e 249 costituiscono il restante 2,6%. Il residuo 14,3% delle imprese oggetto di investimento in Europa nel 2012 è così distribuito tra le imprese di grandi dimensioni: il 5,6% è costituito da imprese con meno di 499 addetti, le imprese con un numero di dipendenti racchiuso tra 500 e 999 sono il 3,6%, le imprese con un numero di dipendenti compreso tra 1000 e 4999 sono il 4,1%, mentre costituiscono l'1,1% le imprese con oltre 5000 addetti.

Il grafico 4.29 mostra la distribuzione percentuale del numero di investimenti per classi di dipendenti delle PEBC.

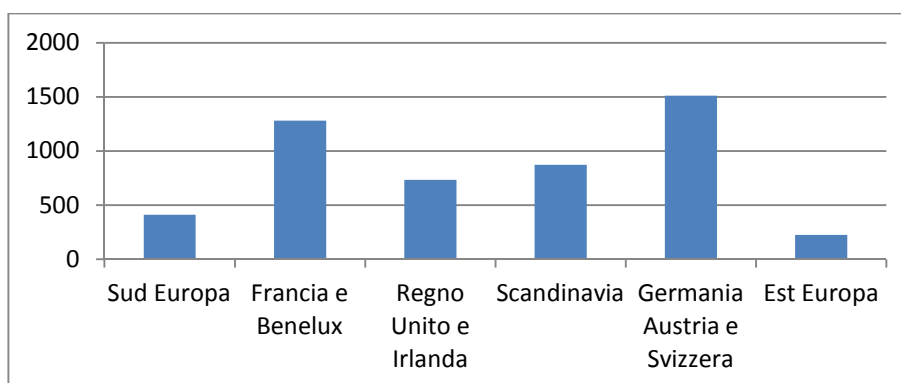
**Grafico 4.29: distribuzione % del numero di investimenti nel 2012 in Europa per classi di dipendenti delle imprese target.**



Fonte: EVCA, 2013.

La distribuzione geografica degli investimenti (grafico 4.30) vede una prevalenza dei Paesi tedeschi (Germania, Austria e Svizzera) con 1.512 investimenti, seguiti dai Paesi francesi (Francia e Benelux) con 1.279 operazioni. Seguono i Paesi Scandinavi (873 investimenti), Regno Unito e Irlanda (734), Sud Europa, nel quale è inclusa l'Italia, assieme a Spagna e Portogallo, (411) e Est Europa (224).

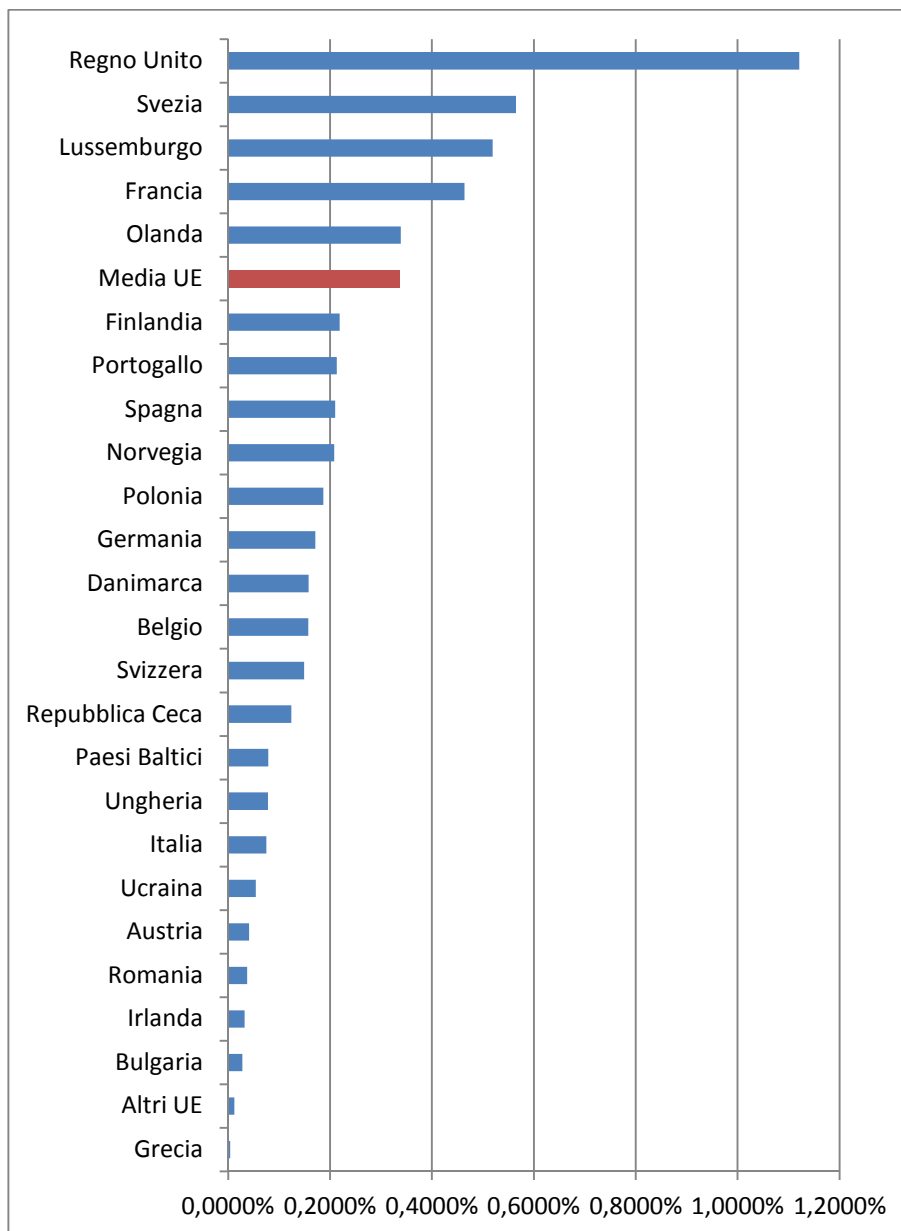
**Grafico 4.30: distribuzione geografica del numero di investimenti nel 2012 in Europa.**



Fonte: EVCA, 2013.

Il grafico 4.31 mostra l'ammontare degli investimenti di private equity per Paese nel 2012 in percentuale sul PIL registrato dal Paese nello stesso anno. La media europea del rapporto investimenti/PIL è pari allo 0,337%. Sono sei i Paesi che presentano un valore dell'indice sopra alla media europea. Questi Paesi in ordine sono Regno Unito (1,121%), Svezia (0,5650%), Lussemburgo (0,5190%), Francia (0,4640%) e Olanda (0,3390%). È da notare che tra i Paesi europei l'Italia si classifica al 18° posto con investimenti pari allo 0,0780% del PIL, seguita solo da Austria, Romania, Irlanda, Bulgaria, altri Paesi dell'UE e Grecia.

**Grafico 4.31: ammontare degli investimenti nel 2012 in Europa in percentuale sul PIL.**

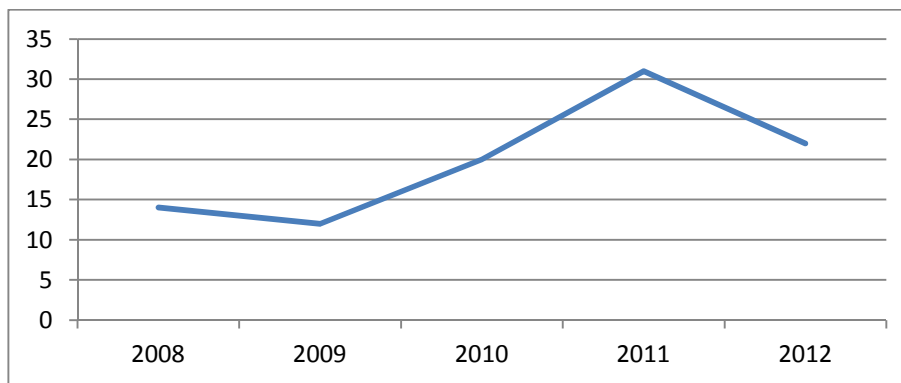


*Fonte: EVCA, 2013.*

#### 4.2.4 I disinvestimenti nel mercato europeo

Come osservato per l'Italia, l'ammontare disinvestito in Europa dal 2008 al 2012 ha mostrato un andamento complessivamente crescente, passando da 14 miliardi di Euro di disinvestimenti nel primo anno di analisi fino a 22 miliardi di Euro di disinvestimenti nel 2012 (grafico 4.32). L'ammontare disinvestito non è risultato in crescita in ogni anno analizzato, ma ha mostrato un picco nel 2011, pari a 31 miliardi di Euro, e un successivo calo del 29%, risultando pari a 22 miliardi di Euro nel 2012. Tuttavia, il numero di imprese disinvestite è rimasto stabile nel periodo analizzato, coinvolgendo oltre 2.000 imprese europee in ciascun anno.

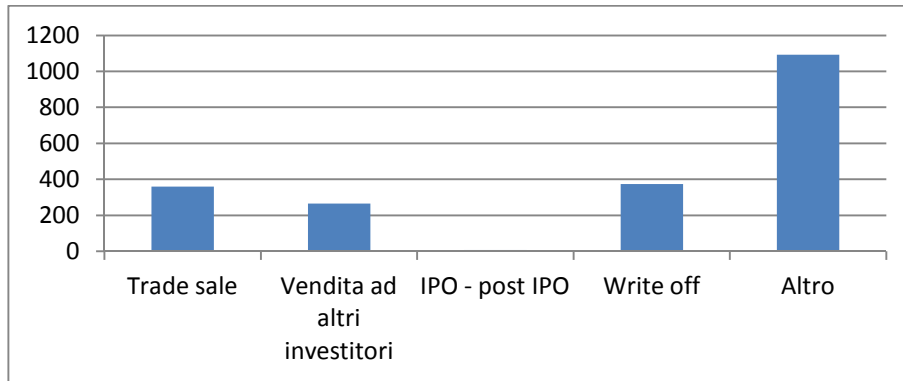
**Grafico 4.32: evoluzione dell'ammontare disinvestito in Europa.**



Fonte: EVCA, 2013.

Con riguardo alla modalità di disinvestimento, la categoria maggiormente utilizzata per i disinvestimenti in Europa nel 2012 è stata il *write off* (374), seguita dal *trade sale* (359), e la vendita ad altri investitori (265). La cessione delle azioni nel mercato di borsa è stata utilizzata solo in 8 casi. La categoria che racchiude le altre modalità di disinvestimento, non rientranti nelle categorie precedenti, comprende 1.029 operazioni di disinvestimento. Tra queste spicca la modalità *repayment of silent partnership* con 471 dismissioni. Il grafico 4.33 mostra la distribuzione del numero di disinvestimenti per tipologia.

**Grafico 4.33: distribuzione del numero di disinvestimenti nel 2012 in Europa per tipologia.**



*Fonte: EVCA, 2013.*





## Capitolo 5

# La valutazione degli investimenti di private equity

### 5.1 Introduzione

Le *performance* dei fondi di private equity vengono determinate dall'andamento dei *cash flow in/out* che si generano durante la loro vita. Tuttavia, spesso è necessario valutare gli investimenti anche quando ancora sono stati realizzati. Esiste un rischio di sovrastima o sottostima del rendimento rispetto a quanto calcolato usando esclusivamente valori certi. Ne consegue che la *performance* intertemporale può non essere rappresentativa. Tuttavia, la sua determinazione resta ineluttabile: l'investitore deve conoscere l'andamento del proprio investimento anche quando questo è ancora in atto, potendo così operare in modo flessibile e tempestivo.

Le partecipazioni detenute dai fondi di private equity vengono contabilizzate sulla base delle linee guida proposte dall'EVCA. Non si tratta di principi rigidi ma criteri operativi da seguire. L'approccio di queste linee guida è discrezionale e prudenziale e si utilizza il criterio del *fair market value*.

A livello italiano il Regolamento della Banca d'Italia disciplina la valutazione delle partecipazioni dei fondi mobiliari chiusi. Nel Regolamento si distinguono differenti modalità di contabilizzazione delle partecipazioni a seconda che siano o meno esse in imprese quotate in un mercato regolamentato. Nel primo caso si fa riferimento

al prezzo rilevato sul mercato di negoziazione, mentre nel secondo caso, che comprende quindi gli investimenti di private equity, le partecipazioni devono essere valutate al costo di acquisto, eventualmente rettificato in caso di svalutazione o rivalutazione.

## **5.2 La valutazione delle imprese oggetto di private equity**

I due principali metodi di valutazione delle *private equity backed companies* (PEBC) adottati nella prassi nazionale e internazionale dagli operatori di private equity sono il metodo dei multipli e il *Discounted Cash Flow* (DCF).

Una ricerca dell'Associazione Italiana degli Analisti Finanziari (AIAF) nei confronti degli analisti finanziari in Italia, evidenzia come tra gli operatori che hanno partecipato al sondaggio l'89% utilizza il DCF e l'86% il metodo dei multipli; da questo dato emerge dunque un utilizzo contemporaneo di entrambi i metodi da parte degli analisti (AIAF, 2003).

Come si vedrà meglio di seguito, analizzando questi due diversi approcci valutativi delle imprese target, essi non sono da ritenersi alternativi l'uno all'altro, ma complementari in quanto concorrono entrambi alla stima quanto più significativa del *range* di valore della PEBC. L'approccio valutativo in generale consigliabile prevede di utilizzare un metodo principale sul quale fondare la stima e contemporaneamente un metodo di controllo, che abbia anche la funzione di stimolare la verifica della plausibilità delle assunzioni fatte. Il DCF rappresenta, a livello teorico, il metodo più valido, in quanto orientato al valore per l'azionista; un'impresa crea valore per i propri azionisti quando è in grado di far rendere il proprio capitale investito più di quanto costa. Sempre nell'ottica della creazione di valore per gli azionisti è fondamentale la capacità dell'impresa di generare flussi di cassa: essi, non gli utili o altri valori economico-contabili, determinano la creazione (o la distruzione) di valore. A supporto di quanto detto riguardo al DCF si ricorda che esso

rappresenta il metodo di valutazione più accreditato nella comunità finanziaria internazionale; tuttavia, come si vedrà di seguito, pur essendo teoricamente valido esso non è esente da una serie di criticità pratiche che in determinate circostanze ne rendono molto complicata l'applicazione.

Nelle pagine successive si spiegano i principali metodi di valutazione per le imprese oggetto di private equity e per gli investimenti effettuati. I metodi che si illustrano nel seguente capitolo sono i seguenti: il metodo dei multipli, il DCF, l'*Adjusted Present Value* (APV), il metodo reddituale, il metodo patrimoniale, il metodo misto e la *PEP Drivers' Grid*.

### **5.2.1 Il metodo dei multipli**

Un primo approccio valutativo per determinare il valore economico dell'impresa è il metodo dei multipli. Il metodo dei multipli o moltiplicatori di mercato rappresenta il secondo metodo di valutazione delle imprese più diffusamente utilizzato nella prassi nazionale ed internazionale, nella valutazione delle imprese oggetto di private equity. Il metodo dei multipli si basa sulla diretta osservazione delle valutazioni sintetiche espresse dal mercato, siano essi prezzi formati negli scambi di borsa o nelle negoziazioni di quote di controllo e/o minoranza qualificata del capitale d'impresa.

Con questo metodo di valutazione non si effettua una stima del capitale economico, ma il prezzo probabile del capitale di un'impresa con riferimento a un campione di imprese comparabili. In detto campione si osservano determinati rapporti tra grandezze economiche da cui si desumono dei moltiplicatori che vengono successivamente applicati alle medesime variabili, arrivando al valore cercato. Con precisione il procedimento si esplicita calcolando il multiplo di ciascuna impresa comparabile, determinando successivamente un multiplo medio del campione, e infine applicando tale multiplo medio come moltiplicatore per le stesse variabili. Il principio base del suddetto metodo consiste nel fatto che se il mercato riconosce un prezzo pari a  $n$  volte una variabile economica di un gruppo di imprese

di riferimento, riconoscerà per la PEBC un prezzo pari a  $n$  volte la sua variabile.

In genere, i multipli sono espressi dal rapporto tra un prezzo e una misura di *performance* realizzata in un determinato periodo. I principali indici di *performance* impiegati come denominatore nella letteratura e nella pratica aziendale sono i seguenti:

- utile netto;
- utile operativo (*Ebit*);
- margine operativo lordo (*Ebitda*);
- flusso di cassa operativo (*free cash flow*);
- ricavi delle vendite;
- valore contabile del patrimonio netto;
- capitale investito netto a valori contabili (*net capital employed*).

Un multiplo molto comunemente utilizzato dai gestori di fondi di private equity e dalle banche d'affari consiste nel margine operativo lordo a cui viene sottratta la posizione finanziaria netta.

La tabella 5.1 riassume i parametri più diffusi nell'applicazione del metodo dei multipli.

**Tabella 5.1: parametri più diffusi nella valutazione dei multipli.**

<b>Multiplo</b>	<b>Rapporto</b>
Multiplo del fatturato	$\frac{\text{Valore del capitale azionario} + \text{posizione finanziaria netta}}{\text{Fatturato}}$
Multiplo dell'Ebitda	$\frac{\text{Valore del capitale azionario} + \text{posizione finanziaria netta}}{\text{EBITDA}}$
Multiplo dell'Ebit	$\frac{\text{Valore del capitale azionario} + \text{posizione finanziaria netta}}{\text{EBIT}}$

*Fonte: AIFI Commissione Rapporti con gli Investitori Istituzionali, 2012.*

Affinché un multiplo sia significativo ed esprima dunque un effettivo prezzo relativo, è molto importante che vi sia una forte e stabile correlazione tra prezzo di mercato (numeratore) e grandezza economica aziendale prescelta (denominatore). Se tale circostanza è verificata si è in presenza di multipli in grado di orientare realmente i prezzi, viceversa si rischia di utilizzare multipli che semplicemente subiscono l'andamento del prezzo o della grandezza economica di riferimento, risultando dunque poco o per nulla significativi.

I moltiplicatori si dividono in *asset side* ed *equity side* a seconda del parametro utilizzato a numeratore. I moltiplicatori *asset side* determinano il valore complessivo lordo dell'impresa attualizzano i flussi monetari prodotti dalla gestione operativa, mentre quelli *equity side* determinano direttamente il valore economico attribuibile al solo patrimonio netto, attraverso l'attualizzazione di flussi di cassa prospettici disponibili per coloro che hanno investito nel capitale di rischio.

Le quantità espresse a denominatore devono essere compatibili con le misure a numeratore. Per i multipli *equity side* le misure di *performance* devono essere *levered*, cioè calcolate dopo la gestione finanziaria, mentre per i multipli *asset side* le grandezze a denominatore devono essere *unlevered*, cioè ante gestione finanziaria.

È da notare che le informazioni racchiuse nell'utile netto contengono tutte le informazioni sulle politiche aziendali, mentre l'utilizzo dei ricavi delle vendite e delle prestazioni non include dette informazioni. Più dall'utile netto si sale verso le vendite sono via via minori le informazioni contenute nel multiplo. Infatti, le vendite non introducono nessuna informazione sulla politica di *pricing*, dell'efficienza operativa, della logistica, delle politiche di natura finanziaria, mentre l'utile tiene conto di tutte le politiche, comprese le politiche di bilancio.

È da sottolineare che il valore accettabile per un compratore finanziario da cui discende il valore del multiplo dipende da molteplici elementi, quali il piano di sviluppo del *business*, la leva finanziaria applicabile e il suo costo, la rischiosità del settore, i potenziali valori di uscita e il tasso di rendimento *risk free* applicato. Pur rimanendo nel campo di ipotesi ragionevoli per ciascuno di tali elementi, la loro

diversa combinazione può facilmente portare a risultati molto variabili. Normalmente, però, i compratori finanziari esperti convergono nella formulazione delle ipotesi su detti fattori, per cui si forma una convergenza di valutazioni.

Molta attenzione deve essere posta sulla differenza tra l'indicatore di sintesi (il multiplo) e il metodo di valutazione (il modello del *business*) poiché il multiplo è solo un modo semplicistico di rappresentare un valore: senza alterare i fatti o i giudizi sulla qualità del piano, ma modificando sistemi di riferimento o convenzioni contabili, si possono ottenere risultati radicalmente diversi.

Un secondo elemento di indeterminatezza del valore è il passaggio dall'*enterprise value* all'*equity value*, sottraendo dal primo la posizione finanziaria netta normalizzata. Il modo in cui si possono ritardare i pagamenti ai fornitori, gestire la stagionalità dei flussi finanziari e utilizzare il *factoring* può dare origine a ampie differenze di valutazione.

A seconda della tipologia del prezzo impiegato si distinguono due diversi tipi di metodi:

- metodo delle società comparabili, basato su prezzi formati nei mercati regolamentati (*stock market multiple*);
- metodo delle transazioni comparabili, che utilizza prezzi rilevati in occasione di operazione di fusione e acquisizione di imprese non quotate (*deal multiple*).

Il metodo delle società comparabili, rispetto al metodo delle transazioni comparabili, è di più facile applicazione data la maggiore disponibilità di dati relativi ai prezzi ed è più rappresentativo in quanto risultato di numerose negoziazioni.

Il procedimento di calcolo del valore dell'impresa tramite il metodo dei multipli si articola in quattro fasi:

- 1) identificazione e selezione delle società comparabili, in base alla struttura organizzativa, tipo di *business*, clienti, aree geografiche, settore di appartenenza;
- 2) comparazione dei profili di rischio finanziario e scelta delle variabili economiche e di *performance* da utilizzare per la determinazione dei moltiplicatori;

3) calcolo dei moltiplicatori ad una certa data e in prospettiva di medio termine;

4) applicazione dei multipli selezionati alle grandezze dell'impresa oggetto di valutazione.

Non esiste in letteratura un numero standard di società da inserire nel campione di comparazione, tuttavia, nella pratica aziendale il numero tende a crescere quanto più debole è la comparabilità con l'impresa target.

Un ulteriore punto di analisi per l'applicazione del procedimento consiste nell'individuazione l'orizzonte temporale su cui focalizzare l'attenzione. Infatti, per la determinazione delle grandezze da utilizzare occorre definire il periodo di attinenza. Si distinguono, infatti, in base all'orizzonte temporale di riferimento tre tipi di multipli:

- multipli storici, ottenuti confrontando i prezzi correnti di borsa con i risultati dell'ultimo bilancio disponibile;
- multipli *trailing*, conseguiti raffrontando i prezzi correnti di borsa con i risultati riferibili a 12 mesi precedenti la data di riferimento della stima;
- multipli *leading*, ottenuti confrontando i prezzi correnti di borsa con i risultati attesi per il prossimo esercizio (o media dei prossimi due o tre esercizi).

La scelta tra i diversi tipi di multipli dipende dall'orizzonte temporale della grandezza economica della PEBC alla quale si intende applicare il moltiplicatore: ad esempio se essa è presa dal *budget* per l'anno successivo, sarà preferibile utilizzare un multiplo *leading*. Vi è in sostanza un'esigenza di coerenza temporale tra le grandezze impiegate nel calcolo dei multipli delle *comparables* e la corrispondente grandezza relativa all'impresa valutata.

Una successiva classificazione dei multipli si basa sulla grandezza economica alla quale il prezzo si riferisce. Si distinguono quindi:

- multipli diretti, calcolati con riguardo al valore di mercato del solo capitale (*equity*) desunto dalle quotazioni del mercato (*market capitalization*);
- multipli indiretti, che consentono di quantificare l'*enterprise*

*value* per via indiretta.

Mentre i multipli diretti sono caratterizzati dalla presenza al denominatore di grandezze che esprimono margini economici, i multipli indiretti presentano al denominatore grandezze di per sé non in grado di esprimere un livello di redditività dell'impresa.

Nei Paesi di matrice anglosassone, vengono spesso utilizzati multipli *relative*, ovvero multipli rettificati in base a un coefficiente che tiene in considerazione il divario medio intercorrente con un multiplo riferito a un indice di settore. La tecnica dei multipli *relative* permette di eliminare i *bias* legati a fattori che provocano differenze dei multipli nel tempo.

Con riferimento all'approccio dei multipli di imprese comparabili si ritiene infine di dover sottolineare ulteriormente alcuni concetti fondamentali, relativamente alla significatività dei multipli impiegati ai fini della valutazione. Un elevato livello di significatività presuppone che vi sia un forte nesso di causalità tra la grandezza economica prescelta come indicatore di *performance* al denominatore e il valore dell'impresa. Un efficace indicatore della rilevanza di tale nesso è rappresentato dalla volatilità del multiplo. Se il nesso di causalità è forte, il multiplo tende a stabilizzarsi nel medio-lungo termine; viceversa, se il nesso è debole o assente, il multiplo diviene volatile e segue un andamento casuale, in funzione della non significatività della misura di *performance* in termini di valore. Un'ulteriore questione da tenere in considerazione è che il metodo dei multipli assume implicitamente che le prospettive di crescita dell'impresa valutata e delle imprese comparabili prese in considerazione siano le stesse; tale circostanza non va dimenticata, in particolare nel confronto dei valori assunti dal multiplo relativamente alle imprese considerate.

Identificare un multiplo realmente significativo presuppone dunque la comprensione di quali siano i *driver* fondamentali che lo influenzano e che determinano il valore dell'impresa. Inoltre la qualità del multiplo è direttamente proporzionale alla capacità di spiegare e giustificare le differenze intercorrenti tra i diversi valori che esso assume per ciascuna società del campione. Da ultimo, si evidenzia come spesso sia tanto necessario quanto utile ricorrere non già ad un



solo multiplo, ma ad una pluralità di multipli, al fine di rendere maggiormente attendibile la valutazione finale dell'impresa target.

Detto metodo può trovare un ostacolo nell'individuazione di un campione di imprese quotate effettivamente rappresentativo e omogeneo rispetto alla PEBC, soprattutto se la stessa è di dimensioni modeste. Con riferimento al livello di comparabilità delle imprese del campione selezionato con l'impresa oggetto di valutazione, è possibile intervenire anche con aggiustamenti e rettifiche delle grandezze economiche alla base dei multipli (denominatore) e/o dei valori di mercato (numeratore). Normalizzazioni e rettifiche possono avvenire in funzione di disomogeneità nei principi e nei criteri contabili applicati, di eventi temporanei e contingenti, di ciclicità di breve periodo, di poste straordinarie; si tratta in buona sostanza di passare, attraverso tali accorgimenti, da multipli grezzi a multipli *adjuste*, in caso di rettifiche al numeratore, e/o *clean*, nel caso di rettifiche al denominatore.

È bene precisare che il denominatore del multiplo deve essere espresso in forma standardizzata per tutte le imprese del campione, sempre al fine di garantire omogeneità.

Una seconda criticità, non meno influente, è rappresentata dal fatto che eventuali inefficienze dei mercati di Borsa, quali ad esempio bolle speculative, fasi di elevata volatilità delle quotazioni e in generale variazioni di prezzo non legate ai fondamentali, possono rendere i multipli poco significativi. Al fine di eliminare tali inefficienze è possibile aggiustare il numeratore del multiplo ricorrendo ad un prezzo medio storico (ad esempio ultimi 6 mesi, ultimo anno, ecc.) anziché al prezzo corrente.

Un'ulteriore possibile criticità è rappresentata dall'eventuale presenza di rilevanti differenze tra le imprese del campione e tra queste e l'impresa target in termini di struttura finanziaria, le quali possono influenzare anche significativamente il valore dei multipli. Una possibile soluzione per ovviare a questo problema consiste nel calcolo di multipli *unlevered* delle imprese comparabili, al netto cioè dell'effetto della struttura finanziaria. In questo caso il multiplo medio del campione successivamente varrà nuovamente modificato al fine di tener conto della struttura finanziaria dell'impresa valutata.

Il metodo delle transazioni comparabili, noto anche come *Direct Market Data Method*, consente di determinare il valore dell'impresa attraverso l'analisi di transazioni di *Mergers and Acquisitions* (M&A) simili all'operazione messa in atto dall'investitore istituzionale. Questo metodo si è affermato nel tempo grazie alla crescente disponibilità di informazioni raccolte in banche dati.

La differenza principale rispetto al metodo precedente è la natura dei prezzi: essi sono espressione di valori negoziati in concomitanza di negoziazioni per quote di minoranza qualificata o di controllo del capitale e non prezzi di mercati di una singola azione. Ne consegue che nei prezzi è incorporato il premio per la maggioranza. Tuttavia, è da notare che i valori così formati risentono delle specifiche situazioni delle controparti in cui avviene la trattativa, come la maggiore forza contrattuale di una delle parti, la necessità di vendere per l'acquirente, la presenza di sinergie scaturenti dall'operazione per l'acquirente, e così proseguendo.

Un ulteriore ostacolo all'applicazione di questo metodo riguarda la carenza di dati sulle transazioni comparabili, dovuto sia alla scarsità di operazioni che alla disponibilità di informazioni. Inoltre, le transazioni spesso incorporano termini non divulgati pubblicamente, come le garanzie e le dilazioni di pagamento, non inclusi nel prezzo ma che contribuiscono ad influenzarlo.

Le imprese del paniere di riferimento, comunemente dette *comparables*, possono presentare caratteristiche molto diverse (dimensione, quotazione in borsa, ecc.) e operare in sistemi competitivi differenti in termini di regolamentazioni e rischi. Può accadere di conseguenza di confrontare imprese tra loro molto dissimili. Inoltre, si può ottenere a un multiplo elevato confrontando un'impresa con un Ebitda molto basso legato alla situazione specifica dell'impresa stessa.

### **5.2.2 Il Discounted Cash Flow**

Secondo il metodo del *Discount Cash Flow* (DCF), il valore di un'impresa dipende dalla attitudine in prospettiva dell'impresa a

generare flussi di cassa operativi (*free cash flow*) stabili, che offrano una congrua remunerazione del capitale investito. Infatti, secondo la metodologia finanziaria, il valore del capitale economico di un'impresa è pari al valore dei flussi di cassa che si prevede la stessa potrà generare, attualizzati applicando un tasso di sconto che rifletta il profilo del rischio operativo-finanziario dell'investimento. Misurare una qualsiasi attività secondo un approccio finanziario non può prescindere da una puntuale stima dei flussi di cassa e del tasso di attualizzazione con cui scontare tali flussi.

La formula per il calcolo del DCF è la seguente:

$$V = \sum \frac{CF}{(1+r)^n} \quad (1)$$

dove:

$V$  = valore dell'impresa

$CF$  = *cash flow*

$r$  = tasso di attualizzazione

$n$  = numero di periodi

Come per il metodo dei multipli, questo metodo di valutazione può essere applicato seguendo l'approccio *asset side* o l'approccio *equity side*. L'approccio *asset side* perviene a una determinazione del valore complessivo lordo dell'impresa (*enterprise value*) attraverso l'attualizzazione dei flussi di cassa prospettici che scaturiscono dal capitale complessivamente investito, sia a titolo di debito che a titolo di capitale. L'*equity side* attua una determinazione diretta del valore economico attribuibile al solo patrimonio netto (*equity value*), attraverso l'attualizzazione di flussi di cassa prospettici disponibili per coloro che hanno investito nell'impresa a titolo di capitale di rischio.

Nell'approccio *asset side* i flussi monetari da attualizzare comprendono solo quelli prodotti dalla gestione operativa, escludendo eventuali oneri finanziari. Questi flussi di cassa, denominati *unlevered cash flow* o *free cash flow to firm (FCFF)*, sono disponibili per l'impresa per remunerare il capitale complessivamente investito indipendentemente dalla fonte, sia esso capitale di terzi o di rischio.

L'*enterprise value* consiste nella sommatoria dei *free cash flow to*

*firm* attualizzati al costo medio ponderato del capitale investito o *Weighted Average Cost of Capital (WACC)* che riflette il profilo di rischio operativo e finanziario dell'impresa. Il valore del patrimonio netto viene calcolato sottraendo dall'*enterprise value* così determinato il valore corrente della posizione finanziaria netta.

Nell'approccio *equity side* i flussi di cassa prospettici da attualizzare sono al netto della gestione finanziaria (*levered cash flow* o *free cash flow to equity, FCFE*) e rappresentano le risorse finanziarie disponibili per remunerare solo il capitale di rischio. L'*equity value* si ottiene attualizzando i flussi di cassa al tasso di remunerazione atteso per gli investitori in capitale di rischio. Il tasso di attualizzazione rappresenta il costo del capitale di rischio calcolato attraverso il modello del *Capital Asset Pricing Model (CAPM)*<sup>31</sup>.

Le formule per calcolare l'*enterprise value* secondo l'approccio *asset side* e l'*equity value* con il procedimento *equity side* sono le seguenti:

*Asset side:*

$$W_A = \sum \frac{FCFF}{(1+WACC)^n} \quad (2)$$

*Equity side:*

$$W_E = \sum \frac{FCFE}{(1+K_e)^n} \quad (3)$$

dove:

$W_A$  = valore economico del capitale complessivamente investito o *enterprise value*

$W_E$  = valore del capitale economico dell'impresa o *equity value*

$FCFF$  = *free cash flow to firm*

$FCFE$  = *free cash flow to equity*

$WACC$  = costo medio ponderato del capitale

$K_e$  = costo opportunità del capitale proprio

$n$  = numero di periodi in cui attualizzare i flussi.

---

<sup>31</sup> Per una disamina sul CAPM si veda Merton, 1973.

Rispetto alla formula generale (1) vista in precedenza, si trova come valore d'impresa  $V$  l'*asset value* nel caso dell'*asset side* o l'*equity value* nel caso dell'*equity side*. I flussi di cassa  $CF$  da attualizzare sono specificamente i flussi  $FCFF$  per l'*asset side* e  $FCFE$  per l'*equity side*. Il tasso di attualizzazione  $r$  è il tasso  $K_e$  per l'*asset side* e il tasso  $WACC$  per l'*equity side*.

La relazione che lega le due grandezze è la seguente:

$$W_A = W_E + PFN \quad (4)$$

dove:

$W_A = \text{enterprise value}$

$W_E = \text{equity value}$

$PFN = \text{posizione finanziaria netta}$ .

Il valore dell'*enterprise value* è dato dalla somma tra l'*equity value* e la posizione finanziaria netta, ossia l'indebitamento finanziario al netto della liquidità immediata, dei titoli facilmente negoziabili e di eventuali crediti finanziari, espressa a valori di mercato.

I due approcci portano intuitivamente al medesimo risultato finale (sotto una serie di ipotesi e assunzioni), ma percorrendo strade diverse e utilizzando *input* diversi in termini di flussi e di tasso di sconto. Di norma l'obiettivo finale è la stima del valore dell'*equity* e in tal senso i due approcci descritti corrispondono alle seguenti due alternative:

a. determinare l'*enterprise value* dell'impresa ( $W_A$ ) e successivamente, sottraendo la posizione finanziaria netta, giungere all'*equity value*;

b. determinare direttamente l'*equity value*.

I due approcci, entrambi utilizzati nella pratica manageriale, presentano differenti caratteristiche. L'approccio *asset side* è, in generale, più appropriato per la valutazione di imprese caratterizzate da una struttura del capitale con elevata incidenza del debito. L'approccio *equity side* risulta di più difficile impiego poiché per il suo calcolo è necessario stimare gli oneri finanziari per tutto l'orizzonte temporale di riferimento.

Al fine di meglio esplicitare i concetti fin qui esposti si riportano di

seguito due schemi di stato patrimoniale riclassificato a valori contabili e a valori di mercato.

**Figura 5.1: stato patrimoniale a valori contabili e a valori di mercato.**

$CIN$	Mezzi di terzi	$W_A$	$D$
	Mezzi propri		$W_E$

Fonte: nostra elaborazione.

Come si può vedere dalla figura 5.1 lo stato patrimoniale è composto da un lato dal capitale investito ( $CIN$ ) e dall'altro dai mezzi di terzi e dai mezzi propri. Esprimendo le poste di stato patrimoniale a valori correnti, troviamo al posto del capitale investito l'*enterprise value* dell'impresa, e al posto dei mezzi propri è presente l'*equity value*. In questo caso  $D$  esprime il valore di mercato della posizione finanziaria netta dell'impresa; è sempre importante distinguere in modo chiaro, prima di tutto concettualmente, i valori contabili risultanti dal bilancio e i valori di mercato, i quali rappresentano l'obiettivo finale del processo di valutazione.

Dal punto di vista dei flussi di cassa, i  $FCFF$  utilizzati nel caso di una valutazione *asset side* sono i flussi di cassa generati dalla gestione operativa, disponibili per la remunerazione di tutti i finanziatori (creditori e azionisti). Il procedimento per il calcolo dei  $FCFF$  è illustrato nella figura 5.2.

**Figura 5.2: calcolo del *FCFF*.**

Calcolo del <i>FCFF</i>
EBITDA
± $\Delta$ Capitale Circolante
± $\Delta$ fondo TFR
– investimenti operativi
+ disinvestimenti operativi
– imposte teoriche sull'EBIT
= <i>FCFF</i>

*Fonte: nostra elaborazione.*

Nell'approccio *equity side* i flussi rilevanti sono invece i *FCFE* disponibili per gli azionisti, i quali scontano dunque anche la gestione finanziaria. Si determinano i *FCFE* in modo analogo, come rappresentato dalla figura 5.3.

**Figura 5.3: calcolo del *FCFE*.**

Calcolo del <i>FCFE</i>
EBITDA
± $\Delta$ Capitale Circolante
± $\Delta$ fondo TFR
– investimenti operativi
+ disinvestimenti operativi
– interessi passivi netti
– imposte sull'utile netto
± versamenti/rimborsi di capitale proprio
± variazione programmata dell'indebitamento
= <i>FCFE</i>

*Fonte: nostra elaborazione.*

Di norma, nella prassi, si predilige l'approccio *asset side* in quanto permette di semplificare la stima a livello operativo e di renderla spesso più credibile e realistica.

Nell'approccio *equity side*, stimare i *FCFE* comporta infatti la precisa conoscenza dell'importo degli oneri finanziari relativi a ciascun anno di previsione, il che risulta spesso molto arduo, in funzione ad esempio della presenza di tassi d'interesse variabili. Dopo aver determinato i *cash flow* prospettici dell'impresa è necessario stimare un adeguato tasso al quale attualizzarli; esso corrisponde al costo del capitale per l'impresa ovvero, visto dal lato dei finanziatori (creditori e azionisti), al rendimento giudicato accettabile in funzione del rischio sopportato. In particolare i finanziatori a titolo di capitale di debito richiederanno un certo rendimento, qui individuato con  $K_d$ , mentre i conferenti capitale di rischio si attenderanno dall'impresa un rendimento individuato con  $K_e$ .

La diversa configurazione dei flussi di cassa nei due diversi approcci valutativi (*asset side* e *equity side*) richiede altrettanti coerenti tassi di sconto. Se l'obiettivo della valutazione è la stima dell'*enterprise value*, come si è visto, i *FCFF* andranno attualizzati al *WACC*, il quale rappresenta il rendimento medio ponderato richiesto da tutti i finanziatori dell'impresa nel loro complesso (debitori e azionisti); esso viene determinato appunto come media tra  $K_d$  e  $K_e$ , ponderata in funzione del peso che capitale di debito e capitale di rischio hanno rispettivamente nella struttura finanziaria dell'impresa. La formula è dunque la seguente:

$$WACC = K_e \times \frac{E}{D+E} + K_d \times (1 - \tau_c) \times \frac{D}{D+E} \quad (5)$$

dove:

$K_e$  = costo dell'*equity*

$E / (D + E)$  = peso dell'*equity* nella struttura finanziaria

$K_d \times (1 - \tau_c)$  = costo del capitale di debito al netto dell'effetto fiscale relativo alla deducibilità degli interessi passivi ( $\tau_c$  è l'aliquota d'imposta sul reddito d'impresa)

$D / (D + E)$  = peso del capitale di debito nella struttura finanziaria.

Si ritiene opportuno mettere in evidenza alcune criticità legate



all'utilizzo del WACC. Innanzitutto il suo impiego nel calcolo presuppone la costanza ad *infinitum* del rapporto d'indebitamento; per questo motivo i pesi sono di norma determinati non già in funzione della struttura finanziaria corrente dell'impresa, ma di una struttura finanziaria ideale. In secondo luogo nella formula del WACC i valori dell'*equity* (*E*) e del debito (*D*) sono sempre espressi a valori di mercato e non a valori contabili; utilizzare questi ultimi sarebbe infatti un errore, in quanto un potenziale investitore non giudica il proprio rendimento sul capitale investito in funzione del patrimonio netto contabile, ma sulla base di quanto ha impiegato per acquisire una quota di capitale, che è appunto un valore di mercato. Tuttavia, poiché nel mercato del private equity vengono negoziate, di norma, imprese non quotate, non è disponibile il valore della capitalizzazione di borsa come valore di mercato dell'*equity*. Una soluzione può essere quella di inserire inizialmente nella formula i valori contabili correnti, per poi procedere con una serie di iterazioni fino a trovare il valore finale per convergenza.

