



UNIVERSITÀ DI PISA

Dipartimento di Economia e Management

# Private Equity e Sviluppo d'Impresa

## Evidenze empiriche a confronto

**Docente**

Elena Bruno

**Studente**

Gilda Catto

Anno Accademico 2014/ 2015



*In tutti i miei giorni,  
A mio Padre*

## **INDICE**

### **Introduzione**

#### **Capitolo I: INTRODUZIONE AL PRIVATE EQUITY**

1. Elementi qualificanti l'attività di Private Equity:
  - 1.1. Forma d'Investimento adatta alla Fase del Ciclo di Vita vissuta dall'Impresa
  - 1.2. Market Players coinvolti: Investitori e Operatori Private Equity
  - 1.3. Classificazione dei Fondi Private Equity
2. Strutturazione dell'intervento nel capitale di rischio dell'impresa target:
  - 2.1. Attività di Raccolta
  - 2.2. Attività di Investimento
  - 2.3. Attività di Disinvestimento
3. Analisi del Trend Private Equity nel 2013:

Un confronto tra piazze internazionali: Emerging Markets- United States- Europe

#### **CAPITOLO II: CONTRIBUTO DEL PRIVATE EQUITY SULLA CRESCITA ECONOMICA**

1. Contesto Macroeconomico Europeo.
2. Innovazione, Produttività, Competitività: i tre fattori chiave della crescita economica.
3. Analisi del Private Equity come strumento di supporto dell'economia reale:
  - 3.1. Venture Capital: misura dell'attività innovativa.
  - 3.2. Gli effetti del Private Equity sull'impresa partecipata in termini di produttività e competitività: casi empirici a confronto.

#### **CAPITOLO III: IL PRIVATE EQUITY IN ITALIA**

1. Evoluzione del Private Equity in Italia.

## **2. Analisi dell'attività Private Equity in Italia**

### **2.1. Gli Operatori**

### **2.2. Attività di Raccolta**

### **2.3. Attività di Investimento**

### **2.4. Attività di Disinvestimento**

## **3. Impatto del Private Equity sull'economia italiana**

## **Conclusioni**

## **Bibliografia**

## **Webliografia**



## Introduzione

Agli inizi degli anni ottanta, con il termine Private Equity si definiva l'apporto di capitale azionario, o la sottoscrizione di titoli convertibili in azioni, da parte di operatori specializzati, in un'ottica temporale di medio- lungo termine, effettuato nei confronti di imprese non quotate e con elevato potenziale di sviluppo in termini di nuovi prodotti o servizi, nuove tecnologie, nuove concezioni di mercato. Nel corso degli anni, pur rimanendo invariati i presupposti di fondo, le caratteristiche dell'attività di investimento istituzionale nel capitale di rischio sono mutate, offrendo una più variegata gamma di possibilità di intervento<sup>1</sup>. Oggi, il private equity è considerato uno strumento d'importanza rilevante, teso a favorire da un lato la nascita di nuove imprese e dall'altro la crescita di quelle imprese già presenti sul mercato di riferimento. Si tratta nel primo caso d'impresе comunemente definite "giovani", caratterizzate da elevate prospettive di crescita e da un livello d'innovazione notevole, soprattutto se operanti in settori legati alle nuove tecnologie, come il settore della robotica, dell'ICT o ancora quello medicale e delle biotecnologie. Per tali imprese, il private equity funge da "trampolino di lancio", offrendo quei capitali necessari per l'avvio dell'attività imprenditoriale. Capitali difficilmente reperibili per l'impresa a causa di quelle caratteristiche intrinseche che le impediscono di accedere al mercato borsistico e che la rendono poco affidabile per gli istituti di credito, a fronte dell'elevato rischio connesso al progetto imprenditoriale da finanziare e dalla scarsa dotazione di capitale fisso da utilizzare come garanzia per il prestito accordato. Rientrano, nel secondo caso, operazioni verso imprese per le quali il private equity offre soluzioni d'intervento differenti a interessi altrettanto diversi, stimolando un miglioramento della competitività e produttività dell'azienda<sup>2</sup>. Gli interventi di private equity risultano, dunque, finalizzati a:

- ✓ Sostenere progetti di crescita interna e/o esterna, agevolando programmi di sviluppo e d'internazionalizzazione;
- ✓ Risolvere situazioni di passaggio generazionale;
- ✓ Gestire una situazione di crisi, nata a seguito di una congiuntura economica o di errori gestionali reiterati;
- ✓ Promuovere la quotazione in borsa;

---

<sup>1</sup> Definizione di Private Equity data da AIFI- Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital istituita nel 1986 con lo scopo di rappresentare i soggetti attivi sul mercato, nonché coordinare e promuovere lo sviluppo della seguente attività entro il territorio italiano.

<sup>2</sup> AIFI, Libro Bianco- Proposte per lo sviluppo del private equity e venture capital in Italia, Luglio/2008.

- ✓ Ristrutturazione della base azionaria;
- ✓ Sostituzione o modifica sostanziale degli assetti proprietari aziendali.

In entrambi i casi, il sostegno finanziario caratterizzante l'attività di private equity si sostanzia nell'acquisizione di partecipazioni significative nel capitale di rischio delle imprese target in un'ottica temporale di medio- lungo termine. La modalità d'intervento varia in funzione della fase del ciclo di vita dell'impresa, dal sistema imprenditoriale e dal grado di sviluppo dei mercati in cui l'impresa opera. In genere, essa consiste nell'acquisizione di quote azionarie o nella sottoscrizione di titoli convertibili in azioni. L'obiettivo dell'operatore private è quello di creare valore nell'impresa partecipata e per tal via, rendere l'operazione nel suo insieme profittevole per gli investitori attraverso il conseguimento di un consistente capital gain. L'aspetto per certi versi più importante e che conferisce sicuramente un valore aggiunto all'operazione promossa, è ravvisabile nel bagaglio di esperienze professionali, competenze tecniche- organizzative- manageriali, la conoscenza dei meccanismi che governano e guidano i mercati, nonché la fitta rete di contatti, finanziari e non, in ambito nazionale e internazionale, di cui l'operatore private si avvale per garantire la buona riuscita dell'operazione.

Da un punto di vista prettamente terminologico, il concetto di private equity ha assunto in passato connotati differenti fra Stati Uniti ed Europa. Negli Stati Uniti con tale termine si indicava l'attività di investimento nel capitale di rischio dell'impresa target nella sua interezza, distinguendo al suo interno operazioni di venture capital da operazioni buyout. Diversamente, in Europa con il termine venture capital si alludeva, in modo specifico, all'intervento finanziario nella fase di avvio dell'impresa, ricomprendendo nella definizione di private equity le altre forme d'investimento. A seguito di un processo di standardizzazione metodologica, anche in Europa si aderisce alla definizione adottata negli Stati Uniti e oggi, secondo un'accezione riconosciuta a livello internazionale, si è soliti distinguere l'attività di private equity, così intesa nella sua globalità, in *Venture Capital* e *Buy Out*<sup>3</sup>. Tali attività si differenziano l'una dall'altra per la fase del ciclo di vita d'azienda, per la tipologia di operatori/investitori coinvolti, per l'entità dei capitali investiti, per il rischio connesso all'investimento e alla sua durata temporale. Analizzeremo ciascuno di tali elementi nel corso del primo capitolo, soffermandoci su come essi concorrano a qualificare i diversi anelli caratterizzanti la filiera del finanziamento nel capitale di rischio. Ad un'analisi degli

---

<sup>3</sup>AIFI, Quaderni sull'investimento nel capitale di rischio, n°1 del 20/05/2004, Egea Spa - Il private equity come motore di sviluppo.



elementi puramente descrittivi, seguirà un'indagine avente ad oggetto l'attività condotta a livello globale da parte dei fondi private equity durante l'anno 2013 attraverso un confronto tra dati relativi ai principali mercati internazionali con l'intento di evidenziarne gli aspetti operativi maggiormente rilevanti. Nel corso del capitolo successivo, l'attenzione verrà focalizzata su di un altro aspetto considerato rilevante, ossia il contributo che l'investimento private equity ha e potrebbe avere sulla crescita economica, incidendo direttamente su quei tre pilastri considerati vitali per la stessa: innovazione, produttività, competitività. Cercheremo di rendere più concreto il nesso di causalità esistente tra queste due variabili attraverso l'analisi di casi empirici che renderanno tangibili i risultati raggiunti in termini di supporto all'economia reale. Concluderemo, nell'ambito del terzo capitolo, con un'analisi del mercato italiano del private equity, mettendone in rilievo le relative peculiarità.