Con riferimento all'approccio *equity side*, finalizzato alla stima diretta dell'*equity value* dell'impresa, i flussi da utilizzare nella formula del DCF sono i FCFE mentre il rispettivo tasso al quale attualizzarli è il costo del capitale di rischio ( $K_e$ ) che esprime il rendimento atteso da parte degli azionisti. Relativamente alla modalità di determinazione del costo del debito, esso è dato dalla media dei tassi d'interesse applicati dai finanziatori a titolo di capitale di debito sulle diverse tipologie di finanziamento. Esso può essere calcolato rapportando gli oneri finanziari ai debiti finanziari secondo quanto preventivato nel *business plan* dell'impresa. Il costo del capitale di rischio,  $K_e$ , viene usualmente calcolato utilizzando il modello base del *Capital Asset Pricing Model* (CAPM):

$$K_e = R_f + \beta \times (R_m - R_f) \quad (6)$$

dove:

$R_f$  = *risk free rate*

$\beta$  = coefficiente Beta, che misura il rischio sistematico della specifica impresa (rischio non diversificabile) in funzione della sensibilità del suo rendimento rispetto a quello dell'intero mercato

$R_m$  = tasso di rendimento medio del mercato azionario

$R_m - R_f = \text{market risk premium}$ .

Il *risk free rate* indica il tasso di interesse dei titoli privi di rischio. Nella prassi in Italia si è soliti utilizzare il rendimento dei BTP decennali. Per quanto riguarda il tasso di rendimento medio del mercato azionario, esso rappresenta il tasso di rendimento medio calcolato su base storica del portafoglio di mercato. La differenza tra il tasso di rendimento medio del mercato azionario e il *risk free rate* è il *market risk premium* che esprime l'extra-rendimento che si ottiene investendo nel portafoglio di mercato. Infine, il coefficiente Beta rappresenta il rischio sistematico attribuibile alla singola impresa, non neutralizzabile attraverso la diversificazione di portafoglio; esso misura in particolare la reattività del rendimento della specifica impresa alle variazioni di rendimento del portafoglio di mercato. Le imprese maggiormente rischiose, ovvero caratterizzate da un rischio superiore a quello del mercato, presentano un Beta superiore all'unità, mentre quelle più difensive presentano valori al di sotto dell'unità. Infine, un'impresa caratterizzata da un Beta pari a 1 ha la stessa rischiosità del mercato. Il coefficiente Beta viene stimato e pubblicato periodicamente da numerose fonti con riferimento alle imprese quotate e anche a gruppi di imprese omogenee, con un orizzonte temporale medio di cinque anni, il che consente di neutralizzare parzialmente gli andamenti economici contingenti. Il presente lavoro, tuttavia, si occupa di private equity e dunque fa riferimento quasi sempre a imprese non quotate, per le quali il coefficiente Beta non viene calcolato; è necessario pertanto selezionare un campione di imprese quotate il più possibile comparabili e paragonabili all'impresa valutata in quanto a settore di appartenenza, *business*, clienti, dimensioni, risorse, struttura organizzativa, profilo di rischio, ecc. Una volta selezionato il campione e identificati i rispettivi Beta *levered*, è necessario procedere con l'*unlevering*, al fine di scorporare la componente legata al rischio finanziario e pervenire così agli *unlevered*, espressione del solo rischio operativo. A questo punto si calcola il *unlevered* medio del campione di riferimento che, alla luce della comparabilità del campione stesso con l'impresa valutata, ne approssima il rischio operativo. Infine, a tale coefficiente si applica il processo di *re-levering* al fine di tener conto del rischio relativo alla

struttura finanziaria dell'impresa, ottenendo così il suo *levered*, il quale va inserito nella formula del *CAPM* per il calcolo del costo del capitale di rischio.

È evidente, tuttavia, che è impossibile effettuare una stima di tutti i flussi di cassa che l'impresa genererà dal momento della valutazione all'infinito; per questo motivo la valutazione viene scissa in due orizzonti temporali, da un lato il periodo corrispondente al piano industriale e dall'altro quello che va dalla fine del piano industriale all'infinito. Con riferimento all'orizzonte del piano industriale l'analista può procedere ad una stima analitica dei flussi di cassa sulla base del *business plan* aziendale: di norma il periodo di previsione analitica oscilla tra i 5 e i 7 anni, potendo arrivare in alcuni casi anche fino a 10 anni; altre volte l'analista procede infatti ad un'estensione delle proiezioni analitiche per alcuni anni oltre l'orizzonte del piano industriale. Per quanto riguarda, invece, il periodo successivo all'orizzonte del piano industriale, è inevitabile dover ricorrere ad una forte semplificazione, che consiste nell'assumere un flusso di cassa normalizzato di fine piano che l'impresa sarà in grado di generare da lì all'infinito; in ipotesi di *steady state* tale flusso perpetuo viene assunto costante, mentre in ipotesi di *steady growth* si assume che esso cresca all'infinito ad un tasso  $g$  costante. In questo modo il valore dell'impresa si compone di fatto di due distinte componenti: il valore dato dall'attualizzazione dei flussi di cassa relativi all'orizzonte di piano e il *terminal value* dell'impresa, ossia il suo valore a fine piano, determinato dal valore attuale della rendita perpetua dei flussi oltre l'orizzonte di previsione analitica. La formula del DCF a questo punto diventa:

$$V = \sum \frac{CF_t}{(1+r)^n} + \frac{TV}{(1+r)^N} \quad (7)$$

dove:

$V$  = valore dell'impresa

$CF_t$  = *cash flow*

$r$  = tasso di attualizzazione

$n$  = numero di periodi

$N$  = numero di periodi perpetuo

$TV = \text{terminal value}$

In ipotesi di *steady state* si avrà:

$$TV = \frac{CF_n}{r} \quad (8)$$

In ipotesi di *steady growth* si avrà invece:

$$TV = \frac{CF_n(1+g)}{(r-g)} \quad (9)$$

dove  $CF_n$  è il flusso di cassa opportunamente normalizzato a fine piano e  $g$  il tasso di crescita perpetuo dei flussi e dell'impresa.

La stima del *terminal value* gioca un ruolo chiave nella valutazione, in quanto molto spesso assume un peso molto rilevante sul valore complessivo dell'impresa. Emerge un'importante criticità del metodo del DCF, rappresentata dal fatto che una parte importante del valore finale stimato è riconducibile ad ipotesi e assunzioni relative ad un orizzonte temporale futuro, con un basso grado di prevedibilità. Ciò dovrebbe indurre il valutatore ad utilizzare estrema prudenza nella stima di parametri quali il flusso normalizzato e l'eventuale tasso di crescita perpetuo: su un orizzonte temporale infinito anche piccole variazioni in tali input possono portare a rilevanti variazioni del *terminal value* e dunque del valore dell'impresa. Il flusso di cassa normalizzato di fine piano ( $CF_n$ ) è quel flusso che l'impresa dovrebbe produrre in condizioni di stabilità (ossia in assenza di crescita) e normalità: di norma si ipotizza infatti che gli ammortamenti corrispondano agli investimenti di sostituzione necessari a conservare la capacità produttiva in essere e che la variazione del circolante sia nulla. Normalizzare il flusso di fine piano significa tuttavia anche depurarlo da eventuali anomalie temporanee e contingenti dovute ad esempio alla congiuntura economica o ad eventi straordinari. Il tasso di crescita  $g$  è dato dall'indice di redditività attesa dei nuovi investimenti (Roi o Roe a seconda che la valutazione sia rispettivamente *asset side* o *equity side*) moltiplicato per il tasso di reinvestimento dei flussi di cassa. In questo caso la stima del tasso  $g$  si fonda su risultati futuri attesi, tuttavia esso può essere alternativamente determinato sulla base della serie storica dei risultati dell'impresa, ipotizzando che nel futuro essa replichi l'andamento avuto nel passato. In ogni caso, tale stima risulta critica e presuppone

la conoscenza approfondita da parte dell'analista di una serie di variabili relative all'impresa, al settore di appartenenza, al mercato nel suo complesso, all'andamento macroeconomico nazionale e internazionale, e così dicendo. In uno scenario competitivo e in settori caratterizzati da relativa stabilità, la stima del tasso di crescita atteso può risultare più agevole, potendo fare riferimento all'andamento atteso della domanda nel lungo periodo in quello specifico settore e all'inflazione attesa; diversamente in contesti caratterizzati da un elevato grado di incertezza e instabilità, come ad esempio nei settori innovativi, per i quali non si è in possesso di significative serie storiche, la stima del tasso di crescita si rivela più critica e maggiormente esposta ad errori di valutazione, anche rilevanti. Una regola prudenziale seguita in generale nella prassi prevede di attribuire al *growth rate* un valore in linea con le previsioni di crescita del PIL o del settore di riferimento nel lungo periodo.

È importante sottolineare inoltre che, nell'ipotesi di crescita perpetua, il flusso normalizzato di fine piano si modifica rispetto all'ipotesi di perpetua costanza dei flussi. In particolare il circolante tenderà a crescere anch'esso al tasso  $g$  di pari passo con la crescita del fatturato e verosimilmente la crescita ipotizzata richiederà investimenti superiori a quelli di sostituzione per poter incrementare la capacità produttiva. Risulta dunque evidente l'impatto che differenti assunzioni di base hanno sul processo di valutazione del *terminal value* e sulla stima finale del valore dell'impresa.

Un'alternativa alla metodologia di calcolo del *terminal value* sopra esposta consiste nell'utilizzo di un multiplo, applicato alla relativa grandezza economica dell'impresa prevista a fine piano (Ebitda, Ebit, ecc.); in questo caso il *terminal value* si configura come un presunto valore di realizzo dell'impresa a fine piano.

### **5.2.3 L'Adjusted Present Value**

L'*Adjusted Present Value* (APV) è una variante del DCF che si adatta particolarmente alla valutazione di operazioni caratterizzate da un ampio ricorso all'indebitamento e da una struttura finanziaria

variabile di anno in anno; il caso tipico è rappresentato dalle operazioni di *leveraged buy out*.

L'APV prevede la separata e analitica valorizzazione dei benefici fiscali del debito (*tax shields*), legati alla deducibilità degli interessi passivo. Nell'approccio classico del DCF, invece, come visto in precedenza, i benefici fiscali del debito sono inclusi implicitamente nella formula del WACC. Tuttavia, in caso di rilevanti variazioni della struttura finanziaria da un anno all'altro, una corretta e rigorosa applicazione del DCF richiederebbe la stima di un WACC diverso per ogni anno; per superare tale criticità si può ricorrere dunque alla separata valorizzazione dei benefici fiscali del debito.

L'*enterprise value* è dato dalla somma di due valori: il valore dell'impresa *unlevered*, calcolato attualizzando gli *FCFF* non al WACC ma ad un tasso *unlevered* (che non tenga conto cioè dalla gestione finanziaria, ma solo di quella operativa, come se si trattasse di un'impresa non indebitata), e il valore attuale dei *tax shields*. La formula generale dell'APV è pertanto la seguente:

$$WA = \sum \frac{FCFF_t}{(1+K_{eu})^t} + \frac{TV_{unlevered}}{(1+K_{eu})^N} + \sum \frac{D_t * K_d * \tau_c}{(1+K_S)^t} + \frac{TV_{TS}}{(1+K_{TS})^N} \quad (10)$$

dove:

$FCFF_t$  = free cash flow to firm

$K_{eu}$  = costo del capitale di rischio dell'impresa non indebitata (*unlevered*)

$K_d$  = costo del capitale di debito

$K_{TS}$  = tasso di attualizzazione dei benefici fiscali del debito (*tax shields*)

$TV_{unlevered}$  = terminal value al netto dei benefici fiscali del debito

$TV_{TS}$  = terminal value dei benefici fiscali del debito.

$D_t$  = capitale di debito

$\tau_c$  = aliquota d'imposta sul reddito d'impresa.

Con riferimento al tasso  $K_{eu}$  utilizzato nella formula, la sua relazione con il costo del capitale di rischio  $K_e$  di un'impresa indebitata è la seguente:

$$K_e = (K_{eu} + K_d) - (1 - \tau_c) \times \frac{D}{E} \quad (11)$$

Il costo del capitale di rischio di un'impresa è dato dalla somma tra il costo del capitale di rischio dell'impresa non indebitata e il costo del capitale di debito, a cui si sottrae la percentuale di reddito non tassato moltiplicato per il rapporto tra debito e *equity*.

Valorizzando separatamente i benefici fiscali del debito, l'approccio APV, ha il pregio di mettere in evidenza in che modo differenti strutture finanziarie e strumenti di finanziamento impattano sull'impresa in termini di valore. Tuttavia, una forte criticità insita nell'applicazione di questa variante del DCF consiste nel fatto che essa presuppone la perfetta conoscenza del piano di ammortamento del debito.

#### 5.2.4 Il modello reddituale, patrimoniale e misto

Il modello reddituale è un metodo di valutazione delle imprese sviluppato in Europa. Secondo il modello reddituale, il valore di un'impresa è proporzionale alla sua capacità di produrre redditi. In base a tale metodo, il valore dell'impresa deriva dalla sommatoria dei valori attuali dei flussi reddituali attesi. Una distinzione di grande rilievo è quella tra la capacità in atto, cioè dimostrata per il passato o raggiungibile nel breve termine con ragionevole probabilità, e le capacità potenziali non ancora raggiunte ma possibili sulla base di ragionevoli *assumptions*, dove un certo grado di arbitrarietà e soggettività da parte del valutatore è inevitabile.

Momento fondamentale nel metodo reddituale è la determinazione del reddito che si presume di conseguire nei prossimi esercizi, ovvero il reddito medio normale atteso. I redditi così individuati vengono dunque capitalizzati ad un tasso che aggiunge al rendimento degli investimenti privi di rischio un adeguato premio per il rischio sito nel particolare investimento rappresentato dall'impresa oggetto di valutazione.

Il primo passo nella determinazione del reddito medio prospettico, è quello della normalizzazione del reddito stesso, ovvero:

- l'eliminazione degli elementi straordinari di reddito e di quelli non inerenti alla gestione caratteristica dell'impresa stessa;
- l'inserimento dei costi figurativi, la corretta remunerazione dei soci lavoratori, gli interessi intesi come la mancata remunerazione qualora il capitale fosse stato impiegato in un investimento finanziario alternativo.

Una volta accertata la misura del reddito, normalizzato sotto tutti i profili, è di regola necessario procedere al ricalcolo degli oneri fiscali che vanno adeguati alla variata misura del risultato economico.

La funzione generale che lega il capitale economico alla componente reddituale può essere rappresentata dalla seguente formula:

$$V = \frac{R}{i} \quad (12)$$

dove:

$V$  = valore del capitale economico dell'impresa

$R$  = reddito medio normale atteso

$i$  = tasso di capitalizzazione

Nel caso in cui l'orizzonte temporale sia definito, e dunque limitato, la formula sopra esposta dovrà essere modificata in modo da rappresentare una rendita annua posticipata di durata pari a  $n$  anni (in cui  $i$  indica il tasso di attualizzazione).

$$V = R \times \frac{1-(1+i)^{-n}}{i} \quad (13)$$

Nel caso in cui il ricorso ad una configurazione di reddito normale medio atteso possa avvenire con riferimento ad una previsione dettagliata, almeno per alcuni anni, le formule precedentemente illustrate devono essere ri-esprese nel seguente modo:

$$V = \left[ \sum \frac{Rt}{(1+i)^t} \right] + Tv \quad (14)$$

dove:

$V$  = valore del capitale economico dell'impresa

$Rt$  = redditi netti normali del periodo esplicito



$i$  = tasso di capitalizzazione

$T_v$  = valore attuale dei redditi che l'impresa continuerà a generare nei periodi successivi a quelli di prevedibilità analitica

Rispetto al passato, il modello reddituale trova una limitata applicazione per la complessità delle implicazioni sul valore derivante dalla difficoltà di calcolo delle componenti reddituali prospettiche e per lo sviluppo del metodo del DCF. Ciononostante, in particolari ambiti, come ad esempio nelle transazioni afferenti imprese operanti nel settore finanziario, si utilizzano metodi riconducibili alla valorizzazione del reddito o del dividendo.

Il metodo di valutazione patrimoniale esprime il valore di un'impresa in funzione del suo patrimonio, ossia analizza i valori dei singoli elementi dell'attivo e del passivo dalla cui contrapposizione emerge l'entità del patrimonio netto.

Tale impostazione offre, proprio per sua natura, una visione dell'impresa fondata su una rappresentazione delle sue componenti patrimoniali, la cui preventiva valorizzazione avviene con appropriate metodologie in funzione della natura e delle caratteristiche delle stesse.

La fase applicativa del metodo patrimoniale si caratterizza per la presenza di alcuni momenti fondamentali:

1) il calcolo del capitale netto di bilancio. Esso deriva dalla sommatoria del capitale sociale e delle riserve (formate da utili o da rivalutazioni);

2) la rivalutazione degli eventuali elementi non monetari (immobilizzazioni tecniche, rimanenze di magazzino, partecipazioni, titoli, ecc.) a valori correnti e l'attualizzazione dei crediti e dei debiti. Importante sottolineare come la verifica dei valori inerenti alla immobilizzazione possa far emergere delle plusvalenze o minusvalenze dovute al fatto che le immobilizzazioni vengono valutate sulla base del realistico valore di mercato, ovvero del costo di riproduzione o sostituzione. A tal proposito queste voci straordinarie, se accertate, possono essere talvolta assoggettate ad un successivo eventuale prelievo fiscale figurativo.

Nella pratica, il modello patrimoniale si presenta generalmente

secondo tre differenti formulazioni:

- Metodo patrimoniale semplice: la valutazione comprende le immobilizzazioni materiali, oltre ai crediti ed alla liquidità, ed eventuali immobilizzazioni immateriali iscritte in bilancio. Ciò fornisce una valutazione aziendale statica, legata al valore patrimoniale dell'impresa ad una certa data, e non alla sua capacità di creare redditi futuri. Ne consegue quindi che il metodo sia applicabile nel caso di imprese prive di attività produttive, ad esempio imprese immobiliari o *holding* finanziarie;

- Metodo patrimoniale complesso analitico: la stima include oltre alle immobilizzazioni materiali, le immobilizzazioni immateriali non contabilizzate, ma per le quali è possibile procedere ad una valorizzazione motivata e documentata. Inserendo la valorizzazione delle immobilizzazioni immateriali non si stima il valore dell'avviamento dell'impresa;

- Metodo patrimoniale complesso empirico: tale metodologia considera nella determinazione del capitale economico le immobilizzazioni immateriali non contabilizzate, la cui valorizzazione si fonda non tanto su basi razionali, quanto su parametri aventi come esclusivo riferimento transazioni avvenute. Rispetto al patrimoniale analitico la valorizzazione delle immobilizzazioni immateriali non è certa, ma presumibile (ad esempio il marchio aziendale).

Tornando al metodo patrimoniale semplice, al patrimonio netto vanno sommate le rettifiche inerenti alle poste patrimoniali. In particolare, vanno quindi analizzate tutte le poste patrimoniali, e rettifiche sulla base dei seguenti criteri di valutazione:

- liquidità: nessuna rettifica, si riporta il valore presente in bilancio;
- crediti: valore di presunto realizzo, attualizzato nel caso di crediti oltre l'esercizio;
- rimanenze di magazzino: valore di presunto realizzo;
- beni strumentali: valore di mercato del bene stesso.
- passività: valore di presunta estinzione;
- fondi rischi ed oneri: devono esprimere una stima attendibile dell'evento per cui sono stati costituiti;

Tali valutazioni, comportano delle rettifiche alle poste patrimoniali,

dando luogo a plusvalenze e minusvalenze che vanno a sommarsi al patrimonio netto nella determinazione del valore aziendale.

La determinazione del valore aziendale è quindi dato dalla formula:

$$V = C + M + P + t \quad (15)$$

dove:

$V$  = valore del capitale economico dell'impresa

$C$  = capitale netto contabile

$P$  = plusvalenze

$M$  = minusvalenze

$t$  = incidenza degli oneri fiscali potenziali

Le plusvalenze e le minusvalenze danno luogo, inoltre, ad una fiscalità latente che deve essere calcolata e portata in aumento o diminuzione del valore aziendale.

Il modello patrimoniale è caduto in disuso e non viene più annoverato tra i modelli valutativi. Tuttavia, l'analisi patrimoniale è una componente rilevante dell'analisi fondamentale e conserva un ruolo non secondario nel processo valutativo effettuato utilizzando altre metodologie di valutazione.

Il modello misto patrimoniale-reddituale era considerato in passato il tipico metodo di stima del valore di capitale economico. In sintesi, il modello misto è definito dalla sommatoria di due addendi:

- il capitale netto rettificato, derivante dall'analisi patrimoniale;
- il *goodwill*, che potrebbe assumere valori negativi per imprese in perdita, e, in tal caso, si parla di *badwill*.

### **5.2.5 La PEP Drivers' Grid**

La PEP *Drivers' Grid* è una metodologia usata nella pratica nell'analisi della fattibilità dell'investimento. Essa consente di determinare delle simulazioni previsionali, su base pluriennale, di *cash flow*, conto economico e stato patrimoniale dell'impresa target,

sulla base dei dati storici già a disposizione.

La *PEP Drivers' Grid* è stata ideata e sviluppata dalla società Private Equity Partners a partire dal 2003. È una tecnica che consente di mettere in evidenza i *key value drivers* finanziari ed economici più importanti per giudicare fattibile o meno un investimento. Vengono presi in considerazione quattro parametri strutturali, quali:

1. Ebitda;
2. *capital expenditure* (investimenti netti annui in immobilizzazioni materiali o immateriali);
3. incremento o decremento annuo di capitale circolante netto;
4. crescita annua di Ebitda o fatturato.

I primi tre parametri sono le variabili fondamentali per esprimere la capacità dell'impresa di onorare i propri debiti finanziari nel tempo, nonché la capacità del *business* di generare valore. Nella *PEP Drivers' Grid* tutti i parametri emersi dal processo di valutazione, sia quantitativi che qualitativi, devono essere opportunamente quantificati sinteticamente in dati economico-finanziari prospettici. È dunque dalla combinazione dei quattro elementi precedentemente delineati che vengono focalizzate le criticità e i parametri strutturali del *business* in cui opera l'impresa target: i parametri vengono riferiti all'anno più recente e espressi come percentuale del fatturato dell'impresa nello stesso periodo. Tali combinazioni di fattori consentono di verificare se questo "test di fattibilità" dell'operazione è superato e, in caso negativo, di visualizzare subito dove sono i problemi e come migliorare.

In generale, esistono quattro leve in grado di generare valore in un'operazione di private equity:

- aumento del fatturato;
- crescita dei margini;
- ottimizzazione della struttura finanziaria (attraverso la riduzione dell'indebitamento o la dismissione di *assets* non strategici);
- aumento dei multipli (riposizionandosi in fasce diverse del mercato).

I primi due interventi si concretizzano in un aumento dell'Ebitda, in pratica alzando i ricavi e/o riducendo i costi operativi, mentre le

ultime due strategie guardano agli aspetti economici del *deal*.

### **5.3 La valutazione dei rendimenti dei fondi di private equity**

In questo paragrafo si descrivono i principali metodi utilizzati per la valutazione dei rendimenti dei fondi che investono nel private equity. Questi metodi sono:

- l'*Internal Rate of Return* (IRR);
- il *Net Asset Value* (NAV);
- il *Cash Multiple*;
- il *Residual Value to Paid-In* (RVP);
- il *benchmark*.

È da sottolineare che detti metodi vengono utilizzati dagli operatori anche per la valutazione del valore della PEBC. Infatti, in fase di negoziazione, si calcola il possibile rendimento dell'operazione al fine di stimare il valore massimo attribuibile all'impresa target, ossia il prezzo limite fino al quale l'operatore decide di poter spingersi nell'offerta. In altri termini, si fissa un obiettivo minimo (in termini di un indice di rendimento) che si vuole ottenere dall'investimento in questione e sulla base di esso si determina il prezzo massimo di acquisizione della partecipazione. Tale calcolo richiede la preventiva stima sia del tempo previsto di mantenimento in portafoglio della partecipazione che del suo probabile prezzo di realizzo al momento della dismissione (in ipotesi di assenza di altri flussi in entrata e in uscita). Stimati questi valori e fissato il valore obiettivo dell'indice, si perviene dunque al valore dell'impresa che sarà possibile offrire nel rispetto del vincolo di rendimento.

#### **5.3.1 L'*Internal Rate of Return***

L'*Internal Rate of Return* (IRR) è un fattore molto importante nel

mondo del private equity. Esso rappresenta l'indicatore di *performance* maggiormente utilizzato dai fondi per misurare la redditività dei singoli investimenti e del portafoglio complessivo.

L'IRR è il tasso di attualizzazione che eguaglia il valore attuale dei flussi in uscita (*outflows*) al valore attuale dei flussi in entrata (*inflows*) relativi ad un investimento, a cui si aggiunge l'eventuale valore attuale del portafoglio non ancora disinvestito (*unrealised portfolio*). Esso rappresenta il tasso di rendimento medio annuo di un investimento. Con riferimento al private equity, i flussi in uscita sono dati dall'investimento iniziale, finalizzato all'acquisizione della partecipazione azionaria nell'impresa target, e da eventuali successivi apporti in sede di aumenti di capitale della stessa. Il flusso in entrata è rappresentato dal prezzo di dismissione della partecipazione, al quale si aggiungono altri flussi, quali, ad esempio, i dividendi incassati nel periodo di permanenza del fondo nella compagine societaria.

L'IRR individua il rendimento medio percentuale annuo derivante da una qualsiasi attività d'investimento. Esso di norma è calcolato sulla base di flussi mensili. In formula (16):

$$\left[ \frac{Out_0}{(1+IRR_m)^0} + \dots + \dots \frac{Out_n}{(1+IRR_m)^n} \right] = \left[ \frac{In_0}{(1+IRR_m)^0} + \dots + \dots \frac{In_n}{(1+IRR_m)^n} \right] \quad (16)$$

dove *Out* e *In* rappresentano rispettivamente i flussi di cassa in uscita e in entrata alle differenti scadenze *i*, per  $i = 0, 1, \dots, n$ .

Il tasso di rendimento interno mensile ( $IRR_m$ ), definito dalla soluzione dell'equazione (16), deve poi essere riportato su base annuale ( $IRR_a$ ), attraverso la seguente formula (17):

$$IRR_a = (1 + IRR_m)^{12} - 1 \quad (17)$$

Il calcolo del tasso di rendimento interno viene utilizzato per valutare la convenienza o meno di un investimento: si confronta il tasso di rendimento interno con un tasso di rendimento soglia, detto tasso di accettazione o *cut-off rate*. Convieni effettuare l'investimento se il tasso di rendimento interno è maggiore del tasso di accettazione.

Si sottolinea che il calcolo dell'IRR prevede l'impiego di un procedimento iterativo.

Operativamente, il valore esatto dell'IRR è possibile solo al termine della dismissione di tutte le partecipazioni. Poiché risulta utile per il monitoraggio del valore del portafoglio anche il calcolo del rendimento del fondo in momenti intermedi alla fine del ciclo di vita del fondo, l'EVCA ha fornito tre diversi livelli di calcolo dell'IRR: IRR di primo livello (rendimento lordo sugli investimenti realizzati), IRR di secondo livello (rendimento lordo su tutti gli investimenti) e IRR di terzo livello (rendimento netto per il sottoscrittore).

L'IRR di primo livello prende in considerazione le uscite di cassa (tipicamente il valore dell'investimento) e le entrate di cassa (disinvestimenti ed eventuali dividendi distribuiti durante il periodo di investimento) intercorsi fra il fondo ed il suo investimento realizzato.

L'IRR di secondo livello prende in considerazione i seguenti fattori:

- le uscite di cassa (investimenti effettuati) e le entrate di cassa (disinvestimenti, inclusi i valori realizzati, pagamenti di interessi e dividendi o restituzione in conto capitale di mutui concessi) che si realizzano tra il fondo e gli investimenti interamente realizzati, gli investimenti parzialmente realizzati, nonché gli investimenti non ancora realizzati;
- la valutazione del portafoglio non realizzato, costituito dall'insieme delle partecipazioni non ancora disinvestite.

L'IRR di terzo livello calcola la misura del rendimento ottenuto dal sottoscrittore del fondo. Tale considerazione implica che, ai fini del calcolo dell'IRR, si terrà conto dei seguenti elementi:

- la valutazione della parte di portafoglio non ancora realizzata deducendo i *carried interest* impliciti;
- i flussi di cassa che si verificano tra il fondo e i sottoscrittori (ovvero considerando i flussi di cassa derivanti dalla gestione del portafoglio al netto, per definizione, dei *carried interest*, delle commissioni corrisposte dai sottoscrittori alla società di gestione ed, infine, di ogni altro compenso od onere pagato alla società di gestione nel corso della gestione e relativamente alle operazioni di investimento e disinvestimento del portafoglio).

I rendimenti del mercato italiano del capitale di rischio vengono

rilevati sin dal 1986 dall'AIFI, in collaborazione con KPMG *Corporate Finance*. L'analisi, basata sulle informazioni fornite direttamente dagli operatori del settore attivi in Italia, presenta dei risultati di sintesi in termini di IRR lordo sugli investimenti realizzati, calcolato sulla base di flussi mensili. Tali risultati vengono calcolati attraverso la media ponderata dei rendimenti della totalità degli investimenti realizzati dagli operatori e non la media dei rendimenti dei singoli operatori. In sostanza, si considera il mercato italiano come un unico fondo di private equity, il cui rendimento complessivo è calcolato sul totale dei flussi in entrata ed in uscita derivanti dall'insieme delle operazioni monitorate. Per detta ragione, l'indice è noto come IRR lordo aggregato. In particolare, i dati KPMG *Corporate Finance* si focalizzano su tre indicatori principali:

- IRR lordo aggregato *from inception*;
- IRR lordo aggregato *since inception*;
- IRR lordo aggregato *by horizon*.

L'IRR lordo aggregato *from inception*, definito nella terminologia internazionale *gross pooled IRR on realised investments*, esprime la *performance* relativa alle partecipazioni cedute nel corso dell'anno di riferimento, indipendentemente dal periodo a cui risale l'investimento iniziale. L'IRR lordo aggregato *since inception*, noto nella terminologia internazionale anche come *historical gross pooled IRR on realised investments*, è indice della *performance* storica di tutte le partecipazioni dismesse dal 1986. L'IRR lordo aggregato *by horizon*, altresì noto nella terminologia internazionale come *gross pooled IRR on all investments*, esprime la *performance* relativa alle partecipazioni acquisite in un determinato orizzonte temporale di riferimento (3, 5 e 10 anni), indipendentemente dal fatto che esse siano state successivamente cedute o risultino ancora in portafoglio.

Nell'IRR lordo aggregato *from inception* si prendono in considerazione i flussi di cassa, in uscita (*cash out*) ed in entrata (*cash in*), relativi esclusivamente alle partecipazioni disinvestite nell'anno di riferimento, mentre i flussi riconducibili a dismissioni parziali vengono considerati "pro-quota".

Attraverso l'analisi del IRR lordo aggregato *since inception* è possibile monitorare la *performance* di tutte le partecipazioni dismesse



dal 1986, che vengono cumulativamente incrementate anno per anno. Si tratta dunque di un indicatore utile a fornire un quadro più omogeneo dell'evoluzione della *performance* del mercato nel medio periodo, in quanto risente in misura ridotta di eventuali ciclicità del settore rispetto all'analisi *year by year*, ovvero calcolata dall'IRR lordo aggregato *from inception*.

L'IRR lordo aggregato *by horizon* considera tutti gli investimenti effettuati nell'orizzonte temporale di riferimento (3, 5 e 10 anni), indipendentemente dal fatto che essi siano stati o meno disinvestiti o risultino ancora in portafoglio. Per quanto concerne le partecipazioni ancora in portafoglio, si precisa che la valorizzazione a fine anno delle stesse, in linea con un approccio prudenziale, risulta in larga parte dei casi effettuata al costo d'acquisto. È altresì opportuno segnalare che i dati desunti dall'analisi *by horizon*, a differenza dell'analisi *since inception* sono soggetti al meccanismo della *media rolling*, applicato all'orizzonte temporale di riferimento. Oltre ad offrire un quadro puntuale dei rendimenti aggregati del portafoglio del private equity italiano, dall'analisi *by horizon* emergono delle indicazioni utili a meglio comprendere le modalità di valorizzazione delle società ancora nel portafoglio degli operatori.

### 5.3.2 Il Net Asset Value

Sulla base della normativa italiana e dalle linee guida EVCA, le società di gestione sono tenute a calcolare almeno semestralmente il valore *Net Asset Value* (NAV) dei fondi gestiti. Il NAV è il valore ottenuto dalla differenza tra il totale degli investimenti e le passività del fondo, e cioè dal valore dei titoli in portafoglio comprensivo dei ratei d'interesse sulle cedole meno i debiti imputabili al fondo comune. Questo valore è solitamente diviso per il numero delle quote del fondo in circolazione, per ricavare il valore di rimborso di queste ultime.

La formula per il calcolo del NAV è la seguente:

$$NAV = \frac{(VA-VP)}{q} \quad (18)$$

dove:

$VA$  = valore del totale attivo

$VP$  = valore del totale passivo

$Q$  = numero di quote del fondo

Il NAV è una misura utile al fine di capire il prezzo che un investitore dovrebbe versare per sottoscrivere nuove quote o incassare al rimborso delle quote in possesso.

### 5.3.3 Il *Cash Multiple*

Il *Cash Multiple* è il rapporto tra il valore degli investimenti realizzati ed il valore investito. Il *Cash Multiple* (o *Distribution to Paid-In*, *D/PI ratio*) misura il rendimento cumulativo distribuito (ovvero realmente realizzatosi) dell'investimento sul totale del capitale investito (al netto di costi di gestione e di eventuali commissioni). La formula di riferimento è:

$$\frac{D}{PI} = \frac{C_{out}}{C_{in}} \quad (19)$$

dove  $D/PI$  rappresenta il *Cash Multiple*,  $C_{out}$  rappresenta l'ammontare totale distribuito relativo all'operazione e  $C_{in}$  è il valore totale versato dall'investitore.

### 5.3.4 Il *Residual Value to Paid-In*

Analogamente al *Cash Multiple*, il *Residual Value to Paid-In* (*RV/PI ratio*) indica il valore residuo investito (al netto delle commissioni di gestione e dei *carried interest*) sul totale dell'equity del fondo. In questo caso, la formula di riferimento è:

$$\frac{RV}{PI} = \frac{R_{in}}{C_{in}} \quad (20)$$

dove  $RV/PI$  è il *Residual Value to Paid-In*,  $R_{in}$  è il valore dell'investimento residuo (non ancora distribuito agli investitori) e  $C_{in}$  è il valore totale versato dall'investitore.

### 5.3.5 Il *benchmark*

Il *benchmark*, o parametro oggettivo di riferimento, è un indicatore utile al fine di verificare puntualmente nel tempo l'abilità del gestore del fondo, in relazione alla *performance* del mercato di riferimento. Essendo il *benchmark* un indicatore che sintetizza la *performance* media di un mercato finanziario, esso ha lo scopo di caratterizzare il prodotto offerto in termini di rischiosità e redditività prevedibile in relazione ai mercati e ai settori presi in considerazione dal gestore del fondo. Tale strumento può essere utilizzato dal risparmiatore/investitore per effettuare scelte più consapevoli e più coerenti con il proprio profilo rischio-rendimento, ma anche per valutare in maniera maggiormente oggettiva l'abilità del gestore, in termini di qualità e stile gestionale.

Nell'ambito degli investimenti in private equity, si possono distinguere due tipologie di *benchmark*: il *benchmark* interno e il *benchmark* esterno. Il primo tipo è utilizzato come termine di paragone tra i diversi fondi, quindi può essere considerato come il *benchmark* per un fondo di private equity. La seconda tipologia è un indicatore di riferimento con cui confrontare la *performance* di un investimento in private equity all'interno del proprio portafoglio, quindi può essere considerato come il *benchmark* per un investitore in private equity.

Per costruire un *benchmark* interno si possono mettere a confronto fondi con un profilo di rischio molto simile, ad esempio che abbiano lo stesso stile di investimento (*buy out, venture capital, turnaround*). In tal caso si parla di *peer group*. I fondi da confrontare devono essere stati avviati nello stesso periodo (*vintage year*), in modo da essere esposti al medesimo ciclo economico. A tal proposito, infatti, i database relativi all'attività dei fondi di private equity presentano i dati organizzati in base agli anni di lancio del fondo.

Il *benchmark* esterno è un parametro di riferimento delle *performance* di una serie di investimenti in private equity che rientrano nel portafoglio di un investitore. Non esistendo un *benchmark* oggettivo, molto spesso gli obiettivi di *performance* sono definiti come sovra-rendimento rispetto ad un indice azionario di

riferimento<sup>32</sup> in un arco temporale di lungo periodo (tipicamente decennale). Il *benchmark* viene calcolato aggiungendo all'indice azionario di riferimento un premio al rischio, di solito compreso tra i 3 e i 5 punti percentuali in più. Il premio al rischio fa riferimento a tre tipologie di rischio implicite negli investimenti di private equity, ovvero:

- rischio di liquidità: gli investimenti in private equity non sono liquidi ed hanno un orizzonte temporale di lungo periodo; il premio al rischio rispetto all'indice deve riflettere il costo-opportunità di investire in un'attività poco liquida e non in titoli quotati sui mercati con prezzi determinati quotidianamente ed elevata trasferibilità;
- rischio finanziario: per l'acquisizione delle partecipazioni si fa ricorso alla leva finanziaria, che può portare ad una volatilità maggiore rispetto ad altre tipologie di investimenti. Ad esempio, nelle operazioni di LBO si utilizzano di solito livelli di indebitamento superiori a quelli medi di mercato;
- rischio operativo e di *business*: alcune tipologie di investimenti in private equity implicano un rischio operativo e di *business* superiore alla media. Ad esempio, gli investimenti in *venture capital* spesso implicano rischi associati a sviluppo di nuovi prodotti, ingresso in nuovi mercati, utilizzo di tecnologie giovani e non testate.

---

<sup>32</sup> La determinazione dell'indice azionario rispetto al quale è determinata la sovra-rendimento dipende dalla tipologia di investimento in private equity (*venture capital* o *buy out*) e dalla esposizione geografica degli investimenti sottostanti. Così, ad esempio, se si ha un portafoglio costituito da fondi di *venture capital* che investono prevalentemente negli Stati Uniti, si potrebbe prendere a riferimento l'indice Russell 2000 che riguarda le azioni delle imprese a bassa capitalizzazione (*small-cap*) degli USA.

## Capitolo 6

# *Private equity backed companies versus non private equity backed companies: analisi delle performance*

### 6.1 Introduzione

In questo lavoro di tesi, si è approfondito nell'attuale contesto economico la seguente domanda di ricerca: *qual è l'impatto, in termini reddituali, finanziari, e di crescita dimensionale, che l'intervento degli operatori di private equity genera sulle imprese oggetto di investimento, con riferimento principale al mercato italiano?*

Il private equity, infatti, è una tipologia di finanziamento che molto spesso prevede, oltre che l'investimento nel capitale di rischio, un contributo manageriale alle imprese oggetto di investimento. Infatti, l'obiettivo degli investitori istituzionali consiste nel creare valore, favorendo la crescita della dimensione aziendale e migliorando l'efficienza complessiva dell'impresa (Achleitner e Klöckner, 2005).

Come si è già detto, solitamente l'operatore di private equity investe nelle *private equity backed companies* (PEBC) per un periodo di tempo limitato durante il quale fornisce spesso anche competenze diverse, associate a piani di investimento specifici. Ne consegue che

gli investimenti di private equity dovrebbero influenzare le *performance* economiche e la crescita dimensionale delle imprese target.

Il dibattito sugli effetti degli investimenti di private equity sulle PEBC riscuote attualmente una particolare attenzione, in quanto gli investimenti nelle imprese sono considerati una risorsa fondamentale per la crescita produttiva e occupazionale nell'Unione Europea. Il Piano d'azione della Commissione Europea del 2011 si è posto l'obiettivo di rimuovere gli ostacoli fiscali agli investimenti in capitale di rischio transfrontalieri, incentivando di fatto gli investimenti di private equity. Inoltre, lo stesso Piano d'azione mira a valutare l'impatto della regolamentazione prudenziale sugli investimenti in capitale di rischio da parte di banche e assicurazioni. In particolare, la Direttiva *Alternative Investment Fund Managers* (AIFM) e il Regolamento per i fondi europei di *venture capital*, che introduce requisiti semplificati rispetto alla stessa Direttiva, hanno modificato il contesto normativo di riferimento al fine di agevolare e promuovere gli investimenti di private equity (Commissione Europea, 2011).

Dalla letteratura accademica emergono, tuttavia, opinioni contrastanti sugli effetti di queste operazioni per le imprese oggetto di investimento. Secondo Wilson e altri (2012), gli investitori svolgono un ruolo attivo nelle PEBC, beneficiando di una dettagliata *due diligence* e disponendo di informazioni complete e tempestive sulle imprese in cui investono. L'attento monitoraggio sulle imprese target dovrebbe consentire agli investitori di migliorare le *performance* aziendali, attraverso la crescita dei ricavi, dei flussi di cassa, dell'occupazione, della redditività, della produttività e dell'innovazione.

Talvolta gli investitori di private equity specializzati nelle operazioni di *turnaround* possono migliorare i risultati economici delle imprese in situazioni di difficoltà, sia attraverso lo sfruttamento di nuove opportunità di crescita, che tramite radicali ristrutturazioni.

Studi recenti hanno tuttavia messo in dubbio le capacità degli investitori di private equity di migliorare le *performance* delle imprese target (si veda Davidoff, 2009; Cheffins e Armour, 2008). Le critiche maggiori mettono in evidenza come l'elevato utilizzo della leva

finanziaria, tipicamente associata a questi investimenti, conduca alla ricerca di risultati di breve termine (*short termism*). Inoltre, tali operazioni possono talora essere accompagnate dall'aumento del rischio di insolvenza e dalla riduzione dell'occupazione (a questo proposito si è espressa anche la *Service Employees International Union*, 2007).

Tuttavia, nel complesso l'evidenza suggerisce che gli investitori di private equity attuano politiche di razionalizzazione, volte a rendere le imprese target strategicamente più concentrate, con un conseguente calo nel numero degli addetti laddove sussistono inefficienze e, al tempo stesso, creando nuovi posti di lavoro nelle aree di maggiore forza delle imprese. La riduzione dei costi e la rifocalizzazione strategica vengono utilizzate per mitigare i problemi delle imprese mature e per creare valore dopo l'ingresso di nuovi soci-investitori (Bruininge altri, 2005). Nel *main stream* della letteratura sul private equity si sostiene infatti che nelle imprese target la riduzione dei costi post-investimento è l'effetto prevalente, poiché gli investitori tendono a perseguire fin da subito maggiori livelli di efficienza (Jensen, 1993; Wright e altri, 2000). Ne consegue che per quanto accerisce l'occupazione, è possibile constatare una diminuzione del numero di addetti a seguito del *deal* (Kaplan, 1989). Come sostenuto da Davis e altri (2011) la crescita dell'occupazione non è un obiettivo specifico degli operatori di private equity, i quali, invece, sono orientati a ottenere un profitto dai propri investimenti. Tuttavia, risulta evidente che la crescita del numero dei dipendenti, come di un altro indice di crescita delle PEBC, spesso indica che gli investitori hanno conseguito i propri obiettivi; ciononostante, non si può tralasciare neppure che spesso la crescita della produttività, a parità di livello di occupazione, aumenta il valore dell'impresa e favorisce pure gli interessi degli investitori.

Alla luce di questi sviluppi, il presente lavoro si propone di analizzare e valutare se gli investimenti di private equity diano luogo ad aumenti della dimensione dell'impresa e a miglioramenti della redditività delle imprese stesse. La *research question* principale consiste nel comprendere come gli investimenti di private equity impattano sulle *performance* delle PEBC, misurando ciò con alcuni indicatori di redditività e di crescita opportunamente selezionati.

La struttura del capitolo è la seguente: nella prima sezione si discute la letteratura accademica specifica sull'argomento. Nella seconda sezione si sviluppano le ipotesi di ricerca da testare nel lavoro. Successivamente, si descrive l'attività di raccolta dei dati e la metodologia di ricerca. Nella quarta sezione si riportano i risultati delle analisi. Infine, si riportano le principali conclusioni, si discutono le implicazioni per gli imprenditori e gli accademici e si riportano le limitazioni del lavoro.

## **6.2. La revisione della letteratura**

Sono presenti nella letteratura accademica diversi studi che analizzano l'impatto degli investimenti di private equity sulle imprese target, la cui eterogeneità dei risultati invita a indagare ulteriormente il fenomeno.

Nonostante il crescente interesse per gli investimenti di private equity, soprattutto per la loro rilevanza a sostegno della crescita dell'economia, la maggior parte della letteratura sul private equity si concentra sull'analisi della redditività degli investitori istituzionali, in particolare esaminando le *performance* delle società di gestione dei fondi chiusi che investono nelle imprese target. Mentre i dati relativi ai fondi non presentano solitamente alcuna informazione sugli investimenti "falliti", il cui ammontare viene solitamente stralciato dal valore del fondo stesso, al contrario i dati di bilancio delle imprese consentono un controllo più specifico degli investimenti di private equity (Cumming e Walz, 2010). A livello di impresa, tuttavia, uno degli ostacoli principali deriva talvolta dalla carenza di informazioni disponibili, in quanto le imprese oggetto di private equity sono esenti dagli obblighi di informativa a cui sono invece sottoposte le imprese quotate nei mercati regolamentati (Bauer e altri, 2001; Baldi e Zazzara, 2006).

Si riporta inoltre che, gli studi relativi all'impatto degli investimenti di private equity sulla redditività e sulla crescita dimensionale delle imprese target si soffermano generalmente su una



specifica sottocategoria di investimento, come il *public to private buy out*, il LBO, il LBO inverso, il *family buy out* e gli investimenti di *venture capital*.

Si rileva inoltre che gli studi sugli effetti del private equity presentano, in generale, una o più delle seguenti limitazioni:

1) la maggior parte degli studi si basa su questionari, con un basso tasso di risposta, caratterizzati da risposte incomplete e spesso parziali.

2) i dati utilizzati offrono scarse possibilità di confronto con imprese comparabili; quando una PEBC presenta una crescita in una determinata voce di bilancio, l'interpretazione del dato dovrebbe dipendere dall'andamento che la stessa voce presenta in altre imprese comparabili. Achleitner e Klöckner (2005), ad esempio, confrontano la crescita del numero di dipendenti delle imprese europee oggetto di private equity con la crescita totale dell'occupazione in Europa. Questo confronto evidentemente non è appropriato, in quanto rapporta imprese diverse in termini di zona geografica e di settore industriale. Al contrario, la misurazione della crescita delle PEBC si ritiene debba essere effettuata confrontando imprese simili.

3) esistono molteplici studi che discutono circa gli effetti economici delle operazioni di private equity basandosi su singoli casi di studio (si veda ad esempio Shleifer e Summers, 1988, Rasmussen, 2008). In questo modo, peraltro, si generalizzano i risultati ottenuti da una singola impresa a un insieme di imprese disomogeneo, quale è l'insieme delle imprese oggetto di private equity.

4) la maggior parte degli studi analizza solo imprese che si sono quotate dopo l'operazione. Tuttavia, la quotazione in un mercato regolamentato avviene solo per le PEBC di maggiore dimensione e solo in caso di successo dell'investimento. Ne consegue che, osservando solamente questo sottoinsieme di imprese, si ha una distorsione dei risultati dovuta alla selezione del campione.

Lo scopo principale di questo studio è quello di superare le limitazioni sopra menzionate rilevate nelle precedenti ricerche. Il presente lavoro, in primo luogo, si differenzia dalla letteratura esistente poiché confronta le imprese oggetto di private equity con un campione di controllo creato accuratamente, in modo tale da presentare caratteristiche simili alle imprese da comparare.

Lo studio di maggiore rilievo ai fini di questa analisi è quello di Wilson e altri (2012) riguardante le operazioni di *buy out* nel Regno Unito. I risultati dell'analisi rivelano che le imprese oggetto di *buy out* esaminate hanno realizzato *performance* economiche e finanziarie superiori rispetto alle imprese comparabili, nel periodo precedente e durante la recente recessione globale. I risultati della regressione, presentati nello studio, mostrano dei differenziali positivi del 515% nella produttività e del 35% nella redditività a favore delle imprese oggetto di *buy out* rispetto alle altre imprese. Inoltre, durante il periodo preso in esame, è emersa una maggiore crescita del reddito e dell'occupazione per le imprese oggetto di *buy out*.

Tra i diversi studi sull'argomento presenti in letteratura troviamo il lavoro di Kaplan (1989), nel quale si considerano 76 operazioni di *leveraged buy out* (LBO) su imprese in precedenza quotate. L'analisi mostra come l'impresa mediana perda il 12% degli addetti nel periodo che intercorre dall'anno precedente all'anno dopo la transazione. Inoltre, dallo studio emerge un aumento significativo del reddito operativo (RO) delle PEBC. L'autore ne desume che, in generale, le operazioni di LBO apportano miglioramenti nei bilanci delle imprese oggetto di investimento e ne aumentano il valore.

Analogamente, Smith (1990) rileva che solitamente il risultato di esercizio delle imprese oggetto di *buy out* aumenta significativamente tra l'anno precedente e l'anno successivo a quello dell'investimento. Al contrario di Kaplan (1989) l'autore registra effetti positivi sull'occupazione.

Muscarella e Vetsuypens (1990) analizzano 72 operazioni di LBO inverso. L'analisi di alcune misure di *performance* che non sono soggette a rivalutazioni contabili rivela che le imprese oggetto di private equity migliorano significativamente la redditività rispetto al campione di confronto formato da imprese quotate. Questi miglioramenti derivano principalmente dalla capacità delle PEBC di ridurre i costi piuttosto che di generare maggiori ricavi. Inoltre, dallo studio emerge che il 92% del campione di confronto presenta una variazione percentuale dell'occupazione in media maggiore rispetto a quello delle imprese target.

Lo studio di Wright e altri (1996) mostra che, nei primi due anni

successivi alle operazioni di *buy out*, non sussistono delle differenze statisticamente significative nel valore del Roa tra imprese oggetto di *buy out* e imprese non oggetto di investimento.

La letteratura non esclude neppure le operazioni di *family buy out*; per esempio Buttignon e altri (2009) studiano un campione di 21 operazioni di *family buy out* avvenute in Italia nel corso del 1990. Alcune variabili analizzate, quali il fatturato e il margine operativo lordo, non risultano statisticamente significative; quindi per individuare un modello di comportamento, gli autori hanno proseguito l'analisi suddividendo le imprese in cluster sulla base del fatturato e delle tendenze dell'Ebitda. Questa scomposizione del campione ha dimostrato che, in generale, l'intervento di private equity provoca una discontinuità nella vita di un'impresa, generando un cambiamento nel *trend* delle *performance* da negativo a positivo e viceversa. Quasi un terzo delle imprese analizzate hanno conseguito ottimi risultati dopo l'investimento di private equity, mentre un altro terzo ha mostrato alcuni segnali di dissesto.

L'analisi di Badunenko e altri (2010) copre 159.425 osservazioni di imprese oggetto di private equity con ricavi operativi annui superiori a 5.000 Euro. Gli autori sostengono che gli investimenti di private equity nel breve termine hanno, in media, un effetto negativo sulle *performance* aziendali misurate in termini di Roa. Dopo il primo anno di investimento la *performance* delle imprese oggetto di private equity risulta inferiore rispetto a quella delle imprese confrontate. Nel caso in cui gli investimenti di private equity continuino per un periodo ininterrotto di sei anni, gli effetti del private equity sulle *performance* delle imprese target sono invece significativamente positivi.

Oltre a queste ricerche lo studio di Davis e altri (2011) risulta importante per l'analisi della crescita dimensionale delle imprese oggetto di private equity. Gli autori analizzano un campione composto da 3.200 PEBC e dai loro stabilimenti e confrontano i risultati con dei campioni di controllo simili in termini di settore, dimensione, età, e crescita precedente l'investimento. L'analisi evidenzia che in media l'occupazione si riduce maggiormente nelle imprese oggetto di private equity rispetto ai campioni di controllo. Tuttavia, dopo l'investimento, la creazione di nuovi posti di lavoro presso gli stabilimenti in espansione è risultata maggiore per le imprese oggetto di private

equity rispetto al campione di controllo.

La tabella 6.1 riassume la letteratura analizzata.

**Tabella 6.1: riassunto della letteratura (in ordine di anno).**

<b>Autore(i), anno</b>	<b>Risultati</b>
Kaplan, 1989	Incremento significativo del risultato operativo. Calo mediano degli addetti del 12%.
Muscarella e Vetsuypens, 1990	Incremento significativo della profittabilità. Incremento mediano percentuale negli addetti inferiore nell'8% dei casi.
Smith, 1990	Incremento significativo del RO. No effetti sugli addetti.
Wright e altri, 1996	No differenze significative nel Roa nei primi anni dopo l'investimento.
Buttignon e altri, 2009	No differenze significative nel <i>turnover</i> e nell'Ebitda.
Badunenko e Baum, 2010	Roa inferiore nei primi anni dopo l'investimento, superiore in un periodo di 6 anni.
Davis e altri, 2011	Differenze positive nei dipendenti (3% dopo due anni, 6% dopo cinque anni).
Wilson e altri, 2012	Differenze positive nella produttività (5–15%) e nella profittabilità (3-5%). Ricavi positivi e crescita degli addetti.

*Fonte: nostra elaborazione.*

La vastità dei risultati della letteratura conduce ad effettuare ulteriori analisi.

### **6.3. Le ipotesi di ricerca**

In questa sezione si sviluppano le ipotesi sulle *performance* delle imprese oggetto di private equity, che sono successivamente testate nel paragrafo 6.5.

La domanda di ricerca principale ( $H_1$ ) che si esamina nel presente lavoro è se le imprese oggetto di investimenti di private equity presentano una *performance* superiore rispetto alle imprese non oggetto di private equity, negli anni successivi all'investimento, sia in

termini di crescita dimensionale che di redditività.

*H<sub>1</sub>: le imprese oggetto di investimenti di private equity presentano una performance superiore rispetto alle imprese non oggetto di private equity.*

## **6.4. La descrizione del campione e la metodologia di ricerca**

Il procedimento di raccolta dei dati e lo schema di selezione del campione sono descritti in questa sezione. In questo paragrafo si forniscono le statistiche descrittive riguardanti sia il campione di imprese oggetto di private equity che il campione di controllo e si illustra la metodologia di ricerca.

Nell'analisi si utilizzano dei modelli di regressione *Ordinary Least Squares* (OLS) per verificare le determinanti delle *performance* delle PEBC legate agli investimenti di private equity. Centrale in questo studio è altresì l'analisi degli effetti degli investimenti di private equity tramite l'utilizzo di modelli *Probit*. Tutto ciò consente di rispondere alla *research question* principale, testando le ipotesi di ricerca.

### **6.4.1 La descrizione dei dati**

I dati sulle imprese oggetto di investimenti di private equity sono stati ottenuti consultando il database dell'Osservatorio *Private Equity Monitor* (PEM)<sup>33</sup>, che analizza gli investimenti in imprese italiane non

---

<sup>33</sup> L'Osservatorio PEM, situato presso l'Università Carlo Cattaneo – LIUC, sviluppa un'attività di monitoraggio permanente sugli investimenti in capitale di rischio realizzati in Italia. Il rapporto del PEM consiste in un database effettuato dall'Osservatorio PEM, che si concentra su investimenti di private equity in imprese italiane, e si propone di delineare le principali tendenze del settore e di individuare gli sviluppi futuri.

quotate, con l'obiettivo di delineare le principali dinamiche del settore e di individuare gli sviluppi del private equity in Italia.

Si studiano le imprese oggetto di private equity nel periodo 2006/2010 situate in Italia.

Sono stati applicati alcuni criteri nella selezione degli investimenti; in particolare, si sono considerati solo gli investimenti iniziali effettuati da parte di investitori non pubblici e non sono stati presi in considerazione gli investimenti relativi alla fase di avvio dell'impresa (*seed e start-up*).

Dal *dataset* iniziale composto da 484 PEBC si sono eliminate 223 imprese per le quali non erano reperibili tutti i dati post investimento.

Il campione finale (Campione PE) risulta quindi costituito da 261 imprese oggetto di private equity, come illustrato nella tabella 6.2.

**Tabella 6.2: distribuzione degli investimenti di private equity negli anni.**

Anno (T)	Numero di investimenti	%
2006	61	23.37%
2007	67	25.67%
2008	79	30.27%
2009	32	12.26%
2010	22	8.43%
<b>Totale</b>	<b>261</b>	<b>100%</b>

*Fonte: nostra elaborazione su dati PEM.*

L'impatto degli investimenti di private equity sulle *performance* delle PEBC è stato analizzato attraverso il confronto con un campione di imprese simili che non hanno ricevuto investimenti a titolo di capitale di rischio. Si è così creato un campione di controllo formato da imprese non interessate dal private equity, definito Campione NPE, con cui confrontare il Campione PE.

Operativamente, per ogni impresa presente nel Campione PE (261

imprese), dal database AIDA di *Bureau Van Dijk*<sup>34</sup> si sono estratte due imprese con le seguenti caratteristiche:

- settore industriale (codice ATECO a quattro cifre);
- sede legale nella stessa regione.

Seguendo questa impostazione, ogni impresa è stata estratta in modo casuale ed è stata "abbinata" all'impresa corrispondente nel Campione PE e sono state misurate le variabili negli stessi anni. Nel presente lavoro si utilizza l'espressione "dopo l'investimento" anche per le imprese del Campione NPE, indicando gli anni che seguono l'investimento per la corrispondente impresa del Campione PE.

Il campione di controllo risulta formato da 496 imprese non oggetto di private equity<sup>35</sup>.

Allo scopo di fornire delle risposte alla domanda di ricerca, in questa sezione si definiscono le variabili selezionate per verificare la *performance* delle imprese oggetto di private equity e si sviluppano le relative ipotesi di ricerca. Gli indicatori di bilancio utilizzati in questo studio sono stati selezionati in modo da non discostarsi dalle variabili maggiormente impiegate nella letteratura tradizionale. In particolare, al fine di stimare come le imprese target sono influenzate dagli investimenti di private equity, si sono analizzate le seguenti variabili: il totale dell'attivo, il patrimonio netto, i ricavi di esercizio, l'*Earning before interest taxes depreciations and amortizations* (Ebitda), il risultato ante imposte, il risultato di esercizio, il *Return on equity* (Roe), il *Return on shareholders' funds* (Rosf), il *Return on assets* (Roa), la posizione finanziaria netta, la rotazione del capitale investito, la *liquidity ratio*, la *solvency ratio* e il rapporto *debt/equity*, ciascuna nel secondo anno dopo l'investimento (per i costrutti precisi si veda l'appendice, tabella A.1). Con queste variabili ci si pone l'obiettivo di

---

<sup>34</sup> La banca dati AIDA di *Bureau Van Dijk* è un database contenente circa 1 milione di imprese in Italia, con un massimo di cinque anni di storia. I conti sono in un formato dettagliato e comprendono 50 indici di bilancio.

<sup>35</sup> Per le imprese nel Campione PE oggetto di acquisizione nello stesso anno, operanti nel medesimo settore e con sede legale nella stessa regione, viene effettuata solo una estrazione di due imprese per formare il Campione NPE. Per questa ragione il campione finale comprende 496 imprese anziché 522 imprese.

rispondere alla domanda di ricerca principale, misurando l'effetto degli investimenti di private equity, sia in termini di crescita dimensionale, che reddituale e altresì studiarne gli effetti finanziari.

Il totale dell'attivo e il patrimonio netto vengono impiegati per misurare la crescita dimensionale delle imprese, i ricavi di esercizio, l'Ebitda, il risultato ante imposte, il risultato di esercizio, il Roe, il Rosf e il Roa sono stati identificati per misurare la redditività delle imprese acquisite dall'investitore istituzionale, mentre la posizione finanziaria netta, la rotazione del capitale investito, la *liquidity ratio*, la *solvency ratio* e il rapporto *debt/equity* analizzano gli aspetti finanziari dell'operazione.

Si è scelto di studiare le variabili nel secondo anno successivo all'investimento, anziché un intervallo di tempo più lungo, poiché per le imprese investite nel 2010 non risultano ancora disponibili i dati di bilancio successivi al 2012. Parimenti se si fosse deciso di utilizzare un periodo di tempo più lungo non si sarebbero potuti studiare gli interventi più recenti.

La tabella 6.3 riassume le statistiche descrittive dei due campioni indicando il valore medio e mediano per ogni variabile analizzata, due anni dopo l'investimento.

Come si può vedere nella tabella 6.3, le caratteristiche dei due campioni nei due anni successivi all'investimento di private equity risultano diversi. Inoltre, con l'analisi del test della T di *Student*, la differenza risulta statisticamente significativa ad un livello di confidenza dell'1% per 11 variabili su 14, con un *p-value* inferiore a 0,00001 in 8 casi, ovvero per totale attivo, patrimonio netto, ricavi di esercizio, Ebitda, risultato ante imposte, Roe, posizione finanziaria netta e rotazione del capitale investito.

Sia l'attivo che il patrimonio netto presentano dei valori superiori nelle imprese oggetto di private equity rispetto alle imprese non oggetto di investimento, considerando sia i valori medi che mediani.

Le imprese nel Campione PE presentano un valore medio dei ricavi di esercizio pari a 10 volte le imprese nel Campione NPE. Anche osservando i valori mediani si nota una forte differenza a favore delle imprese del Campione PE. Allo stesso modo le imprese oggetto di



private equity presentano valori medi e mediani superiori per l'Ebitda.

Alcune variabili sono presenti con segno negativo nel Campione PE e con segno positivo nel campione di confronto. Queste variabili sono il risultato ante imposte, il risultato di esercizio, il Roe, il Rosf e il Roa.

La rotazione del capitale investito, la *liquidity ratio* e la *solvency ratio* mostrano valori inferiori nel Campione PE, mentre la posizione finanziaria netta e il rapporto *debt/equity* presentano valori superiori nel Campione NPE.

### Tabella 6.3: statistiche descrittive dei campioni analizzati.

Il campione include 261 imprese oggetto di private equity nel periodo 2006/2010 e 495 imprese non oggetto di private equity. Le definizioni delle variabili e le fonti sono presenti in appendice (tabella A.1). I dati finanziari sono in unità di Euro. Valori mediani tra parentesi. Test della T di *Student* sull'eguaglianza delle medie. \* Significativo al 10%. \*\* Significativo al 5%. \*\*\* Significativo all'1%.

	<b>Campione PE</b>	<b>Campione NPE</b>	<b>Test T</b>
<b>Attivo</b>	130.154.594 (42.800.128)	7.555.880 (789.974)	(<0,00001)***
<b>Patrimonio netto</b>	39.254.902 (9.395.903)	2.460.232 (88.853)	(<0,00001)***
<b>Ricavi</b>	67.734.638 (26.798.764)	6.337.824 (642.785)	(<0,00001)***
<b>Ebitda</b>	6.854.615 (1.888.992)	519.866 (37.025)	(<0,00001)***
<b>Risultato ante imposte</b>	-9,99 (0,34)	32,81 (3,83)	(<0,00001)***
<b>Risultato di esercizio</b>	-5.651.556 (-105.808)	221.388 (2.652)	(0,00938)***
<b>Roe</b>	-10,04 (-1,14)	4,20 (3,12)	(<0,00001)***
<b>Rosf</b>	-5,74 (1,91)	42,81 (8,52)	(0,00003)***
<b>Roa</b>	-0,73 (1,42)	0,25 (2,85)	(0,53802)
<b>Posizione finanziaria netta</b>	44.572.384 (10.567.451)	1.863.929 (35.353)	(<0,00001)***
<b>Rotazione del capitale</b>	0,73 (0,63)	0,99 (0,87)	(<0,00001)***
<b>Liquidity ratio</b>	0,62 (0,47)	7,20 (0,88)	(0,0078)***
<b>Solvency ratio</b>	29,18 (26,02)	34,87 (16,4)	(0,13219)
<b>Debt/equity ratio</b>	2,73 (1,20)	1,71 (0,26)	(0,35047)

Fonte: nostra elaborazione su dati AIDA di Bureau Van Dijk.

#### 6.4.2 La metodologia di analisi

In questa sezione, si discute la metodologia applicata per analizzare le imprese oggetto di private equity.

In particolare, come già discusso, si è deciso di esaminare le PEBC tramite l'analisi dei dati di bilancio, evitando l'invio di questionari che possono condurre a risposte selettive e utilizzando invece i dati disponibili per tutte le imprese selezionate.

L'analisi inizia tramite lo studio di due modelli OLS con l'obiettivo di identificare se lo *stage* di investimento e l'origine del *deal* comportano delle *performance* differenti nelle imprese oggetto di private equity.

Nel primo modello OLS si studiano gli effetti sulle variabili di *performance* dovute allo stadio in cui si trova l'impresa, come definite nel capitolo 1. Con precisione, si studia il seguente modello OLS:

$$Y = \beta_1 BUY + \beta_2 EXP + \beta_3 REP + \beta_4 TUR \quad (1)$$

dove:

- $Y$  = indicatore di *performance*
- $BUY$  = variabile *dummy* che indica investimento di *buy out*
- $EXP$  = variabile *dummy* che indica investimento di *expansion*
- $REP$  = variabile *dummy* che indica investimento di *replacement*
- $TUR$  = variabile *dummy* che indica investimento di *turnaround*

Le variabili dipendenti sono rispettivamente il totale dell'attivo, il patrimonio netto, i ricavi di esercizio, l'Ebitda, il risultato ante imposte, il risultato di esercizio, il Roe, il Rosf, il Roa, la posizione finanziaria netta, la rotazione del capitale investito, la *liquidity ratio*, la *solvency ratio* e il rapporto *debt/equity*, ciascuna nel secondo anno dopo l'investimento. Le variabili indipendenti sono variabili *dummy* che indicano lo *stage* di investimento di tipo *buy out*, *expansion*, *replacement* e *turnaround*. Si noti che la costante non è stata inclusa nella regressione in quanto le variabili indipendenti godono di perfetta collinearità. Ne consegue che si analizza l'effetto delle variabili relative allo *stage* di investimento tra di esse e non rispetto ad una variabile esclusa.

Nel secondo modello OLS si studiano gli effetti sulle variabili di *performance* dovute all'*origination* del *deal* come espresse nel capitolo 3. Con precisione, si studia il seguente modello:

$$Y = \beta_1 FAM + \beta_2 SBO + \beta_3 P2P + \beta_4 LOC + \beta_5 FOR + \beta_6 OTH \quad (2)$$

dove:

- $Y$  = indicatore di *performance*
- $FAM$  = variabile *dummy* che indica investimento di origine *family and private*
- $SBO$  = variabile *dummy* che indica investimento di origine *secondary buy out*
- $P2P$  = variabile *dummy* che indica investimento di origine *public to private*
- $LOC$  = variabile *dummy* che indica investimento di origine *local parent*
- $FOR$  = variabile *dummy* che indica investimento di origine *foreign parent*
- $OTH$  = variabile *dummy* che indica investimento di altra origine

Le variabili dipendenti sono rispettivamente il totale dell'attivo, il patrimonio netto, i ricavi di esercizio, l'Ebitda, il risultato ante imposte, il risultato di esercizio, il Roe, il Rosf, il Roa, la posizione finanziaria netta, la rotazione del capitale investito, la *liquidity ratio*, la *solvency ratio* e il rapporto *debt/equity*, ciascuna nel secondo anno dopo l'investimento.. Le variabili indipendenti sono variabili *dummy* che indicano l'origine del *deal* di tipo *family and private*, *secondary buy out*, *public to private*, *local parent*, *foreign parent* e altre tipologie di origine di investimento. Come visto nel primo modello, anche in questo caso non si include la costante nella regressione.

Dopo aver analizzato con i modelli sopra illustrati gli effetti dei caratteri degli investimenti sulla *performance* delle PEBC, l'analisi seguita con il confronto tra le *performance* delle imprese oggetto di private equity e del campione di controllo. La relazione tra la probabilità di essere oggetto di investimento di private equity e le *performance* delle imprese viene analizzata attraverso l'utilizzo di due modelli *Probit*. I modelli *Probit* consistono in una specificazione di modelli di regressione binaria che utilizzano, appunto, una funzione di collegamento *Probit* (per analizzare altri studi, che utilizzano il modello *Probit* in questo contesto, si veda ad esempio Phalippou e

Gottschalg, 2009). La variabile dipendente è una variabile *dummy* che assume valore 1 se l'elemento nel campione presenta la caratteristica che si vuole analizzare e 0 altrimenti. Nel presente capitolo, nei modelli *Probit* utilizzati, la variabile indipendente assume valore 1 nel caso in cui l'impresa appartenga al Campione PE e 0 nel caso in cui appartenga al campione di controllo. Con il modello *Probit* si vuole verificare se le imprese oggetto di private equity mostrano una migliore redditività e una maggiore crescita dimensionale rispetto al campione di confronto. Nei modelli sono stati inseriti i valori delle variabili di redditività e di crescita nel secondo anno successivo all'investimento. Le variabili esplicative sono selezionate con l'obiettivo di riflettere le differenze tra le imprese del Campione PE e le imprese presenti nel campione di confronto.

Il primo modello *Probit* analizzato è il seguente:

$$PROB_{PE} = \beta_0 + \beta_1 ROE + \beta_2 ROA + \beta_3 TAS + \beta_4 PRE \quad (3)$$

in cui:

- $PROB_{PE}$  = variabile *dummy* che spiega l'appartenenza al Campione PE (1 nel caso di impresa oggetto di private equity, 0 altrimenti)
- $ROE$  = valore del Roe nel secondo anno dopo l'investimento;
- $ROA$  = valore del Roa nel secondo anno dopo l'investimento;
- $TAS$  = valore del totale dell'attivo nel secondo anno dopo l'investimento;
- $PRE$  = valore del risultato prima delle imposte nel secondo anno dopo l'investimento.

Il modello include come variabili indipendenti il Roe, il Roa, il totale dell'attivo e il risultato ante imposte, nel secondo anno successivo all'investimento.

Il secondo modello *Probit* analizzato è il seguente:

$$PROB_{PE} = \beta_0 + \beta_1 SAL + \beta_2 TAS + \beta_3 EBI + \beta_4 YEA \quad (4)$$

in cui:

- $PROB_{PE}$  = variabile *dummy* che spiega l'appartenenza al Campione PE (1 nel caso di impresa oggetto di private equity, 0 altrimenti)

- *SAL* = valore dei ricavi di esercizio nel secondo anno dopo l'investimento;
- *TAS* = valore del totale dell'attivo nel secondo anno dopo l'investimento;
- *EBI* = valore dell'Ebitda nel secondo anno dopo l'investimento;
- *YEA* = anno dell'investimento

Il modello presenta come variabili indipendenti i ricavi di esercizio, il totale dell'attivo e l'Ebitda nel secondo anno dopo l'investimento. Si è deciso di includere nel modello anche l'anno del *deal* come variabile di controllo.

## 6.5 I risultati delle analisi

In questa sezione si riportano in primo luogo i risultati delle analisi e successivamente si discutono i risultati tenendo conto delle ipotesi di ricerca formulate nella sezione 6.3 e in relazione ai risultati provenienti dalla letteratura accademica precedente.

Nel primo modello OLS si mettono in relazione le variabili relative alla tipologia di investimento, *buy out*, *expansion*, *replacement* e *turnaround*, con le variabili di bilancio relative alle *performance* di crescita, di redditività e finanziarie delle imprese oggetto di private equity, nel secondo anno successivo all'investimento.

I risultati statistici ottenuti con il primo modello OLS (1) sono riepilogati nella tabella 6.4.

**Tabella 6.4: modello OLS (1).**

Il campione include 261 imprese oggetto di investimenti di private equity nel periodo 2006/2010. Le variabili indipendenti sono variabili *dummy* che indicano lo *stage* di investimento di tipo *buy out*, *expansion*, *replacement* e *turnaround*. Le variabili dipendenti sono rispettivamente il totale dell'attivo, il patrimonio netto, i ricavi di esercizio, l'Ebitda, il risultato ante imposte, il risultato di esercizio, il Roe, il Rosf, il Roa, la posizione finanziaria netta, la rotazione del capitale investito, la *liquidity ratio*, la *solvency ratio* e il rapporto *debt/equity*, ciascuna nel secondo anno dopo l'investimento. I costrutti precisi delle variabili sono presenti in appendice (tabella A.1). I valori del *p-value* sono riportati tra parentesi. \* Significativo al 10%. \*\* Significativo al 5%. \*\*\* Significativo all'1%.

	<i>Buy out</i>	<i>Expansion</i>	<i>Replacement</i>	<i>Turnaround</i>
<b>Attivo</b>	145.000.000 (<0,00001)***	92.900.000 (0,00001)***	156.000.000 (0,00096)***	143.000.000 (0,06482)*
<b>Patrimonio netto</b>	41.000.000 (<0,00001)***	27.300.000 (0,00002)***	61.200.000 (0,0042)***	
<b>Ricavi</b>	68.942.000 (<0,00001)***	62.300.000 (0,00004)***	77.100.000 (0,00423)***	94.700.000 (0,01343)**
<b>Ebitda</b>	7.620.000 (<0,00001)***	4.940.000 (0,00188)***	9.500.000 (0,0219)**	
<b>Risultato ante imposte</b>	-10,37 (0,0431)**			
<b>Risultato di esercizio</b>	-9.090.000 (0,01545)**			-5.830.000 (0,02986)**
<b>Roe</b>	-12,75 (<0,00001)***	-6,13 (0,07732)*		
<b>Rosf</b>	-8,33 (0,0153)**			
<b>Roa</b>				
<b>Posizione finanziaria netta</b>	56.800.000 (<0,00001)***	27.600.000 (0,00001)***	33.800.000 (0,00038)***	24.400.000 (0,02729)**
<b>Rotazione del capitale</b>	0,705 (<0,00001)***	0,8122 (<0,00001)***	0,6395 (<0,00001)***	0,8171 (<0,00001)***
<b>Liquidity ratio</b>	0,5649 (<0,00001)***	0,7517 (<0,00001)***	0,6714 (<0,00001)***	0,71 (0,00009)***
<b>Solvency ratio</b>	27,59 (<0,00001)***	31,61 (<0,00001)***	36,21 (<0,00001)***	27,20 (0,00211)***
<b>Debt/equity ratio</b>	1,81 (<0,00001)***	5,04 (0,0639)*	1,93 (0,0113)**	

Fonte: nostra elaborazione su dati AIDA di Bureau Van Dijk.

Come si può vedere dalla tabella, le variabili mostrano lo stesso segno in ciascuna regressione, dimostrando uno stesso *trend* delle variabili per ciascuna tipologia di investimento.

In particolare, mostrano dei coefficienti positivi le regressioni con come variabile dipendente l'attivo, il patrimonio netto, i ricavi, l'Ebitda, la posizione finanziaria netta, la rotazione del capitale, la *liquidity ratio*, la *solvency ratio* e la *debt/equity ratio*.

Mostrano invece coefficienti con segno negativo le regressioni con variabile dipendente il risultato ante imposte, il risultato di esercizio, il Roe e il Rosf.

La regressione con variabile dipendente il Roa non è significativa per nessuna variabile.

Sia nel modello con l'attivo che con il patrimonio netto, i coefficienti maggiori sono presenti in corrispondenza della variabile *replacement*. Ciò indica che gli investimenti di tipo *replacement* comportano un valore maggiore dell'attivo e del patrimonio netto. Tale relazione è presente anche nel modello che vede come variabile dipendente l'Ebitda e la *solvency ratio*.

Mostrano invece un coefficiente maggiore nella variabile relativa agli investimenti di tipo *turnaround* i modelli con variabile dipendente i ricavi e la rotazione del capitale investito.

Il maggiore impatto degli investimenti di tipo *expansion* rispetto alle altre tipologie di investimento si osserva nel modello relativo alla *liquidity ratio* e nel modello relativo al *debt/equity ratio*.

La variabile relativa agli investimenti di tipo *buy out* si caratterizza per presentare il maggiore valore negativo nei modelli relativi al risultato di esercizio e al Roe. Inoltre, presenta il maggiore valore (positivo) nel modello relativo alla posizione finanziaria netta. Oltre a ciò, è l'unica variabile significativa nelle regressioni sul risultato ante imposte e sul Rosf (in entrambi i modelli il coefficiente mostra segno negativo).

Il secondo modello OLS (2) mette in relazione le variabili relative all'*origination* dell'investimento con le variabili di bilancio relative alle *performance* di crescita, di redditività e finanziarie già studiate nel



modello OLS (1), relative alle imprese oggetto di private equity, nel secondo anno successivo all'investimento.

I risultati statistici ottenuti con il secondo modello OLS (2) sono riepilogati nella tabella 6.5.

Il secondo modello OLS (2) mette in relazione le variabili relative all'*origination* dell'investimento con le variabili di bilancio relative alle *performance* di crescita, di redditività e finanziarie già studiate nel modello OLS (1), relative alle imprese oggetto di private equity, nel secondo anno successivo all'investimento.

I risultati statistici ottenuti con il secondo modello OLS (2) sono riepilogati nella tabella 6.5 (origine del *deal* di tipo *family and private*, *secondary buy out* e *public to private*) e nella tabella 6.6 (*local parent*, *foreign parent* e altre tipologie di origine di investimento).

**Tabella 6.5: modello OLS (2).**

Il campione include 261 imprese oggetto di private equity nel periodo 2006/2010. Le variabili indipendenti sono variabili *dummy* che indicano l'origine del *deal* di tipo *family and private*, *secondary buy out* e *public to private*. Le variabili dipendenti sono rispettivamente totale attivo, patrimonio netto, ricavi di esercizio, Ebitda, risultato ante imposte, risultato di esercizio, Roe, Rosf, Roa, posizione finanziaria netta, rotazione del capitale investito, *liquidity ratio*, *solvency ratio* e rapporto *debt/equity*, nel secondo anno dopo l'investimento. I costrutti precisi delle variabili sono presenti in appendice (tabella A.1). I valori del *p-value* sono riportati tra parentesi. \* Significativo al 10%. \*\* Significativo al 5%. \*\*\* Significativo all'1%.

	<i>Family and private</i>	<i>Secondary buy out</i>	<i>Public to private</i>
<b>Attivo</b>	64.900.000 (<0,00001)***	273.000.000 (<0,00001)***	514.000.000 (<0,00001)***
<b>Patrimonio netto</b>	18.500.000 (<0,00001)***	68.800.000 (0,0003)***	175.000.000 (0,0001)***
<b>Ricavi</b>	41.700.000 (<0,00001)***	116.000.000 (<0,00001)***	169.000.000 (0,0017)***
<b>Ebitda</b>	3,34E+06 (<0,00001)***	1,44E+07 (<0,00001)***	
<b>Risultato ante imposte</b>		-22,8 (0,0890)*	-8,53 (0,0723)*
<b>Risultato di esercizio</b>	-994.034 (0,0022)***	-17.522.000 (0,0163)**	
<b>Roe</b>	-11,99 (0,00002)***	-19,42 (0,0003)***	
<b>Rosf</b>	-6,54 (0,0485)**	-15,58 (0,0100)**	
<b>Roa</b>			
<b>Posizione finanziaria netta</b>	20.800.000 (<0,00001)***	117.000.000 (<0,00001)***	178.000.000 (0,0005)***
<b>Rotazione del capitale</b>	0,80 (<0,00001)***	0,57 (<0,00001)***	0,32 (<0,00001)***
<b>Liquidity ratio</b>	0,68 (<0,00001)***	0,42 (<0,00001)***	0,35 (<0,00001)***
<b>Solvency ratio</b>	28,66 (<0,00001)***	25,58 (<0,00001)***	32,64 (<0,00001)***
<b>Debt/equity ratio</b>	3,51 (0,0115)**	2,70 (<0,00001)***	1,62 (0,0192)**

Fonte: nostra elaborazione su dati AIDA di Bureau Van Dijk.

**Tabella 6.6: modello OLS (2).**

Il campione include 261 imprese oggetto di private equity nel periodo 2006/2010. Le variabili indipendenti sono variabili *dummy* che indicano l'origine del *deal* di tipo *local parent*, *foreign parent* e altre tipologie di origine di investimento. Le variabili dipendenti sono rispettivamente totale attivo, patrimonio netto, ricavi di esercizio, Ebitda, risultato ante imposte, risultato di esercizio, Roe, Rosf, Roa, posizione finanziaria netta, rotazione del capitale investito, *liquidity ratio*, *solvency ratio* e rapporto *debt/equity*, nel secondo anno dopo l'investimento. I costrutti precisi delle variabili sono presenti in appendice (tabella A.1). I valori del *p-value* sono riportati tra parentesi. \* Significativo al 10%. \*\* Significativo al 5%. \*\*\* Significativo all'1%.