## **Capitolo I: INTRODUZIONE AL PRIVATE EQUITY**

### **1. Elementi qualificanti l'attività di Private Equity**

#### **1.1. Forma di investimento adatta alla Fase del Ciclo di Vita vissuta dall'Impresa**

Tradizionalmente, il ciclo di vita di un'impresa viene distinto in tre fasi: **Fase di Avvio**, **Fase di Sviluppo** e **Fase di Cambiamento**. Il private equity supporta ciascuna delle suddette fasi attraverso forme d'intervento nel capitale di rischio dell'impresa target differenti e riconducibili a due macroclassi di attività: l'attività di **Venture Capital** per la Fase di Avvio e la Fase di Sviluppo; l'attività di **Buy Out** per la Fase di Cambiamento. La prima privilegia e sostiene gli investimenti in imprese che intendono sviluppare il proprio business in settori scientifici/ tecnologici o in progetti derivanti da un'approfondita attività di ricerca, anche universitaria, entrambi caratterizzati da un elevato grado di innovazione tecnologica e da un potenziale di crescita altrettanto considerevole. La seconda, invece, predilige investire in imprese aventi un business già radicato e consolidato.

Il primo stadio d'intervento nel capitale di rischio dell'impresa, che si qualifica con il finanziamento della **Fase di Avvio** e riconducibile all'attività di **Venture Capital**, è definito *Early Stage Financing*. Tale primo stadio si scompone in tre distinte modalità d'intervento, definite rispettivamente *Seed Financing*, *Start Up Financing* e *First Stage Financing*. Per *Seed Financing* si intende il finanziamento dell'idea imprenditoriale. Si tratta di una fase di sperimentazione in cui non esiste ancora un prodotto/servizio ben definito, ma un'idea o un progetto la cui validità tecnica è ancora da dimostrare. Con il termine *Start Up Financing*, invece, ci si riferisce al finanziamento di un progetto aziendale il cui prodotto/servizio è stato già ben qualificato. Resta da analizzare la sua validità commerciale. In questo contesto le basi per avviare un'attività di impresa risultano essere più solide rispetto al *Seed Financing* in quanto il prodotto è stato già sviluppato, seppur sottoforma di prototipo, e soggetto a una prima validazione da parte del mercato attraverso la conduzione di adeguati product tests. Infine, il *First Stage Financing* si concretizza nell'investimento verso imprese target che hanno già avviato la propria attività aziendale, ma che necessitano di capitali per supportare e consolidare la stessa. Appare chiaro come l'*Early Stage Financing* non si configura nell'apporto esclusivo di capitali, ma si arricchisce di un know-how specifico che supporta l'aspirante imprenditore dalla primissima fase di product concept a una fase di progettazione, sviluppo e realizzazione dello stesso.

L'attività di **Venture Capital** si completa nel finanziamento della **Fase di Sviluppo**, tesa ad accompagnare l'impresa da una fase di primo sviluppo dell'attività imprenditoriale, ad una fase di forte crescita, consolidamento e maturità, definita *Expansion Financing*<sup>4</sup>. Similmente all'Early Stage Financing, l'Expansion Financing si scompone in tre stadi: il *Second Stage Financing*; il *Third Stage Financing*; il *Fourth Stage Financing*. L'obiettivo diviene quello di rafforzare e accrescere il business aziendale, indirizzandolo verso forme più articolate e potenziate di mercato, consentendo l'ingresso in arene più competitive a livello internazionale<sup>5</sup> attraverso l'espansione e la diversificazione dell'attività imprenditoriale sotto più profili in termini geografici, merceologici e di clientela servita. Anche in tal contesto, viene offerto all'impresa target un sostegno inteso sia in senso finanziario con l'apporto di capitali necessari per gli investimenti, sia in senso tecnico- manageriale attraverso un'intensa attività di consulenza e una fitta rete di contatti con investitori di più alto rango.

La **Fase di Cambiamento** si contraddistingue dalle altre per la sua natura indipendente. Infatti, per rispondere ad una logica di tipo sequenziale, essa viene collocata a seguito della fase di sviluppo, ma le operazioni che la caratterizzano possono e molto spesso concorrono a valorizzare la crescita aziendale nelle sue fasi di massima espansione/maturità. Le operazioni **Buy Out** ne sono un esempio. Si tratta, di investimenti finalizzati alla sostituzione o modifica sostanziale degli assetti proprietari dell'impresa target. Tali investimenti hanno ad oggetto l'acquisizione di quote di maggioranza o totalitarie attraverso il ricorso ad elevati livelli di leva finanziaria. Per questo motivo le operazioni *Buy Out* sono comunemente definite *Leveraged Buy Out* a fronte dell'utilizzo della leva finanziaria come strumento di acquisizione. L'acquisizione viene effettuata ricorrendo in misura prevalente a capitali di terzi, generalmente Istituti di Credito, limitando l'intervento nel capitale di rischio dell'impresa target da parte dell'investitore solo ad una quota circoscritta. Dal momento che i capitali presi in prestito dovranno generalmente essere rimborsati dai flussi di cassa attivi generati dall'impresa target, ne deriva che per il successo dell'operazione tali flussi dovranno essere consistenti. La loro consistenza è garantita dalle caratteristiche intrinseche della società in questione. Si tratterà di una società già

---

<sup>4</sup> L'attività di *Expansion Financing* viene spesso identificata con termini differenti ma equivalenti tra loro, come *Growth Financing* o *Development Capital*.

<sup>5</sup> AIFI, Libro Bianco- Proposte per lo sviluppo del Venture Capital in Italia, 2011.

matura, avente una posizione di dominio nel settore di appartenenza, posizione difficilmente sovvertibile dalla concorrenza. Sono le caratteristiche intrinseche dell'impresa a giustificare la notevole dimensione, in termini di capitali, delle seguenti operazioni. Tenendo conto della tipologia di soggetto che promuove l'operazione stessa, è possibile distinguere diverse tipologie di operazioni Buy Out :

- *Manager Buy Out* (MBO) —→ Manager Interni alla Società;
- *Manager Buy In* (MBI) —→ Manager Esterni alla Società;
- *Buy In Management Buy Out* —→ Gruppo di Manager Misto;  
(BIMBO)
- *Workers/ Employers* (WBO/ EBO) —→ Lavoratori/ Impiegati della Società;
- *Family Buy Out* (FBO) —→ Risolve situazioni di Passaggio  
Generazionale;

In quest'ultimo caso, l'obiettivo del fondo diviene quello di supportare i membri della famiglia interessati al seguito della società, rilevando le quote societarie appartenenti a quei familiari non più interessati.

Altre operazioni riconducibili a una fase di espansione, maturità o declino dell'impresa target, che implicano un cambiamento strutturale della stessa, sono così sintetizzabili:

- *Replacement Capital Financing*: investimenti finalizzati alla ristrutturazione della base azionaria attraverso l'acquisizione, da parte del fondo, di quote di minoranza precedentemente appartenenti ai soci uscenti. Diversamente dalle operazioni buy out, tale tipologia d'intervento non comporta una modifica sostanziale dell'assetto azionario e quindi un cambiamento radicale, in toto, del gruppo di comando. Piuttosto, si configura nella mera sostituzione di azionisti di minoranza non più interessati al proseguo dell'attività aziendale, senza comportare una modifica sostanziale della compagine azionaria.
- *Cluster Venture*: intervento teso alla costituzione di un polo aziendale, il c.d. *Cluster*, caratterizzato dalla compresenza di imprese accomunate da fattori simili come prodotto/servizio offerto, mercato servito, tecnologie possedute. L'integrazione delle suddette società può essere sia di tipo verticale che di tipo orizzontale e le loro partecipazioni risultano acquisite da una *holding* centrale avente la funzione di controllore, ma anche di coordinatore dell'attività imprenditoriale in un'ottica di ampliamento strategico.
- *Turnaround Financing*: operazione destinata alla gestione di una situazione di crisi conclamata in cui l'impresa target verte. Molto spesso tali situazioni di crisi

sono legate, causate o messe in evidenza da congiunture economiche che affliggono il sistema economico nel suo complesso. Da qui l'importanza di tali fondi nella ristrutturazione e successivo rilancio dell'attività imprenditoriale, come efficace ed efficiente elemento di supporto al sistema impresa.

- *Bridge Financing*: quando la quotazione in borsa dell'impresa target rappresenta la *ratio* che guida l'operazione sin dalla sua *origination*.