	<i>Local parent</i>	<i>Foreign parent</i>	<i>Other</i>
<b>Attivo</b>	213.000.000 (0,0004)***	31.700.000 (0,0294)**	134.000.000 (0,0113)**
<b>Patrimonio netto</b>	85.000.000 (0,0018)***	10.300.000 (0,0017)***	41.300.000 (0,0389)**
<b>Ricavi</b>	124.000.000 (0,0009)***	25.800.000 (0,0731)*	90.100.000 (0,0193)**
<b>Ebitda</b>	1,09E+07 (0,0041)***		
<b>Risultato ante imposte</b>			
<b>Risultato di esercizio</b>		1.990.000 (0,0682)*	
<b>Roe</b>		12,49 (0,0140)**	
<b>Rosf</b>		20,81 (0,0242)**	
<b>Roa</b>			
<b>Posizione finanziaria netta</b>	44.000.000 (0,0012)***	3.170.000 (0,0066)***	33.300.000 (0,0107)**
<b>Rotazione del capitale</b>	0,77 (<0,00001)***	0,67 (0,00002)***	0,78 (<0,00001)***
<b>Liquidity ratio</b>	0,72 (<0,00001)***	0,71 (<0,00001)***	0,73 (0,0017)***
<b>Solvency ratio</b>	34,10 (<0,00001)***	37,33 (<0,00001)***	35,17 (0,0018)***
<b>Debt/equity ratio</b>		0,56 (0,0021)***	

Fonte: nostra elaborazione su dati AIDA di Bureau Van Dijk.

Come si evince dalle tabelle le variabili *dummy* mostrano

coefficienti con lo stesso segno positivo nei modelli che studiano la crescita e gli aspetti finanziari. In particolare, il segno risulta maggiore per gli investimenti di tipo *public to private* nei modelli con variabile dipendente il totale attivo e il patrimonio netto, mentre nei modelli relativi alle *performance* finanziaria emerge una situazione più eterogenea. Il modello relativo alla posizione finanziaria netta mostra un coefficiente maggiore ancora nella variabile relativa all'*origination* di tipo *public to private*, mentre il modello relativo alla rotazione del capitale e il modello relativo alla *debt/equity ratio* prevedono un impatto maggiore per gli investimenti di origine *family and private*. Inoltre, il modello relativo alla *liquidity ratio* mostra un maggiore impatto degli investimenti con altre tipologie di origine, e il modello relativo alla *solvency ratio* mostra un maggiore valore per gli investimenti di origine *foreign parent*.

Per quanto riguarda i modelli atti a misurare la redditività delle imprese derivante dalla tipologia di *origination*, in tre casi sono presenti sia variabili con segno positivo che variabili con segno negativo. Si tratta dei modelli relativi al risultato di esercizio, il Roe e il Rosf nei quali sono presenti con coefficiente negativo le variabili relative agli investimenti di origine *family and private* e *secondary buy out*, mentre con segno positivo le variabili relative all'origine di tipo *foreign parent*.

Mostrano, invece, sempre coefficienti con segno positivo i modelli con come variabile dipendente i ricavi, tra cui spicca il valore degli investimenti *public to private*, e l'Ebitda, con maggiore valore nel coefficiente relativi agli investimenti di origine *local parent*.

Al contrario mostrano segno negativo i coefficienti relativi all'origine del tipo *secondary buy out* e *public to private* nel modello che vede come variabile dipendente il risultato ante imposte.

Il modello relativo al Roa invece non presenta significatività statistica per nessuna variabile.

L'analisi prosegue con un modello *Probit* (3) che confronta le imprese oggetto di private equity con un campione di imprese comparabili, e che include come variabili indipendenti il Roe, il Roa, il totale dell'attivo e il risultato ante imposte, nel secondo anno successivo all'investimento. I risultati statistici ottenuti con il primo

modello *Probit* (3) sono riepilogati nella tabella 6.7.

**Tabella 6.7: modello *Probit* (3).**

Il campione include 261 imprese oggetto di investimenti di private equity nel periodo 2006/2010 e 495 imprese non oggetto di private equity. La variabile dipendente è una variabile *dummy* che spiega l'appartenenza al Campione PE. Le variabili indipendenti includono il Roe, il Roa, il totale dell'attivo, il risultato ante imposte nel secondo anno dopo l'investimento e la costante. I costrutti precisi delle variabili sono presenti in appendice (tabella A.1). I valori del *p-value* sono riportati tra parentesi. \* Significativo al 10%. \*\* Significativo al 5%. \*\*\* Significativo all'1%.

Variabile	Coefficiente
Roe	-0,0069 (0,0006)***
Roa	
Attivo	1,4093 (0,0001)***
Risultato ante imposte	-0,0031 (0,0027)***
Costante	-0,6254 (<0,00001)***

*Fonte: nostra elaborazione su dati AIDA di Bureau Van Dijk.*

Il primo modello *Probit* ha messo in luce che, oltre alla costante, tre delle quattro variabili analizzate riportano un valore statisticamente significativo. Queste variabili sono il Roe, l'attivo e il risultato ante imposte.

In particolare, la relazione tra la probabilità di essere oggetto di un investimento di private equity e il risultato ante imposte è negativa: due anni dopo il *deal* gli investimenti di private equity portano ad un risultato ante imposte inferiore rispetto alle imprese comparabili. Infatti, il risultato prodotto dalle imprese oggetto di private equity risente solitamente degli effetti contabili legati alle operazioni di fusione realizzate dagli investitori. Ne consegue che le imprese investite mostrano *performance* minori in termini di risultato ante imposte, in relazione ai maggiori ammortamenti post-fusione delle poste rivalutate.

Anche la relazione tra la probabilità di essere oggetto di un'operazione di private equity e il Roe risulta negativa. Infatti, sussistono molti aspetti che possono influenzare in modo negativo, il valore post-investimento del Roe, come la stessa diminuzione del reddito ante imposte o l'aumento del patrimonio netto che in genere accompagna gli investimenti di private equity.

Al contrario, l'effetto degli investimenti di private equity sul totale attivo è positivo. La relazione positiva tra il totale dell'attivo e gli investimenti di private equity si traduce nel fatto che un'impresa oggetto di investimento da parte di un investitore istituzionale presenta una crescita, registrata con l'aumento delle attività iscritte in bilancio nei due anni successivi all'investimento. Questo dato può essere influenzato dalle politiche di bilancio legate alle rivalutazioni contabili post-fusione, ma mostra in ogni caso un segnale di crescita dimensionale.

Nel secondo modello *Probit* (4) si utilizzano come variabili i ricavi di esercizio, il totale dell'attivo, l'Ebitda e l'anno di investimento. I risultati statistici ottenuti sono riepilogati nella tabella 6.8.

### Tabella 6.8: modello *Probit* (4).

Il campione include 261 imprese oggetto di investimenti di private equity nel periodo 2006/2010 e 495 imprese non oggetto di private equity. La variabile dipendente è una variabile *dummy* che spiega l'appartenenza al Campione PE. Le variabili indipendenti includono i ricavi di esercizio, il totale dell'attivo, l'Ebitda nel secondo anno dopo l'investimento, la variabile di controllo relativa all'anno di investimento e la costante. I costrutti precisi delle variabili sono presenti in appendice (tabella A.1). I valori del *p-value* sono riportati tra parentesi. \* Significativo al 10%. \*\* Significativo al 5%. \*\*\* Significativo all'1%.

Variabile	Coefficiente
Ricavi di esercizio	2,14E-08 (<0,00001)***
Attivo	1,24E-08 (0,0047)***
Ebitda	-6,31E-08 (0,02635)**
Anno	0,0865 (0,04991)**
Costante	-174,707 (0,0486)**

Fonte: nostra elaborazione su dati AIDA di Bureau Van Dijk.

Il secondo modello *Probit* ha messo in luce che tutte le variabili analizzate riportano un valore statisticamente significativo.

In particolare, il coefficiente relativo ai ricavi è positivo. Infatti, l'effetto degli investimenti di private equity sui ricavi di esercizio nel secondo anno successivo all'investimento è positivo.

Come visto nel primo modello *Probit* (3) la relazione tra l'appartenere al campione di private equity e l'attivo è ancora positiva. Gli investimenti di private equity sono caratterizzati da una crescita del totale dell'attivo in bilancio.

Al contrario, la relazione tra la probabilità di essere oggetto di un investimento di private equity e l'Ebitda è negativa: due anni dopo il *deal* gli investimenti di private equity portano ad un Ebitda inferiore rispetto alle imprese comparabili.

## 6.6 Considerazioni conclusive sull'analisi

### 6.6.1 La discussione e le implicazioni dell'analisi

Per analizzare gli effetti degli investimenti di private equity si è costruito un campione di 261 imprese che sono state oggetto di private equity nel periodo 2006/2010. L'impatto degli investimenti di private equity sulla redditività e sulla crescita dimensionale delle imprese è stato analizzato confrontando imprese con e senza investitori istituzionali. A tale fine si è poi costruito un campione di confronto selezionando per ciascuna impresa presente nel campione di private equity due imprese comparabili, ovvero operanti nello stesso settore industriale e localizzate nello stesso territorio di riferimento.

Prendendo spunto dalla letteratura prevalente, si è scelto di analizzare per ogni impresa 14 variabili. Con queste variabili ci si è posto l'obiettivo di rispondere alla domanda di ricerca principale, misurando l'effetto degli investimenti di private equity, sia in termini di crescita dimensionale che reddituale, che vedere gli effetti finanziari degli investimenti. Si sono analizzate le seguenti variabili: il totale dell'attivo, il patrimonio netto, i ricavi di esercizio, l'Ebitda, il risultato ante imposte, il risultato di esercizio, il Roe, il Rosf, il Roa, la posizione finanziaria netta, la rotazione del capitale investito, la *liquidity ratio*, la *solvency ratio* e il rapporto *debt/equity*, ciascuna nel secondo anno dopo l'investimento.

Per prima cosa si è testato se esistono caratteristiche relative alla tipologia e all'origine dell'investimento che influenzano la *performance* delle PEBC.

Considerando la tipologia di investimento, spicca il ruolo degli investimenti di *replacement* nei modelli relativi alla misurazione della crescita, mentre nei modelli atti a valutare la redditività presentano un ruolo negativo gli investimenti di tipo *buy out*. Nei modelli relativi alle *performance* finanziarie non è presente una tipologia di investimento unica con effetto maggiore in tutti i modelli, ma ciascun modello presenta proprie caratteristiche.



Considerando l'*origination* degli investimenti, nei modelli relativi alle *performance* finanziarie anche in detto caso non è presente una tipologia di origine dell'investimento unica con effetto maggiore in tutti i modelli, ma ciascun modello presenta proprie caratteristiche. Sempre considerando l'*origination* presenta un ruolo di rilievo l'origine *public to private* nei modelli relativi alla crescita delle imprese. Per quanto riguarda i modelli atti a misurare la redditività delle imprese derivante dalla tipologia di *origination*, in tre casi sono presenti sia variabili con segno positivo che variabili con segno negativo. Si tratta dei modelli relativi al risultato di esercizio, il Roe e il Rosf nei quali sono presenti con coefficiente negativo le variabili relative agli investimenti di origine *family and private* e *secondary buy out*, mentre con segno positivo le variabili relative all'origine di tipo *foreign parent*.

Si è ipotizzato che le imprese oggetto di investimenti di private equity presentano una *performance* superiore rispetto alle imprese non oggetto di private equity presenti nel campione di controllo ( $H_1$ ) due anni dopo il *deal*.

Un indicatore utilizzato nelle analisi per misurare la *performance* delle PEBC è il Roe. Come è noto, il Roe è il rapporto tra il risultato di esercizio ed il patrimonio netto. Il Roe indica l'ammontare di utile a disposizione degli azionisti per ogni unità di patrimonio netto investita. Questo indice risulta importante in quanto la maggiore redditività del capitale proprio è un obiettivo fondamentale per gli investitori di private equity (Weir e altri, 2007). Questo indicatore risente dell'andamento delle due componenti che sono rapportate: l'utile e il patrimonio netto. In particolare, il patrimonio netto, che costituisce l'apporto degli azionisti, non è sempre direttamente influenzato dagli investimenti di private equity. Infatti, il patrimonio netto negli investimenti di *buy out* è sottoposto soltanto a un trasferimento di proprietà e non necessariamente a un suo incremento. Inoltre, gli investimenti di private equity tendono a utilizzare la leva finanziaria e ad aumentare il valore del debito della PEBC e, talvolta, solo in via residuale il patrimonio netto. Nonostante ciò, è lecito attendersi una maggiore crescita del patrimonio netto nelle imprese oggetto di investimenti di private equity rispetto ad altre imprese non oggetto di simili operazioni. Inoltre, poiché si presume una

contrazione dell'utile anche a parità di effetti sul patrimonio netto, ci si attende in ogni caso un peggioramento del valore del Roe per le imprese oggetto di private equity due anni dopo l'investimento. L'analisi conferma questo ragionamento, mostrando una relazione negativa tra la probabilità di essere oggetto di un investimento di private equity e il Roe.

Per quanto riguarda la crescita dell'impresa, si è deciso di utilizzare come indicatore principale il valore del totale dell'attivo di bilancio. Nel caso del private equity le possibilità di espansione del *business* relative alle nuove competenze manageriali e al *network* di relazioni degli investitori di private equity dovrebbero consentire alle imprese target di espandersi e, di conseguenza, di incrementare il valore dell'attivo per far fronte alle maggiori dimensioni del *business*. Infatti, entrambi i modelli *Probit* (3) (4) confermano questo risultato.

Il risultato ante imposte è una misura importante della redditività d'impresa in quanto consiste nel profitto ottenuto dai proprietari dell'impresa prima del pagamento delle relative imposte, i quali possono decidere di reinvestirlo nel *business*. Come è noto, il risultato ante imposte è l'utile che si realizza quando l'ammontare dei ricavi dell'impresa supera l'insieme dei costi non fiscali necessari a sostenere l'attività. Tra detti costi sono presenti anche gli ammortamenti delle immobilizzazioni presenti in bilancio, i quali in seguito agli investimenti di private equity solitamente presentano un incremento. Ciò si verifica perché spesso le acquisizioni di quote di imprese da parte degli investitori di private equity avvengono tramite la costituzione di una *new co* che successivamente si fonde con la PEBC. Il processo di fusione societaria comporta la rivalutazione delle attività in bilancio, che, a sua volta, conduce a maggiori costi di ammortamento (Buttignon e altri, 2009). Siffatto aumento dei costi comporta solitamente un minore ammontare del risultato ante imposte realizzato per le imprese oggetto di private equity. Ciò nonostante, gli apporti di mezzi finanziari e di conoscenza da parte degli investitori di private equity dovrebbero consentire alle imprese target di sfruttare nuove opportunità di *business* e di ottenere maggiori valori nel risultato al lordo delle imposte (Wright e altri 1987, Wright e altri 1992). Tutto ciò considerato, nei primi anni successivi all'investimento gli effetti negativi derivanti dai maggiori costi di

ammortamento, dovrebbero essere superiori agli effetti dello sfruttamento di nuove opportunità. Di conseguenza, come è emerso in questa analisi, nelle imprese oggetto di private equity, due anni dopo l'investimento, il valore del risultato ante imposte è inferiore rispetto a quello delle imprese non oggetto di private equity.

Il valore dei ricavi di esercizio è un altro importante indicatore della redditività potenziale delle imprese. L'importo totale del fatturato deriva dal valore monetario delle vendite e dei servizi erogati in un determinato periodo di tempo. Come è noto, il fatturato si calcola moltiplicando il prezzo al quale vengono venduti beni o servizi per il numero di unità o quantità vendute. L'attività degli investitori istituzionali dovrebbe condurre a un incremento del fatturato come risultato delle nuove attività volte alla crescita del *business*, grazie ai nuovi capitali apportati e al *network* di relazioni fornito. Questa ricerca dimostra questa tesi, evidenziando una relazione positiva tra i ricavi di esercizio e l'essere investita da un investitore istituzionale. Tuttavia, i risultati sono in contrasto con quanto affermato da Muscarella e Vetsuypens (1990) e Buttignon e altri (2009), i quali affermano che le politiche di razionalizzazione incentivate dagli investitori, volte a ridurre i costi in modo sostanziale, possono avere l'effetto di deprimere il fatturato.

L'Ebitda, o margine operativo lordo, è una misura della redditività largamente impiegata dagli investitori di private equity nella valutazione delle imprese che necessitano di finanziamenti a titolo di capitale di rischio. Infatti, anche nel giudizio delle imprese in perdita, gli investitori utilizzano il margine operativo lordo come indice della capacità potenziale dell'impresa target di produrre utili in futuro. Come è noto, l'Ebitda consente di valutare l'adeguatezza dell'impresa nel generare flussi di cassa in futuro, ignorando la struttura finanziaria. Il margine operativo lordo viene impiegato soprattutto nella valutazione delle imprese oggetto di operazioni di LBO, poiché consente di rilevare la quantità di cassa, che può essere generata dalla PEBC, necessaria a coprire gli elevati interessi passivi nei primi anni dopo il *deal*. L'Ebitda, anche se offre solo una stima dei flussi di cassa futuri, indica solitamente il valore dell'impresa target e la sua idoneità ad esser oggetto di un investimento di private equity (Weir e altri, 2007). Essendo l'Ebitda una misura impiegata largamente dagli

investitori nella valutazione delle imprese, è probabile che vengano scelte imprese che presentano un valore dell'Ebitda alto prima dell'investimento. Ne consegue che il valore post investimento possa risultare in calo. In questo lavoro è emersa una relazione negativa tra la probabilità di essere oggetto di un investimento di private equity e l'Ebitda.

Il presente lavoro ha confermato i precedenti risultati della letteratura.

Vale la pena di sottolineare che il presente studio ha evidenziato gli effetti positivi degli investimenti di private equity sui ricavi di esercizio. Questo risultato è simile a quanto emerso negli studi di Kaplan (1989) e di Smith (1990), che hanno dimostrato gli effetti positivi degli investimenti private equity sulla redditività delle imprese target, misurata dai ricavi di esercizio; lo stesso risultato è stato ottenuto da Wilson e altri (2012), peraltro utilizzando misure diverse di redditività.

Inoltre, nello studio è emerso un effetto negativo sull'Ebitda, come emerso per Badunenko e Baum (2010) considerando il RO nel breve periodo.

Come nello studio di Wright e altri (1996) non si è trovata significatività statistica per il Roa.

In sintesi, la presente analisi evidenzia che gli investimenti di private equity hanno, in media, un effetto ambiguo sulla redditività dell'impresa e un effetto positivo sulla crescita dimensionale delle imprese target. Infatti, nel secondo anno dopo il *deal*, le *performance* delle imprese oggetto di investimenti di private equity sono migliori in termini di ricavi di esercizio, ma peggiori in termini di Roe e risultato ante imposte rispetto alle imprese non interessate da detti investimenti.

### **6.6.2 I limiti delle analisi e le direzioni per ulteriori ricerche**

Questo lavoro presenta dei risultati rilevanti che possono essere comprovati e irrobustiti con ulteriori ricerche, che superino alcuni dei limiti che definiscono l'ambito di questa analisi. Un limite potrebbe

riguardare la numerosità del campione di riferimento che potrebbe essere ampliato. Si potrebbe inoltre provare a considerare l'impatto degli investimenti di private equity anche negli anni successivi al secondo. Inoltre, potrebbero essere prese in considerazione altre misure di redditività e di crescita della dimensione aziendale. Infine, un ulteriore avanzamento potrebbe consistere nell'analizzare l'impatto degli investimenti di private equity con altre metodologie.



## Capitolo 7

# *Private equity backed companies versus non private equity backed companies: analisi delle performance in Europa*

### 7.1 Introduzione

In questo capitolo si analizzano le *performance* delle *private equity backed companies* (PEBC) in Europa. In particolare, si studia se le imprese italiane oggetto di private equity mostrano una *performance* migliore rispetto alle altre imprese target europee, tenendo conto delle *performance* generali delle imprese non oggetto di private equity.

In particolare, lo studio ripete le analisi svolte nel precedente capitolo sulle imprese oggetto di private equity italiane, con gli stessi modelli e le stesse variabili, confrontando le imprese europee oggetto di private equity con imprese europee non oggetto di investimento. L'analisi comprende un confronto diretto delle PEBC situate in Italia con quelle localizzate negli altri Paesi europei presi in considerazione. L'analisi è stata poi validata ripetendo la stessa per i campioni di controllo formati da imprese non oggetto di investimento.

La domanda di ricerca mira quindi a investigare qual è la *performance* delle imprese europee oggetto di private equity negli anni successivi all'investimento, in confronto alle imprese non oggetto

di investimento e se la *performance* è simile a quanto emerso nel mercato italiano.

A questo scopo si è creato un database di imprese non quotate di dimensioni medio - grandi che sono state oggetto di investimenti di private equity nel periodo 2003-2009 e un campione di controllo formato da imprese non oggetto di private equity operanti negli stessi settori e situate negli stessi Paesi.

La scelta di analizzare le performance nei diversi Paesi deriva in primo ordine dal fatto che il processo di investimento dal *general partner* alla PEBC segue precise logiche geografiche. In particolare, i *general partner* tendono a concentrare i propri investimenti su una particolare regione o su un singolo Paese, allocando il capitale attraverso catene di agenti che operano in specifici Paesi. La prossimità spaziale degli investimenti aiuta i *general partner* nel processo di transazione e di monitoraggio delle imprese oggetto di investimento. Ne consegue che generalmente l'offerta di investimenti di private equity espressa dai *general partner* non è localizzata molto distante dalla domanda di investimenti presentata dalle imprese (Groh e altri, 2010).

Al momento i diversi requisiti legali e normativi nei Paesi dell'UE ostacolano gli investimenti tra i vari Paesi europei<sup>36</sup>. Inoltre, le differenze legate alla lingua e alla cultura tendono a limitare l'attività di private equity ai mercati nazionali.

Si è scelto di analizzare gli investimenti di private equity negli otto Paesi europei con maggiore ammontare di investimenti, ovvero, in ordine, Regno Unito, Francia, Germania, Italia, Repubblica Ceca, Spagna, Svezia e Olanda. Si sottolinea che una grande quantità di investimenti di private equity presentata da un Paese è sinonimo dell'andamento positivo del mercato. Infatti, se un *general partner* ottiene ottime *performance* dagli investimenti, egli è in grado di raccogliere ulteriori risorse da investire. Nel complesso, un Paese in cui gli investimenti di private equity conseguono un sovra-rendimento ha più probabilità di attrarre ulteriori investimenti (Charvel, 2009).

---

<sup>36</sup> Recentemente, l'Unione Europea (UE) ha proposto una nuova regolamentazione con l'obiettivo di creare un mercato uniforme del private equity.



Inoltre, particolari regioni diventano attraenti per gli investitori istituzionali solo quando il numero di operazioni effettuate è tale per cui i volumi e i *payoff* sono in grado di coprire le spese di gestione.

L'obiettivo del presente lavoro consiste nel comprendere se le differenze tra i Paesi europei possano influenzare il successo degli investimenti e la crescita delle PEBC. Si vuole studiare se la *performance* positiva dei fondi di private equity, definita, come visto, dal *track record* di investimenti di un Paese, è legata alla crescita delle imprese oggetto di private equity.

L'analisi viene condotta utilizzando modelli di regressione *Ordinary Least Squares* (OLS), modelli *Probit* e test della T di *Student*.

La struttura del capitolo è la seguente: nella prima sezione si discute la letteratura accademica specifica sull'argomento. Nella seconda sezione si sviluppano le ipotesi di ricerca da testare nel lavoro. Successivamente, si descrive l'attività di raccolta dei dati e la metodologia di ricerca. Nella quarta sezione si riportano i risultati delle analisi. Infine, si riportano le principali conclusioni, si discutono le implicazioni per gli imprenditori e gli accademici e si riportano le maggiori limitazioni del lavoro.

## **7.2. La revisione della letteratura**

Il mercato del private equity si espande in tutto il mondo. Il private equity è nato come fenomeno statunitense e dopo il 1990 si è sviluppato in Europa e nel resto del mondo. Attualmente, la globalizzazione del private equity è chiaramente presente poiché lo stesso rappresenta una fonte di finanziamento dell'innovazione in tutto il mondo (Aizenman e Kendall, 2008).

Alla crescita del mercato del private equity si è accompagnata una letteratura accademica sempre più vasta. La maggior parte degli studi degli ultimi dieci anni del '900 si sono concentrati sulle tendenze globali del private equity o sul rapporto tra gli investitori istituzionali

e gli imprenditori, trascurando l'analisi della geografia degli investimenti. Il primo studio che tratta il confronto internazionale degli investimenti di private equity è di Gompers e Lerner (1999), i quali si concentrano esclusivamente sui fondi di *venture capital*. Litvak (2004) affronta i problemi legati alle differenze tra Paesi da un punto di vista legale, ed estende l'analisi di Gompers e Lerner (1999) alle diverse strutture delle *limited partnership*.

Attualmente, vi è una vasta letteratura accademica sulle differenze tra Paesi negli investimenti di private equity. Tuttavia, la maggior parte degli studi si concentrano su un particolare aspetto del fenomeno e indagano solo su pochi Paesi.

Molta attenzione è stata dedicata nella letteratura recente alle differenze nel modello di sviluppo finanziario e più in generale nel percorso di crescita legate al Paese di origine degli investimenti. Gli studi più importanti su questo argomento sono di Bottazzi e altri (2009), Cumming e altri (2009) e Lerner e Schoar (2005).

Bottazzi e altri (2009) hanno dimostrato che in Europa i sistemi legali più efficienti sono associati ad un maggiore coinvolgimento e una maggiore protezione degli investitori.

Cumming e altri (2009) hanno provato che il quadro giuridico nei diversi Paesi contribuisce in modo significativo alla *performance* degli investimenti: infatti, maggiori vincoli legali conducono a maggiori rendimenti calcolati in termini di IRR. Le analisi sugli investimenti realizzati e non realizzati in 39 Paesi danno prova che le caratteristiche del fondo, dell'imprenditore, dell'investimento e dell'ambiente economico contribuiscono in modo significativo al successo degli investimenti. Gli autori hanno dimostrato inoltre che diversi principi contabili e sistemi legali, assieme alle asimmetrie informative tra gestori di private equity e investitori istituzionali, conducono a distorsioni sistematiche nel report degli investimenti non realizzati. Un risultato simile è presentato da Lerner e Schoar (2005) sulla base dell'analisi di 210 investimenti di private equity. Gli autori hanno mostrato che la struttura delle operazioni di investimento variano tra i Paesi a seconda del sistema giuridico presente. Gli investimenti nei Paesi di *common law* spesso comportano l'utilizzo di diversi strumenti, quali le azioni privilegiate, le azioni convertibili e i

*covenants*. Nei Paesi di *civil law* i gestori di private equity privilegiano l'utilizzo di azioni ordinarie e debito, basando l'attività sul controllo del patrimonio netto. Inoltre, Lerner e Schoar (2005) hanno dimostrato che le operazioni nei Paesi di *common law* presentano maggiori rendimenti.

È presente, inoltre, una vasta letteratura accademica in merito alla ripartizione internazionale dei flussi di private equity e alle caratteristiche che attraggono i capitali all'interno dei Paesi. Gli studi più importanti sono di Groh e Gottschalg (2005), Cumming e Johan (2007) e Groh e Liechtenstein (2011).

Groh e Gottschalg (2005) hanno calcolato un indice composito per confrontare l'attrattività degli investimenti di private equity in 27 Paesi europei utilizzando 42 parametri. Le analisi hanno rivelato che il Regno Unito guida la classifica grazie alla maggiore tutela degli investitori, alle regole di *corporate governance* e alla dimensione e alla liquidità del mercato dei capitali. Infatti, le caratteristiche del mercato dei capitali è una misura della professionalità della comunità finanziaria, e garantisce maggiori opportunità di *exit* per gli investimenti.

Cumming e Johan (2007) hanno studiato i flussi nazionali e internazionali di 100 investitori di private equity olandesi. Gli autori hanno affermato che l'armonizzazione delle normative europee, come l'introduzione degli *International Financial Reporting Standards* (IFRS) nel 2005 e la normativa di Basilea II, influenzano le decisioni degli investitori istituzionali di *asset allocation* nel private equity, la regione geografica in cui gli investitori istituzionali investono, e la modalità di investimento (impresa privata diretta, fondo diretto, o investimenti in fondi di fondi). Gli autori hanno poi concluso che l'armonizzazione della regolamentazione dell'UE permette agli investitori istituzionali di operare in diversi Paesi europei.

Groh e Liechtenstein (2011) hanno esaminato le determinanti dell'*asset allocation* internazionale nelle risorse del private equity. Il loro studio sottolinea che nel processo di allocazione internazionale, sono valutati positivamente i meccanismi di tutela dei diritti di proprietà, la presenza di *limited partner* di qualità e le competenze degli imprenditori locali. Inoltre, ha un ruolo rilevante il flusso atteso

di investimenti, mentre l'attività di IPO e la dimensione dei mercati azionari locali non sono così importanti come proposto da altri ricercatori.

Nella letteratura accademica sono presenti altri studi relativi ad aspetti sul confronto internazionale dell'attività di private equity. Aizenman e Kendall (2008) affermano che la distanza, la lingua comune e i legami coloniali sono fattori significativi nel dirigere i flussi internazionali di private equity. Inoltre, attirano gli investimenti internazionali la presenza di capitale umano qualificato, l'ambiente economico, la spesa militare, e i mercati finanziari sviluppati.

Kaplan e altri (2007) hanno analizzato gli investimenti di private equity in 23 Paesi confrontandoli con gli investimenti negli Stati Uniti. Hanno studiato il contenuto dei contratti di investimento, in particolare le clausole riguardanti la destinazione del flusso di cassa, la liquidazione e altri diritti di controllo, e hanno trovato differenze tra i regimi giuridici. Tuttavia, i gestori che godono di maggiore esperienza nel mercato implementano contratti simili ai contratti presenti negli Stati Uniti, indipendentemente dal regime giuridico.

Baughn e Neupert (2003) sostengono che la cultura nazionale, l'orientamento individuale e le condizioni ambientali comportano diversi livelli di attività imprenditoriale in determinati Paesi e, di conseguenza, diversi gradi di attività di private equity.

Schwienbacher (2005) ha studiato le modalità di *exit* dagli investimenti di *venture capital* in Europa e negli Stati Uniti. Anche se sono presenti molte somiglianze tra Stati Uniti ed Europa, hanno trovato importanti differenze rispetto alla durata della fase di uscita, l'utilizzo di titoli convertibili, la sostituzione del *management* e le operazioni in sindacato. Queste differenze provengono da tre fattori: i mercati europei mostrano meno possibilità di uscita; la liquidità è inferiore nei mercati europei, e gli operatori europei adoperano meno spesso i titoli convertibili.

Da Rin e altri (2006) hanno studiato l'evoluzione degli investimenti di private equity in 14 Paesi europei in funzione delle misure di politica economica. Gli autori hanno affermato che la creazione di mercati azionari e la tassazione delle plusvalenze presentano un impatto significativo sugli investimenti.

Popov e Roosenboom (2009) hanno studiato gli investimenti di private equity su un campione di 18 Paesi europei nel periodo 1991-2004. I risultati dei loro studi hanno dimostrato che gli investimenti di private equity hanno effetti sull'innovazione, aumentando i brevetti.

Si riassume la letteratura accademica sul confronto internazionale degli investimenti di private equity nella tabella 7.1.

**Tabella 7.1: riassunto della letteratura (in ordine di anno).**

<b>Autore/i, anno</b>	<b>Risultati</b>
Moerland, 1995	Differenti rendimenti tra Paesi
Manigart e altri, 1997	Differenze nella valutazione dei progetti
Gompers e Lerner, 1999	Differenze nei termini dei fondi
Manigart e altri, 2002	Eterogeneità degli investimenti tra Paesi
Manigart e altri, 2002	<i>Corporate governance</i> , cultura, ambiente e caratteristiche del gestore comportano diversi rendimenti
Baughn e Neupert, 2003	Differenze nella cultura portano a differente attività imprenditoriale
Litvak, 2004	Differenze nella struttura della <i>limited partnership</i>
Groh e Gottschalg, 2005	Indice di attrattività di 27 Paesi europei
Lerner e Schoar, 2005	Differenti sistemi legali comportano diversi IRR
Schwiebacher, 2005	Diversa durata degli investimenti, uso di strumenti convertibili, sostituzione del <i>management</i> e struttura in sindacato per USA/UE
Da Rin e altri, 2006	Diverso impatto della tassazione del <i>capital gain</i>
Kaplan e altri, 2007	Differenze nei contratti nei diversi sistemi legali
Cumming e Johan, 2007	Armonizzazione tra Paesi comporta maggiori flussi internazionali
Aizenman e Kendall, 2008	Distanza, lingua e colonialismo influenzano i flussi internazionali
Bottazzi e altri, 2009	Differenti sistemi legali comportano diverso coinvolgimento degli investitori
Cumming e altri, 2009	Differenti sistemi legali conducono a diversi IRR
Popov e Roosenboom, 2009	Differenti effetti sull'innovazione
Groh e altri, 2010	La fonte degli investimenti non è distante dalla domanda
Groh e Liechtenstein, 2011	Protezione dei diritti di proprietà, qualità dei gestori, qualità dei <i>manager</i> e abilità degli imprenditori influenzano i flussi internazionali

*Fonte: nostra elaborazione.*

I numerosi contributi sottolineano la presenza di molteplici differenze transfrontaliere nelle caratteristiche degli investimenti di private equity. L'obiettivo della presente ricerca è quello di capire se esistono differenze tra Paesi anche nelle *performance* delle PEBC. Si vuole misurare la redditività delle imprese oggetto di investimento situate in diversi Paesi europei e verificare se esibiscono una *performance* differente rispetto alle imprese italiane.

Il lavoro è legato alla letteratura sugli studi internazionali e comparativi, una questione di crescente importanza per lo sviluppo di questa attività.

### **7.3. Le ipotesi di ricerca**

I fondi di private equity sono degli intermediari finanziari specializzati che investono in attività illiquide, cioè nelle imprese partecipate, e mirano a conseguire un rendimento dall'investimento. In questa ricerca, si indaga se la *performance* positiva, espressa dall'alto ammontare investito, corrisponde ad una crescita dell'impresa oggetto di private equity nei diversi Paesi. In particolare, si misurano gli effetti degli investimenti per le PEBC, sia in termini di crescita dimensionale che in termini di crescita della redditività. In primo luogo, si confrontano le *performance* delle imprese oggetto di private equity con le imprese del campione di confronto. Come visto nel capitolo 6 del presente elaborato, si ipotizza le imprese oggetto di private equity presentino risultati superiori rispetto alle imprese non oggetto di investimento:

*H<sub>1</sub>: le imprese oggetto di private equity hanno performance maggiori rispetto alle imprese non investite.*

Successivamente, si studia se sussistono differenze relative al Paese d'origine delle PEBC. A seguito della globalizzazione e della crescente armonizzazione della regolamentazione da parte dell'UE, si suppone che non sussistano differenze legate al Paese di origine delle imprese. In altre parole, l'ipotesi di ricerca che si vuole testare è la

seguente:

*H<sub>2</sub>: la performance delle imprese oggetto di private equity nei Paesi europei che mostrano maggiore ammontare investito è simile a quella esibita dalle imprese italiane oggetto di private equity.*

Tuttavia, si ipotizza che tale risultato non sia presente analizzando le imprese non oggetto di private equity che costituiscono il campione di controllo. Si ipotizza infatti che emergano alcune differenze tra Paesi non osservabili nell'analisi delle imprese oggetto di private equity:

*H<sub>2B</sub>: le imprese del campione di controllo situate in diversi Paesi europei presentano performance differenti rispetto a quelle esibite dalle imprese italiane.*

## **7.4. La descrizione del campione e la metodologia di ricerca**

### **7.4.1. La descrizione dei dati**

Il procedimento di selezione dei dati dei campioni analizzati è descritto in questa sezione.

Si noti che i dati sulle *performance* degli investimenti di private equity possono essere studiati sia a livello aziendale, che a livello di fondo. Nonostante i dati a livello di fondo abbiano il vantaggio di essere al netto delle commissioni del fondo, questi dati non presentano informazioni sull'utilizzo della leva finanziaria. Al contrario, i dati a livello aziendale non presentano detto problema e consentono inoltre di controllare in modo più esplicito per i *bias* di selezione derivanti dalla mancanza di osservazioni per gli investimenti stralciati. In questo lavoro si studiano i dati a livello aziendale, perché più completi e perché permettono di analizzare il fenomeno dal punto di vista dell'impresa.

In questa ricerca, si analizzano i Paesi europei che hanno mostrato il maggiore ammontare di investimenti di private equity nel 2009. Tra questi Paesi, in ordine alfabetico, figurano Francia, Germania, Italia, Spagna, Svezia, Paesi Bassi e Regno Unito e Repubblica Ceca, che insieme rappresentano il 70% del totale degli investimenti in Europa nel 2009, l'80% del capitale investito dai investitori locali e il 74% del numero di investimenti da parte di investitori locali. Nella tabella 7.2 si riportano i quantitativi per il 2009 degli investimenti di private equity in imprese locali, gli investimenti da parte di investitori locali e il numero di investimenti locali nei diversi Paesi europei, distinguendo il totale espresso dai primi otto Paesi che vengono analizzati in questo capitolo.



**Tabella 7.2: investimenti in Europa nel 2009 (dati in milioni di €).**

<b>Paese</b>	<b>Investimenti in imprese locali</b>	<b>Investimenti da investitori locali</b>	<b>No. investimenti locali</b>
Regno Unito	4.736	9.052	825
Francia	3.140	3.444	799
Germania	2.784	2.411	1.277
Italia	1.931	1.414	119
Repubblica Ceca	1.386	61	10
Spagna	1.093	913	163
Svezia	1.079	1.261	379
Olanda	863	764	307
<b>Totale</b>	<b>14.186</b>	<b>19.320</b>	<b>3.879</b>
<b>(% sul totale Europa)</b>	<b>(70%)</b>	<b>(80%)</b>	<b>(74%)</b>
Belgio	1,157	1,048	242
Norvegia	693	622	163
Finlandia	629	338	235
Svizzera	595	718	177
Irlanda	514	59	71
Danimarca	476	492	120
Lussemburgo	408	78	32
Portogallo	303	299	94
Polonia	267	480	29
Romania	220	82	18
Ungheria	213	191	10
Austria	185	137	90
Bulgaria	185	6	3
Grecia	155	41	6
Altri UE	135	36	24
Ucraina	37	12	4
<b>Totale Europa</b>	<b>20.358</b>	<b>23.959</b>	<b>5.197</b>

*Fonte: nostra elaborazione su dati EVCA Yearbook 2011.*

In questo lavoro si analizzano gli investimenti in imprese non quotate oggetto di private equity, di medie e grandi dimensioni. Sono inclusi nell'analisi solo gli investimenti iniziali effettuati da investitori di private equity non di matrice pubblica. Inoltre, si considerano solo gli investimenti in imprese oltre la fase di *start-up*. Di conseguenza, lo studio non comprende i seguenti tipi di *deal*:

- investimenti in imprese quotate;
- investimenti in imprese di piccole dimensioni;
- investimenti da parte di investitori pubblici;

- investimenti di tipo *seed* e *start-up*;
- investimenti di *second round*.

Per l'analisi degli investimenti si è costituito un campione di PEBC che sono state oggetto di private equity nel periodo 2003/2009<sup>37</sup>. I dati sono reperiti dalla banca dati *Thomson ONE* di *Thomson Reuters*<sup>38</sup> e incrociati con i dati contenuti nel database *AMADEUS* di *Bureau Van Dijk*<sup>39</sup> contenente dati sulle imprese di medie, grandi e grandissime dimensioni<sup>40</sup>. Il campione finale (denominato anche campione PE) è costituito da 2.429 imprese, come mostrato nella tabella 7.3.

**Tabella 7.3: distribuzione delle imprese oggetto di private equity negli anni.**

	2003	2005	2004	2006	2007	2008	2009	Totale
Regno Unito	89	116	117	128	148	124	45	767
Francia	104	102	105	94	57	42	29	533
Germania	26	54	36	66	71	56	35	344
Italia	16	47	35	51	43	67	15	274
Svezia	26	35	22	40	35	27	23	208
Spagna	25	28	21	23	24	26	15	162
Olanda	21	18	19	16	20	18	8	10
Repubblica Ceca	0	1	1	3	8	3	5	21
<b>Totale</b>	<b>307</b>	<b>401</b>	<b>356</b>	<b>421</b>	<b>406</b>	<b>363</b>	<b>175</b>	<b>2.429</b>

*Fonte: nostra elaborazione su dati Thomson ONE di Thomson Reuters.*

<sup>37</sup> La raccolta e l'analisi dei dati sono state condotte presso la Bangor Business School (Bangor University).

<sup>38</sup> Thomson ONE fornisce notizie, citazioni, dati di riferimento del mercato. Progettato per l'attività di private equity e *venture capital*, fornisce una panoramica delle imprese oggetto di investimento e del mercato nel complesso. La raccolta e l'analisi dei dati sono state condotte presso la *Bangor Business School (Bangor University)*.

<sup>39</sup> AMADEUS è un database contenente dati su circa 14 milioni di imprese in tutta Europa. Le informazioni finanziarie sono riportate in forma standardizzata.

<sup>40</sup> Si definiscono medie, grandi e grandissime le imprese che presentano ricavi operativi maggiori di 1.000.000 di Euro, totale attivo maggiore di 2.000.000 di Euro e oltre 10 dipendenti.

L'impatto degli investimenti di private equity sulle *performance* delle PEBC è stato analizzato confrontando il rendimento delle imprese che non sono state oggetto di investimenti di private equity. Per ogni combinazione Paese - settore presente nel campione di imprese oggetto di private equity, dalla banca dati AMADEUS di *Bureau Van Dijk* si sono generate 50 estrazioni di imprese non oggetto di investimento e si è calcolata la media delle variabili in ciascun anno. Il campione delle combinazioni Paese - settore (campione NPE) comprende 358 osservazioni, per un totale di 2.506 combinazioni Paese - settore - anno come riportate nella tabella 7.4.

**Tabella 7.4: distribuzione delle osservazioni Paese – settore negli anni.**

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	Totale
Regno Unito	58	58	58	58	58	58	58	406
Francia	57	57	57	57	57	57	57	399
Germania	51	51	51	51	51	51	51	357
Italia	45	45	45	45	45	45	45	315
Svezia	40	40	40	40	40	40	40	280
Spagna	42	42	42	42	42	42	42	294
Olanda	44	44	44	44	44	44	44	308
Repubblica Ceca	21	21	21	21	21	21	21	147
<b>Totale</b>	<b>358</b>	<b>358</b>	<b>358</b>	<b>358</b>	<b>358</b>	<b>358</b>	<b>358</b>	<b>2.506</b>

*Fonte: nostra elaborazione su dati AMADEUS di Bureau Van Dijk.*

Il lavoro viene condotto attraverso analisi di bilancio al fine di comprendere le caratteristiche fondamentali delle imprese oggetto di studio. Si analizzano i seguenti indici: Return on Assets (RoA), Return on Equity (Roe), margine operativo (Ebit *margin*), rapporto di solvibilità (*solvency ratio*), margine di profitto (*profit margin*), rapporto corrente (*current ratio*) e risultato ante imposte.

Le tabelle 7.5 e 7.6 riassumono le statistiche descrittive dei due campioni analizzati, suddivisi per Paese d'origine, indicando valore medio e mediano per ciascuna variabile analizzata.

**Tabella 7.5: statistiche descrittive sul campione di imprese oggetto di private equity.**

Statistiche descrittive delle variabili analizzate. Il campione include 2.429 imprese oggetto di private equity nel periodo 2003-2009. La definizione delle variabili e le fonti dei dati sono presenti in appendice (tabella A.2). Valori medi e mediani (valori mediani tra parentesi).

	<b>Risultato ante imposte</b>	<b>Curren t ratio</b>	<b>Profit margin</b>	<b>Solven cy Ratio</b>	<b>Ebit Margin</b>	<b>Roe</b>	<b>Roa</b>
ITA	-525.391 (392.147)	1,64 (1,13)	0,577 (1,80)	28,36 (24,93)	4,20 (4,16)	-9,34 (0,73)	0,89 (0,12)
FRA	9.305.513 (1.362.698)	2,16 (1,30)	6,14 (5,74)	37,42 (35,48)	3,32 (5,42)	7,60 (13,59)	4,00 (4,97)
SPA	158.609 (516.285)	1,82 (1,20)	2,32 (2,09)	33,13 (29,86)	5,93 (3,82)	3,01 (3,53)	1,39 (0,79)
UK	5.485.841 (1.202.443)	2,06 (1,28)	2,73 (3,64)	26,94 (26,03)	5,44 (4,75)	14,19 (18,31)	1,90 (3,01)
GER	794.654 (920.226)	3,06 (1,69)	1,05 (2,66)	26,37 (23,42)	3,43 (3,91)	-21,16 (0,00)	-1,03 (0,00)
SVE	305.012 (788.911)	1,51 (1,30)	2,54 (4,43)	35,15 (33,32)	3,92 (4,81)	2,74 (14,09)	2,38 (3,53)
CEC	709.981 (768.658)	1,28 (1,26)	4,89 (3,35)	30,07 (33,76)	5,47 (3,90)	19,89 (12,68)	0,20 (3,08)
OLA	3.157.822 (1.802.500)	1,94 (1,24)	2,77 (2,51)	31,26 (27,19)	5,69 (6,04)	15,80 (12,17)	4,05 (2,36)

*Fonte: nostra elaborazione su dati AMADEUS di Bureau Van Dijk.*

**Tabella 7.6: statistiche descrittive sul campione di imprese non oggetto di private equity.**

Statistiche descrittive delle variabili analizzate. Il campione include 2.506 imprese non oggetto di private equity nel periodo 2003-2009. La definizione delle variabili e le fonti dei dati sono presenti in appendice (tabella A.2). Valori medi e mediani (valori mediani tra parentesi).

	<b>Risultato ante imposte</b>	<b>Curren t ratio</b>	<b>Profit margin</b>	<b>Solven cy ratio</b>	<b>Ebit Margin</b>	<b>Roe</b>	<b>Roa</b>
ITA	20.060.153 (1.097.959)	1,76 (1,50)	2,55 (2,98)	27,54 (27,03)	3,86 (3,94)	0,3267 (4,34)	1,35 (1,68)
FRA	12.517.391 (2.273.449)	1,86 (1,53)	4,05 (3,62)	32,34 (32,28)	4,37 (3,86)	11,98 (13,90)	3,42 (3,69)
SPA	4.857.736 (1.729.295)	1,98 (1,63)	3,69 (3,66)	33,85 (34,23)	5,13 (5,09)	11,03 (12,13)	3,58 (3,58)
UK	11.883.241 (2.327.242)	2,33 (1,83)	4,65 (3,96)	33,65 (34,61)	5,51 (4,16)	24,24 (19,55)	4,11 (4,33)
GER	23.473.097 (2.655.871)	4,33 (3,03)	3,66 (3,43)	31,83 (30,36)	3,95 (3,73)	20,42 (15,26)	3,65 (3,91)
SVE	8.593.302 (1.859.130)	2,02 (1,86)	4,66 (4,49)	37,19 (37,86)	5,21 (4,98)	14,48 (15,43)	5,50 (5,54)
CEC	6.938.854 (1.169.064)	2,30 (2,07)	5,26 (4,61)	45,04 (44,31)	5,85 (5,17)	13,75 (14,43)	5,80 (5,84)
OLA	24.537.607 (4.255.373)	2,26 (1,86)	4,87 (3,74)	35,03 (35,14)	6,30 (4,716)	18,34 (16,19)	4,86 (4,87)

Fonte: nostra elaborazione su dati AMADEUS di Bureau Van Dijk.

#### 7.4.2 La metodologia di analisi

In questa sezione si descrive la metodologia applicata e si discutono le variabili scelte per analizzare le imprese.

Si è deciso di utilizzare l'analisi di indici di bilancio per spiegare le caratteristiche principali degli investimenti di private equity. In questo modo si adottano dati pubblici e disponibili per tutte le imprese, evitando l'utilizzo di questionari e interviste.

Per prima cosa si è voluto analizzare se le imprese oggetto di private equity in Europa avessero una *performance* maggiore rispetto alle imprese non oggetto di investimento, attraverso un modello

*Probit*. Si utilizza il modello *Probit* già impiegato nello studio della *performance* delle imprese italiane oggetto di private equity riportato nel capitolo 6 del presente elaborato, ovvero:

$$PROB_{PE} = \beta_0 + \beta_1 ROE + \beta_2 ROA + \beta_3 TAS + \beta_4 PRE \quad (1)$$

in cui:

- $PROB_{PE}$  = variabile *dummy* che spiega l'appartenenza al Campione PE (1 nel caso di impresa oggetto di private equity, 0 altrimenti)
- $ROE$  = valore del Roe nel secondo anno dopo l'investimento;
- $ROA$  = valore del Roa nel secondo anno dopo l'investimento;
- $TAS$  = valore del totale dell'attivo nel secondo anno dopo l'investimento;
- $PRE$  = valore del risultato prima delle imposte nel secondo anno dopo l'investimento.

Il modello include come variabili indipendenti il Roe, il Roa, il totale dell'attivo e il risultato ante imposte, nel secondo anno successivo all'investimento. Le variabili di bilancio impiegate in questo studio sono selezionate in modo da riflettere le dimensioni tradizionali di valutazione delle prestazioni entro i limiti della disponibilità dei dati. I costrutti precisi sono riportati nell'appendice (tabella A.2).

Successivamente, si è verificato se le imprese oggetto di private equity italiane presentano una *performance* diversa rispetto alle imprese investite situate negli altri Paesi analizzati. Considerando il solo campione formato da imprese oggetto di private equity si è utilizzato un modello di regressione OLS per analizzare le *performance* delle imprese nei diversi Paesi. Si è analizzato il seguente modello:

$$Y = \beta_0 + \beta_1 YEA + \beta_2 FRA + \beta_3 SPA + \beta_4 UK + \beta_5 GER + \beta_6 SVE + \beta_7 CEC + \beta_8 OLA \quad (2)$$

dove:

- $Y$  = indice di *performance* dell'impresa;
- $YEA$  = anno di investimento;
- $FRA$  = impresa con sede legale in Francia;

- *SPA* = impresa con sede legale in Spagna;
- *UK* = impresa con sede legale in Regno Unito;
- *GER* = impresa con sede legale in Germania;
- *SVE* = impresa con sede legale in Svezia;
- *CEC* = impresa con sede legale in Repubblica Ceca;
- *OLA* = impresa con sede legale in Olanda.

Si utilizzano sette indici di *performance* come variabile dipendente del modello di regressione, ovvero Roa, Roe, margine operativo, rapporto di solvibilità, margine di profitto, rapporto corrente e risultato ante imposte. Si analizzano le variabili nel secondo anno dopo l'investimento<sup>41</sup>.

Le variabili indipendenti sono relative al Paese di origine dell'impresa (*FRA*, *SPA*, *UK*, *GER*, *SVE*, *CEC* e *OLA*). La variabile *dummy* di riferimento, esclusa dalla regressione, è relativa alle imprese con sede legale in Italia<sup>42</sup>. Di conseguenza si analizza la differenza tra i risultati delle imprese italiane e i risultati delle imprese localizzate negli altri Paesi europei.

Nella regressione è presente anche la variabile *YEA* relativa all'anno di analisi che funge da variabile di controllo per verificare eventuali effetti legati al periodo di analisi.

Si ripete l'analisi utilizzando il campione di controllo. In questo modo, si vuole verificare se anche le imprese non oggetto di private equity presentano gli stessi risultati, o se i risultati del confronto tra le imprese target italiane e negli altri Paesi europei sono relativi solo alle

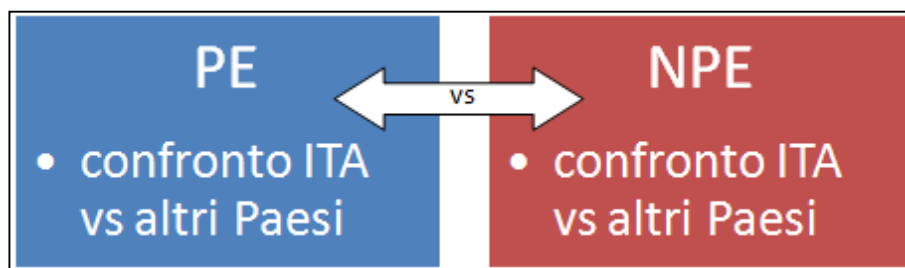
---

<sup>41</sup> Si è scelto di studiare gli effetti del private equity in un periodo successivo all'operazione. Si noti che utilizzando un periodo di tempo maggiore rispetto ai due anni, non sarebbero disponibili i dati relativi agli investimenti del 2009.

<sup>42</sup> A partire da una variabile che assume  $n$  modalità, si possono definire  $n$  variabili *dummy*, ma solo  $n-1$  variabili vanno incluse nel modello. In caso contrario, in presenza di un termine costante, ci si trova di fronte a una regressione con perfetta collinearità. La variabile non inclusa nel modello è la variabile di riferimento, con cui si effettua il confronto. Ciascun coefficiente  $\beta$  delle variabili *dummy* presenti nel modello rappresenta la differenza tra il valore medio di  $Y$  per coloro che presentano la modalità corrispondente alla *dummy* (ad esempio, le imprese localizzate in Francia) e il valore medio di  $Y$  per coloro che presentano la modalità di riferimento (quella esclusa, in questo caso le imprese localizzate in Italia).

operazioni di private equity. In altre parole, dopo aver effettuato il confronto tra l'Italia e gli altri Paesi europei con il campione di imprese oggetto di private equity, si ripete lo studio con l'altro campione, e si raffrontano i risultati delle analisi, come illustrato nella figura 7.1.

**Figura 7.1: schema logico dell'analisi con modello OLS.**

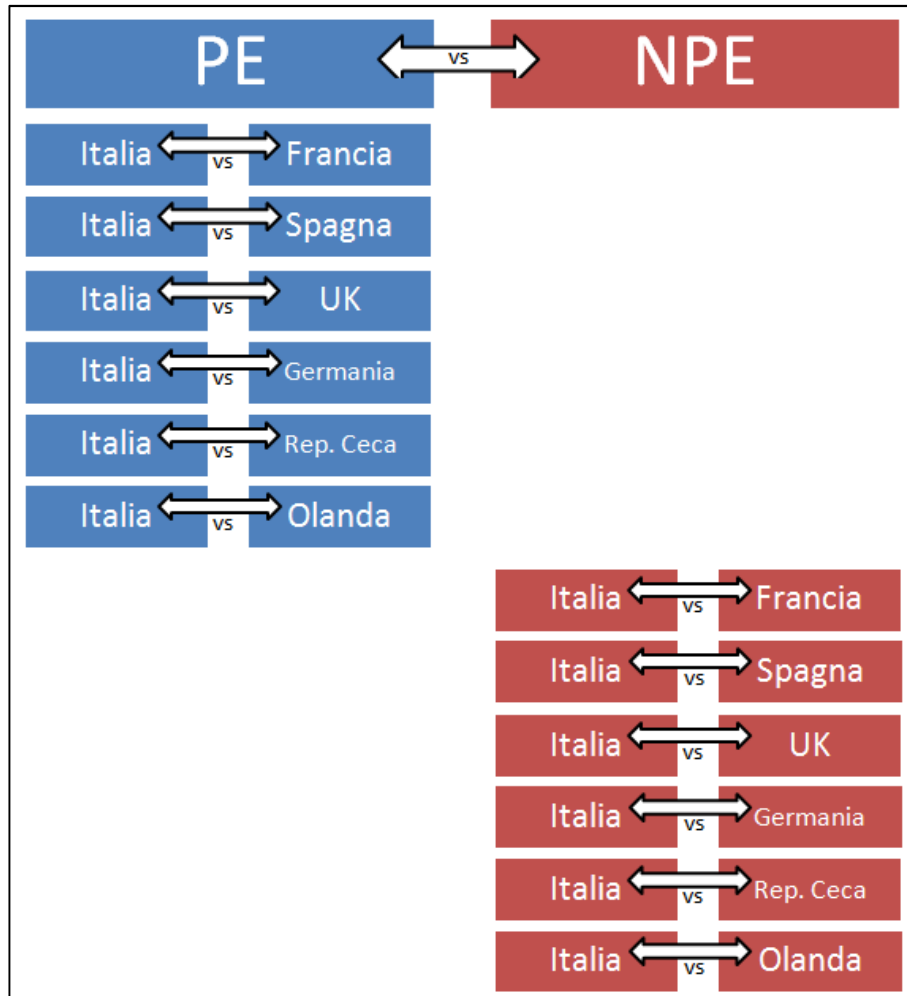


*Fonte: nostra elaborazione.*

Si prosegue l'analisi utilizzando il test della T di *Student*. Si vuole esaminare se esistono differenze statisticamente significative nei Paesi europei tra le imprese oggetto di private equity e le osservazioni di imprese non soggette a private equity. Si analizzano separatamente il campione di imprese oggetto di private equity e il campione di confronto. Nel campione di imprese oggetto di private equity si conduce un test T per vedere se sussistono differenze statisticamente significative tra le imprese italiane e le imprese localizzate negli altri Paesi suddivise in sottoinsiemi per ogni Paese d'origine. Successivamente, si effettua un ulteriore test T per verificare se si conseguono gli stessi risultati anche analizzando le imprese del campione di controllo. In altre parole, si è voluto verificare se le *performance* delle imprese oggetto di private equity è differente in Italia rispetto agli altri Paesi europei, e se tali differenze sono presenti anche nelle imprese non oggetto di investimento. Lo schema logico adottato nell'analisi è spiegato nella figura 7.2.



**Figura 7.2: schema logico per i test della T di Student.**



*Fonte: nostra elaborazione.*

## **7.5 I risultati delle analisi**

Si sono analizzati gli investimenti utilizzando un modello *Probit*, confrontando 2.429 imprese oggetto di private equity con un

campione di 2.506 osservazioni Paese – settore - anno. I database utilizzati per lo studio sono Thomson One di Thomson Reuters e AMADEUS di *Bureau Van Dijk*. La metodologia utilizzata per indagare il fenomeno include l'utilizzo di modelli *Probit*, OLS e test della T di *Student*.

Il modello *Probit* analizza se le imprese oggetto di private equity in Europa hanno una *performance* maggiore rispetto alle imprese non oggetto di investimento, includendo come variabili indipendenti il Roe, il Roa, il totale dell'attivo e il risultato ante imposte, nel secondo anno successivo all'investimento.

**Tabella 7.7: modello *Probit* (1).**

Il campione consiste in 2.429 imprese oggetto di private equity e 2.506 imprese non oggetto di investimento. La variabile dipendente è una variabile *dummy* che indica l'appartenenza al campione di imprese oggetto di private equity. Le variabili indipendenti sono il Roe (ROE), il Roa (ROA), il totale dell'attivo (TAS) e il risultato ante imposte (PRE) nel secondo anno dopo l'investimento e sono definite in appendice (tabella A.2). *P-values* tra parentesi. \* Significativo al 10%.\*\* Significativo al 5%.\*\*\* Significativo all'1%.

Variabile	Coefficiente
ROE	-0,0023 (0,00005)***
ROA	0,0113 (0,0004)***
TAS	6,95E-11 (<0,00001)***
PRE	-5,67E-09 (<0,00001)***
Costante	-0,5931 (<0,00001)***

*Fonte: nostra elaborazione su dati AMADEUS di Bureau Van Dijk.*

Il modello *Probit* ha messo in luce che, oltre alla costante, tutte le quattro variabili analizzate riportano un valore statisticamente significativo. In particolare, la relazione tra la probabilità di essere oggetto di un investimento di private equity e il risultato ante imposte è negativa: due anni dopo il *deal* gli investimenti di private equity portano ad un risultato ante imposte inferiore rispetto alle imprese

comparabili. Infatti, come già visto nell'analisi presente nel capitolo 6 di questo elaborato, il risultato prodotto dalle imprese oggetto di private equity risente solitamente degli effetti contabili legati alle operazioni di fusione realizzate dagli investitori. Ne consegue che le imprese investite mostrano *performance* minori in termini di risultato ante imposte, in relazione ai maggiori ammortamenti post-fusione delle poste rivalutate.

Come già visto analizzando solo le PEBC italiane, anche la relazione tra la probabilità di essere oggetto di un'operazione di private equity e il Roe risulta negativa. Infatti, come si è detto, sussistono molti aspetti che possono influenzare in modo negativo, il valore post-investimento del Roe, come la stessa diminuzione del reddito ante imposte o l'aumento del patrimonio netto che in genere accompagna gli investimenti di private equity.

L'effetto degli investimenti di private equity sul totale attivo è positivo, confermando i risultati ottenuti nel precedente capitolo. La relazione positiva tra il totale dell'attivo e gli investimenti di private equity si traduce nel fatto che un'impresa oggetto di investimento da parte di un investitore istituzionale registra una crescita, visibile dall'aumento delle attività iscritte in bilancio nei due anni successivi all'investimento. Questo dato può essere influenzato dalle politiche di bilancio legate alle rivalutazioni contabili post-fusione, ma mostra in ogni caso un segnale di crescita dimensionale.

Anche il Roa presenta un coefficiente con segno positivo. Ne consegue che le imprese oggetto di private equity mostrano *performance* maggiori se misurate in termini di Roa. Si ricorda che questo risultato non è presente nell'analisi delle sole imprese italiane, in quanto la variabile non risulta statisticamente significativa.

Lo studio prosegue con l'analisi delle imprese oggetto di private equity tramite un modello di regressione OLS. Le regressioni presentano rispettivamente le seguenti variabili dipendenti calcolate nei 2 anni successivi all'investimento: Roa, Roe, margine operativo, rapporto di solvibilità, margine di profitto, rapporto corrente e risultato ante imposte. Le variabili indipendenti sono variabili *dummy* relative al Paese di origine dell'impresa (*FRA*, *SPA*, *UK*, *GER*, *SVE*, *CEC* e *OLA*), in cui la variabile *dummy* di riferimento è relativa alla

sede legale in Italia. È presente inoltre come variabile di controllo l'anno di investimento. I risultati statistici delle regressioni sono riassunti nella tabella 7.8 (prime cinque variabili dipendenti) e 7.9 (ultime sei variabili dipendenti).

**Tabella 7.8: regressione OLS (2).**

Il campione consiste in 2.429 imprese oggetto di private equity. Le variabili dipendenti sono rispettivamente Roa, Roe, margine operativo e *solvency ratio*. Le variabili indipendenti sono l'anno di investimento e le variabili *dummy* relative al Paese di origine dell'impresa. *P-values* tra parentesi. \* Significativo al 10%.\*\* Significativo al 5%.\*\*\* Significativo all'1%.

	<b>Roa</b>	<b>Roe</b>	<b>Margine operativo</b>	<b>Solvency ratio</b>
YEA			0.434212 (0.07342)*	
FRA	305.257 (0.03004)**	169.989 (0.01986)**		894.322 (0.00018)***
SPA				
UK		235.006 (0.00078)***		
GER				
SVE				677.109 (0.01929)**
CEC				
OLA		253.419 (0.02550)**		
Costante	132.724	-220.889	-866.799 (0.07482)*	359.393

*Fonte: nostra elaborazione su dati AMADEUS di Bureau Van Dijk.*

**Tabella 7.9: regressione OLS (2).**

Il campione consiste in 2.429 imprese oggetto di private equity. Le variabili dipendenti sono rispettivamente *profit margin*, *current ratio* e risultato ante imposte. Le variabili indipendenti sono l'anno di investimento e le variabili *dummy* relative al Paese di origine dell'impresa. *P-values* tra parentesi. \* Significativo al 10%.\*\* Significativo al 5%.\*\*\* Significativo all'1%.

	<i>Profit Margin</i>	<i>Current ratio</i>	<i>Risultato ante imposte</i>
YEA			
FRA	549.628 (0.00082)***		
SPA			
UK			
GER		142.421 (0.00115)***	
SVE			
CEC			
OLA			
Costante	133.413	844.791	6,63E+13

*Fonte: nostra elaborazione su dati AMADEUS di Bureau Van Dijk.*

Si è ripetuta l'analisi utilizzando il medesimo modello OLS e le stesse variabili, analizzando il campione di controllo. I risultati delle regressioni sono riassunti nella tabella 7.10 (variabili dipendenti: Roa, Roe, margine operativo e rapporto di solvibilità) e 7.11 (margine di profitto, rapporto corrente e risultato ante imposte).

**Tabella 7.10: regressione OLS (2).**

Il campione consiste in 2.506 osservazioni di imprese non oggetto di private equity. Le variabili dipendenti sono rispettivamente Roa, Roe, margine operativo e *solvency ratio*. Le variabili indipendenti sono l'anno di investimento e le variabili *dummy* relative al Paese di origine dell'impresa. *P-values* tra parentesi. \* Significativo al 10%. \*\* Significativo al 5%. \*\*\* Significativo all'1%.

	<b>Roa</b>	<b>Roe</b>	<b>Margine operativo</b>	<b>Solvency ratio</b>
YEA		-0.675704 (0.00589)***		0.225024 (0.00647)***
FRA	206.631 (<0.00001)***	116.565 (<0.00001)***		479.711 (<0.00001)***
SPA	222.275 (<0.00001)***	106.945 (<0.00001)***	126.666 (0.00323)***	631.446 (<0.00001)***
UK	276.044 (<0.00001)***	239.165 (<0.00001)***	164.757 (0.00004)***	611.339 (<0.00001)***
GER	229.889 (<0.00001)***	200.931 (<0.00001)***		42.924 (<0.00001)***
SVE	414.087 (<0.00001)***	14.144 (<0.00001)***	13.437 (0.00204)***	964.654 (<0.00001)***
CEC	444.606 (<0.00001)***	134.075 (<0.00001)***	199.223 (0.00006)***	174.984 (<0.00001)***
OLA	350.886 (<0.00001)***	180.047 (<0.00001)***	243.831 (<0.00001)***	748.852 (<0.00001)***
Costante	-477.254	1356.14.00 (0.00587)***	-347.011	-423.966 (0.01056)**

*Fonte: nostra elaborazione su dati AMADEUS di Bureau Van Dijk.*

**Tabella 7.11: regressione OLS (2).**

Il campione consiste in 2.506 osservazioni di imprese non oggetto di private equity. Le variabili dipendenti sono rispettivamente margine di profitto (*profit margin*), rapporto corrente (*current ratio*) e risultato ante imposte. Le variabili indipendenti sono l'anno di investimento e le variabili *dummy* relative al Paese di origine dell'impresa. *P-values* tra parentesi. \* Significativo al 10%. \*\* Significativo al 5%. \*\*\* Significativo all'1%.

	<i>Profit margin</i>	<i>Current ratio</i>	<b>Risultato ante imposte</b>
YEA		-0.0336943 (0.03826)**	
FRA	149.753 (0.00012)***		
SPA	113.573 (0.00635)***		-1,52E+12 (0.00253)***
UK	210.546 (<0.00001)***	0.575856 (0.00004)***	-8,18E+11 (0.07932)*
GER	111.132 (0.00512)***	257.317 (<0.00001)***	
SVE	211.311 (<0.00001)***	0.261392 (0.08927)*	-1,15E+12 (0.02447)**
CEC	271.415 (<0.00001)***	0.539169 (0.00213)***	-1,31E+11 (0.02398)**
OLA	231.618 (<0.00001)***	0.506728 (0.00074)***	
Costante	597.767	69.37.00 (0.03350)**	-1,31E+12

*Fonte: nostra elaborazione su dati AMADEUS di Bureau Van Dijk.*

Nell'analisi delle imprese oggetto di private equity, la regressione con variabile dipendente l'indice Roa è statisticamente significativa solo la variabile relativa alle imprese localizzate in Francia, con segno positivo. Nella regressione con variabile dipendente l'indice Roe sono significative, con segno positivo, le variabili che indicano la sede legale in Francia, Regno Unito e Olanda. Nella regressione con il margine operativo, le variabili relative al Paese d'origine non sono significative; solo la variabile di controllo relativa all'anno di investimento è significativa, con segno positivo. Il rapporto di solvibilità presenta valori significativi, con coefficienti positivi, per le imprese localizzate in Francia e in Svezia. Il margine di profitto presenta valori significativi e positivi per le imprese presenti in

Francia, mentre il rapporto corrente presenta valori significativi e positivi per le imprese localizzate in Germania. La regressione con il risultato ante imposte come variabile dipendente non è significativa per nessuna variabile analizzata.

Proseguendo con l'analisi del campione di confronto, sono risultate statisticamente significative, con coefficiente positivo, tutte le variabili Paese nelle regressioni con variabili dipendenti l'indice Roa, l'indice Roe, il rapporto di solvibilità e il margine di profitto. Il margine operativo vede significative, con segno positivo, le variabili relative alla sede legale in Spagna, Regno Unito, Svezia, Repubblica Ceca e Olanda, oltre all'anno di investimento. Il rapporto corrente ha mostrato come variabili significative le variabili relative alla sede legale in Regno Unito, Germania, Svezia, Repubblica Ceca e Olanda (tutte le cinque variabili con segno positivo) e l'anno di investimento (segno negativo). Il risultato ante imposte presenta valori significativi, con segno negativo, nelle variabili relative alla sede legale in Spagna, Regno Unito, Svezia, Repubblica Ceca e Olanda.

L'analisi seguita con il test della T di *Student*. Si è suddiviso il campione di imprese oggetto di private equity in Europa per Paese d'origine e si è condotto un test della T per verificare la presenza di differenze statisticamente significative tra le imprese italiane e le imprese localizzate negli altri Paesi. Si è condotto un ulteriore test T per verificare se si conseguono gli stessi risultati anche nelle imprese del campione di controllo. In conclusione, si è verificata se le *performance* sono differenti tra le PEBC situate in Italia e negli altri Paesi europei, e se tali differenze sono presenti anche nelle imprese non oggetto di investimento.

I risultati sono riassunti nelle tabelle 7.12 per quanto riguarda le imprese oggetto di private equity e 7.13 per le imprese nel campione di confronto.



**Tabella 7.12: test della T di Student (imprese oggetto di private equity).**

Test della T di Student (*unpaired, two-tailed*) per l'eguaglianza della media. *P-values*. \* Significativo al 10%. \*\* Significativo al 5%. \*\*\* Significativo all'1%.

	<b>Roe</b>	<b>Roa</b>	<b>Margine operativo</b>	<b>Solvency ratio</b>	<b>Profit margin</b>	<b>Current ratio</b>	<b>Risultato ante imposte</b>
FRA	0,001 ***	0,014 **	0,535	<0,0001 ***	0,000 ***	0,168	0,142
SPA	0,041 **	0,648	0,375	0,038 **	0,320	0,719	0,808
UK	0,001 ***	0,462	0,395	0,571	0,160	0,291	0,355
GER	0,225	0,169	0,562	0,350	0,759	0,002 ***	0,513
SVE	0,100 *	0,317	0,860	0,004 ***	0,176	0,730	0,741
CEC	0,085 *	0,817	0,731	0,766	0,256	0,786	0,844
OLA	0,001 ***	0,025 **	0,403	0,319	0,219	0,601	0,229

*Fonte: nostra elaborazione su dati AMADEUS di Bureau Van Dijk.*

**Tabella 7.13: test della T di Student (imprese non oggetto di private equity).**

Test della T di Student (*unpaired, two-tailed*) per l'eguaglianza della media. *P-values*. \* Significativo al 10%. \*\* Significativo al 5%. \*\*\* Significativo all'1%.

	Roe	Roa	Margine operativo	Solvency ratio	Profit margin	Current ratio	Risultato ante imposte
FRA	<0,0001 ***	<0,0001 ***	0,164	<0,0001 ***	0,0001 ***	0,137	0,272
SPA	<0,0001 ***	<0,0001 ***	<0,0001 ***	<0,0001 ***	0,0002 ***	0,0030 ***	0,045 **
UK	<0,0001 ***	<0,0001 ***	<0,0001 ***	<0,0001 ***	0,0001 ***	<0,0001 ***	0,226
GER	<0,0001 ***	<0,0001 ***	0,818	<0,0001 ***	0,004 ***	<0,0001 ***	0,680
SVE	<0,0001 ***	<0,0001 ***	,00001* **	<0,0001 ***	<0,0001 ***	0,0001 ***	0,146
CEC	<0,0001 ***	<0,0001 ***	<0,0001 ***	<0,0001 ***	<0,0001 ***	<0,0001 ***	0,179
OLA	<0,0001 ***	<0,0001 ***	<0,0001 ***	<0,0001 ***	<0,0001 ***	<0,0001 ***	0,567

Fonte: nostra elaborazione su dati AMADEUS di Bureau Van Dijk.

Come si può notare dalla prima tabella, nel campione di private equity sono significative le seguenti combinazioni indice di performance-Paese: il Roa è significativo per Francia e Olanda; il Roe è significativo per tutti i Paesi, eccetto la Germania; il margine operativo non è significativo; il rapporto di solvibilità è significativo per Francia, Spagna e Svezia; il margine di profitto è significativo per solo per la Francia; il rapporto corrente è significativo per la Germania; mentre il risultato ante imposte è significativo per la Spagna.

Nell'analisi del campione di confronto sono significativi i valori in tutti i Paesi analizzati per Roa, Roe, rapporto di solvibilità e margine di profitto. Il margine operativo è significativo per Spagna, Regno Unito, Svezia, Repubblica Ceca e Olanda; il rapporto corrente è significativo per tutti i valori con eccezione della Francia; mentre il risultato ante imposte è significativo per la Spagna.

## 7.6 Considerazioni conclusive sulle analisi

### 7.6.1 La discussione sui risultati delle analisi

Si sono analizzate le *performance* delle imprese oggetto di private equity in Europa. In particolare, si è studiato se le imprese italiane oggetto di private equity presentano una *performance* migliore rispetto alle altre PEBC europee, considerando le *performance* generali delle imprese non oggetto di private equity.

Le analisi sono state condotte su un campione di 2.429 imprese di dimensioni medio - grandi oggetto di investimenti di private equity nel periodo 2003-2009 e un campione di controllo formato da 2.506 osservazioni di imprese non oggetto di private equity operanti negli stessi settori e situate negli stessi Paesi.

I risultati del modello *Probit* mostrano come le imprese oggetto di private equity in Europa sono caratterizzate da una redditività superiore rispetto alle imprese non oggetto di investimento misurate in termini di Roa e una maggiore crescita misurata in termini di totale attivo. Ciononostante, la redditività misurata in termini di Roe e di risultato ante imposte mostra una maggiore *performance* per le imprese non oggetto di investimento. Questi risultati, in linea con quanto ottenuto nel capitolo precedente confermano in parte l'ipotesi  $H_1$ . Le imprese oggetto di private equity mostrano delle *performance* superiori solo adoperando l'indicatore Roa, più sensibile alla crescita dei ricavi che utilizzando risultati meno intermedi. Il valore positivo del coefficiente del totale dell'attivo dimostra che le imprese oggetto di investimento tendono a crescere maggiormente.

Le successive analisi mirano a verificare se esistono differenze tra le imprese italiane oggetto di private equity e le altre imprese target in Europa ( $H_2$ ) e se si sono conseguiti questi risultati anche con le analisi del campione di controllo ( $H_{2B}$ ).

La regressione con l'indice Roa come variabile dipendente presenta valori statisticamente significativi nell'analisi delle imprese oggetto di private equity nella variabile relativa alle imprese localizzate in

Francia. Tuttavia, la stessa variabile è risultata significativa anche nell'analisi delle imprese non oggetto di private equity, analisi nella quale hanno mostrato valori significativi anche le variabili relative agli altri Paesi. Ne consegue che le imprese francesi presentano un indice Roa superiore rispetto alle imprese italiane non solo analizzando le imprese oggetto di investimento, ma si tratta di una caratteristica generale che riguarda anche altre tipologie di imprese.

Nella regressione con variabile dipendente l'indice Roe sono significative, con segno positivo, la Francia, il Regno Unito e l'Olanda. Come visto per l'indice Roa, anche in questo caso sono significative tutte le variabili nella regressione che utilizza il campione di controllo. Anche in questo caso, la superiore profittabilità di alcune imprese europee rispetto alle imprese italiane non è un fenomeno tipico solo delle imprese oggetto di private equity<sup>43</sup>.

Allo stesso modo, il rapporto di solvibilità presenta valori significativi per le imprese localizzate in Francia e in Svezia nell'analisi del campione di imprese oggetto di private equity, e tutti i valori significativi per l'analisi del campione di controllo.

Un simile risultato è presente anche nell'analisi del margine di profitto: la variabile relativa alla sede legale in Francia è significativa nel primo campione, mentre nel secondo campione sono significative tutte le variabili Paese incluse nel modello. Anche in detto caso ne consegue che le imprese oggetto di private equity francesi presentano un maggiore margine di profitto rispetto alle imprese italiane, ma la maggiore profittabilità è presente in generale anche nelle imprese non oggetto di investimento.

La regressione con variabile dipendente il margine operativo non presenta variabili Paese significative nell'analisi del campione PE. Di conseguenza, non sono presenti differenze tra Italia e gli altri Paesi europei nel margine operativo nelle imprese oggetto di private equity. Al contrario sono cinque le variabili Paese significative nel campione NPE.

Nella regressione con come variabile dipendente il rapporto

---

<sup>43</sup> Trattandosi di una caratteristica non tipica degli investimenti di private equity, lo studio delle determinanti di tale differenza esula dallo scopo di questo lavoro.

corrente le imprese oggetto di private equity presentano valori statisticamente significativi nella variabile relativa alla Germania, mentre per le imprese nel campione di controllo sono significative, oltre che per la variabile relativa alla Germania, anche le variabili relative a Regno Unito, Svezia, Repubblica Ceca e Olanda.

La regressione con il risultato ante imposte come variabile dipendente non è significativa per nessuna variabile analizzata nel primo campione, mentre è significativa, con segno meno, per Spagna, Regno Unito, Svezia e Repubblica Ceca nel secondo campione. Non sussistono differenze in detto rapporto tra le PEBC italiane e quelle localizzate negli altri Paesi europei, nonostante le diverse *performance* delle imprese non oggetto di private equity tra Italia e alcuni altri Paesi.

I risultati dei test della T di *Student* confermano le conclusioni ottenute dal modello OLS.

Il valore dell'indice Roa è significativamente diverso tra le imprese italiane e francesi oggetto di private equity, e tra le PEBC italiane e olandesi.

Non sussistono differenze statisticamente significative tra il valore del margine operativo delle imprese oggetto di private equity italiane e quelle localizzate negli altri Paesi analizzati; tuttavia, sussistono differenze analizzando le imprese non oggetto di investimenti da parte di investitori istituzionali.

Confrontando le *performance* delle imprese italiane, nel rapporto di solvibilità sono presenti differenze significative per le imprese oggetto di private equity localizzate in Francia, Spagna e Svezia. È da notare che nello studio del campione di controllo le differenze sono significative per tutti i Paesi analizzati.

Il margine di profitto mostra differenze significative tra le imprese del campione PE con sede legale in Italia e in Francia. Anche in detto caso nel campione di controllo le differenze sono significative per tutti i Paesi analizzati.

Il test della T di *Student* mostra un valore significativo nel confronto tra il rapporto corrente delle imprese oggetto di private equity in Germania e lo stesso indice delle PEBC situate in Italia.

Nell'analisi del campione di controllo la differenza risulta significativa anche per le imprese localizzate in Spagna, Regno Unito, Svezia, Repubblica Ceca e Olanda.

Non sono presenti differenze statisticamente significative tra il risultato ante imposte delle imprese oggetto di private equity italiane e quelle localizzate negli altri Paesi analizzati; tuttavia, sussistono differenze tra le imprese italiane e spagnole analizzando le imprese non oggetto di private equity.

### **7.6.2 Le implicazioni dei risultati delle analisi**

I risultati del modello *Probit* mostrano che le imprese oggetto di private equity in Europa presentano una redditività superiore rispetto alle imprese non oggetto di private equity misurate in termini di Roa e una maggiore crescita misurata in termini di totale attivo. Ciononostante, le imprese non oggetto di investimento presentano una maggiore redditività espressa in termini di Roe e di risultato ante imposte. Ne consegue che l'operare degli investitori di private equity comporta una maggiore crescita dell'impresa, anche se talvolta a scapito della redditività totale. Questo risultato è importante perché mette in luce come gli investitori istituzionali siano maggiormente sensibili allo sviluppo dell'impresa piuttosto che all'ottenimento di risultati di breve periodo. Operando in detto modo gli investitori istituzionali ottengono il *capital gain* rivendendo le imprese in portafoglio ad un maggiore valore legato allo sviluppo dell'impresa.