Nelle operazioni precedentemente descritte, l'attività private equity si sostanzia nell'acquisizione di partecipazioni di minoranza, di maggioranza o totalitarie a seconda della tipologia di intervento nel capitale di rischio dell'impresa target posta in essere. Per le operazioni di leverage buy out e di crescita aziendale è altresì prevista un'altra forma di finanziamento comunemente definita *Mezzanine Financing*. In tal caso, l'acquisizione avviene attraverso la sottoscrizione di titoli di debito subordinati: l'impresa target ottiene un finanziamento di medio- lungo termine subordinato nel rimborso rispetto ad un finanziamento primario. La subordinazione ha luogo sia in caso di rimborso delle singole quote sia in caso di liquidazione della società partecipata. Altro elemento che contraddistingue tale forma d'investimento è rappresentato dal cosiddetto equity kicker, ossia il diritto riconosciuto al sottoscrittore di convertire il proprio debito in azioni ordinarie della società finanziata, diritto esercitabile sottoforma di warrant o di opzione call. Tale componente permette a colui che concede il finanziamento mezzanino di beneficiare di eventuali apprezzamenti legati al valore di mercato del capitale di rischio dell'impresa target. La compresenza delle due suddette componenti, quella fissa (*Debito Subordinato*) e quella variabile (*Equity Kicker*), conferisce all'operazione un elevato grado di flessibilità in relazione da un lato alle esigenze dell'impresa finanziata e dall'altro agli interessi dei soggetti finanziatori l'impresa medesima.

Nella realtà operativa, la schematizzazione su riportata, presenta dei confini molto più labili e assume connotati diversi a seconda delle specificità dell'impresa target e del settore nel quale essa opera.

## 1.2. Market Players coinvolti: Investitori e Operatori Private Equity

A ciascuna forma d'intervento nel capitale di rischio delle imprese target, identificata in funzione della fase del ciclo di vita oggetto di finanziamento, è possibile associare delle specifiche categorie di investitori, i c.d. *Private Equity Investors*. Si è soliti distinguere due principali classi di investitori: gli Investitori Privati e gli Investitori Istituzionali. I primi supportano, in modo particolare, la fase di avvio di quelle imprese operanti in settori altamente innovativi. Ad essi sono riconducibili le seguenti figure di investitori:

- *High Net Worth Individuals*: soggetti privati che dispongono di un patrimonio finanziario notevole e che vedono nel private equity un importante strumento di diversificazione del proprio portafoglio finanziario;
- *Family Office*: si tratta di una struttura creata ad hoc per l'espletamento di servizi ad elevato valore aggiunto, sia di tipo finanziario che non finanziario, verso famiglie altolocate aventi ingenti patrimoni famigliari. Al pari della categoria precedente, tale attività rientra nel più ampio segmento del Private Banking con il cui termine si suole indicare la gestione di tali patrimoni da parte di figure altamente professionali e competenti che seguono il cliente evitando che il patrimonio subisca un deturpamento a causa di passaggi generazionali o investimenti mal condotti;
- *Business Angels* che l'IBAN- *Italian Business Angels Network Association*- qualifica come "ex titolari di impresa, manager 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 un buon bagaglio di esperienze"<sup>6</sup>. Il loro intervento ha un essenziale impatto positivo soprattutto sulle imprese di piccole dimensioni rispetto alle quali l'intervento del venture capitalist risulterebbe essere troppo esoso, data l'esiguità dei capitali investiti. Ne deriva un evidente vantaggio per l'impresa target partecipata sia in senso economico- finanziario, disponendo di cifre di entità modesta, ma più celermente; sia in senso tecnico- manageriale dal momento che si tratta di soggetti aventi una certa conoscenza ed un'esperienza consolidata in tali ambiti operativi;

---

<sup>6</sup> È previsto che i Business Angels si organizzino in network locali, conosciuti come BAN- *Business Angels Network*. Si tratta di strutture permanenti che consentono ai Business Angels di stringere relazioni con imprenditori locali e concorrere insieme alla crescita del business aziendale. Ogni BAN deve attenersi a rigide regole comportamentali definite dall'associazione nazionale di riferimento. In Italia, oltre all'IBAN- *Italian Business Angels Network*- ciascuna rete deve conformarsi alle disposizioni europee dettate dall'EBAN- *European Business Angels Network* (v. sito web <http://www.iban.it/>).

- *Family & Friends*: investimento di natura endogena, così definito poiché l'apporto di capitali viene sostenuto, in parte, da famigliari e amici dell'aspirante imprenditore che credono nella validità del progetto e decidono di contribuire finanziariamente alla realizzazione dello stesso;
- *Crowdfunding*, forma alternativa d'investimento la cui peculiarità consiste nella sottoscrizione di quote azionarie attraverso l'accesso ad apposite piattaforme on-line. L'ausilio della rete internet ha la peculiarità di raggiungere un numero elevato di soggetti interessati a finanziare idee/progetti imprenditoriali innovativi. Il suo successo è esploso negli ultimi anni in risposta da un lato ad una stagnazione del sistema economico-politico verso il sistema imprenditoriale; dall'altro alla necessità di sostenere il decollo di start up innovative e per tal via lo sviluppo tecnologico e l'occupazione giovanile<sup>7</sup>.

Mano a mano che l'impresa prosegue nel suo percorso di crescita e sviluppo, la maggiore entità di capitali necessari per questo tipo di operazioni giustifica la presenza di Investitori Istituzionali, nella cui accezione rientrano le seguenti tipologie di investitore:

- Investitori Finanziari: Istituti di Credito, Compagnie di Assicurazione, Fondi Pensione, Fondi Sovrani, Fondi di Fondi e altri veicoli finanziari;
- Investitori Pubblici, incaricati della gestione di risorse pubbliche nazionali e comunitarie;
- Investitori Industriali.

A differenza delle altre due categorie di investitori che assumono una posizione di prima linea nel finanziamento delle fasi di sviluppo e cambiamento, gli Investitori Pubblici intervengono quasi esclusivamente nella fase di avvio dell'impresa target. Il motivo è legato alla gestione da parte di quest'ultimi di risorse finanziarie stanziata a livello nazionale a favore della ricerca, dello sviluppo scientifico-tecnologico, nonché nel supporto economico-finanziario verso quelle imprese che si trovano ad operare in aree geografiche depresse<sup>8</sup>. Inoltre, un risvolto importante ha l'intervento pubblico in

---

<sup>7</sup> L'Italia è il primo paese ad aver adottato una normativa completa ed organica sull'equity crowdfunding con particolare riferimento alle start up innovative: D.L. n. 179 del 18/10/2012, convertito in L. n. 221 del 17 dicembre 2012, recante "Ulteriori misure urgenti per la crescita del Paese" e noto anche come "Decreto crescita bis". Alla Consob è stato delegato il compito di disciplinare alcuni specifici aspetti del fenomeno. Compito portato a termine con l'emanazione del Regolamento n. 18592 del 29/06/2013 (v. sito web <http://www.consob.it/main/trasversale/risparmiatori/investor/crowdfunding/index.html>).

<sup>8</sup> A livello europeo, rientrano in tale ambito il Programma Quadro e i Fondi Strutturali Europei a sostegno dell'innovazione.



partnership con l'investitore professionale in quanto questo tipo di intervento può ridurre sensibilmente la percezione del rischio da parte degli investitori privati e di conseguenza attrarre investimenti verso quei segmenti più esposti al rischio, l'early stage financing. Il rapporto tra l'ente pubblico e il privato può essere regolato attraverso tre differenti modelli organizzativi che prevedono una distribuzione asimmetrica dei costi e profitti legati all'intervento nel capitale di rischio dell'impresa target. Il modello *pari passu* è così definito in quanto prevede delle condizioni contrattuali uguali per entrambe le categorie di investitori. Ciò vuol dire che partecipano in egual misura sia ai ritorni attesi sia alle perdite. Il *down- side protection scheme* comporta un aggravio del rischio, insito nell'operazione d'investimento, a capo del soggetto pubblico. Quest'ultimo, infatti, si assume totalmente o parzialmente le perdite nel caso in cui l'operazione non vada a buon fine. L'ultimo modello, *up- side leverage scheme*, non prevede una copertura dell'investitore privato da eventuali perdite, ma ne assicura una ripartizione privilegiata dei profitti. La struttura organizzativa più utilizzata per l'attuazione di questo tipo di operazioni è il *Fondo di Fondi*, la cui attività consiste nell'investimento in quote di altri fondi. L'obiettivo è quello di garantire, attraverso un'adeguata politica di diversificazione, una minore volatilità, una migliore performance reddituale legata all'investimento e una percezione del rischio notevolmente inferiore. Analizzeremo tale fattispecie nel paragrafo successivo, poniamo ora l'attenzione su alcuni dati che vengono pubblicati periodicamente dal *Private Equity International* ed inerenti ai primi cinquanta Investitori in private equity attivi a livello mondiale. Tale classifica comunemente identificata con l'acronimo **LP 50** viene stilata tenendo conto del capitale totale investito negli ultimi dodici mesi da parte dei singoli investitori. Se guardiamo ai dati aggregati possiamo trarre le seguenti osservazioni:

- ✓ Il capitale interamente versato dai primi cinquanta investitori è pari a US\$313b;
- ✓ Su un capitale interamente versato pari a US\$313b: US\$200.6b sono stati versati da Investitori Statunitensi; US\$143.7b da Fondi Pensione;
- ✓ Tra gli LP 50 troviamo solo due Compagnie di Assicurazione: Allstate Investment (US\$2.65b) e Goldpoint Partners che gestisce un terzo del patrimonio della più grande compagnia di assicurazione americana, la New York Life Insurance Company (US\$4.33).