Un risultato importante della presente analisi è che le imprese oggetto di private equity presentano una maggiore omogeneità nelle *performance* nei diversi Paesi rispetto alle imprese del campione di controllo. Solo in pochi casi l'analisi delle imprese oggetto di private equity ha mostrato differenze significative nelle *performance* delle imprese italiane e situate in altri Paesi europei. Tuttavia, le variabili relative al Paese d'origine che sono apparse significative nell'analisi delle imprese oggetto di investimento sono risultate significative anche analizzando le imprese non oggetto di private equity. Oltre a ciò, in questa ultima analisi sono presenti un numero maggiore di

variabili significative. Si è quindi evidenziato quali sono i Paesi che presentano proprie caratteristiche, con impatti diversi sulle variabili analizzate. Questo risultato è importante per gli investitori e gli imprenditori che devono conoscere le variabili influenzate nei diversi Paesi, al fine di monitorarle.

Si può affermare che le imprese italiane oggetto di private equity presentano una *performance* in linea con la redditività delle PEBC in Europa. Ne consegue che gli investimenti in Italia o negli altri Paesi analizzati comportano la medesima redditività delle imprese. Questo risultato può essere spiegato dall'utilizzo di pratiche e strumenti comuni negli investimenti di private equity in Europa.

Per i *general partner* il risultato di questa analisi si traduce con il fatto di poter scegliere di localizzare gli investimenti nei diversi Paesi ottenendo *performance* omogenee. Allo stesso modo i *limited partner* possono rivolgersi a *general partner* locali o internazionali.

### **7.6.3 I limiti delle analisi e le direzioni per ulteriori ricerche**

Si conclude l'analisi attraverso l'esame delle limitazioni dello studio e suggerendo alcune possibili direzioni per nuove ricerche.

Un primo limite presente nell'analisi risale alla significatività statistica della costante in alcune regressioni. Ciò si traduce con il fatto che alcuni fattori che influenzano la redditività delle imprese analizzate non sono inclusi nei modelli.

Un ulteriore limite dell'analisi è che il campione delle imprese oggetto di investimento non presenta la stessa numerosità del campione di controllo. Le imprese nel secondo campione sono selezionate in base al settore e al Paese di origine delle imprese presenti nel primo campione, ma sono analizzate per ognuno degli anni analizzati, non solo nell'anno relativo all'impresa di riferimento. Questo può condurre ad una leggera distorsione nel confronto tra i due campioni.

Un'altra limitazione del lavoro è l'utilizzo di imprese di medie e grandi dimensioni. Di conseguenza, non è possibile generalizzare i

risultati alle piccole imprese oggetto di private equity.

Inoltre, è possibile analizzare ulteriormente il fenomeno attraverso l'uso di altre metodologie e utilizzare differenti variabili di *performance*.

Ancora, può essere interessante studiare la *research question* considerando altri Paesi europei.



## Capitolo 8

### *Private equity backed companies versus gestori di investimenti di private equity: analisi delle performance*

#### 8.1 Introduzione

Le Società di Gestione del Risparmio (SGR), come visto nel capitolo 2, sono i gestori di fondi che investono i risparmi della clientela in titoli che corrispondono agli obiettivi finanziari dichiarati. Le SGR forniscono agli investitori numerose opzioni di investimento favorendo una maggiore diversificazione del portafoglio rispetto ad una gestione individuale del risparmio. Tra le varie tipologie di SGR, alcune di esse sono specializzate nelle operazioni di private equity, e investono i fondi gestiti solo in imprese non quotate, con un rischio più elevato e una minore liquidità rispetto agli investimenti in società quotate.

Il guadagno delle SGR deriva dalle commissioni che fanno pagare ai loro clienti per la gestione dei fondi. Queste commissioni sono composte da una parte fissa determinata come percentuale sul patrimonio gestito e una parte variabile calcolata come percentuale del *capital gain* realizzato.

In questo capitolo si analizzano le *performance* delle SGR che

investono nel private equity, operando un confronto con le imprese su cui esse investono. A questo scopo si crea un database di SGR che gestiscono almeno un fondo di private equity, e un campione di imprese italiane oggetto di private equity.

Il confronto viene effettuato attraverso una regressione con il metodo dei minimi quadrati (*Ordinary Least Squares*, OLS) e due modelli *Probit*, tramite l'analisi di alcuni indicatori di bilancio.

La ricerca si propone di esaminare se le *performance* delle SGR sono legate alle caratteristiche delle *private equity backed companies* (PEBC) su cui investono. I risultati delle analisi confermano in larga misura le ipotesi di ricerca.

Il dibattito sugli investimenti di private equity è un argomento di interesse attuale sia per gli accademici che per i professionisti. Una delle questioni più controverse è la redditività dei gestori di fondi che investono nel private equity e le imprese destinatarie degli investimenti. La struttura eterogenea dei gestori di fondi può portare ad investire in differenti tipologie di PEBC e ad ottenere diverse *performance*. La maggior parte dei gestori di fondi in Italia sono SGR e costituiscono un insieme omogeneo. Nel 2012, in Italia erano presenti 163 investitori attivi nel private equity, di cui 83 SGR. In questo capitolo si analizzano le *performance* delle SGR che investono nel private equity, in confronto alle caratteristiche delle imprese da loro gestite.

Nonostante l'accresciuto interesse negli investimenti di private equity e la loro potenziale importanza per l'economia nel suo complesso, esistono nella letteratura accademica solo degli studi limitati sulle dinamiche della redditività dei gestori di fondi di private equity. Tra questi studi troviamo il lavoro di Gompers e Lerner (2000), i quali hanno dimostrato che la *performance* dei gestori di fondi di maggiori dimensioni e presenti sul mercato da più tempo è maggiore rispetto ad altri gestori attivi nel private equity. Secondo lo studio, i gestori più vecchi e più grandi ottengono una percentuale dell'1% maggiore della quota di *capital gain* rispetto ai loro omologhi meno consolidati. Un altro studio rilevante sul tema è quello di Kaplan e Schoar (2005), i quali hanno evidenziato che i *general partner* che presentano *performance* inferiori rischiano di ripetere

questa *performance* nel tempo, e allo stesso modo i *general partner* più performanti tendono a ripetere il *track record* positivo. Cumming e Macintosh (2006) hanno dimostrato che le commissioni fisse più elevate per i gestori di fondi sono associate ad un minor rischio dei fondi e rendimenti più bassi.

La struttura del capitolo è la seguente: nella seconda sezione si discute la letteratura sul fenomeno, nella seconda sezione si sviluppano le ipotesi di ricerca, successivamente si descrivono i dati raccolti e analizzati e la metodologia di ricerca, mentre nella quinta sezione si riportano e si discutono i risultati delle analisi. Infine, si riportano le conclusioni sull'analisi e si discutono le implicazioni per gli imprenditori e i consigli per effettuare ulteriori ricerche.

## 8.2. La revisione della letteratura

È utile ricordare che i fondi di private equity sono organizzati secondo una struttura di *limited partnership*<sup>44</sup>. Gli investitori diventano *limited partner* e si impegnano a fornire il capitale al fondo, mentre i *general partner* di gestire il partenariato. I *general partner* ottengono come compenso una commissione di gestione annua del 2% del capitale che gli investitori destinano al fondo e una commissione pari al 20% del *capital gain* realizzato. I *general partner* possono guadagnare delle somme significative se il fondo ottiene alti rendimenti. Inoltre, i *general partner* investono parte del capitale proprio nel fondo, ottenendo direttamente parte del guadagno realizzato (Fleischer, 2008).

I fondi di private equity sono in gran parte esenti dai requisiti di informativa al pubblico e, di conseguenza, sono poco trasparenti per quanto riguarda le decisioni di gestione e di *performance* del fondo.

Gli investitori del fondo hanno bisogno di informazioni sul valore delle partecipazioni in portafoglio. Tuttavia, la *performance* finale del

---

<sup>44</sup> Si rimanda al capitolo 2 di questo elaborato.

fondo è nota con certezza solo dopo che tutte le partecipazioni sono state dismesse, spesso solo dopo dieci anni. Come investitori del fondo non hanno accesso diretto alle imprese in portafoglio, hanno bisogno di fare affidamento sui gestori di fondi per ottenere informazioni sul valore delle imprese in portafoglio. Le informazioni per gli investitori del fondo viaggiano attraverso due livelli: le imprese in portafoglio e il gestore del fondo. I gestori dei fondi decidono in quali imprese investire e operano per massimizzare il valore delle stesse imprese. Poiché i gestori dei fondi sono informati con maggiore regolarità circa gli investimenti del fondo rispetto agli investitori del fondo, si presentano problemi di asimmetria informativa (Kemmerer e Weidig, 2005).

Mentre la letteratura accademica ha dedicato molto impegno nella comprensione degli aspetti legati alle *performance* dei fondi di private equity, non ci sono risposte chiare alle domande sull'impatto della struttura dei gestori e delle scelte di investimento nella loro redditività.

Gompers e Lerner (2000) sottolineano che la *performance* dei gestori di fondi di maggiori dimensioni e presenti sul mercato da più tempo è maggiore rispetto ad altri gestori attivi nel private equity. Secondo lo studio, i gestori più vecchi e più grandi ottengono una percentuale dell'1% maggiore della quota di *capital gain* rispetto ai loro omologhi meno consolidati

Kaplan e Schoar (2005) dimostrano che i *general partner* che presentano *performance* inferiori ripetono detta *performance* nel tempo, e allo stesso modo i *general partner* più performanti tendono a ripetere il *track record* positivo.

Cumming e Macintosh (2006) hanno dimostrato che commissioni fisse più elevate per i gestori di fondi sono associate ad un minor rischio dei fondi e rendimenti più bassi.

Marquez e altri (2010) hanno mostrato che i fondi di private equity presentano rendimenti persistenti. Gli autori sostengono che i gestori di fondi sono soliti manipolare la parte variabile delle commissioni del fondo per fornire rendimenti stabili nel tempo agli investitori al fine di manipolare le convinzioni degli investitori circa le capacità manageriali di creare valore.

Allo stesso modo di quanto evidenziato da Marquez e altri (2010), le analisi di Christoffersen (2000) dimostrano che i gestori dei fondi di private equity rinunciano volontariamente ad una parte delle commissioni spettanti. Di conseguenza, la quota effettiva a carico degli investitori è notevolmente inferiore rispetto a quella indicata nei regolamenti di gestione e può variare nel corso dell'anno, nonostante sia indicata contrattualmente una commissione costante. I gestori dei fondi rinunciano alla riscossione di parte delle commissioni per adeguare strategicamente le commissioni alle *performance* del fondo e ai flussi di cassa attesi dal fondo. L'utilizzo di esenzioni nella riscossione delle commissioni è un metodo indiretto per ottenere una maggiore flessibilità nelle commissioni in un settore che storicamente ha adottato una struttura tariffaria nominalmente fissa.

Metrick e Yasuda (2009) hanno studiato le *performance* dei gestori di fondi in relazione all'offerta di capitale degli investitori per i fondi. Dallo studio emerge che la curva di offerta degli investitori aumenta quando i fondi presentano *performance* migliori. In risposta a questa maggiore offerta di capitali, i *general partner* possono aumentare le dimensioni dei fondi gestiti o creare nuovi fondi. Tuttavia, l'aumentare delle dimensioni dei fondi o la creazione di nuovi veicoli comporta costi aggiuntivi, e diminuisce la redditività complessiva per gli investitori e per i gestori dei fondi.

Goleca e Starksb (2002) sostengono che la struttura ad incentivi delle commissioni porta i gestori di fondi ad assumere troppi rischi. Infatti, se i gestori superano gli obiettivi di *performance* stabiliti nel *benchmark* di mercato, guadagnano un bonus, ma se ottengono una *performance* inferiore a tale *benchmark*, non pagano alcuna penalità. Di conseguenza, i gestori tendono ad attuare investimenti altamente rischiosi ma tendenzialmente molto redditizi, e gli investitori sopportano un rischio eccessivamente elevato.

Achleitner e altri (2009) sostengono che i gestori dei fondi di private equity sono esenti da alcuni obblighi regolamentari di solito applicati alle imprese di investimento. Ciò deriva dal fatto che i clienti dei gestori di private equity sono solo investitori sofisticati. A causa del ridotto grado di regolamentazione, i *general partner* sono autorizzati a fare uso massiccio della leva finanziaria. Ciò può migliorare i rendimenti e aumentare la proprietà effettiva.

La tabella 8.1 riassume la letteratura analizzata.

**Tabella 8.1: riassunto della letteratura (in ordine di anno).**

<b>Autore(i), anno</b>	<b>Risultati</b>
Gompers e Lerner, 2000	Maggiore <i>performance</i> dei <i>general partner</i> di maggiori dimensioni e presenti sul mercato da più tempo
Christoffersen, 2000	I <i>general partner</i> manipolano le commissioni per ottenere rendimenti fissi
Goleca e Starksb, 2002	Struttura delle commissioni porta ad assumere troppo rischio
Kaplan e Schoar, 2005	<i>Performance</i> dei <i>general partner</i> stabile nel tempo
Kemmerer e Weidig, 2005	Asimmetria informativa tra <i>general partner</i> e <i>limited partner</i>
Cumming e Macintosh, 2006	Commissioni fisse più elevate connesse a minore rischio e rendimenti più bassi.
Fleischer, 2008	<i>Carried interest</i> allinea gli incentivi tra <i>general partner</i> e <i>limited partner</i>
Metrick e Yasuda, 2009	L'offerta di fondi diminuisce la <i>performance</i> degli stessi
Achleitner e altri, 2009	Commissioni devono essere allineate con la <i>performance</i>
Marquez e altri, 2010	I <i>general partner</i> limitano le commissioni e lasciando eccessi di rendimento agli investitori
Luukkonen e altri, 2011	Differenti tipi di <i>general partner</i> mostrano differenti <i>performance</i>

*Fonte: nostra elaborazione.*

La vastità dei risultati della letteratura conduce ad effettuare ulteriori analisi. Al meglio delle nostre conoscenze non ci sono studi che coprono l'intero aspetto della *performance* dei gestori di fondi di private equity, in particolare concentrandosi sulle SGR italiane. Si sottolinea che si è scelto di concentrarsi solo sulle SGR italiane in quanto la struttura dei gestori dei fondi di private equity è eterogenea e può portare a investimenti in diversi target e diverse *performance*. Infatti, Luukkonen e altri (2011) hanno dimostrato che le motivazioni di investimento dei diversi tipi di gestori di fondi di private equity sono differenti, e questo ha implicazioni sulla misura del tempo e dello sforzo che dedicano alle imprese presenti in portafoglio.

L'orizzonte di investimento varia notevolmente tra i gestori di fondi diversi e questo si traduce in diversi incentivi e differente redditività.

Questa analisi si differenzia dalla letteratura esistente poiché utilizza un campione originale di dati e approfondisce lo studio delle determinanti della *performance* delle SGR in relazione alle caratteristiche delle imprese target. In altre parole, la domanda di ricerca che si vuole indagare è "*Qual è la performance delle SGR italiane che investono nel private equity, in relazione alle caratteristiche delle imprese oggetto di private equity?*".

### **8.3. Le ipotesi di ricerca**

In questa sezione si sviluppano le ipotesi di ricerca sulle *performance* delle SGR che gestiscono fondi di private equity. Le ipotesi formulate derivano dalla letteratura accademica e sono testate nel paragrafo 8.5.

L'ipotesi di ricerca principale confronta le *performance* delle imprese oggetto di private equity con le *performance* delle SGR che gestiscono fondi di private equity. Si assume che le performance dei gestori siano superiori rispetto a quelle delle imprese da loro gestite.

*H<sub>1</sub>: le SGR presentano performance superiori rispetto alle PEBC in portafoglio.*

In secondo luogo, si vuole analizzare il legame tra le caratteristiche degli investimenti che attuano le SGR e le loro *performance*. Si ipotizza innanzitutto che le SGR che investono maggiormente per singola PEBC ottengano delle *performance* superiori. Infatti, un maggiore capitale investito per impresa target consente di impiegare maggiori risorse nell'impresa, favorendo lo sviluppo di nuove tecnologie e nuovi prodotti, l'espansione del capitale circolante, il sostegno economico di operazioni di finanza straordinaria o il rafforzamento della struttura finanziaria. Ne consegue che il gestore riesce a dismettere la partecipazione ad un maggiore valore e ottenere un rendimento superiore e anche un elevato *carried interest* sul *capital*

*gain* Per questa ragione la prima ipotesi prevede una relazione positiva tra il capitale che un gestore di fondi di private equity vuole investire e le sue *performance*.

*H<sub>2</sub>*: le SGR che maggiormente investono per ogni singola PEBC mostrano *performance* superiori.

Questa ipotesi si articola in quattro sotto-ipotesi. Innanzitutto, si ipotizza una relazione positiva tra l'importo minimo di capitale che una SGR investe e le sue *performance* reddituali, economiche e finanziarie. Infatti, maggiore è il capitale investito per ogni singola operazione, quindi maggiori sono le risorse disponibili per ogni singola impresa, maggiore dovrebbe essere la crescita dell'impresa investita. Inoltre, Jones e Rhodes-Kropf (2003) hanno dimostrato che le stesse dimensioni del fondo di private equity sono correlate alla dimensione degli investimenti, e ne consegue che, per le stesse ragioni già esposte, la stessa dimensione del fondo dovrebbe portare ad un maggiore rendimento per le SGR. Si ipotizza quindi che anche la dimensione del capitale del fondo gestito dalle SGR è correlata positivamente alla *performance* dello stesso gestore del fondo.

*H<sub>2A</sub>*: l'ammontare minimo investito per operazione e il capitale in gestione sono positivamente correlati alla *performance* delle SGR.

La seconda sotto-ipotesi verte sul numero di operatori presenti nelle SGR. Si parte dal presupposto che il numero degli operatori della società di gestione è positivamente correlata alla sua *performance*. Si ipotizza infatti che un maggior numero di operatori significa più persone che si occupano di strutturare e monitorare gli investimenti. Il monitoraggio degli investimenti di private equity consente di portare valore aggiunto all'impresa target, valorizzando la partecipazione detenuta.

*H<sub>2B</sub>*: il numero degli operatori della SGR è positivamente correlato alla sua *performance*.

Lo studio di Metrick e Yasuda (2009) hanno dimostrato che la creazione di nuovi fondi di private equity comporta costi aggiuntivi, e diminuisce la redditività complessiva per gli investitori e per i gestori dei fondi. Esistono, infatti, delle diseconomie di scala nel numero di fondi gestiti che portano a minori rendimenti per gli investitori e per i



gestori stessi. Si ipotizza che il numero di fondi gestiti sia correlato negativamente alla *performance* delle SGR.

*H<sub>2C</sub>: numero di fondi gestiti è correlato negativamente alla performance delle SGR.*

La quarta sotto-ipotesi riguarda il numero di imprese presenti in portafoglio per ogni gestore di fondi. Gompers e Lerner (2000) hanno scoperto che in genere i gestori di fondi di private equity investono in circa due dozzine di imprese nel corso di tre anni. Di conseguenza, si ipotizza che il numero di imprese target è positivamente correlato alla *performance* di gestori di fondi. Ciò è tuttavia in contrasto con quanto affermato da Jones e Rhodes-Kropf (2003), i quali in uno studio sull'andamento dei fondi di private equity sostengono che, poiché è richiesto molto tempo per gestire un progetto, solo un piccolo numero di investimenti può essere supervisionato dai gestori di fondi. In ogni caso, si ipotizza un legame positivo tra il numero di imprese in portafoglio e le *performance* delle SGR.

*H<sub>2D</sub>: il numero delle società in portafoglio è positivamente correlata alla performance delle SGR.*

La terza ipotesi di ricerca testata nel presente capitolo riguarda la specializzazione dei gestori su una o poche tipologie di imprese target. Si ipotizza che le SGR che concentrano gli investimenti su limitate tipologie di imprese mostrano *performance* superiori.

*H<sub>3</sub>: le SGR che si concentrano in pochi tipi di PEBC mostrano performance superiori.*

Questa ipotesi si articola in due sotto-ipotesi. La prima sotto-ipotesi riguarda il legame tra la specializzazione in uno o pochi Paesi e le *performance* delle SGR. Infatti, la struttura delle commissioni dovrebbe portare ad un sovrainvestimento nei Paesi che mostrano maggiori *performance* storiche e bloccare gli investimenti negli altri Paesi (Axelson e altri, 2007). Ne consegue che i sovrainvestimenti riducono i rendimenti possibili e diminuiscono la *performance* dei gestori dei fondi. Inoltre, gli investitori istituzionali mostrano una sostanziale preferenza per le imprese localizzate nei Paesi in cui loro stessi risiedono, perdendo così la possibilità di cogliere opportunità di investimento in altri Paesi (Hochberg e Rauh, 2012). Di conseguenza

gli investitori globali, che non si focalizzano su un solo Paese dovrebbero ottenere un rendimento più elevato.

*H<sub>3A</sub>: la specializzazione nel Paese di origine è negativamente correlata alla performance della SGR.*

I gestori dei fondi di private equity spesso si specializzano in un settore industriale, per avere una migliore comprensione della realtà in cui si investe e del processo di creazione del valore. Tuttavia, i gestori di fondi di private equity potrebbero scegliere di investire in imprese fuori del loro campo di applicazione del settore, al fine di ampliare le loro opportunità di investimento o di diversificare il proprio portafoglio (Huyghebaert e altri, 2010). In ogni caso, si ipotizza che la specializzazione degli investimenti in imprese target in un determinato settore industriale sia positivamente correlata al rendimento delle SGR.

*H<sub>3B</sub>: la specializzazione industriale è positivamente correlata al rendimento delle SGR.*

#### **8.4. La descrizione del campione e la metodologia di ricerca**

Il procedimento di raccolta dei dati e lo schema di selezione del campione sono descritti in questa sezione. In questo paragrafo si forniscono le statistiche descrittive per i campioni oggetto di analisi e si illustra la metodologia utilizzata per la ricerca.

Con queste analisi si vuole rispondere alla domanda di ricerca principale: si confrontano le *performance* esibite dalle SGR che gestiscono investimenti di private equity con le *performance* e le caratteristiche principali delle imprese target. In questa sezione si studiano la *performance* delle SGR e delle imprese destinatarie degli investimenti in quanto entrambe le parti sono coinvolte nelle operazioni di private equity.

### 8.4.1 La descrizione dei dati

I dati selezionati per comporre il campione di analisi sono descritti in questo paragrafo. Il primo campione è composto dalle SGR che investono nel private equity (Campione SGR). I dati sulle SGR sono tratti dall'AIFI e sono incrociati con le informazioni finanziarie tratte dal Registro delle Imprese. Si studiano la *performance* delle SGR che hanno gestito almeno un fondo di private equity nel 2012; il *dataset* comprende 37 SGR.

I dati sulla *performance* degli investimenti di private equity possono essere raccolti sia a livello di fondo sia a livello di impresa. I dati a livello di fondo hanno il vantaggio di essere al netto delle commissioni del fondo, tuttavia detti dati non presentano dati sulla perdita di ricapitalizzazione dovuta all'uso della leva finanziaria. Al contrario, i dati a livello di impresa consentono ai ricercatori di inserire nell'analisi anche i dati sulle imprese fallite il cui valore della partecipazione viene stralciata, evitando possibili distorsioni nella selezione delle imprese. In questo studio si è scelto di seguire il secondo metodo, studiando l'andamento degli investimenti in private equity analizzando direttamente le imprese oggetto di private equity.

In questa ricerca, si analizzano le imprese che sono state oggetto di investimenti di private equity tra il 2006 e il 2010. Si studiano solo gli investimenti attuati da operatori privati, in imprese non quotate, considerando solo i finanziamenti iniziali effettuati dagli investitori di private equity, non includendo i successivi *round* di investimenti in *stage*. Inoltre, si considerano solo gli investimenti in imprese che hanno superato la fase di *start-up*. Quindi, lo studio non comprende i seguenti tipi di operazioni di investimento:

- operazioni effettuate da istituzioni pubbliche;
- operazioni di *seed* e *start-up*;
- operazioni di finanziamento nei *round* successivi al primo.

Per l'analisi degli investimenti si è costituito un campione di imprese oggetto di private equity investite nel periodo 2006/2010. I dati sono stati ricavati dai *report* del *database* dell'Osservatorio

*Private Equity Monitor* (PEM)<sup>45</sup> e incrociati con i dati contenuti nella banca dati AIDA di *Bureau Van Dijk*<sup>46</sup>. Dal campione iniziale composto da 484 imprese in totale, sono state eliminate le imprese con osservazioni mancanti o incomplete. Il campione finale (campione PE) è composto da 261 imprese.

---

<sup>45</sup> L'Osservatorio PEM, situato presso l'Università Carlo Cattaneo – LIUC, sviluppa un'attività di monitoraggio permanente sugli investimenti in capitale di rischio realizzati in Italia. Il rapporto del PEM consiste in un database effettuato dall'Osservatorio PEM, che si concentra su investimenti di private equity in imprese italiane, e si propone di delineare le principali tendenze del settore e di individuare gli sviluppi futuri.

<sup>46</sup> La banca dati AIDA di *Bureau Van Dijk* è un database contenente circa 1 milione di imprese in Italia, con un massimo di cinque anni di storia. I conti sono in un formato dettagliato e comprendono 50 indici di bilancio.

**Tabella 8.2: statistiche descrittive sulle SGR e sulle imprese oggetto di private equity.**

Statistiche descrittive per le variabili analizzate. Il campione include 37 SGR e 261 imprese oggetto di private equity. Le definizioni delle variabili e le fonti dei dati sono presenti in appendice (tabella A.3). Valori medi e mediani (valori mediani tra parentesi). Test della T di *Student*. \* Significativo al 10%. \*\* Significativo al 5%. \*\*\* Significativo all'1%.

<b>Variabile</b>	<b>Campione SGR</b>	<b>Campione PE</b>	<b>Test T</b>
Ricavi di esercizio	4.038.189 (2.082.410)	63.853.567 (25.114.643)	(<0,0001)***
Ebitda	3.926.772 (2.154.318)	6.707.924 (1.919.592)	(<0,0001)***
Risultato di esercizio	738.245 (143.374)	-2.621.883 (-742)	(<0,0001)***
Totale attivo	5.355.385 (3.179.118)	34.676.651 (34.676.652)	(<0,0001)***
Equity	1.808.338 (1.250.000)	35.328.459 (8.370.806)	(<0,0001)***
Roa	0,7139 (0,7163)	-1,6751 (1,9350)	(0,0350)**
Roe	0,4870 (0,0729)	-3,48691 (0,7400)	(0,0001)***

*Fonte: nostra elaborazione su dati AIDA di Bureau Van Dijk e Registro delle imprese.*

Dalla tabella si può vedere che le imprese target presentano un valore medio del totale attivo pari a quasi 10 volte il valore espresso delle SGR. Anche considerando i valori mediani emerge una situazione simile. Infatti, a differenza delle imprese industriali, le SGR per svolgere la loro attività non necessitano di elevate attività immobilizzate. Si noti che sia il valore medio che mediano del risultato di esercizio è positivo per le SGR e negativo per le PEBC. Ciononostante, il fatturato medio e mediano delle imprese target è oltre 10 volte il fatturato espresso dalle SGR. Infine, la redditività media espressa dall'indice Roe e dall'indice Roa è positiva per le SGR e negativa per le imprese oggetto di investimento.

### 8.4.2 La metodologia di analisi

In questa sezione si descrive la metodologia applicata, discutendo sulle variabili scelte per analizzare le *performance* delle SGR e delle imprese oggetto di private equity.

Si è deciso di analizzare alcune variabili di bilancio per spiegare le caratteristiche principali degli investimenti di private equity. Ciò è dovuto alla scelta di utilizzare dati pubblici disponibili per tutte le imprese e non utilizzare questionari ed interviste.

In primo luogo si è condotto il confronto delle *performance* delle SGR e delle imprese in portafoglio, al fine di controllare se la redditività del gestore del fondo è superiore al rendimento delle imprese investite. Lo studio viene effettuato tramite un modello *Probit*<sup>47</sup>. La variabile dipendente è una variabile *dummy* che assume il valore 1 se l'impresa è stata oggetto di private equity e 0 altrimenti (ovvero se l'impresa è una SGR, poiché si attua un confronto tra questi due campioni di dati). Le variabili indipendenti sono variabili di *performance* per i due campioni di imprese e sono selezionati in modo da riflettere le dimensioni tradizionali di valutazione delle *performance* entro i limiti della disponibilità dei dati. I costrutti precisi sono riportati nell'appendice (tabella A.3). Queste variabili sono scelte con l'obiettivo di riflettere il diverso andamento delle *performance* tra le imprese oggetto di private equity e le SGR che le gestiscono. Nello specifico, si studia il seguente modello *Probit*:

$$PROB_{PE} = \beta_0 + \beta_1 PRO + \beta_2 TAS + \beta_3 ROA + \beta_4 EBI + \beta_4 ROE + \beta_4 EQU \quad (1)$$

dove:

-  $PROB_{PE}$  = variabile *dummy* che spiega l'appartenenza al campione di imprese oggetto di private equity (1 imprese oggetto di

---

<sup>47</sup> Un modello *Probit* è un modello di regressione binaria con cui si studia la probabilità di un attributo o di un evento. La variabile dipendente è una variabile *dummy* che assume il valore 1 se l'evento si verifica e 0 altrimenti. Per altri studi sulle *performance* degli investimenti di private equity tramite modello *Probit* si veda ad esempio Phalippou e Gottschalg, 2009.

private equity, 0 SGR)

- *PRO* = valore del risultato di esercizio nel secondo anno dopo il *deal* per le PEBC, nel 2011 per le SGR;
- *TAS* = valore del totale attivo nel secondo anno dopo il *deal* per le PEBC, nel 2011 per le SGR;
- *ROA* = valore del Roa nel secondo anno dopo il *deal* per le PEBC, nel 2011 per le SGR;
- *EBI* = valore del Ebitda nel secondo anno dopo il *deal* per le PEBC, nel 2011 per le SGR;
- *ROE* = valore del Roe nel secondo anno dopo il *deal* per le PEBC, nel 2011 per le SGR;
- *EQU* = valore dellequity nel secondo anno dopo il *deal* per le PEBC, nel 2011 per le SGR.

L'analisi continua utilizzando un modello di regressione attraverso il metodo dei minimi quadrati (*Ordinary Least Squares*, OLS)<sup>48</sup>. Con la regressione, si vogliono analizzare le *performance* delle SGR in funzione delle caratteristiche dell'investimento attuato. La regressione utilizzata nell'analisi è la seguente:

$$Y = \beta_0 + \beta_1 CAP + \beta_2 MIN + \beta_3 FUN + \beta_4 POR + \beta_5 EUR + \beta_6 ITA + \beta_7 IND \quad (2)$$

dove<sup>49</sup>:

- *CAP* = capitale gestito;
- *MIN* = ammontare minimo investito per impresa;
- *FUN* = numero di fondi gestiti;
- *POR* = numero di imprese in portafoglio;
- *EUR* = investimenti solo in Europa;
- *ITA* = investimenti solo in Italia;
- *IND* = assenza di specializzazione industriale.

Le variabili indipendenti indicano la tipologia di impresa target in

---

<sup>48</sup> Il metodo dei minimi quadrati è un procedimento per la stima dei parametri ignoti in un modello di regressione lineare. Questo metodo permette di trovare una funzione, detta curva di regressione, che minimizza la somma dei quadrati delle distanze tra i dati osservati e quelli della funzione stessa che rappresenta l'approssimazione lineare.

<sup>49</sup> Le definizioni sono presenti in appendice (tabella A2).

cui le SGR hanno scelto di investire. Infatti, la specializzazione degli investimenti di una SGR in uno o pochi tipi di imprese target non è scelto in modo casuale. Al contrario, la tipologia di investimento attuato dalle SGR è selezionato dalle stesse SGR e specificato nel contratto di gestione dei capitali sottoscritto dagli investitori. Con queste regressioni si vuole investigare se la specializzazione degli investimenti in pochi tipi di imprese target conduce ad un rendimento più elevato per le SGR. L'impatto degli investimenti di private equity sulla *performance* delle SGR è stato analizzato direttamente tramite analisi di bilancio, al fine di comprendere le caratteristiche fondamentali degli investimenti. Si sono analizzate le variazioni percentuali di 12 indici selezionati dalla letteratura sul private equity, utilizzati come variabili dipendenti, ovverosia: totale attivo (A), equity (E), margine di intermediazione (INT), commissioni nette (NET), commissioni attive (FEE), margine di intermediazione/patrimonio netto (INT/E), commissioni nette/patrimonio netto (NET/E), commissioni attive/patrimonio netto (FEE/E), margine di intermediazione/totale attivo (INT/A), commissioni nette/totale attivo (NET/A), commissioni attive/totale attivo (FEE/A) e risultato di esercizio (PRO)<sup>50</sup>. Attraverso l'analisi si vuole rispondere alla domanda di ricerca principale: si vuole confrontare la *performance* esibita dalle SGR e le *performance* delle imprese target.

## 8.5 I risultati delle analisi

In questa sezione si riportano in primo luogo i risultati delle analisi e successivamente si discutono i risultati tenendo conto delle ipotesi di ricerca formulate nella sezione 8.3 in relazione ai risultati provenienti dalla letteratura accademica precedente.

Si ricorda che in questa ricerca, con l'ausilio del *report* dell'Osservatorio PEM e della banca dati AIDA di *Bureau Van Dijk*, si è costituito un campione di imprese oggetto di private equity che

---

<sup>50</sup> Per le regressioni si è utilizzato il software Gretl 1.9.2 per Windows XP.



sono state oggetto di investimento nel periodo 2006/2010, che comprende 261 imprese in totale. Il secondo campione di analisi è il set di dati composto delle SGR che hanno gestito almeno un fondo di private equity nel 2012, composto da 37 imprese. I dati sulle SGR sono tratti dall'AIFI e sono incrociati con le informazioni di bilancio contenute nel *database* del Registro delle Imprese.

L'analisi inizia confrontando l'andamento delle SGR con le imprese presenti nel loro portafoglio, attraverso il modello *Probit*. La variabile dipendente è una variabile *dummy* che assume il valore 1 se l'impresa è oggetto di private equity e 0 se si tratta di una SGR. Le variabili indipendenti sono il fatturato, il risultato di esercizio, il Roe e il totale attivo. I risultati sono riportati nella tabella 8.3.

**Tabella 8.3: modello *Probit*.**

Modello *Probit*. Il campione consiste in 37 SGR e 261 imprese oggetto di private equity. La variabile dipendente è una variabile *dummy* che indica l'appartenenza al campione di imprese oggetto di private equity. Le variabili indipendenti sono la variazione percentuale dei ricavi di esercizio, risultato di esercizio, Roe e totale attivo, come definiti in appendice (tabella A.3). *P-values* tra parentesi. \* Significativo al 10%. \*\* Significativo al 5%. \*\*\* Significativo all'1%.

<b>Variabile</b>	<b>Coefficiente</b>
Risultato di esercizio	4,45E-07 (0,00002)***
Totale attivo	1,78E-07 (0,00233)***
Roa	0,0831356 (<0,00001)***
Ebitda	-9,34E-07 (0,00001)***
Roe	-0,0124433 (0,0006)***
Equity	9,54E-08 (0,00005)***
Costante	0,296434 (0,00152)***

*Fonte: nostra elaborazione su dati AIDA di Bureau Van Dijk e Registro delle imprese.*

Tutte le variabili sono risultate statisticamente significative. L'importo del risultato di esercizio, dell'equity e del totale attivo mostrano coefficienti positivi. Al contrario, l'Ebitda e il Roe presentano coefficienti negativi.

L'analisi seguita utilizzando il modello di regressione OLS. Si vuole analizzare la *performance* delle SGR in funzione delle caratteristiche dell'investimento attuato. La *performance* delle SGR si misura con 12 indici: ovverosia: totale attivo (A), equity (E), margine di intermediazione (INT), commissioni nette (NET), commissioni attive (FEE), margine di intermediazione/patrimonio netto (INT/E), commissioni nette/patrimonio netto (NET/E), commissioni attive/patrimonio netto (FEE/E), margine di intermediazione/totale attivo (INT/A), commissioni nette/totale attivo (NET/A), commissioni attive/totale attivo (FEE/A) e risultato di esercizio (PRO). I risultati sono riassunti nella tabella 8.4 per le regressioni con variabile dipendente A, E, INT, NET, nella tabella 8.5 per le regressioni con come variabili dipendenti rispettivamente FEE, INT/E, NET/E, FEE/E e nella tabella 8.6 per le regressioni con come variabili dipendenti INT/A, NET/A, FEE/A e PRO.

### Tabella 8.4: regressioni OLS.

Il campione consiste in 37 SGR che gestiscono investimenti di private equity. Le variabili dipendenti sono totale attivo (TAS), equity (EQU), margine di intermediazione (INT) e commissioni nette (NET) nel periodo 2008/2011. Le definizioni sono presenti in appendice (tabella A.3). *P-values* tra parentesi. \* Significativo al 10%. \*\* Significativo al 5%. \*\*\* Significativo all'1%.

	<b>A</b>	<b>E</b>	<b>INT</b>	<b>NET</b>
CAP	8.314 (<0,00001)***	1.005 (0,05318)*	8.283 (<0,00001)***	8.161 (<0,00001)***
MIN	239.094 (0,00041)***		272.866 (06)***	272.054 (<0,00001)***
FUN	900.192 (0,00182)***	113.871 (0,07902)*	418.743 (0,06769)*	386.583 (0,08919)*
POR	-60.995 (0,00001)***	-13.371 (0,00011)***	-29.892 (0,0006)***	-27.800 (0,00658)***
EUR	-4.150.000 (0,03132)**	-2.070.000 (0,00374)***		
ITA	-4.710.000 (0,01376)**	-2.180.000 (0,00138)***	-1.170.000 (0,00384)***	
IND				
Costante	4.620.000 (0,0088)***	3.310.000 (<0,00001)***		

*Fonte: nostra elaborazione su dati Registro delle imprese.*

### Tabella 8.5: regressioni OLS.

Il campione consiste in 37 SGR che gestiscono investimenti di private equity. Le variabili dipendenti sono commissioni attive (FEE), margine di intermediazione/equity (INT/E), commissioni nette/equity (NET/E) e commissioni attive/equity (FEE/E) nel periodo 2008/2011. Le definizioni sono presenti in appendice (tabella A.3). *P-values* tra parentesi. \* Significativo al 10%.\*\* Significativo al 5%.\*\*\* Significativo all'1%.

	<b>FEE</b>	<b>INT/E</b>	<b>NET/E</b>	<b>FEE/E</b>
CAP	8.022 (<0,00001)***	0,0018 (0,03619)**	0,0017 (0,03806)**	0,0016 (0,06482)*
MIN	269.885 (0,00007)***	0,1550 (0,00002)***	0,1550 (0,00001)***	0,1591 (<0,00001)***
FUN		0,3661 (0,0304)**	0,3402 (0,03714)**	0,3121 (0,06199)*
POR	-26.679 (0,00242)***	-0,0163 (0,03633)**	-0,0149 (0,04826)**	-0,0131 (0,0946)*
EUR		0,7338 (0,07219)*	0,8142 (0,047)**	0,8053 (0,04958)**
ITA	-1.410.000 (0,02091)**			
IND				
Costante				

*Fonte: nostra elaborazione su dati Registro delle imprese.*

### Tabella 8.6: regressioni OLS.

Il campione consiste in 37 SGR che gestiscono investimenti di private equity. Le variabili dipendenti sono margine di intermediazione/totale attivo (INT/A), commissioni nette/totale attivo (NET/A), commissioni attive/totale attivo (FEE/A) e risultato di esercizio (PRO) nel periodo 2008/2011. Le definizioni sono presenti in appendice (tabella A.3). *P-values* tra parentesi. \* Significativo al 10%.\*\* Significativo al 5%.\*\*\* Significativo all'1%.

	INT/A	NET/A	FEE/A	PRO
CAP				1.970 (0,0001)***
MIN	0,0156 (0,04575)**	0,0159 (0,03998)**	0,0162 (0,03302)**	81.370 (0,00019)***
FUN				171.014 (0,0959)*
POR				-9.031 (0,04105)**
EUR	0,2454 (0,01096)**	0,2679 (0,00554)***	0,2410 (0,01233)**	
ITA				
IND	-0,1763 (0,0847)*	-0,1818 (0,07465)*		
Costante	0,5973 (0,00003)***	0,5669 (0,00012)***	0,6127 (0,00005)***	-497.595 (0,05941)*

*Fonte: nostra elaborazione su dati Registro delle imprese.*

Le variabili sono statisticamente significative nella maggior parte dei modelli di regressione. Il capitale in gestione registra un coefficiente con segno positivo in tutte le regressioni statisticamente significative, ovvero nelle regressioni con variabile dipendente totale attivo, margine di intermediazione netto, commissioni nette, commissioni attive, margine di intermediazione/patrimonio netto, commissioni nette/patrimonio netto, commissioni attive/patrimonio netto e risultato di esercizio. Pertanto, vi è una relazione positiva tra il capitale in gestione e le *performance* delle SGR. Le regressioni che hanno come variabili dipendenti un rapporto con il totale attivo, cioè margine di intermediazione/totale attivo, commissioni nette/totale attivo e commissioni attive/totale attivo non sono significative.

La variabile relativa all'importo minimo investito è statisticamente significativa per tutte le variabili dipendenti eccetto per la regressione

con l'equity come variabile indipendente. In tutte le regressioni statisticamente significative i coefficienti mostrano valori positivi. Ciò significa che una grande quantità di risorse investite dalle SGR per singolo deal porta ad un aumento della redditività anche per gli stessi gestori.

Il numero di fondi gestiti presenta un coefficiente positivo in tutti i modelli in cui la regressione è significativa, cioè totale attivo, patrimonio netto, margine di intermediazione, commissioni nette, commissioni attive, margine di intermediazione/patrimonio netto, commissioni nette/patrimonio netto, tasso/patrimonio netto, e risultato di esercizio. Il numero di fondi gestiti non è significativo per i modelli che presentano come variabili dipendenti le commissioni attive o una variabile espressa in rapporto con il totale attivo, quali margine di intermediazione/totale attivo, commissioni attive/totale attivo e commissioni nette/totale attivo.

In questo studio è emersa una relazione negativa tra il numero delle imprese presenti nel portafoglio gestito e le variabili di redditività, fatta eccezione per il margine di intermediazione/totale attivo, le commissioni nette/totale attivo e commissioni attive/totale attivo, che non sono significative. Ne consegue che un numero minore di imprese in portafoglio porta ad una maggiore redditività per le SGR.

La variabile EUR, che rappresenta le SGR italiane che investono in Europa, presenta un coefficiente positivo in alcuni modelli e un coefficiente negativo in altri. Il segno negativo è legato alle regressioni che hanno come variabili dipendenti il patrimonio netto e il totale attivo, mentre il segno positivo è presente nelle regressioni che hanno queste variabili al denominatore. Si noti che in queste regressioni, la variabile ITA relativa alla concentrazione degli investimenti in Italia ha valori statisticamente non significativi. Tuttavia, questi valori sono significativi con segni negativi per le altre regressioni, ovvero totale attivo, margine di intermediazione netto e commissioni attive.

La relazione tra la mancanza di focus degli investimenti in un particolare settore industriale della PEBC e la redditività delle SGR è statisticamente significativa solo in due modelli, ovvero con margine di intermediazione/totale attivo e commissioni attive/totale attivo, e in

entrambi i casi presenta un segno negativo.

## 8.6 Considerazioni conclusive sull'analisi

### 8.6.1 La discussione e le implicazioni dell'analisi

Questo studio ha analizzato le *performance* di 37 SGR che hanno gestito almeno un fondo di private equity nel 2011. Come si è visto, la prima analisi è stata effettuata utilizzando un modello *Probit*, confrontando le imprese presenti nel portafoglio delle SGR con gli stessi gestori di fondi di private equity. Dall'analisi è emerso che il risultato di esercizio, il totale attivo, il Roa e il patrimonio netto delle imprese oggetto di private equity sono superiori rispetto a quelli delle SGR. Tuttavia, si è rilevato che le *performance* espresse in termini di Ebitda e Roe sono maggiori per le SGR rispetto alle imprese in portafoglio. Ciò significa che è più redditizio investire nelle SGR che investono nel private equity in confronto ad investire in imprese private equity backed. Le *performance* dei gestori è migliore rispetto alle *performance* delle imprese che gestiscono.

Nella seconda parte dell'analisi, si sono analizzate le *performance* delle in relazione al tipo di investimento effettuato attraverso un modello OLS. Le variabili indipendenti sono relative alla tipologia di impresa in cui le SGR decidono di investire, mentre le variabili dipendenti sono indici di bilancio che misurano le *performance* delle SGR, e cioè: totale attivo (TAS), equity (EQU), margine di intermediazione (INT), commissioni nette (NET), commissioni attive (FEE), margine di intermediazione/patrimonio netto (INT/E), commissioni nette/patrimonio netto (NET/E), le commissioni attive/equity (FEE/E), margine di intermediazione/totale attivo (INT/A), commissioni nette/totale attivo (NET/A), commissioni attive/totale attivo (FEE/A) e risultato di esercizio (PRO). I risultati della regressione hanno confermato le ipotesi di ricerca. Le *performance* delle SGR è più elevata per le società che investono

maggiormente per ogni impresa in portafoglio.

In primo luogo, si è trovata una relazione positiva tra la capitale gestito dalle SGR e la loro *performance* economica. Infatti, maggiore è il capitale gestito, maggiori sono le risorse disponibili per ciascuna impresa target e, di conseguenza, maggiore dovrebbe essere la crescita delle imprese oggetto di investimento. Questo risultato è in linea con quanto affermato nel lavoro di Jones e Rodi - Kropf (2003), nel quale si dimostra che la dimensione dei fondi di investimento di private equity è correlata alla dimensione degli investimenti, e, per gli stessi motivi esposti in precedenza, la dimensione dei fondi dovrebbe portare ad un rendimento più elevato per le SGR. Allo stesso modo, è stata trovata una relazione positiva tra l'importo minimo di capitale investito per impresa in portafoglio da parte delle SGR e la loro *performance* economica.

Inoltre, si è dimostrato che il numero di fondi gestiti è positivamente correlato con le *performance* delle SGR. Ciò è in contrasto con lo studio di Metrick e Yasuda (2009), che ha dato prova che la creazione di nuovi fondi di private equity comporta costi aggiuntivi e riduce la redditività complessiva degli investitori e dei gestori di fondi. Infatti, secondo gli autori sono presenti diseconomie di scala nell'aumento del numero di fondi gestiti, che comportano minori rendimenti per gli investitori e per gli stessi gestori.

Inoltre, si è dimostrato che il numero di imprese presenti nel portafoglio di ciascun gestore di fondi di private equity è correlata positivamente alla *performance* dei gestori. Ciò conferma i risultati di Gompers e Lerner (2000), i quali affermano che, in generale, la *performance* dei gestori di fondi di private equity è positivamente correlata al numero delle imprese in portafoglio. Secondo gli autori, il numero ottimale di imprese in portafoglio per gestore è pari a due dozzine nell'arco di tre anni. Questi risultati, tuttavia, sono in contrasto con lo studio di Jones e Rhodes - Kropf (2003), nel quale si sostiene che poiché è necessario un lungo periodo di tempo per gestire ciascun progetto, solo un piccolo numero di PEBC può essere curato dai gestori di fondi. In ogni caso, nel presente lavoro si è trovata una relazione positiva tra il numero di imprese in portafoglio e la *performance* delle SGR.



Successivamente, si è analizzata la relazione tra la specializzazione degli investimenti in uno o pochi Paesi e le *performance* delle SGR. Si è dimostrato che i gestori che concentrano gli investimenti solamente sul territorio italiano presentano un rendimento inferiore alle imprese che non si focalizzano su un solo Paese. Le SGR che prendono come riferimento per i propri investimenti il mercato europeo, al contrario, in più casi mostrano una *performance* migliore. Infatti, la struttura delle commissioni dovrebbe portare ad un eccessivo investimento nei Paesi che mostrano maggiori *performance* storiche e tendono a bloccare gli investimenti negli altri Paesi (Axelson, Strömberg e Weisbach 2007). Ne consegue che i sovrainvestimenti riducono i rendimenti realizzabili e diminuisce le *performance* dei gestori di fondi. Inoltre, gli investitori istituzionali mostrano una preferenza significativa per le imprese situate nei Paesi in cui sono situati, perdendo così la possibilità di cogliere le opportunità di investimento presenti in altri Paesi (Hochberg e Rauh, 2013). Di conseguenza, gli investitori che non si concentrano su un solo Paese dovrebbero presentare rendimenti più elevati.

Inoltre, si è dimostrato che la specializzazione delle società di investimento in un settore è correlato negativamente alla performance delle stesse SGR. Infatti, i gestori di fondi di private equity sono spesso specializzati in un settore per comprendere al meglio la realtà in cui investono e il processo di creazione di valore. Tuttavia, i gestori di fondi di private equity possono scegliere di investire in imprese al di fuori del loro campo di specializzazione di ampliare le loro opportunità di investimento riuscendo così a diversificare il proprio portafoglio (Huyghebaert, Priem e Van de Gucht, 2010).

In generale, si può concludere che le SGR che gestiscono gli investimenti di private equity mostrano *performance* migliori rispetto alle imprese presenti nel loro portafoglio. Inoltre, si è dimostrato che le *performance* dei gestori di fondi di private equity è più elevata per le imprese che investono maggiormente, ovvero che presentano maggiori risorse di capitale in gestione o un maggiore importo investito per singola impresa in portafoglio e un maggior numero di fondi gestiti. Tuttavia, le SGR devono attuare una diversificazione territoriale del portafoglio per poter cogliere le opportunità di investimento presenti in altri Paesi.

### **8.6.2 I limiti delle analisi e le direzioni per ulteriori ricerche**

Si conclude il lavoro analizzando i limiti dello studio e suggerendo alcune possibili direzioni per effettuare nuove ricerche.

Il primo limite del presente lavoro consiste nella significatività statistica della costante nel modello *Probit* e in alcuni modelli di regressione OLS. Ciò si traduce con il fatto che alcuni fattori che influenzano la redditività delle SGR e/o delle imprese target non sono stati inclusi nei modelli.

Un ulteriore limite delle analisi consiste nel fatto che il campione formato dalle SGR non presenta la stessa numerosità del campione di imprese oggetto di private equity. Questo può condurre ad una leggera distorsione nel confronto tra i due campioni.

Per ampliare il lavoro, può essere utile studiare il fenomeno attraverso l'uso di altre metodologie, come ad esempio il test della T di *Student*, e analizzare altre variabili di *performance*.

Inoltre, risulterebbe interessante studiare la *research question* anche in altri Paesi europei.

## Conclusioni

Il lavoro analizza gli investimenti di private equity. Il private equity consiste nell'investimento istituzionale nel capitale di rischio di un'impresa, per un arco temporale medio – lungo. L'investimento di private equity si esplicita nell'apporto di risorse finanziarie da parte di operatori specializzati, sotto forma di partecipazione al capitale azionario o di sottoscrizione di titoli obbligazionari convertibili in azioni, in imprese dotate di un progetto e di un potenziale sviluppo. I caratteri tipici dell'investimento di private equity sono l'ingresso diretto nel capitale di un'impresa non quotata, l'orizzonte temporale circoscritto dell'operazione e l'obiettivo del potenziamento della redditività aziendale.

Il private equity in senso stretto si distingue dal *venture capital* in quanto con il secondo termine si definiscono gli interventi nelle prime fasi del ciclo di vita dell'impresa, con una maggiore attenzione verso la crescita della stessa.

Le risorse raccolte con gli investimenti di private equity possono essere impiegate nell'impresa per lo sviluppo di nuove tecnologie e nuovi prodotti, l'espansione del capitale circolante, il sostegno alle operazioni di finanza straordinaria o il rafforzamento della struttura finanziaria. Oltre all'ingresso di nuove risorse finanziarie, l'investimento di private equity consente all'impresa target di beneficiare di ulteriori vantaggi, tra cui un miglioramento nella cultura manageriale e un *network* di relazioni con altri mercati e finanziatori indicati dall'investitore istituzionale. Inoltre, le operazioni di private equity aiutano l'avvio del processo di quotazione dell'impresa target in un mercato regolamentato. Ancora, questi interventi vengono adoperati per risolvere i problemi di ricambio generazionale nelle imprese familiari o per attuare la privatizzazione di imprese pubbliche.

Le operazioni di private equity incontrano operativamente, soprattutto in Italia, alcune difficoltà che ne limitano lo sviluppo, quali la scarsa propensione all'apertura della proprietà ad altri investitori, la gravosità dell'*iter* burocratico da seguire e la convenienza del debito bancario rispetto al costo del capitale di rischio. La scarsa liquidità che caratterizza attualmente i mercati finanziari pone un ulteriore freno sia alla raccolta di risorse, sia alle possibilità di disinvestimento. Il ridotto numero di operatori e di operazioni eseguite annualmente e la disomogeneità territoriale dell'offerta pongono un ulteriore freno allo sviluppo del mercato.

La ragione principale che spinge gli investitori a rivolgersi al mercato del private equity è la ricerca di rendimenti più elevati rispetto alle *asset class* tradizionali. Il sovra-rendimento è giustificato non solo dalla maggiore rischiosità che caratterizza gli investimenti nel private equity, ma anche dall'assenza di liquidità dello strumento, la bassa correlazione con i mercati azionari e obbligazionari e la discrezionalità della componente gestionale.

Gli investimenti di private equity sono organizzati globalmente con la struttura della *limited partnership*. Con questa struttura sono coinvolte tre diverse parti: i *limited partner*, il *general partner* e le *private equity backed companies* (PEBC). I *limited partner* sono gli investitori istituzionali che forniscono ai fondi di private equity il capitale necessario per gli investimenti; i *general partner* sono i gestori dei fondi di private equity che investono i risparmi dei clienti per perseguire gli obiettivi finanziari dichiarati; le PEBC o imprese target sono le imprese oggetto di investimento che ricevono il capitale dagli investimenti. Le principali categorie di *limited partner* sono banche, assicurazioni, fondazioni, fondi pensione, fondi sovrani, fondi di fondi e individui con grandi disponibilità. I principali *general partner* in Italia sono SGR, SGA, SICAV, incubatori, acceleratori, *venture capitalist*, *vulture investor*, *business angels* e operatori pubblici.

Operativamente, il veicolo più diffuso in Italia per gli investimenti di private equity in *limited partnership* consiste nel fondo comune di investimento, definito dal D.Lgs. n. 58 del 1998 come “*il patrimonio autonomo, suddiviso in quote, di pertinenza di una pluralità di partecipanti, gestito in monte*”. I fondi comuni di investimento

appartengono alla categoria degli Organismi di Investimento Collettivo del Risparmio (OICR). I *limited partner* acquisiscono delle quote del fondo comune di investimento, che viene gestito dai *general partner*, secondo quanto indicato nel regolamento del fondo. I *limited partner* selezionano il fondo di investimento principalmente sulla base delle credenziali e del *track record* del *management team* del *general partner*. I *general partner* hanno il compito di scegliere le imprese su cui investire, monitorare gli investimenti e stabilire le opportune strategie di uscita dagli investimenti in modo tale da guadagnare un *capital gain* derivante dalla differenza tra il prezzo di acquisto e di vendita delle partecipazioni. I *general partner* devono inoltre investire parte del proprio capitale (solitamente tra l'1% e il 5% del totale del fondo) nel fondo, in modo da essere maggiormente coinvolti, subendo le eventuali perdite derivanti dagli investimenti. La remunerazione dei *general partner* consiste in una commissione sul capitale in gestione (2%) ed una percentuale sul *capital gain* (20%). La quota percentuale del *capital gain*, conosciuta come *carried interest*, aiuta ad allineare gli incentivi dei *general partner* e dei *limited partner*.

Le SGR, istituite con il D.Lgs. n. 58 del 1998, e soggette alla disciplina contenuta nel TUF, sono gli intermediari finanziari autorizzati a svolgere il servizio di gestione dei fondi comuni di investimento. Le SGR possono esclusivamente svolgere le attività attinenti all'istituzione e all'organizzazione del fondo (SGR di promozione), svolgere solamente l'attività di investimento e di disinvestimento del patrimonio del fondo (SGR di gestione), o occuparsi di entrambe le attività (SGR di promozione e di gestione).

A seconda dell'ambito geografico di riferimento degli investimenti si distinguono fondi locali, fondi paneuropei e fondi globali. Solitamente i fondi locali presentano dimensioni comprese tra i 50 milioni e i 500 milioni di Euro, i fondi paneuropei hanno comunemente dimensioni variabili tra i 500 milioni e i 5 miliardi di Euro, mentre i fondi globali variano tra i 2 miliardi e i 10 miliardi di Euro.

Il ciclo di vita di un fondo di private equity si scompone in tre fasi: la raccolta delle risorse finanziarie (*fund raising*), l'investimento (*investment period*) e il disinvestimento (*divestment period*).

La fase del *fund raising* è lo stadio con cui si sollecitano gli investitori a mettere a disposizione i capitali per gli investimenti. Questa fase rappresenta l'attività iniziale del processo di private equity, senza la quale il successivo momento dell'investimento non può avere luogo. Si tratta di un'attività che presenta notevoli criticità, poiché dipende sia dalla capacità dei gestori del fondo di ottenere risorse mettendo in atto una opportuna strategia di raccolta, che dalla congiuntura economica.

La fase d'investimento richiede competenze ed esperienza nel settore. Questa fase include la ricerca delle opportunità di investimento (*deal flow*), la valutazione delle imprese (*due diligence*), la chiusura della trattativa (*closing*) e il monitoraggio dell'investimento. Quest'ultimo momento risulta particolarmente critico in quanto consente di valorizzare la partecipazione. Il livello e le modalità di monitoraggio degli investitori di private equity sono differenti: alcuni investitori sono coinvolti limitatamente nella gestione dell'impresa partecipata, mentre altri presentano un grado di coinvolgimento via via crescente. In base a queste differenze, il *focus* dell'apporto si sposta dall'aspetto finanziario a quello più manageriale.

Il disinvestimento è la fase in cui si realizza il *capital gain*. Le modalità operative attraverso le quali il disinvestimento può essere attuato sono diverse. L'*Initial Public Offering* (IPO) consiste nella cessione della partecipazione mediante offerta pubblica di vendita su un mercato regolamentato. Con il *trade sale* si esegue la cessione della partecipazione a soci industriali attraverso una trattativa privata. Il *secondary buy out* consiste nella cessione della partecipazione ad un altro investitore di private equity. Con *buy-back* si intende la rivendita della partecipazione al socio imprenditore o ai *manager*, ovvero l'acquisto delle azioni da parte dell'impresa stessa. Infine, il *write off* consiste nella svalutazione contabile integrale della partecipazione, a seguito della perdita di valore della stessa.

Gli operatori presenti in Italia nel mercato del private equity nel 2012 sono stati 163. Le SGR e le *investment companies* hanno rappresentato oltre la metà operatori presenti nel mercato (83 operatori, pari al 51%). Il settore di investimento che coinvolge il maggiore numero di investitori attivi è quello dell'*expansion*, con 49

operatori attivi.

Il *fund raising* è l'attività che presenta maggiori criticità nel mercato italiano del private equity. L'andamento negli ultimi cinque anni ha registrato complessivamente un *trend* decrescente. Nel 2012 si sono osservati dei segnali di ripresa, tuttavia rimanendo lontano dai livelli registrati nel 2008. Nel corso del 2012 i capitali raccolti sono stati pari a 1.355 milioni di Euro. I capitali raccolti nel 2012 sono stati prevalentemente di origine domestica (89%). Le banche hanno rappresentato la prima fonte di capitale (35%), seguite dalle fondazioni bancarie e accademiche (20%).

Gli investimenti non ancora dismessi e presenti nel portafoglio complessivo degli operatori in Italia risultano pari a 1.296, distribuiti su 1.135 imprese. Il controvalore delle partecipazioni detenute, valutate al costo d'acquisto, è pari a 20,2 miliardi di Euro. Il *commitment* disponibile per gli investimenti ammonta a circa 6,3 miliardi di Euro.

Nel 2012 sono state intraprese 349 operazioni di investimento in 277 imprese, per un totale di 3.230 milioni di Euro di investimenti. In termini di ammontare investito hanno prevalso gli investimenti di tipo *buy out* (64%) mentre in termini di numero spiccano gli investimenti di tipo *early stage* (39%). La maggior parte dell'ammontare investito proviene da operatori internazionali (41%), mentre le SGR hanno prevalso in termini di numero di investimenti attuati (50%).

Le imprese di piccola e media dimensione rappresentano l'80% del numero di operazioni attuate e solo il 25% del totale delle risorse investite.

Considerando l'ammontare dei disinvestimenti, calcolato al costo d'acquisto delle partecipazioni, dal 2008 al 2012, in generale, i disinvestimenti presentano un leggero *trend* crescente, seppure alternando periodi di crescita a periodi di decrescita. Nel 2012 l'ammontare dei disinvestimenti è stato pari a 1.569 milioni di Euro, mentre in termini di numero sono state registrate 107 dismissioni su 89 imprese. Il maggiore numero di dismissioni è avvenuto nel segmento dell'*expansion* (45%) e il canale di dismissione maggiormente utilizzato è stato il *trade sale* (47%).

In Europa nel 2012 sono stati presenti 1.696 investitori attivi, di cui 709 specializzati nel *venture capital*, 505 nel *buy out*, 74 nell'*expansion stage*, e 408 generalisti.

La raccolta di capitali in Europa negli ultimi cinque anni ha registrato una forte contrazione passando da circa 80 miliardi nel 2008 a quasi 24 miliardi di Euro nel 2012. La maggior parte delle risorse europee è stata raccolta dai fondi pensione (22,1%).

Negli ultimi cinque anni, anche gli investimenti hanno presentato un complessivo calo. Nel 2012 le risorse impiegate per gli investimenti sono state pari a 36,5 miliardi di Euro e sono state circa 5.000 le imprese oggetto di investimenti di private equity. Il segmento di mercato che ha registrato il maggiore ammontare investito è stato il *buy out*, con 28 miliardi di Euro di investimenti (76%). In numero hanno prevalso gli investimenti di *venture capital* (58%).

L'ammontare disinvestito in Europa dal 2008 al 2012 ha mostrato un andamento complessivamente crescente, passando da 14 miliardi di Euro a 22 miliardi di Euro di disinvestimenti nel 2012.

La *performance* dei fondi di private equity viene determinata dall'andamento dei *cash flow* che si generano durante la sua vita. Tuttavia, spesso è necessario valutare l'investimento anche quando esso ancora non è stato realizzato, pur in presenza del rischio di sovrastimare o sottostimare il rendimento rispetto a quanto calcolato usando esclusivamente valori certi.

I principali metodi di valutazione delle imprese oggetto di private equity sono i seguenti: il metodo dei multipli, il *Discount Cash Flow* (DCF), l'*Adjusted Present Value* (APV), il metodo reddituale, il metodo patrimoniale, il metodo misto e la *PEP Drivers' Grid*. I metodi non sono da ritenersi alternativi, ma complementari in quanto concorrono ad una stima quanto più significativa di un *range* di valore dell'impresa target.

Il metodo dei multipli si basa sulla diretta osservazione di prezzi formati nel mercato, sia negli scambi di borsa (metodo delle società comparabili), che nelle negoziazioni di quote di controllo e/o minoranza qualificata del capitale d'impresa (metodo delle transazioni comparabili). Con questo metodo di valutazione non si effettua una



stima del capitale economico, ma il prezzo probabile del capitale di un'impresa con riferimento a un campione di imprese comparabili. In detto campione si osservano determinati rapporti tra grandezze economiche da cui si desumono dei moltiplicatori che vengono successivamente applicati alle medesime variabili, arrivando al valore cercato. Il principio base del suddetto metodo consiste nel fatto che se il mercato riconosce un prezzo pari a  $n$  volte una variabile economica di un gruppo di imprese di riferimento, riconoscerà per l'impresa target un prezzo pari a  $n$  volte il valore da lei presentato nella stessa variabile. I moltiplicatori si dividono in *asset side* ed *equity side* a seconda del parametro utilizzato a numeratore. I moltiplicatori *asset side* determinano il valore complessivo lordo dell'impresa attualizzano i flussi monetari prodotti dalla gestione operativa, mentre quelli *equity side* determinano direttamente il valore economico attribuibile al solo patrimonio netto, attraverso l'attualizzazione di flussi di cassa disponibili per coloro che hanno investito nel capitale di rischio.

Il metodo delle società comparabili, rispetto al metodo delle transazioni comparabili, è di più facile applicazione data la maggiore disponibilità di dati relativi ai prezzi ed è più rappresentativo in quanto risultato di numerose negoziazioni. Il metodo delle transazioni comparabili, che consente di determinare il valore dell'impresa attraverso l'analisi di transazioni simili all'operazione messa in atto dall'investitore istituzionale, include il valore del premio di maggioranza e risente delle specifiche situazioni delle controparti in cui avviene la trattativa.

Il procedimento di calcolo del valore dell'impresa tramite il metodo dei multipli si articola in quattro fasi: identificazione e selezione delle società comparabili, scelta delle variabili da utilizzare per la determinazione dei moltiplicatori, calcolo dei moltiplicatori, applicazione dei moltiplicatori selezionati alle grandezze della società oggetto di valutazione.

Nel metodo del DCF, il valore di un'impresa dipende dalla attitudine prospettica della stessa a generare flussi di cassa operativi stabili, che offrano una congrua remunerazione del capitale investito. Per calcolare il valore dell'impresa occorre attualizzare i flussi di cassa dividendoli per  $(1 + r)^n$  dove  $r$  è il tasso di attualizzazione e  $n$  il numero di periodi. Come per il metodo dei multipli, questo metodo

di valutazione può essere applicato seguendo l'approccio *asset side* o l'approccio *equity side*. Il valore dell'impresa nel primo approccio è uguale al valore calcolato con l'approccio *equity side* sommato al valore della posizione finanziaria netta. Poiché di norma l'obiettivo finale è la stima del valore dell'equity, si può indifferentemente determinare direttamente l'*equity value* o determinare l'*enterprise value* dell'impresa e successivamente, sottraendo la posizione finanziaria netta, giungere all'*equity value*. L'approccio *asset side* è, in generale, più appropriato per la valutazione di imprese caratterizzate da una struttura del capitale con elevata incidenza del debito. L'approccio *equity side* risulta di più difficile impiego poiché per il suo calcolo è necessario stimare gli oneri finanziari per tutto l'orizzonte temporale di riferimento.

L'APV è una variante del DCF adatto alla valutazione di operazioni caratterizzate da un ampio ricorso all'indebitamento e da una struttura finanziaria variabile come nelle operazioni di *leveraged buy out*. L'APV prevede la separata e analitica valorizzazione dei benefici fiscali del debito, legati alla deducibilità degli interessi passivi.

Il modello di valutazione reddituale calcola il valore di un'impresa come sommatoria dei valori attuali dei flussi reddituali medi normali attesi. Per determinare il reddito medio normale atteso occorre normalizzare il reddito atteso, eliminando gli elementi di reddito straordinari e quelli non inerenti alla gestione caratteristica dell'impresa stessa e inserendo i costi figurativi, la remunerazione dei soci lavoratori, e la mancata remunerazione del capitale con investimenti finanziari alternativi. Il reddito medio normale atteso così calcolato viene quindi attualizzato ad un tasso che comprende un premio per il rischio adeguato all'impresa oggetto di valutazione.

Il metodo di valutazione patrimoniale esprime il valore di un'impresa in funzione del suo patrimonio, ossia analizza i valori dei singoli elementi dell'attivo e del passivo dalla cui contrapposizione emerge l'entità del patrimonio netto. Per calcolare il patrimonio netto occorre effettuare una rivalutazione degli elementi non monetari a valori correnti e attualizzare crediti e debiti. È importante sottolineare come possano in detto modo emergere delle plusvalenze o delle minusvalenze, che a loro volta generano una fiscalità latente che deve

essere portata in aumento o diminuzione del valore aziendale. La determinazione del valore aziendale è quindi dato dalla sommatoria del capitale netto contabile, delle plusvalenze, dalle minusvalenze e degli oneri fiscali potenziali.

La *PEP Drivers' Grid* è una metodologia usata nella pratica nell'analisi della fattibilità dell'investimento. Essa consente di determinare delle simulazioni previsionali, su base pluriennale, di *cash flow*, conto economico e stato patrimoniale dell'impresa target, sulla base dei dati storici già a disposizione. È una tecnica che permette di mettere in evidenza i *key value drivers* finanziari ed economici più importanti per giudicare fattibile o meno un investimento. Vengono presi in considerazione quattro parametri strutturali, quali: Ebitda, investimenti netti annui in immobilizzazioni materiali o immateriali, incremento o decremento annuo di capitale circolante netto, crescita annua di Ebitda o fatturato.

I metodi maggiormente utilizzati per la valutazione dei rendimenti dei fondi che investono nel private equity sono: l'*Internal Rate of Return* (IRR), il *Net Asset Value* (NAV), il *Cash Multiple*, il *Residual Value to Paid-in* (RVP) e il *benchmark*. Essi vengono utilizzati dagli operatori anche per la valutazione del valore dell'impresa target. Infatti, in fase di negoziazione, si calcola il possibile rendimento dell'operazione al fine di stimare il valore massimo attribuibile all'impresa target, ossia il prezzo limite fino al quale l'operatore decide di poter spingersi nell'offerta. In altri termini, si fissa un obiettivo minimo in termini di rendimento che si vuole ottenere dall'investimento in questione e sulla base di esso si determina il prezzo massimo di acquisizione della partecipazione. Tale calcolo richiede la preventiva stima sia del tempo previsto di mantenimento in portafoglio della partecipazione che del suo probabile prezzo di realizzo.

L'IRR è il tasso di attualizzazione che eguaglia il valore attuale dei flussi in uscita al valore attuale dei flussi in entrata relativi ad un investimento, a cui si aggiunge l'eventuale valore del portafoglio non ancora disinvestito. Esso rappresenta il tasso di rendimento medio annuo di un investimento. L'IRR viene utilizzato per valutare la convenienza di un investimento confrontando lo stesso con un tasso di rendimento soglia. Il valore esatto dell'IRR è noto solo al termine

della dismissione di tutte le partecipazioni.

Il NAV è il valore ottenuto dalla differenza tra il totale degli investimenti e le passività del fondo, diviso per il numero di quote che compongono il fondo. Corrisponde al valore di una quota del fondo, comprensiva del valore dei titoli in portafoglio, dei ratei d'interesse sulle cedole, meno i debiti imputabili al fondo comune. Sulla base della normativa italiana e dalle linee guida EVCA, le società di gestione sono tenute a calcolare semestralmente il valore del NAV dei fondi gestiti.

Il *Cash Multiple* misura il rendimento cumulativo distribuito dell'investimento sul totale del capitale investito, al netto di costi di gestione e di eventuali commissioni. Esso è il rapporto tra il valore degli investimenti realizzati ed il valore totale versato dall'investitore.

Analogamente al *Cash Multiple*, il RVP indica il valore residuo investito, al netto delle commissioni di gestione e dei *carried interest*, sul totale dell'equity del fondo. Esso è il rapporto tra il valore dell'investimento residuo non ancora distribuito agli investitori ed il valore totale versato dall'investitore.

Il *benchmark*, o parametro oggettivo di riferimento, è un indicatore che sintetizza la *performance* media di un mercato finanziario. Ha il fine di verificare l'abilità del gestore del fondo, in relazione alla *performance* del mercato di riferimento, con caratteristiche simili in termini di rischiosità e redditività prevedibile. Il *benchmark* interno è utilizzato come termine di paragone tra diversi fondi, mentre il *benchmark* esterno è un indicatore di riferimento con cui confrontare la *performance* di un investimento in private equity all'interno del proprio portafoglio.

Nell'elaborato si sono analizzate le *performance* delle imprese oggetto di private equity nei due anni successivi all'avvenuta acquisizione delle imprese target da parte dell'investitore istituzionale.

In questo lavoro di tesi, si è ritenuto importante approfondire nell'attuale contesto economico la seguente domanda di ricerca: *qual è l'impatto, in termini reddituali, finanziari, e di crescita dimensionale, che l'intervento degli operatori di private equity genera sulle imprese oggetto di investimento, con riferimento principale al*

*mercato italiano?*

Il lavoro si basa essenzialmente sull'analisi delle caratteristiche del private equity nel territorio domestico, per cui nel lavoro si è preso come principale riferimento il mercato italiano, in particolare le *performance* delle imprese target localizzate in Italia sono state utilizzate come principale *benchmark* di riferimento.

Nella prima analisi si è studiato un campione di imprese target italiane ed un campione di imprese simili che non sono state oggetto di investimento di private equity e se ne sono confrontate le *performance*, analizzando per il primo campione le variabili nei primi anni dopo l'avvio dell'operazione. Si sono inoltre analizzate le caratteristiche degli investimenti che permettono una maggiore *performance* delle imprese oggetto di private equity nei due anni dopo l'acquisizione.

Nell'analisi la domanda di ricerca principale ha mirato ad approfondire qual è la *performance* delle imprese oggetto di private equity negli anni successivi all'investimento, in confronto alla *performance* delle imprese non oggetto di investimento.

L'ipotesi di ricerca principale ha presupposto che le imprese oggetto di private equity presentassero *performance* migliori rispetto alle imprese non oggetto di private equity.

Tra i lavori presenti nella letteratura accademica spiccano Kaplan (1989) e Smith (1990) che sostengono che le imprese oggetto di private equity negli anni successivi all'investimento presentino una crescita del RO e di Muscarella e Vetsuypens (1990) e Wilson e altri (2012) che dimostrano la presenza di un incremento della redditività delle imprese oggetto di investimento. Al contrario, i lavori di Wright e altri (1996) e di Buttignon e altri (2009) non trovano differenze significative tra PEBC e imprese non oggetto di investimento nei primi anni dopo l'operazione, rispettivamente nel Roa e nel turnover e nell'Ebitda. Invece, Badunenko e Baum (2010) sostengono che le imprese oggetto di private equity presentino un Roa inferiore nei primi anni dopo l'investimento e superiore analizzando un periodo di 6 anni.

I database utilizzati nell'analisi sono il Private Equity Monitor Report e AIDA di *Bureau Van Dijk*, e i campioni analizzati sono

composti da 261 imprese oggetto di private equity nel periodo 2006/2010 e 496 imprese non oggetto di private equity.

La metodologia adottata nella ricerca include un modello di analisi *Probit* e un modello di analisi OLS.

Dai risultati dell'analisi *Probit* è emerso che le imprese oggetto di private equity rispetto alle imprese non oggetto di investimento presentano valori maggiori nel totale attivo e nei ricavi nel secondo anno successivo all'operazione, mentre mostrano valori inferiori in termini di Roe, Ebitda e risultato ante imposte. Si può quindi affermare che gli investimenti di private equity hanno un effetto ambiguo sulla redditività e un effetto positivo sulla crescita dimensionale delle imprese oggetto di investimenti di private equity. Infatti, gli effetti sulla crescita sono positivi in termini di totale attivo e le *performance* sono migliori in termini di ricavi di esercizio, rafforzando quanto emerso dagli studi di Kaplan (1989), Smith (1990), Wilson e altri (2012), ma peggiori in termini di Roe, Ebitda, confermando le analisi di Badunenko e Baum (2010), e risultato ante imposte e non significative in termini di Roa, come risulta anche dallo studio di Wright e altri (1996).

L'analisi OLS ha analizzato le *performance* delle imprese oggetto di private equity in relazione alla tipologia di investimento e ha mostrato un impatto positivo degli investimenti di tipo *replacement* nei modelli che misurano l'impatto sulle variabili di crescita, un impatto negativo del *buy out* nei modelli sulla redditività e caratteristiche differenti nei modelli sulle *performance* finanziarie. Tra i risultati dell'analisi OLS inerenti all'origine dell'investimento spicca l'effetto positivo degli investimenti di origine *public to private* nei modelli relativi alla crescita e negativo degli investimenti di origine *family and private* e *secondary buy out* nei modelli sulla redditività. I modelli relativi alla valutazione dei variabili di *performance* finanziarie presentano anche in detto caso dei caratteri differenti.

L'analisi è proseguita con l'analisi delle *performance* delle imprese oggetto di investimenti di private equity in Europa. L'analisi si è posta l'obiettivo di confrontare le *performance* delle PEBC italiane con le *performance* esibite nel mercato europeo. Di conseguenza lo studio ha ripetuto le analisi svolte nello studio delle imprese italiane, con gli

stessi modelli e le stesse variabili, confrontando le imprese europee oggetto di private equity con imprese europee non oggetto di investimento. Inoltre, l'analisi ha incluso un confronto diretto delle imprese oggetto di private equity tra quelle situate in Italia e quelle localizzate negli altri Paesi europei presi in considerazione. L'analisi è stata poi validata ripetendo la stessa per i campioni di controllo formati da imprese non oggetto di investimento.

La domanda di ricerca ha quindi voluto investigare qual è la *performance* delle imprese europee oggetto di private equity negli anni successivi all'investimento, in confronto alle imprese non investite e se la *performance* è simile nei diversi Paesi.

Le ipotesi di ricerca che si sono testate sono se le imprese oggetto di private equity localizzate in Europa hanno *performance* migliori rispetto alle imprese non oggetto di private equity, come emerso nell'analisi principale e se per le imprese oggetto di private equity le variabili relative al Paese d'origine non sono significative.

La letteratura accademica sul confronto internazionale degli investimenti di private equity è apparsa molto vasta. Manigart e altri (2002) ritengono che gli investimenti nei diversi Paesi presentano una grande eterogeneità, mentre Cumming e Johan (2007) al contrario sostengono che è presente una forte armonizzazione tra i Paesi, che influenza e aumenta i flussi internazionali di investimenti. Groh e Liechtenstein (2011) analizzano le determinanti dei flussi internazionali di private equity, individuandole nella protezione dei diritti di proprietà, la qualità dei gestori, la qualità dei *manager* e l'abilità degli imprenditori. Moerland (1995) sostiene che sussistono differenti rendimenti tra Paesi. Baughn e Neupert (2003) sottolineano come le differenze nella cultura tra i diversi Paesi portino a differenti livelli di imprenditorialità, e di conseguenza differenti modi di operare sia per i soci investitori che per i soci imprenditori. Risultati simili sono riscontrati anche negli studi di Bottazzi e altri (2009) i quali fanno risalire il diverso coinvolgimento degli investitori alle differenze nei sistemi legali. Secondo Lerner e Schoar (2005) invece le differenze nei differenti sistemi legali comportano diversi guadagni per gli investitori, misurati in termini di IRR.

I database utilizzati per lo studio sono Thomson One di Thompson

Reuters e AMADEUS di *Bureau Van Dijk*. I campioni da essi estrapolati sono formati da 2.429 imprese che sono state oggetto di private equity nel periodo 2003/2009 e 2.506 imprese che non sono mai state oggetto di private equity. La metodologia utilizzata per indagare il fenomeno include l'utilizzo di un modello *Probit*, delle regressioni OLS e dei test della T di *Student*.

Il modello *Probit* ha evidenziato che le imprese europee oggetto di private equity nel secondo anno dall'acquisizione da parte dell'investitore istituzionale mostrano valori maggiori in termini di Roa e totale attivo rispetto alle imprese europee non oggetto di investimento. I valori risultano invece inferiori in termini di Roe e risultato ante imposte.

L'analisi ha dimostrato che gli investimenti di private equity nelle imprese europee hanno un effetto ambiguo sulla redditività e un effetto positivo sulla crescita dimensionale. Gli effetti sulla crescita sono positivi in termini di totale attivo. Le *performance* sono migliori in termini di Roa, ma peggiori in termini di Roe e risultato ante imposte.

L'analisi OLS ha permesso un confronto tra le *performance* delle imprese italiane oggetto di investimenti di private equity e le PEBC situate in altri Paesi europei. Dallo studio è emerso che in rari casi le differenze di *performance* tra i Paesi sono statisticamente significative. In ogni caso, la ripetizione dell'analisi con i campioni di controllo formati da imprese non oggetto di investimento italiane e europee ha mostrato che le variabili significative nella prima analisi lo sono state anche nell'analisi di controllo. Per di più, nell'ultima analisi un numero elevato di variabili sono risultate statisticamente significative. Ciò comporta una maggiore omogeneità nelle *performance* nei diversi Paesi delle imprese oggetto di private equity rispetto alle imprese non oggetto di investimenti.

L'esecuzione dei test della T di *Student* ha mostrato risultati analoghi, evidenziando solo in rari casi differenze statisticamente significative tra le imprese oggetto di private equity italiane e quelle localizzate in altri Paesi europei. Anche in detto caso le variabili statisticamente significative nell'analisi delle PEBC hanno presentato significatività statistica anche nell'analisi dei campioni di controllo. In



questa analisi sono presenti un numero maggiore di variabili significative, confermando la presenza di una maggiore omogeneità nelle *performance* delle imprese oggetto di private equity.