Quest'ultimo dato non è di poca rilevanza. Il fatto di averlo evidenziato testimonia come le Compagnie di Assicurazione a differenza delle altre tipologie di investitori non registrano un'operatività elevata nel settore del private equity soprattutto in Europa.

Negli ultimi decenni, infatti, sono state adottate delle politiche di *moral suasion* per indurre le Insurance Company ad investire in tale comparto. Ne è un esempio la Francia, il cui Ministero dell'Economia firmò un accordo d'intesa con le Associazioni di Categoria per garantire una maggiore presenza dei suddetti intermediari nel comparto private, impegnandosi in particolare verso il segmento delle PMI innovative non quotate. Tale accordo aveva ad oggetto un ampliamento sia della quota dell'attivo gestito da investire nel private equity (dal 5% al 10%) sia del tetto massimo da investire in titoli di società non quotate (dal 0,5% al 1% del capitale della società partecipata). Solo nel 2013 la quota percentuale investita dalle compagnie di assicurazioni in Francia è stata pari al 31,3% su un totale di capitali raccolti di €7.9b<sup>9</sup>.

Riportiamo di seguito i primi dieci *global private equity investors*. Resta da fare una precisazione, ossia nella colonna Headquarters sono riportati solo gli stati in cui sono localizzate le sedi principali; trattandosi di investitori operanti a livello mondiale alcuni di essi hanno uffici nelle principali sedi finanziarie le cui aree geografiche sono destinatarie dei corrispondenti investimenti come Londra e Netherlands per l'area europea, Tokio per il Giappone, Bogotà per l'America Latina, Hong Kong per la Cina:

**Tabella 1. Primi dieci Investitori mondiali di PE**

Fonte: Riproduzione propria su dati PEI- LP 50, The world's biggest private equity investors, July/August 2014

Rank	Firm	Headquarters	LP 50 One-Year Total Capital Committed (\$b)
1	Canada Pension Plan Investment Board	Canada	\$ 26.2
2	Alpinvest	US	\$ 19.5
3	Hamilton Lane	US	\$ 14.6
4	Harbourvest Partners	US	\$ 13.7
5	Washington State Investment Board	US	\$ 11.2
6	La Caisse de Dépôt et Placement du Québec	Canada	\$ 10.3
7	California Public Employees' Retirement System	US	\$ 9.9
8	Pathway Capital Management	US	\$ 9.6
9	Teachers Retirement System of Texas	US	\$ 9.6
10	Oregon Public Employees' Retirement System	US	\$ 9.1

Altro attore coinvolto nell'attività di private equity è l'*Operatore Private Equity*, cioè colui che si occupa materialmente della canalizzazione e allocazione delle risorse finanziarie, raccolte presso il pubblico degli *Investors*, nel capitale di rischio delle imprese target. I principali *Operatori* sono:

- Banche d'Affari o Banche Commerciali;
- Holding Finanziarie a carattere privato o industriale;

<sup>9</sup>EVCA, European Yearbook 2013, May/2014.

- Fondi Chiusi di diritto internazionale;
- Fondi Chiusi locali o regionali;
- Operatori Pubblici.

Anche per gli Operatori di private equity il *Private Equity International* riproduce delle classifiche, note al pubblico come **PEI 300** e **PEI 50**, nelle quali vengono elencati rispettivamente i primi trecento e i primi cinquanta operatori mondiali di private equity. Per la stesura di tali classifiche il Research & Analytics Team utilizza come strumento valutativo l'ammontare di capitali raccolti dagli stessi negli ultimi cinque anni. Il periodo di osservazione al quale si riferiscono i dati riportati nella tabella sottostante ha inizio nel 2009 e termina nel 2014<sup>10</sup>. Vengono considerati al fine dell'analisi solo gli ultimi cinque anni in quanto si ritiene che il ciclo medio di un fondo sia di tale durata. Qui di seguito sono riportati i primi dieci:

**Tabella 2. Primi dieci Operatori mondiali di PE**

Fonte: Riproduzione propria su dati PEI- PEI 300, May/2014

<b>Rank</b>	<b>Firm</b>	<b>Headquarters</b>	<b>PEI 300 Five-Year Fundraising Total (\$m)</b>
<b>1</b>	The Carlyle Group	Washington DC	\$ 30,650.33
<b>2</b>	Kohlberg Kravis Roberts	New York	\$ 27,182.33
<b>3</b>	The Blackstone Group	New York	\$ 24,639.84
<b>4</b>	Apollo Global Management	New York	\$ 22,298.02
<b>5</b>	Texas Pacific Group	Forth Worth (Texas)	\$ 18,782.59
<b>6</b>	CVC Capital Partners	London	\$ 18,082.35
<b>7</b>	General Atlantic	Greenwich (Connecticut)	\$ 16,600.00
<b>8</b>	Ares Management	Los Angeles	\$ 14,113.58
<b>9</b>	Clayton Dublier & Rice	New York	\$ 13,505.00
<b>10</b>	Advent International	Boston	\$ 13,228.09

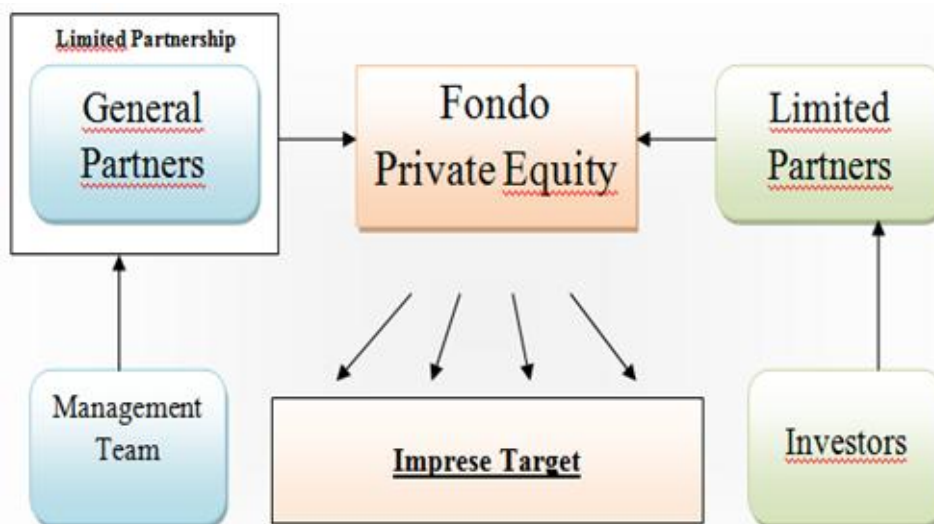
Per lo svolgimento dell'attività di private equity, il veicolo sicuramente più utilizzato è rappresentato dal fondo chiuso d'investimento, il quale presenta connotati strutturali differenti a seconda del sistema giuridico di riferimento. In particolare, nei paesi ove l'operatività in tale settore risulta essere maggiormente sviluppata, vale a dire negli Stati Uniti e nel Regno Unito, la forma giuridica adottata è quella della *Limited Partnership* (LP). La struttura della LP prevede la compresenza di due differenti figure di partners: i *Limited Partners* e i *General Partners*. I primi rappresentano quei soggetti sottoscrittori le quote del fondo; i secondi, invece, sono coloro che gestiscono le disponibilità finanziarie raccolte e che costituiscono il Management Team della LP. Ne derivano responsabilità diverse per ciascuna categoria: i limited partners hanno un'esposizione al

<sup>10</sup> Tale periodo viene comunemente definito post- Lehman Brothers essendo tale società non più compresa nella suddetta classifica a seguito del suo fallimento nel 2008.

rischio e una responsabilità limitata alla quota del fondo sottoscritta; questi, infatti, non hanno alcuna ingerenza sull'attività di gestione del fondo, compito spettante esclusivamente ai general partners. Per tal motivo gli ultimi hanno, diversamente dai primi, una responsabilità illimitata in quanto sono gli stessi ad aver definito le linee strategico- gestionali perseguite dal fondo ed è dalle stesse che dipende il successo dell'operazione nel suo complesso.

**Figura 1. Struttura Giuridica Internazionale**

Fonte: Riproduzione Propria



La corrispondente forma giuridica prevista in Italia è rappresentata, invece, dal *Fondo Comune d'Investimento Mobiliare Chiuso*<sup>11</sup>. L'operatività del Fondo Mobiliare Chiuso è legata all'interazione tra più soggetti: la SGR<sup>12</sup>, la Banca Depositaria, la Società Promotrice e i partecipanti al fondo. Soggetti esposti ad un'azione concertata di vigilanza da parte del Ministero dell'Economia, Banca d'Italia e Consob. La SGR rappresenta l'unico intermediario finanziario autorizzato all'istituzione, gestione ed amministrazione del fondo comune d'investimento, così generalmente inteso. Una volta costituito e approvato il regolamento del fondo da parte delle autorità competenti, si procede al collocamento delle quote, ruolo quest'ultimo spettante alla società promotrice, generalmente una SIM, la cui presenza è solo eventuale in quanto può

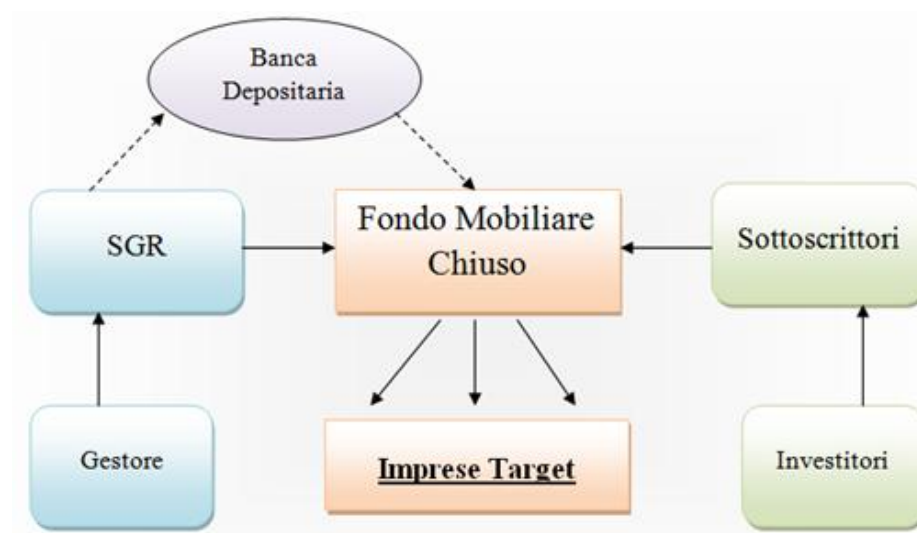
<sup>11</sup> Istituito in Italia con la Legge n. 344 del 14/agosto/1993, successivamente abrogata con l'introduzione del Testo Unico della Finanza (D.Lgs. 58/1998), che ne fornisce una disciplina generale, demandando alla Consob e alla Banca d'Italia tutti gli aspetti regolamentari (v. Glossario- Borsa Italiana sito web <http://www.borsaitaliana.it/homepage/homepage.htm> ).

<sup>12</sup> Le SGR (Società di gestione del risparmio) sono gli unici Intermediari Finanziari ai quali è consentito l'esercizio congiunto dell'attività di gestione del risparmio sia individuale che collettiva. Trattandosi di attività riservata, la SGR per poter operare necessita di una preventiva autorizzazione rilasciata dalla Banca D'Italia, sentita la Consob, a seguito della verifica oculata circa il rispetto e la sussistenza di determinate condizioni. La figura del gestore unico rappresenta un elemento di forte novità, introdotta a seguito della riforma del risparmio gestito compiuta dal TUF ( Testo Unico della Finanza D.Lgs. n. 58 del 24/febbraio/1994).

coincidere con la figura del gestore. Alla banca depositaria è, invece, demandata la funzione di espletamento dei servizi gestori ed amministrativi per conto della SGR, nonché di controllo in termini di correttezza delle operazioni che le vengono impartite dalla stessa. La banca depositaria svolge altresì la funzione di emissione delle quote, custodia dei capitali raccolti, rimborso delle quote una volta che il processo di disinvestimento è giunto al termine. Appare evidente come la presenza della banca depositaria garantisce il rispetto del principio di autonomia per mezzo del quale il patrimonio del fondo è autonomo ed indipendente rispetto al patrimonio della SGR, dei partecipanti al fondo e rispetto ai patrimoni di tutti gli altri fondi gestiti dalla medesima SGR.

**Figura 2. Struttura Giuridica Italiana**

Fonte: Riproduzione propria



Indipendentemente dalla forma giuridica adottata, il Fondo d'Investimento Chiuso ha delle caratteristiche essenziali che ne contraddistinguono l'operatività. Prima fra tutte, la sottoscrizione delle quote di partecipazione al fondo da parte di investitori sia privati che istituzionali. Il numero delle quote di partecipazione al fondo è fisso e il loro smobilizzo da parte degli investitori può avere luogo solo in date prefissate. I capitali corrispondenti alle quote sottoscritte non vengono versati in un'unica soluzione, ma corrisposti al gestore del fondo ogni qualvolta vi è una necessità di liquidità in linea con il piano di investimento illustrato al sottoscrittore nel Prospetto Informativo. Tali caratteristiche rispecchiano l'esigenza a cui il fondo risponde, ossia la possibilità per le imprese target di disporre di capitali per un periodo di medio- lungo termine in linea con le strategie operative adottate. D'altra parte, ciò impedisce al possessore della quota di smobilizzare l'investimento al di fuori delle scadenze prefissate, fermo il suo diritto di

scambiare la stessa su un mercato secondario particolarmente attivo. La possibilità che le quote sottoscritte del fondo possano essere cedute ad altri investitori/operatori, intenzionati ad acquistarle e a subentrare nella posizione dell'investitore/operatore precedente, ha avuto soprattutto negli ultimi anni delle ripercussioni di segno positivo sull'attività di raccolta, riuscendo a convincere anche quei soggetti più restii all'investimento in private equity<sup>13</sup>. Inoltre, ricordiamo un altro aspetto importante caratterizzante l'operatività del fondo comune d'investimento, ossia l'ampia autonomia decisionale sulle scelte d'investimento riconosciuta ai gestori del fondo. Agli investitori, infatti, non è riconosciuto il potere di incidere ed in qualche modo guidare le politiche d'investimento adottate dal team di gestione.

A fronte dell'attività svolta, il gestore del fondo percepisce talune commissioni. Prima fra tutte la *management fee* che ricopre i soli costi di gestione e deve essere tale da non generare ulteriori utili. Per questo motivo si prevedono dei valori superiori per i fondi di più piccole dimensioni, mentre dei valori inferiori per quei fondi di più grande dimensione, evitando in questo modo che una percentuale seppur minima, applicata su un fondo con capitalizzazione elevata, vada a definire un capitale di gran lunga superiore rispetto ai costi di gestione effettivamente sostenuti. Il suo valore si aggira attorno al 2% e viene calcolata sul valore totale del commitment per il primo periodo d'investimento, di solito pari a cinque anni dalla partenza del fondo. Trascorso il quale, la percentuale non viene più calcolata sul valore interamente sottoscritto dagli investitori, ma sul NAV<sup>14</sup>, opportunamente rettificato per evitare il riconoscimento di commissioni più alte. Diversa ratio segue la *performance fee* o *carried interest*, la quale essendo legata alla performance del fondo funge da reale incentivo teso a massimizzare il rendimento interno del fondo da parte del team di gestione. Inizialmente, tale commissione pari al 20% veniva applicata sulla plusvalenza realizzata e riconosciuta al gestore ad ogni singolo deal. Nel tempo si è ritenuto doveroso rimodulare la performance fee legandola al raggiungimento di una soglia minima di rendimento e posticipandola nel tempo. Ciò è stato pensato per evitare il riconoscimento di commissioni troppo elevate e per impedire che il gestore una volta raggiunto l'obiettivo si disinteressasse all'operatività del fondo. Oggi, il carried interest viene riconosciuto al gestore solo a seguito del raggiungimento di una soglia minima, detta *hurdle rate*,

---

<sup>13</sup> AIFI- Il mercato secondario del Private Equity- G.D. Orsi, V. Perrazzo- Quaderno n.36 Luglio/2014.