Infine, le *performance* delle imprese oggetto di investimento, utilizzate come *benchmark*, sono state confrontate con le *performance* dei loro gestori. La domanda di ricerca ha mirato quindi ad analizzare la *performance* delle imprese oggetto di private equity negli anni successivi all'investimento, in confronto con i loro gestori. Inoltre, si è indagato se le *performance* dei gestori sono diverse in relazione alle caratteristiche delle imprese gestite.

Le ipotesi di ricerca testate sono state quindi due: se le SGR che gestiscono fondi di private equity presentano *performance* migliori rispetto alle imprese oggetto di private equity e se le SGR che focalizzano gli investimenti su poche imprese mostrano migliori *performance*.

In questo specifico argomento si è rilevato un ampio *gap* della letteratura accademica. Al meglio della nostra conoscenza non è presente uno studio che confronta direttamente le imprese oggetto di investimento di private equity e i loro gestori, in particolare le SGR. Tuttavia, si può trovare un'ampia letteratura sulle *performance* generali dei gestori degli investimenti di private equity. Tra i diversi studi spiccano i lavori di Christoffersen (2000) e Marquez e altri (2010) i quali sostengono che i gestori manipolano volontariamente l'ammontare delle commissioni in modo tale da ottenere rendimenti fissi o influenzare il rendimento degli investitori. Di simile avviso è lo studio di Kaplan e Schoar (2005) i quali notano che le *performance* dei gestori sono stabili nel tempo. Gompers e Lerner (2000) sostengono che i gestori di dimensioni maggiori e nel mercato da più tempo ottengono delle *performance* migliori rispetto ai concorrenti. Per Luukkonen e altri (2011) le diverse tipologie di gestori presentano differenti *performance*. Cumming e Macintosh (2006) sostengono che le commissioni fisse più elevate sono connesse a minore rischio e rendimento. Infine, Metrick e Yasuda (2009) dimostrano che l'offerta di fondi diminuisce la *performance* degli stessi.

I database utilizzati nell'analisi sono ancora il Private Equity Monitor Report e AIDA di *Bureau Van Dijk* per quanto riguarda le

PEBC e dati di AIFI e del Registro delle imprese per le SGR. I campioni finali includono 261 imprese che sono state oggetto di private equity nel periodo 2006/2010 e 37 SGR che gestiscono fondi di private equity.

La metodologia di ricerca è stata composta dallo studio di un modello *Probit* e da un modello di regressione OLS.

L'analisi *Probit* ha evidenziato che le imprese oggetto di investimento presentano, nel secondo anno dopo l'acquisizione, valori del risultato di esercizio, del totale attivo e del Roa superiori rispetto ai gestori degli investimenti. Per quanto riguarda Ebitda, Roe e patrimonio netto, al contrario, sono i gestori ad esibire maggiori valori.

Il modello OLS è servito per identificare le variabili che comportano una maggiore redditività tra le SGR che gestiscono fondi di private equity. Dall'analisi è emerso un effetto positivo sulle *performance* da parte dell'ammontare di capitale amministrato dal gestore, dell'importo minimo stabilito per ogni investimento e del numero di fondi gestiti dalla SGR. Contrariamente, si è evidenziato che hanno un effetto negativo sulle *performance* dei gestori degli investimenti di private equity il maggiore numero di imprese in portafoglio, il *focus* degli investimenti nel solo territorio italiano e l'assenza di specializzazione degli investimenti in uno o pochi settori industriali.

I gestori di investimenti di private equity hanno una *performance* migliore in relazione al capitale in gestione (come evidenziato da Jones e Rhodes-Kropf, 2003), all'importo minimo investito e al numero di fondi gestiti; la *performance* decresce con l'aumento del numero di imprese in portafoglio (confermando gli studi di Gompers e Lerner, 2000), con l'assenza di *focus* industriale (Huyghebaert e altri, 2010) e con il *focus* in un solo Paese (Hochberg e Rauh, 2012).

Dai risultati dell'analisi principale, che studia le *performance* delle PEBC confrontandole con quanto osservato in imprese con caratteristiche simili ma non oggetto di investimento, è emerso che gli effetti sulla crescita sono positivi in termini di totale attivo. Le

*performance* sono migliori in termini di ricavi di esercizio, ma peggiori in termini di Roe, Ebitda e risultato ante imposte. Questo si traduce con il fatto che, nei primi anni dopo l'investimento, le imprese oggetto di private equity grazie al capitale e alle competenze fornite dagli investitori istituzionali presentano una crescita dimensionale, seppure a scapito di alcune misure di redditività. Ne consegue che i gestori degli investimenti operano cercando un obiettivo di lungo periodo. È da notare che le misure di redditività utilizzate nell'analisi sono variabili di bilancio che risentono degli effetti puramente contabili legati all'investimento.

Anche nell'analisi delle *performance* in Europa, gli effetti sulla crescita sono risultati positivi in termini di totale attivo. Le *performance* sono migliori in termini di Roa, ma peggiori in termini di Roe e risultato ante imposte, confermando quanto visto con la prima analisi. Ciò consente di estendere i risultati ottenuti nel mercato italiano al mercato europeo: le risorse e il *know how* fornito dagli investitori di private equity permettono la crescita delle imprese target pur svantaggiando della perdita della redditività nel breve periodo. Le imprese italiane oggetto di private equity presentano una *performance* in linea con le imprese target in Europa. Ciò è legato al fatto che gli investimenti di private equity vengono condotti utilizzando degli standard comuni nelle clausole di compravendita, nelle regole di *corporate governance*, negli strumenti utilizzati, che impattano in modo uniforme sulle *performance* delle imprese. Ne consegue che l'impiego della *best practice* da parte dei gestori consente di ottenere una *performance* simile tra le imprese nei diversi Paesi europei. Per i gestori questo risultato consente loro di poter scegliere di localizzare gli investimenti nei diversi Paesi ottenendo comunque delle *performance* omogenee, ma cogliendo le opportunità presenti in diverse zone geografiche e attuando una diversificazione del portafoglio. Allo stesso modo i soggetti risparmiatori che intendono investire nell'*asset class* del private equity possono scegliere di rivolgersi a gestori locali o a gestori con sede operativa in altri Paesi in Europa.

Nel confronto tra le PEBC e i gestori di investimenti di private equity è emerso che le imprese oggetto di private equity hanno una *performance* maggiore rispetto ai gestori degli investimenti in termini

di risultato di esercizio, Roa e totale attivo, mentre inferiore in termini di Ebitda, e Roe, confermando quanto visto con la prima analisi. Risulta evidente, infatti, la crescita delle imprese oggetto di private equity. Oltre a quanto emerso nelle analisi precedenti, i risultati consentono di osservare che i gestori degli investimenti di private equity trattengono una redditività superiore rispetto alle imprese da loro gestite, in virtù del maggiore rischio legato alla loro attività. Inoltre, è emerso che i gestori che focalizzano gli investimenti su poche imprese mostrano migliori *performance*: pur attuando una diversificazione territoriale del portafoglio per poter cogliere le opportunità di investimento come suggerito dall'esame precedente e da questa analisi, i gestori ottengono maggiori guadagni investendo in poche imprese specifiche piuttosto che investendo poco capitale in un maggiore numero di imprese in portafoglio.

Si noti che complessivamente tutte le analisi hanno dimostrato che le imprese oggetto di private equity presentano una crescita in termini di totale attivo e Roa e un calo della redditività in termini di Roe e misure intermedie del risultato di esercizio. La presenza nelle diverse analisi di effetti comuni sulle singole variabili devono essere presi in considerazione dai gestori e dagli investitori, eventualmente cercando di tenere sotto controllo gli effetti negativi.

Alla luce di quanto osservato, si può concludere affermando che alla domanda di ricerca principale si risponde che gli investimenti di private equity conducono alla crescita delle PEBC. Il private equity, nell'attuale contesto economico, si presenta come uno strumento adatto a supportare l'economia e lo sviluppo delle imprese in Italia e in Europa.

# Bibliografia

## Letteratura accademica

- Acharya, V.V., Gottschalg, O.F., Hahn, M., e Kehoe, C., Corporate governance and value creation: Evidence from private equity. *Review of Financial Studies*, 26(2), 368-402, 2013.
- Achleitner, A.K., e Klöckner, O., Employment contribution of private equity and venture capital in Europe (No. 2005-05). CEFS working paper series, 2005.
- Achleitner, A.K., Betzer A., e Gider, J., Investment Rationales of Hedge Funds and Private Equity Funds in the German Stock Market, working paper, 2009.
- Admati, A.R., e Pfleiderer, P., Robust financial contracting and the role of venture capitalists. *The Journal of Finance*, 49(2), 371-402, 1994.
- AIAF, Best practices nei metodi di valutazione d'impresa e di stima del costo del capitale , Quaderno n.107, supplemento alla Rivista AIAF n.41, dicembre 2001/gennaio 2002, 2002.
- AIFI, Capitali per lo sviluppo - sesto rapporto Biennale 1997 - 1998; Guerini e Associati, Milano 1998.
- AIFI, Alcune domande e risposte sul come e perché investire in fondi di private equity, 2008.
- AIFI, Analisi del mercato italiano del Venture Capital e del Private Equity, 2006, 2007, 2008.
- AIFI, Guida M&A. Come valutare, acquistare e cedere un'azienda, Pubblicazione interna, aprile 2012, 2012.
- AIFI, L'investimento in un fondo di private equity: guida al processo

di selezione e due diligence, pubblicazione interna, novembre 2012

- AIFI e PricewaterhouseCoopers, Guida al Business Plan, Pubblicazione interna, aprile 2013, 2013.
- Aizenman, J., e Kendall, J., The internationalization of venture capital and private equity (No. w14344). National Bureau of Economic Research, 2008.
- Associazione Italiana degli Analisti Finanziari (AIAF), Rischio e rendimento nella gestione del risparmio: misura, controllo, attribuzione associazione del risparmio gestito, Quaderni di documentazione e ricerca, Collana Economica, 2003.
- Axelson, U., Strömberg, P., e Weisbach, M. S., Why are buyouts levered? The financial structure of private equity funds. *The Journal of Finance*, 64(4), 1549-1582, 2009.
- Badunenko, O., Baum, C. K., e Schäfer, D., Does the tenure of Private Equity investment improve the performance of European firms?, 2010.
- Baldi, F., e Zazzara, C., Who uses Equity Capital among SMEs? Evidence from Survey Data, working paper, 2006.
- Banca d'Italia – AIFI 2009
- Bauer, M., Bilo, S., e Zimmermann, H., Publicly traded private equity: An empirical investigation. University of Basel, Basel, 2001.
- Baughn, C. C., e Neupert, K. E., Culture and national conditions facilitating entrepreneurial start-ups. *Journal of International Entrepreneurship*, 1(3), 313-330, 2003.
- Bertoni, F., Croce, A., e D'Adda, D., Venture capital e attività brevettuale delle giovani imprese italiane ad alta tecnologia. *Economia e Politica Industriale*, 2011.
- Bøllingtoft, A., e Uihøi, J. P., The networked business incubator—leveraging entrepreneurial agency?. *Journal of business venturing*, 20(2), 265-290, 2005.
- Bottazzi, L., Da Rin, M., e Hellmann, T., What is the Role of Legal

Systems in Financial Intermediation? Theory and Evidence, *Journal of Financial Intermediation*, vol. 18, no. 4, pp. 559-598, 2009.

- Bruining, H., Boselie, P., Wright, M., e Bacon, N., The impact of business ownership change on employee relations: buy-outs in the UK and The Netherlands. *The International Journal of Human Resource Management*, 16(3), 345-365, 2005.
- Buttignon, F., Vedovato, M., e Bortoluzzi, P., Family business investor buyouts: the Italian case, *Economia e Management*, no. 2, 2009.
- Campello, M., e Da Matta, R., How are venture capitalists rewarded? The economics of venture capital partnerships. *The Economics of Venture Capital Partnerships* (April 7, 2010), 2010.
- Charvel, R., Is Private Equity Out of Control in Latin America? The Impact of Structures on Private Equity Transactions in Latin America 1988–2007. *The Journal of Private Equity*, 13(1), 80-88, 2009.
- Cheffins, B.R., e Armour, J., The Eclipse of Private Equity, *Delaware Journal of Corporate Law*, vol. 33, no. 1, 2008.
- Christoffersen, S.E.K., Why Do Money Fund Managers Voluntarily Waive Their Fees?, *Journal of Finance*, 2000.
- Cornelius, P., *International Investments in Private Equity: Asset Allocation, Markets, and Industry Structure*. Academic Press, 2011.
- Cumming, D.J., Gill, A., e Walz, U., *International Private Equity Valuation and Disclosure*, *Northwestern Journal of International Law and Business*, 2009.
- Cumming, D.J., e Johan, S., Regulatory harmonization and the development of private equity markets. *Journal of Banking e Finance*, 31(10), 3218-3250, 2007.
- Cumming, D.J., e MachIntosh, J.G., Crowding out private equity: Canadian evidence, *Journal of Business Venturing*, Volume 21, Issue 5, Pages 569–609, 2006.

- Cumming, D.J., e Walz, U., Private equity returns and disclosure around the world. *Journal of International Business Studies*, 41(4), 727-754, 2010.
- Da Rin. M.M., Nicodano, M.G., e Sembenelli, M.A., Public Policy and the Creation of Active Venture Capital Markets, *Journal of Public Economics*, no. 80(8-9), pp.1699-1723, 2006.
- Damiani, E., *Venture capital e private equity. Edizioni scientifiche italiane*, 2010.
- Davidoff, M.S.M., The failure of private equity, *Southern California Law Review*, vol. 82, p. 481, 2009.
- Davis, S.J., Haltiwanger, J.C., Jarmin, R.S., Lerner, J., e Miranda, J., Private equity and employment (No. w17399). *National Bureau of Economic Research*, 2011.
- de Lima Ribeiro L., High-Growth SMEs and the Availability of Private Equity and Venture Capital in Brazil, in *Small Business access to finance in Latin America and the Carribean*, C.A. Crabbe, ed., *Inter-American Development Bank*, 2008.
- European Union Commission, *Report of the Alternative Investments Group: Developing European Private Equity*, 2007
- EVCA, *Guide on Private Equity and Venture Capital for Entrepreneurs, An EVCA Special Paper*. November 2007, 2007.
- EVCA e PriceWaterhouse Coopers, *Lessons learned from past mistakes*, Londra, 1998.
- EVCA e Thomson Financial, *Performance Benchmarks 2007 Private Equity Europe*, 2008.
- Fenn, G.W., Liang, N., e Prowse, S., The economics of the private equity market (No. 168). *Board of Governors of the Federal Reserve System (US)*, 1995.
- Ferrara, L., *Finanza e private equity. Investire nel capitale di rischio per sviluppare le PMI*, *IlSole24Ore*, Milano, 2006.
- Fleischer, V., Two and twenty: taxing partnership profit in private equity funds, *New York University Law Review*, Volume 83,



Issue 1, 2008.

- Gai, L., e Martelli, E. Regional finance companies like private equity firms, 2010.
- Gervasoni A., Il mercato italiano del Private Equity e del Venture Capital nel 2012, Convegno annuale AIFI, 18 marzo 2013, Milano, 2013.
- Goleca, J., e Starksb L., Performance fee contract change and mutual fund risk, *Journal of Financial Economics*, 2002.
- Gompers, P. e Lerner, J., Money chasing deals? The impact of fund inflows on private equity valuation, *Journal of Financial Economics*, Volume 55, Issue 2, Pages 281–325, 2000.
- Gompers, P., e Lerner, J., An analysis of compensation in the US venture capital partnership. *Journal of Financial Economics*, 51(1), 3-44, 1999.
- Gompers, P., e Lerner, J., The venture capital revolution. *The Journal of Economic Perspectives*, 15(2), 145-168, 2001.
- Gompers, P., Optimal investment, monitoring, and the staging of venture capital. *Journal of Finance* 50, 1461 – 1489, 1995.
- Groh, A.P., von Liechtenstein, H., e Lieser, K., The European venture capital and private equity country attractiveness indices. *Journal of Corporate Finance*, 16(2), 205-224, 2010.
- Groh, A.P., e Gottschalg, O., Risk-adjusted performance of private equity investments. In *Präsentiert auf dem" 10th Symposium on Finance, Banking, and Insurance* (pp. 14-16), 2005.
- Groh, A.P., e von Liechtenstein, H., International allocation determinants for institutional investments in venture capital and private equity limited partnerships. *International Journal of Banking, Accounting and Finance*, 3(2), 176-206, 2011.
- Gualandri, E., e Venturelli, V., *Start-up: dal progetto al mercato. Guida nasce l'impresa*, Confindustria Modena, 2012.
- Hansen, M.T., Chesbrough, H.W., Nohria, N., e Sull, D. N., Networked incubators. *Harvard business review*, 78(5), 74-84, 2000.

- Hellmann, T., e Puri, M., Venture Capital and the Professionalization of Start-Up Firms: Empirical Evidence. *The Journal of Finance*, 57(1), 169-197, 2002.
- Hochberg, Y.V., e Rauh, J.D., Local Overweighting and Underperformance: Evidence from Limited Partner Private Equity Investments, *Review of Financial Studies*, 2012.
- Hochberg, Y.V., Ljungqvist, A., e Lu, Y., Whom you know matters: Venture capital networks and investment performance. *The Journal of Finance*, 62(1), 251-301, 2007.
- Huyghebaert, N., Priem, R. e Van de Gucht, L., Incidence and Structure of European Buyout Syndicates: The relationship between target companies and lead buyout investors, working paper, 2010.
- IBAN, Italian Business Angels, Guida pratica allo sviluppo di progetti imprenditoriali. Avviare un'impresa con il sostegno del Business Angel, KPMG (a cura di), giugno 2008, 2008.
- Inderst, R., e Mueller, H.M., Early-stage financing and firm growth in new industries. *Journal of Financial Economics*, 93(2), 276-291, 2009.
- Inderst, R., Mueller, H.M., e Munnich, F., 'Financing a portfolio of projects', *Review of Financial Studies* , Vol. 20 no. 4, pp. 1289–325, 2007.
- Jensen, M.C., The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *the Journal of Finance*, 48(3), 831-880, 1993.
- Jones, C.M., e Rhodes-Kropf , M., The Price of Diversifiable Risk in Venture Capital and Private Equity, Columbia university, working paper, 2003.
- Kaplan, S.N., Martel, F., and Strömberg, P., How do legal differences and experience affect financial contracts?. *Journal of financial intermediation*, 16(3), 273-311, 2007.
- Kaplan, S.N., e Schoar, A., Private Equity Performance: Returns, Persistence, and Capital Flows, *The Journal of Finance*,

Volume 60, Issue 4, Pages 1791–1823, 2005.

- Kaplan, S.N., e Strömberg, P., How do venture capitalists choose investments. Working Paper, University of Chicago, 2000.
- Kaplan, S.N., e Stromberg, P., Characteristics, contracts, and actions: evidence from Venture Capitalist analyses, *The Journal of Finance*, vol. LIX, no. 5, 2004.
- Kaplan, S.N., Sensoy, B.A., e Strömberg, P., Should investors bet on the jockey or the horse? Evidence from the evolution of firms from early business plans to public companies. *The Journal of Finance*, 64(1), 75-115, 2009.
- Kaplan, S.N., The effects of management buyouts on operating performance and value. *Journal of financial economics*, 24(2), 217-254, 1989.
- Kemmerer A., e T. Weidig, Reporting Value to the Private Equity Fund Investor, *Regulation of Financial Institutions eJournal* 07/2005., 2005.
- KPMG Corporate Finance, *Venture Capital and Private Equity Survey. Focus on Italian Market*, 1999.
- KPMG Corporate Finance, *Le metodologie di valutazione della performance nell'attività di private equity e venture capital*, in AIFI, *Quaderni sull'investimento nel capitale di rischio*, n.2, 2005.
- Kraft, V., *Private Equity-Investitionen in Turnaround-Investitionen. Erfolgsfaktoren in der Management Praxis*, 2001.
- Lerner, J., e Schoar, A., Does legal enforcement affect financial transactions? The contractual channel in private equity, *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 120, no.1, pp. 223-246, 2005.
- Lerner, J., *Venture capitalists and the decision to go public*. *Journal of Financial Economics*, 35(3), 293-316, 1994.
- Lerner, J., *Venture capitalists and the oversight of private firms*. *The Journal of Finance*, 50(1), 301-318, 1995.
- Litvak, K., *Venture capital limited partnership agreements:*

Understanding compensation arrangements. In American Law and Economics Association Annual Meetings (p. 61). Bepress, 2004.

- Luukkonen, T., Deschryvere, M., Bertoni, F., e Nikulainen, T., Importance of the Non-financial Value Added of Government and Independent Venture Capitalists, 7th European Framework Program (grant agreement no. 21748), 2011.
- Marquez, R., Nanda, V. e Deniz Yavuz, M., Private Equity Fund Returns: Do Managers Actually Leave Money on the Table?, working paper, 2010.
- Mason, C.M., e Harrison, R.T., Business angel networks and the development of the informal venture capital market in the UK: Is there still a role for the public sector. *Small Business Economics*, 9(2), 111-123, 1997.
- Megginson, W.L., e Weiss, K.A., Venture capitalist certification in initial public offerings. *The Journal of Finance*, 46(3), 879-903, 1991.
- Merton, R.C., An intertemporal capital asset pricing model. *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, 867-8871, 1973.
- Metrick A., e Yasuda, A., The Economics of Private Equity Funds, *Review of Financial Studies*, Volume 23, Issue 6, Pages 2303-2341, 2009.
- Metrick, A., e Yasuda, A., Venture capital and other private equity: a survey, Working Paper no. 16652, 2010.
- Mian, S.A., Assessing and managing the university technology business incubator: an integrative framework. *Journal of business venturing*, 12(4), 251-285, 1997.
- Mian, S.A., The university business incubator: a strategy for developing new research/technology-based firms. *The Journal of High Technology Management Research*, 7(2), 191-208, 1996.
- Muscarella, C.J., e Vetsuypens, M.R., Efficiency and organizational structure: a study of reverse LBOs. *The Journal of Finance*,

45(5), 1389-1413, 1990.

- Phalippou, L., Investing in private equity funds: A survey. Available at SSRN 980243, 2007.
- Popov, A., e Roosenboom, P., Does private equity investment spur innovation? Evidence from Europe, 2009.
- Pratt, S.E., e Bokser, D., Pratt's guide to venture capital sources. Capital Pub., 1998.
- Rasmussen, P.N., Taming the Private Equity 'Locusts' Europe Today 8 (Spring), 130-133, 2008.
- Renneboog, L., Simons, T., e Wright, M., Why do public firms go private in the UK?, Journal of Corporate Finance, vol. 13, no. 4, pp. 591-628, 2007.
- Schmidt, D., Private equity-, stock-and mixed asset-portfolios: A bootstrap approach to determine performance characteristics, diversification benefits and optimal portfolio allocations (No. 2004/12). CFS working paper., 2003
- Schwienbacher, A., An empirical analysis of venture capital exits in Europe and the United States. In EFA 2002 Berlin Meetings Discussion paper, 2005.
- Service Employees International Union (SEIU), Behind the Buyouts: Inside the World of Private Equity, Washington, SEIU, 2007.
- Shleifer, A., e Summers, L. H., Breach of trust in hostile takeovers. In Corporate takeovers: Causes and consequences (pp. 33-68). University of Chicago Press, 1988.
- Smith, A. J., Corporate ownership structure and performance: The case of management buyouts. Journal of Financial Economics, 27(1), 143-164, 1990.
- Tyebjee, T.T., e Bruno, A. V., A model of venture capitalist investment activity. Management science, 30(9), 1051-1066, 1984.
- Visconti, R.M. Investimenti in private equity e venture capital: problemi di governante e conflitti tra stakeholders, 2008.

- Wilson, N., Wright, M., Siegel, D. S., e Scholes, L., Private equity portfolio company performance during the global recession. *Journal of Corporate Finance*, 18(1), 193-205, 2012.
- Wright, M., e Kellermans, F.W., Family firms: A research agenda and publication guide. *Journal of Family Business Strategy*, 2(4), 187-198, 2011.
- Wright, M., Coyne, J., e Robbie, K., The Impact of Management Buy-outs on UK Industry. Centre for Management Buy-out Research, University of Nottingham, 1987.
- Wright, M., Hoskisson, R.E., Busenitz, L. W., e Dial, J., Entrepreneurial growth through privatization: The upside of management buyouts. *Academy of Management Review*, 25(3), 591-601, 2000.
- Wright, M., Thompson, S., e Robbie, K., Venture capital and management-led, leveraged buy-outs: a European perspective. *Journal of Business Venturing*, 7(1), 47-71, 1992.
- Wright, M., Wilson, N., e Robbie, K., The longer term effects of management-led buy-outs. *Journal of Entrepreneurial and Small Business Finance*, 5, 213-234, 1996.
- Zambelli, S. Private Equity: teoria ed evidenza in Italia ARACNE Roma, 2008.

### **Banche dati:**

- AMADEUS di *Bureau Van Dijk*
- AIDA di *Bureau Van Dijk*
- AIFI, Yearbook 2000, Pubblicazione Interna, 2000.
- AIFI, Yearbook 2001, Pubblicazione Interna, 2001.
- AIFI, Yearbook 2002, Pubblicazione Interna, 2002.
- AIFI, Yearbook 2003, Pubblicazione Interna, 2003.

- AIFI, Yearbook 2004, Pubblicazione Interna, 2004.
- EVCA, Annual Report 1999, 1999.
- EVCA, Annual Report 2000, 2000.
- EVCA, Annual Report 2001, 2001.
- EVCA, Annual Report 2002, 2002.
- EVCA, Annual Report 2003, 2003.
- EVCA, Annual Report 2004, 2004.
- EVCA, Annual Report 2005, 2005.
- EVCA, Annual Report 2006, 2006.
- EVCA, Annual Report 2007, 2007.
- EVCA, Annual Report 2008, 2008.
- EVCA, Annual Report 2009, 2009.
- EVCA, Annual Report 2010, 2010.
- EVCA, Annual Report 2011-2012, 2012.
- EVCA, Annual Report 2012-2013, 2013.
- EVCA, Barometer, n.59, marzo 2008, 2008.
- EVCA, Barometer, n.62, agosto 2008, 2008.
- EVCA, Barometer, n.64, ottobre 2008, 2008.
- EVCA, Barometer, n.65, dicembre 2008, 2008.
- EVCA, Barometer, n.66, gennaio 2009, 2009.
- EVCA, Barometer, n.67, febbraio 2009, 2009.
- EVCA, Barometer, n.70, febbraio 2010, 2010.
- EVCA, Yearbook 1998, 1998.
- PEM, Private Equity Monitor, Italia 2000-2001.
- PEM, Private Equity Monitor, Italia 2002.
- PEM, Private Equity Monitor, Italia 2003.
- PEM, Private Equity Monitor, Italia 2004.

- PEM, Private Equity Monitor, Italia 2005.
- PEM, Private Equity Monitor, Italia 2006.
- PEM, Private Equity Monitor, Italia 2007.
- PEM, Private Equity Monitor, Italia 2008.
- PEM, Private Equity Monitor, Italia 2009.
- PEM, Private Equity Monitor, Italia 2010.
- PEM, Private Equity Monitor, Italia 2011.
- PEM, Private Equity Monitor, Italia 2012.
- Telemaco Infocamere.
- Thomson ONE di Thomson Reuters.

### **Fonti normative:**

- Decreto legislativo del 25 gennaio 1994 n. 86.
- Decreto legge del 3 maggio 2011 n. 70.
- Decreto legislativo del 24 febbraio 1998 n. 58 (Testo Unico della Finanza, TUF).
- Decreto legislativo del 25 gennaio 1992 n. 84.
- Direttiva n. 2011/61/EU (Alternative Investment Fund Managers, AIFM).
- Direttiva n. 85/611/CEE.
- Legge del 23 marzo 1983 n. 77.
- Legge del 14 agosto 1993 n. 344.
- Legge del 25 gennaio 1994 n. 86.
- Regolamento UE 345/2013 del 17 Aprile 2013 per i fondi europei di venture capital.



### **Siti internet:**

- Catalogo collettivo dell'Università di Verona: <http://valeria.cilea.it>
- E-Resource (Library resource at Bangor University):  
<http://www.bangor.ac.uk/library/resources/resources>
- EconPapers: <http://econpapers.repec.org>
- Social Science Research Network (SSRN):  
<http://www.papers.ssrn.com/>
- Google scholar: <http://scholar.google.it>
- AIFI: <http://www.aifi.it/>
- Assogestioni: <http://www.assogestioni.it/>
- Fondo italiano di investimenti: <http://www.fondoitaliano.it>
- Fondo strategico italiano: <http://www.fondostrategico.it>
- IBAN: <http://www.iban.it/>
- EVCA: <http://www.evca.eu>
- PEM: <http://www.privateequitymonitor.it>



# Appendice

**Tabella A.1: definizione delle variabili e fonti dei dati (relativa al capitolo 6)**

Variabile	Definizione	Fonte
Anno (YEA)	Anno di investimento	PEM Report
Buy out (BUY)	Variabile <i>dummy</i> che indica un investimento di tipo <i>buy out</i> (1 <i>buy out</i> , 0 altrimenti)	PEM Report
Debt/equity ratio	$[(\text{Debiti totali})/(\text{Equity}) * 100]$ , nel secondo anno dopo l'investimento	AIDA di Bureau Van Dijk
Ebitda (EBI)	(Risultato operativo + Ammortamenti e svalutazioni), nel secondo anno dopo l'investimento	AIDA di Bureau Van Dijk
Expansion (EXP)	Variabile <i>dummy</i> che indica un investimento di tipo <i>expansion</i> (1 <i>expansion</i> , 0 altrimenti)	PEM Report
Family and private (FAM)	Variabile <i>dummy</i> che indica un investimento di origine <i>family and private</i> (1 <i>family and private</i> , 0 altrimenti)	PEM Report
Foreign parent (FOR)	Variabile <i>dummy</i> che indica un investimento di origine <i>foreign parent</i> (1 <i>foreign parent</i> , 0 altrimenti)	PEM Report
Liquidity ratio	$[(\text{Attivo circolante} - \text{Totale rimanenze})/(\text{Debiti a breve} + \text{Debiti a oltre})]$ , nel secondo anno dopo l'investimento	AIDA di Bureau Van Dijk
Local parent (LOC)	Variabile <i>dummy</i> che indica un investimento di origine <i>local parent</i> (1 <i>local parent</i> , 0 altrimenti)	PEM Report
Other origination (OTH)	Variabile <i>dummy</i> che indica un investimento di altro tipo di origine, diversa da <i>family and private</i> , <i>secondary buy out</i> , <i>public to private</i> , <i>local parent</i> , <i>foreign parent</i> (1 altro tipo di origine, 0 <i>family and private</i> , <i>secondary buy out</i> , <i>public to private</i> , <i>local parent</i> , <i>foreign parent</i> )	PEM Report
Patrimonio netto	Capitale proprio conferito dagli azionisti, nel secondo anno dopo l'investimento	AIDA di Bureau Van Dijk

Posizione finanziaria netta	(Debiti verso banche a breve + Debiti verso banche oltre + Debiti verso altri finanziatori a breve + Debiti verso altri finanziatori oltre – Disponibilità liquide), nel secondo anno dopo l'investimento	AIDA di Bureau Van Dijk
PROB <sub>PE</sub>	Variabile <i>dummy</i> che spiega l'appartenenza al Campione PE (1 nel caso di impresa oggetto di private equity, 0 altrimenti)	PEM Report
Public to private (P2P)	Variabile <i>dummy</i> che indica un investimento di origine <i>public to private</i> (1 <i>public to private</i> , 0 altrimenti)	PEM Report
Redditività del capitale proprio (ROE)	[(Risultato di esercizio/Patrimonio netto) * 100], nel secondo anno dopo l'investimento	AIDA di Bureau Van Dijk
Redditività del totale attivo (ROA)	[(Risultato operativo/Totale attivo)* 100], nel secondo anno dopo l'investimento	AIDA di Bureau Van Dijk
Replacement (REP)	Variabile <i>dummy</i> che indica un investimento di tipo <i>replacement</i> (1 <i>replacement</i> , 0 altrimenti)	PEM Report
Return on shareholders' funds (ROSF)	[(Risultato ante imposte/Patrimonio netto)* 100], nel secondo anno dopo l'investimento	AIDA di Bureau Van Dijk
Ricavi (SAL)	Ricavi delle vendite e delle prestazioni, nel secondo anno dopo l'investimento	AIDA di Bureau Van Dijk
Risultato ante imposte (PRE)	(Risultato di esercizio + Imposte correnti + Imposte differite e anticipate), nel secondo anno dopo l'investimento	AIDA di Bureau Van Dijk
Risultato di esercizio	Utile (perdita) di esercizio, nel secondo anno dopo l'investimento	AIDA di Bureau Van Dijk
Rotazione del capital	(Ricavi delle vendite e delle prestazioni/Totale attivo), nel secondo anno dopo l'investimento	AIDA di Bureau Van Dijk
Secondary buy out (SBO)	Variabile <i>dummy</i> che indica un investimento di origine <i>secondary buy out</i> (1 <i>secondary buy out</i> , 0 altrimenti)	PEM Report
Solvency ratio	[(Patrimonio netto/Totale attivo) * 100], nel secondo anno dopo l'investimento	AIDA di Bureau Van Dijk
Totale attivo (TAS)	Totale del valore in bilancio dell'attivo circolante e dell'attivo immobilizzato, nel secondo anno dopo l'investimento	AIDA di Bureau Van Dijk
Turnaround (TUR)	Variabile <i>dummy</i> che indica un investimento di tipo <i>turnaround</i> (1 <i>turnaround</i> , 0 altrimenti)	PEM Report

**Tabella A.2: definizione delle variabili e fonti dei dati (relativa al capitolo 7)**

<b>Variabile</b>	<b>Definizione</b>	<b>Fonte</b>
Anno (YEA)	Anno di investimento	Thomson Reuters Thomson ONE
Current ratio	[Attivo circolante/( Debiti a breve + Debiti a lungo) * 100], nel secondo anno dopo l'investimento	AMADEUS di <i>Bureau Van Dijk</i>
Margine operativo	[(Ebitda/Ricavi operativi) * 100], nel secondo anno dopo l'investimento	AMADEUS di <i>Bureau Van Dijk</i>
Francia (FRA)	Variabile <i>dummy</i> che indica che l'impresa ha sede legale in Francia (1 Francia, 0 altrimenti)	Thomson Reuters Thomson ONE
Germania (GER)	Variabile <i>dummy</i> che indica che l'impresa ha sede legale in Germania (1 Germania, 0 altrimenti)	Thomson Reuters Thomson ONE
Italia (ITA)	Variabile <i>dummy</i> che indica che l'impresa ha sede legale in Italia (1 Italia, 0 altrimenti)	Thomson Reuters Thomson ONE
Olanda (OLA)	Variabile <i>dummy</i> che indica che l'impresa ha sede legale in Olanda (1 Olanda, 0 altrimenti)	Thomson Reuters Thomson ONE
Risultato ante imposte (PRE)	(Risultato di esercizio + Imposte correnti + Imposte differite e anticipate), nel secondo anno dopo l'investimento	AMADEUS di <i>Bureau Van Dijk</i>
PROB <sub>PE</sub>	Variabile <i>dummy</i> che spiega l'appartenenza al Campione PE (1 nel caso di impresa oggetto di private equity, 0 altrimenti)	Thomson Reuters Thomson ONE
Profit margin	[(Risultato ante imposte/ricavi operativi) * 100], nel secondo anno dopo l'investimento	AMADEUS di <i>Bureau Van Dijk</i>
Regno Unito (UK)	Variabile <i>dummy</i> che indica che l'impresa ha sede legale in Regno Unito (1 Regno Unito, 0 altrimenti)	Thomson Reuters Thomson ONE
Repubblica Ceca (CEC)	Variabile <i>dummy</i> che indica che l'impresa ha sede legale in Repubblica Ceca (1 Repubblica Ceca, 0 altrimenti)	Thomson Reuters Thomson ONE
Return on Assets (ROA)	[(Risultato operativo/Totale attivo)* 100], nel secondo anno dopo l'investimento	AMADEUS di <i>Bureau Van Dijk</i>
Return on Equity (ROE)	[(Risultato di esercizio/Patrimonio netto) * 100], nel secondo anno dopo l'investimento	AMADEUS di <i>Bureau Van Dijk</i>

---

Solvency ratio	[(Patrimonio netto/Totale attivo) * 100],	AMADEUS	di
	nel secondo anno dopo l'investimento	<i>Bureau Van Dijk</i>	
Spagna (SPA)	Variabile <i>dummy</i> che indica che	Thomson Reuters	
	l'impresa ha sede legale in Spagna (1	Thomson ONE	
	Spagna, 0 altrimenti)		
Svezia (SVE)	Variabile <i>dummy</i> che indica che	Thomson Reuters	
	l'impresa ha sede legale in Svezia (1	Thomson ONE	
	Svezia, 0 altrimenti)		
Totale attivo (TAS)	Totale del valore in bilancio dell'attivo	AMADEUS	di
	circolante e dell'attivo immobilizzato,	<i>Bureau Van Dijk</i>	
	nel secondo anno dopo l'investimento		

---

**Tabella A.3: definizione delle variabili e fonti dei dati (relativa al capitolo 8)**

<b>Variabile</b>		<b>Definizione</b>	<b>Fonte</b>	
Capital management (CAP)	under	Capitale gestito	AIFI	
Commissioni (FEE)	attive	Commissioni attive	AIDA <i>Bureau</i> <i>Dijk</i>	di <i>Van</i>
Commissioni (NET)	nette	Commissioni nette	AIDA <i>Bureau</i> <i>Dijk</i>	di <i>Van</i>
Europe (EUR)		Variabile <i>dummy</i> che indica che la SGR attua investimenti solo in Europa (1 Europa, 0 altrimenti)	AIFI	
Commissioni attive/assets (FEE/A)		Commissioni attive/totale attivo	AIDA <i>Bureau</i> <i>Dijk</i>	di <i>Van</i>
Commissioni attive/equity (FEE/E)		Commissioni attive/patrimonio netto	AIDA <i>Bureau</i> <i>Dijk</i>	di <i>Van</i>
Fondi (FUN)		Numero di fondi gestiti	AIFI	
Italy (ITA)		Variabile <i>dummy</i> che indica che la SGR attua investimenti solo in Italia (1 Italia, 0 altrimenti)	AIFI	
Margine intermediazione/assets (INT/A)	di	Margine di intermediazione/totale attivo	AIDA <i>Bureau</i> <i>Dijk</i>	di <i>Van</i>
Margine intermediazione/equity (INT/E)	di	Margine di intermediazione/patrimonio netto	AIDA <i>Bureau</i> <i>Dijk</i>	di <i>Van</i>
Margine intermediazione (INT)	di	Margine di intermediazione	AIDA <i>Bureau</i> <i>Dijk</i>	di <i>Van</i>
Minimum invested (MIN)	amount	Ammontare minimo investito per impresa target	AIFI	
Commissioni nette/assets (NET/A)		Commissioni nette/totale attivo	AIDA <i>Bureau</i> <i>Dijk</i>	di <i>Van</i>
Commissioni nette/equity (NET/E)		Commissioni nette/patrimonio netto	AIDA <i>Bureau</i> <i>Dijk</i>	di <i>Van</i>
Patrimonio (EQU)	netto	Capitale proprio conferito dagli azionisti	AIDA <i>Bureau</i> <i>Dijk</i>	di <i>Van</i>
Portfolio (POR)		Numero di imprese in portafoglio	AIFI	

PROB <sub>PE</sub>		variabile <i>dummy</i> che spiega l'appartenenza al campione di imprese oggetto di private equity (1 imprese oggetto di private equity, 0 SGR)	AIFI	
Return on Assets (ROA)		(Risultato operativo/Totale attivo)* 100	AIDA Bureau Dijk	di Van
Return on Equity (ROE)		(Risultato di esercizio/Patrimonio netto) * 100	AIDA Bureau Dijk	di Van
Ricavi di esercizio (SAL)		Ricavi delle vendite e delle prestazioni	AIDA Bureau Dijk	di Van
Risultato di esercizio (PRO)		Utile (perdita) di esercizio	AIDA Bureau Dijk	di Van
Specializzazione industriale (IND)		Variabile <i>dummy</i> che indica che la SGR non è specializzata in uno o più settori industriali di investimento (1 no specializzazione industriale, 0 altrimenti)	AIFI	
Totale attivo (TAS)		Totale del valore in bilancio dell'attivo circolante e dell'attivo immobilizzato	AIDA Bureau Dijk	di Van