<sup>14</sup> Il termine NAV, Net Asset Value, viene comunemente utilizzato per indicare il valore di mercato delle quote di un fondo comune d'investimento. In tale contesto, invece, viene utilizzato secondo un'altra accezione afferente al valore patrimoniale netto del fondo.

compresa tra il seguente range di valori 6%- 8%. Inoltre, il suo riconoscimento è subordinato alla restituzione agli investitori dell'intero importo da loro versato, maggiorato del rendimento minimo conseguito. Non è ancora chiaro secondo quali modalità si debba procedere al calcolo del carried interest una volta superata la soglia minima. Ciò è legato al fatto che non esiste una prassi consolidata in tal senso e che ciascun regolamento prevede un proprio meccanismo di calcolo del cosiddetto *catch-up*. Risulta chiaro, invece, come nel tempo e in particolar modo negli ultimi anni si sia assistito ad un cambiamento considerevole della disciplina in questione, tesa sempre più a favorire la partecipazione al fondo da parte dei gestori e a migliorare l'allineamento tra gli interessi di questi ultimi con quelli degli investitori. In particolare, è prevista la sottoscrizione di quote partecipative al fondo gestito in misura diversa a seconda della dimensione del fondo stesso. Di norma il valore della quota si aggira tra 1% - 5% della capitalizzazione del fondo. In questo modo, il team di gestione partecipa non solo all'eventuale up-side, ma anche e soprattutto al down-side e cioè al rischio che il fondo non consegua una performance soddisfacente. Altre spese che possono gravare sull'investitore sono: le *set-up fees* richieste dal gestore una tantum, in caso di promozione o lancio del fondo, calcolate in maniera forfetaria entro un gap definito a priori, per la copertura dei costi legali/fiscali supportati per la preparazione della documentazione e per l'avvio formale del fondo; gli *abort costs* così definiti in quanto legati a costi che il gestore ha sostenuto, ma relativi ad operazioni che non si sono perfezionate; infine, i costi legati ai singoli investimenti come i costi legali, notarili, quelli relativi alla due diligence e all'investment banking o resi necessari per altri adempimenti formali e normativi<sup>15</sup>.

---

<sup>15</sup> AIFI, L'investimento in un fondo private equity: guida al processo di selezione e due diligence, Ottobre/2012.

### 1.3. Classificazione dei Fondi Private Equity

Presentiamo una breve classificazione delle diverse tipologie di fondi private equity esistenti, tenendo conto della natura caratterizzante il fondo medesimo e che funge da elemento discriminante rispetto alle altre forme esistenti. In particolare:

- A seconda della tipologia d'investitore coinvolto è possibile distinguere: i *Fondi Retail* dai *Fondi Riservati a Investitori Istituzionali*. I fondi retail sono così definiti in quanto destinati al pubblico degli investitori privati; per tale ragione sono previste delle restrizioni operative a fronte della maggiore tutela che le disposizioni normative riconoscono a tali soggetti. I fondi riservati a investitori istituzionali prevedono che la partecipazione a tali fondi sia riservata a soggetti, anche privati, che diversamente dagli investitori retail dispongono di notevoli risorse finanziarie, nonché di particolari e specifiche competenze, professionalità, esperienze che ne giustificano la minore tutela e restrittività delle corrispondenti norme regolamentari.
- Tenendo conto dell'area geografica entro cui il fondo opera, si identificano: *Fondi Locali* che operano entro i confini nazionali e hanno una dimensione, in termini di capitali raccolti, compresa tra i 50 e i 500 milioni di euro; *Fondi Paneuropei*, la cui attività si sposta oltre i confini nazionali, ma trova un limite nei confini europei e le cui dimensioni risultano comprese tra i 500 milioni e i 5 miliardi di euro; *Fondi Globali*, fondi aventi la facoltà di operare in qualsiasi mercato geografico e con una dimensione che varia dai 2 miliardi ai 10 miliardi di euro.
- In base al grado di autonomia strategica- gestionale è possibile distinguere i *Fondi Captive* dai *Fondi Indipendenti*: nel primo caso una quota di maggioranza del fondo viene acquisita da un'istituzione finanziaria o industriale che ne definisce le linee strategiche e operative, fornendogli i capitali necessari per l'attività di investimento; nel secondo caso, invece, i capitali necessari per l'attività d'investimento non sono riconducibili ad una determinata istituzione finanziaria o industriale, pertanto, l'autonomia strategica e gestionale del fondo resta illesa<sup>16</sup>.
- Altra distinzione importante è quella tra i *Fondi Generalisti* e i *Fondi Specializzati*; questi ultimi, a differenza dei primi, concentrano la propria attività

---

<sup>16</sup> Glossario AIFI- Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital (v. sito web <http://www.aifi.it/glossario/> ).



verso determinate aree geografiche, in determinati settori industriali, ovvero risultano essere specializzati nell'investimento in una determinata operazione di private equity. Ne sono un esempio i fondi che investono esclusivamente nel segmento start up, piuttosto che in quello buyout o nel settore hi-tech, piuttosto che in quello dei consumi.

- La dimensione del deal non rappresenta un elemento discriminante diverse tipologie di fondi private equity, ma rappresenta un ulteriore fattore attraverso cui attuare idonee politiche di diversificazione del proprio portafoglio d'investimento o ancora divenire un elemento in cui specializzare la propria operatività. Dunque, a seconda dell'importo dell'investimento si suole distinguere le seguenti tipologie di deal: *Small* inferiore ai 15 milioni di euro; *Mid* compreso tra i 15 e i 150 milioni di euro; *Large* tra i 150 e i 300 milioni di euro; *Mega* superiore ai 300 milioni di euro<sup>17</sup>.

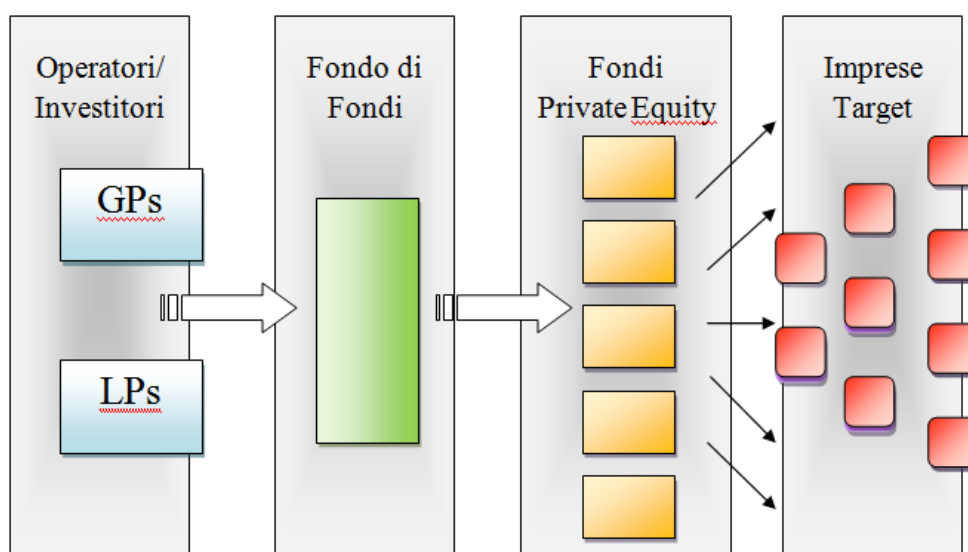
Una categoria che desta particolare attenzione è quella del *Fondo di Fondi*. A differenza di un comune fondo chiuso d'investimento, la sua attività non consiste nell'investimento diretto in quote del capitale di rischio dell'impresa target, ma in quote di altri fondi, assumendo le caratteristiche di un prodotto altamente diversificato. La diversificazione, infatti, rappresenta l'elemento che ne contraddistingue l'operatività attraverso politiche di *asset allocation* eccellenti. L'obiettivo è quello di garantire attraverso la diversificazione una minore volatilità ed una migliore performance reddituale legata all'investimento. Questo tipo di attività è suggerita a coloro che intendono esporsi al private equity, ma hanno limitate conoscenze del mercato o per i quali l'investimento diretto risulterebbe essere troppo oneroso. Ricordiamo, infatti, che l'operatività diretta in fondi private presuppone un consistente investimento in termini di soggetti coinvolti, orizzonte temporale previsto, know-how specifico.

---

<sup>17</sup> European Private Equity and Venture Capital Association, (v. sito web [www.evca.eu](http://www.evca.eu)).

**Figura 3. Struttura Operativa del Fondo di Fondi**

Fonte: Riproduzione propria



La figura è utile per capire il funzionamento della struttura operativa del fondo di fondi: gli Investitori acquistano quote del Fondo di Fondi, il quale a sua volta investe i capitali raccolti in quote di Fondi Private Equity, attuando una politica di diversificazione bilanciata per area geografica, tipologia, settore, vintage (periodo di inizio dell'attività di investimento). I migliori fondi di fondi investono in 20- 25 fondi di private equity ai quali sottosta l'investimento in 400- 500 imprese target. E dalla capacità di selezione e gestione attiva che deriva, attraverso il conseguimento di più alti rendimenti contro un'esposizione al rischio minima, il successo dell'operazione nel suo complesso.

L'ultima classe oggetto di analisi è rappresentata dal *Distressed Fund*. A seguito della conclamata crisi finanziaria e della perdurante recessione economica, si è ravvisata l'opportunità di investire nei cosiddetti *Distressed Asset Bancari*. Con tale termine si suole indicare tutte quelle attività detenute in portafoglio dalle banche che hanno subito una perdita di valore a fronte della congiuntura economica e dell'incapacità da parte dei soggetti debitori di adempiere alle proprie obbligazioni verso l'istituto di credito. In particolare, si fa riferimento a: IMMOBILI (strumentali e non) detenuti dalle banche; IMMOBILI provenienti da aste e/o procedure fallimentari, posti a garanzia della posizione creditoria; NON PERFORMING LOANS<sup>18</sup>, assistiti da garanzie immobiliari. Gli

<sup>18</sup> Non esiste una definizione univoca di NPL (Non Performing Loan) in quanto essa varia a seconda del sistema normativo di riferimento. Generalmente, per NPL si intende quella attività che non riesce più a corrispondere la quota capitale e la quota interessi entro le scadenze dovute. La Banca d'Italia, per definirle, usa il termine Crediti Deteriorati che distingue in: Incagli (crediti che si suppongono recuperabili entro un congruo periodo di tempo in quanto legati ad una situazione di difficoltà obiettiva, ma temporanea del debitore); Esposizioni Ristrutturate (a causa di un deterioramento delle condizioni finanziarie del debitore, la banca procede ad una modifica delle condizioni contrattuali alle quali il debito

operatori più attivi in tale comparto sono i Fondi Speculativi e i Fondi Private Equity i quali intervengono rilevando i bad assets, dando modo all'istituto di credito di ottenere alcuni importanti vantaggi: miglioramento dei coefficienti patrimoniali, indici di redditività, componenti del rischio; eventuale liberazione del patrimonio di vigilanza; benefici economico-operativi sia sui portafogli immobiliari sia sui crediti. Al fine di circoscrivere l'entità di rischio a cui si espongono, gli operatori sottopongono tanto gli immobili quanto i crediti non performanti ad attente due diligence svolte da esperti esterni e da consulenti interni sia legali che finanziari. In Italia, secondo un report pubblicato dalla *Morgan Stanley*, grande società finanziaria operante a livello internazionale, l'intera esposizione delle banche italiane verso il real estate è di 126 miliardi, di cui 26 miliardi è l'ammontare dei distressed assets legati al settore in questione<sup>19</sup>. I fondi distressed specializzati in tale ambito operativo e già largamente utilizzati negli stati d'oltre frontiera, rappresenterebbero la soluzione. A rallentare questo tipo di operazioni è la Banca d'Italia la quale teme un impatto negativo delle suddette operazioni sul corrispondente valore iscritto nei bilanci degli istituti di credito ed evoca quest'ultimi alla prudenza. Tra le operazioni in corso, ricordiamo la trattativa tra *Prelios Credit Servicing Spa*, società facente parte del Gruppo Prelios e controllata al 100% da Prelios Spa, e il gruppo americano *Fortress*, sull'acquisizione di UniCredit Credit Management Bank Spa, società controllata dal Gruppo Unicredit, leader nel settore dei crediti non performing. In particolare, si tratta di acquisire il controllo della piattaforma del Gruppo Unicredit e di rilevare un portafoglio di valore pari a 3,3 miliardi di euro, costituito anch'esso da non performing loan<sup>20</sup>. Le due società hanno, rispetto alle operazioni in essere, competenze differenti. La prima si occupa esclusivamente di servizi relativi ai NPL e alla loro gestione; la seconda, invece, dell'attività di investimento di capitale. L'obiettivo: divenire il primo Distressed Fund italiano.

---

era stato negoziato); Esposizioni Scadute e/o Sconfinati (esposizioni che non risultano onorate da oltre 180 giorni; per alcune tipologie di credito il termine è di 90 giorni); Sofferenze (legate ad uno stato d'insolvenza del debitore, la cui riscossione non è certa; per ovviare a tale genere di rischio gli intermediari creditizi effettuano degli accantonamenti in apposite riserve in proporzione al credito a rischio e alla condizione in cui versa). E a quest'ultima categoria che i distressed funds si rivolgono.

<sup>19</sup> Articolo Sole24Ore di Evelina Marchesini- "Il ricco piatto dei distressed asset arriva sul mercato, ma a quali prezzi?", 15/Mag/2014.

<sup>20</sup> Articolo Sole24Ore di Carlo Festa- "Fortress- Prelios conquista la Uccmb di Unicredit e ottiene l'esclusiva battendo Lone Star", 23/Ott/2014.

## **2. Strutturazione dell'intervento nel capitale di rischio dell'impresa target**

Un fondo di private equity ha una durata media compresa tra gli otto e dieci anni. La lunghezza di tale periodo è strettamente correlata al tempo necessario per il compimento di ognuna delle attività che strutturano l'intervento nel capitale di rischio dell'impresa target. L'intervento nel capitale di rischio, si compone di tre momenti corrispondente ciascuno ad una specifica attività:

- Attività di Raccolta → *Fundraising Period* di durata media pari a un anno;
- Attività di Investimento → *Investment Period* la cui durata oscilla da un minimo di tre anni ad un massimo di sette anni, con valore medio di cinque anni;
- Attività di Disinvestimento → *Disinvestment Period* segue l'investment period fino alla scadenza del fondo, momento in cui le quote del fondo vengono progressivamente rimborsate ai sottoscrittori mano a mano che le partecipazioni nel capitale di rischio delle imprese target vengono cedute. Il momento relativo al disinvestimento è molto delicato ed allo stesso tempo importante al fine di garantire il successo dell'operazione nel suo complesso. Esso, infatti, avrà luogo se le condizioni economiche-finanziarie del mercato di riferimento lo consentono e non appena gli interessi tanto dei gestori quanto degli investitori sono stati raggiunti. Per tali ragioni, la durata del fondo può essere prorogata di due o tre anni (*grace period*) per il completamento della suddetta attività.

Se da un lato risulta difficile scindere tali attività l'una dall'altra, essendo le stesse correlate tra loro secondo una logica di tipo input-output, ognuna di esse ha delle proprie peculiarità distintive che ne giustificano il complesso iter procedurale, avente come risultato finale la definizione e strutturazione dell'operazione nel suo complesso. Nel seguito della trattazione analizzeremo quelle fasi che concorrono alla definizione di ciascuna attività su menzionata.

## 2.1. Attività di Raccolta

Una volta realizzata la struttura giuridica e costituito il management team, si procede con la raccolta dei fondi necessari per la successiva attività d'investimento.

Il processo di *fundraising* si articola in sette fasi<sup>21</sup>:

1. *Identificazione del mercato target;*
2. *Pre-marketing;*
3. *Strutturazione del fondo;*
4. *Preparazione e distribuzione del materiale di marketing;*
5. *Incontri con i potenziali investitori;*
6. *Preparazione della documentazione legale;*
7. *Chiusura.*

Il team di gestione deve, come prima cosa, individuare quei mercati che risulteranno essere più appetibili in termini di risorse disponibili, senza dimenticare di acquisire il favore e l'interesse anche da parte del mercato nazionale di riferimento. Tale aspetto può esporre il fondo ad un rischio reputazionale di non poco conto in quanto gli investitori internazionali tendono a diffidare di quei fondi che non sono in grado di attirare l'interesse di soggetti operanti nella medesima economia. Nella fase di identificazione del mercato target, come in quella di pre-marketing, l'operatore private equity si avvale della collaborazione di figure aventi un know-how specifico e un'esperienza consolidata in determinate aree geografiche. Il coinvolgimento di advisors locali o di gatekeepers<sup>22</sup> può risultare molto utile al management team per la fitta rete di contatti, tra cui investitori istituzionali di fama mondiale, con i quali rapportarsi, preservandosi la possibilità non solo di acquisire capitali con più facilità, ma soprattutto di accedere a mercati geograficamente distanti rispetto a quello domestico. Una volta individuato il mercato target e i contatti giusti con cui stringere relazioni durevoli, si procede alla strutturazione del fondo da un punto di vista tecnico, legale, fiscale. A ciò segue la preparazione di un documento, il *placement memorandum*, che porterà l'investitore a valutare la propria convenienza ad investire o meno nel fondo in questione. Tale documento si compone di elementi di varia natura:

---

<sup>21</sup> Anna Gervasoni, Fabio L. Sattin – Private Equity e Venture Capital: Manuale d'investimento nel capitale di rischio, Marzo 2008.

<sup>22</sup> I gatekeepers sono figure professionali, di origine anglosassone, che svolgono attività di consulenza in private equity, offrendo all'operatore/investitore un know how e una esclusiva rete di contatti, entrambi maturati in anni di attività in una determinata area geografica o in un determinato settore.

- i) dati di tipo descrittivo, relativi all'operazione in essere ed inerenti alla dimensione del fondo e delle quote di partecipazione, alla durata del fondo, alle politiche di distribuzione dei proventi, ai costi legati alla strutturazione e gestione del fondo, nonché altri costi se previsti, all'organizzazione dell'attività di reporting;
- ii) dati di tipo quantitativo riguardanti le performance conseguite dai fondi gestiti dall'operatore su un arco temporale storico medio- lungo, il cosiddetto *track record*. In tal contesto sarebbe utile fornire all'investitore degli strumenti che gli permettano di compiere dei confronti con le performance conseguite dai fondi gestiti da altri operatori. Il principale strumento di paragone per tal fine è rappresentato dall'IRR, *Internal Rate of Return*, relativo sia ai singoli investimenti che al totale degli investimenti realizzati dal fondo;
- iii) dati di tipo qualitativo, concernenti il livello di affiatamento del team; la definizione delle singole strategie di investimento in modo chiaro e puntuale; i meccanismi di richiamo dei capitali e di distribuzione dei proventi, nonché di misurazione delle performance attendibili; l'inesistenza di conflitti di interesse; il sistema normativo, regolamentare e fiscale di riferimento; le condizioni economiche, politiche e sociali che fanno da sfondo al contesto operativo, nonché le prospettive di crescita o decrescita, attuali e future, del mercato considerato nel sua globalità.

L'insieme di tali informazioni concorrono a dare contenuto alla scelta di asset allocation delineata dall'investitore, la quale si formalizza attraverso la sottoscrizione da parte dello stesso di una serie di atti e contratti necessari per l'avvio dell'attività di investimento.

## **2.2. Attività di Investimento**

Le fasi attraverso cui il processo di investimento si articola, divergono a seconda della tipologia di operazione private equity considerata. L'attività di investimento che caratterizza le operazioni *buyout* sarà strutturata in modo differente rispetto all'attività di investimento perseguita dalle operazioni di *bridge financing* in quanto differenti sono gli obiettivi a cui tendono: la prima acquisire quote di maggioranza o totalitarie dell'impresa target al fine di modificarne gli assetti proprietari preesistenti; la seconda supportare l'impresa target nel delicato processo di quotazione in borsa. Nonostante siano evidenti tali diversità operative, è possibile delineare alcune fasi che necessariamente devono riguardare il processo di investimento così generalmente inteso. In particolare:

1. *Ricerca e screening delle opportunità d'investimento da parte dell'operatore;*
2. *Selezione e individuazione dell'impresa target;*
3. *Valutazione del profilo imprenditoriale e/o del management team;*
4. *Valutazione approfondita dell'azienda e della struttura dell'operazione;*
5. *Due diligence;*
6. *Trattativa e definizione del prezzo;*
7. *Chiusura;*
8. *Monitoraggio dell'investimento.*

Il processo di individuazione delle opportunità di investimento è un processo di fondamentale importanza, avente come risultato la generazione di un *deal flow*, ossia un flusso potenziale di appetibili opportunità di investimento, che l'operatore dovrà promuovere sul mercato al fine di attrarre capitali da investire nei progetti d'impresa ricercati, selezionati e valutati dall'operatore stesso. Le modalità attraverso cui il deal flow viene strutturato dipende da fattori di diversa natura. Alcuni di questi sono legati alle qualità personali dell'operatore. L'esperienza maturata in termini di risultati realizzati (track record), rappresenta il primo fattore che concorre a valorizzarne l'immagine e la reputazione e che gioca un ruolo chiave sul livello di credibilità e fiducia che il mercato riversa nei confronti dell'operatore medesimo. Un altro fattore è individuabile nel livello di cultura finanziaria caratterizzante il mercato entro cui si intende operare. In particolare, nei mercati più evoluti, come quello statunitense, l'operatore specializzato rappresenta l'interlocutore principale con il quale l'investitore, interessato a questo tipo di asset class, si interfaccia. Diversamente, in quei mercati nei quali non si è ancora sviluppata appieno una cultura finanziaria, il principale interlocutore dell'investitore o dell'imprenditore diviene una persona di fiducia altrettanto professionale, ma con ridotte e specifiche competenze in tale ambito operativo. Si tratta tipicamente di figure come il commercialista, l'avvocato o il consulente di fiducia. In tale ambito risulta evidente come l'opportunità di costruire un portafoglio di appetibili opportunità di investimento diviene per l'operatore notevolmente ridotta. Altro aspetto da considerare è ravvisabile nel segmento rispetto al quale l'operatore intende specializzare la propria operatività in quanto le modalità di ricerca ed individuazione delle opportunità di investimento variano a seconda della tipologia d'intervento nel capitale di rischio dell'impresa target che si vuole esaltare. Ad esempio, se l'operatore intende specializzarsi nel segmento start up, la probabilità di individuare opportunità di investimento sarà più alta se guarderà a quei settori

caratterizzati da una portata innovativa- tecnologica notevole e da un potenziale di crescita altrettanto elevato. Se è invece alla ricerca di operazioni di turnaround può risultare molto utile stabilire dei contatti stabili e continuativi con figure professionali esperte in procedure concorsuali. Data l'importanza di tale fase e la rilevanza che in essa assumono la professionalità e la concreta esperienza maturata dall'operatore, quest'ultimo può farsi assistere da consulenti specializzati nell'analisi di mercato.

Una volta individuate le opportunità di investimento maggiormente interessanti si procede ad una valutazione più approfondita del profilo imprenditoriale e/o del management team. La validità di un team si misura attraverso differenti indici; prima di tutto è necessario che tra i soggetti che costituiscono il management team esista una forte coesione, contraddistinta da un ottimo rapporto comunicativo. Altro fattore di fondamentale importanza è la loro preparazione, intesa in termini di know-how specifico posseduto: ciascun soggetto deve possedere delle competenze specifiche in relazione alla funzione che è chiamato a ricoprire all'interno dell'organico imprenditoriale. Tuttavia, la competenza e la professionalità a volte risultano non sufficienti a guidare il business aziendale verso il successo. Si richiede, infatti, una partecipazione attiva alla vita imprenditoriale che porti il management team ad essere consapevole delle caratteristiche intrinseche del prodotto/servizio offerto, del rapporto con i competitors, del posizionamento dell'impresa sul mercato servito, delle sue potenzialità di crescita. E solo dalla conoscenza e consapevolezza del proprio business aziendale e dell'ambiente in cui esso si sviluppa che il team sarà in grado di adottare quelle strategie che portino alla massimizzazione del valore d'impresa, rendendola in questo modo maggiormente attraente ed attrattiva per gli investitori. Il management team è divenuto negli anni un aspetto valutativo a cui gli operatori prestano particolare attenzione. Infatti, la maggior parte dei progetti imprenditoriali vengono scartati a causa di una valutazione non sufficientemente adeguata del team di gestione oppure a causa della reticenza da parte di quest'ultimo di vedersi affiancato, nella gestione della propria attività aziendale, da soggetti con spiccate competenze ed consolidata esperienza in materia. Inoltre, una erronea valutazione del team può provocare ed ha provocato il fallimento dell'intera operazione d'investimento. Per tale ragione diviene altresì rilevante prevedere un sistema di incentivi che motivi il team alla partecipazione attiva al fine di garantire e tutelare gli interessi dell'investitore.

In merito alla valutazione dell'impresa target, due sono gli aspetti su cui risulta necessario soffermarsi. Il primo aspetto riguarda l'analisi del *business plan*, strumento



attraverso il quale gli investitori hanno la possibilità di valutare in maniera approfondita la propria convenienza ad investire capitali propri nel progetto d'impresa. Tale documento non viene presentato all'investitore in sede di primo incontro, ma in un momento successivo. In sede di primo incontro, il management team presenterà all'investitore un documento preliminare che focalizzerà l'attenzione di quest'ultimo sul progetto d'impresa vero e proprio:

- i) Presentazione dell'idea imprenditoriale e delle strategie attuabili tese a realizzarla;
- ii) Fattibilità del progetto in relazione a fattori di natura esogena ed endogena: analisi attuale e prospettica sul prodotto/servizio offerto, sulla concorrenza, sul posizionamento di mercato e sulla struttura finanziaria, evidenziando il rapporto esistente tra il capitale di rischio (azionisti) e il capitale di debito (terzi creditori);
- iii) Individuazione dei rischi connessi all'operazione;
- iv) Fabbisogno finanziario complessivo, entità del singolo intervento.

L'obiettivo primario di tale incontro diviene quello di attrarre i potenziali investitori, convincendoli della bontà del progetto e della reale opportunità di conseguire un più che soddisfacente capital gain. In tale contesto, diviene fondamentale creare le basi per sviluppare un rapporto stabile e di reciproca fiducia con l'investitore. Una volta realizzato il suddetto obiettivo, agli investitori verrà consegnato il business plan nel quale saranno presentati in maniera chiara e completa i dati storici, attuali e prospettici relativi all'intervento nel capitale di rischio dell'impresa target. Il business plan rientra in un'attività di *due diligence* molto più intensa nella quale vengono passati al vaglio una molteplicità di fattori non solo operativi ed economico- finanziari, ma anche legali e fiscali.

Il secondo aspetto riguarda, invece, la determinazione del valore d'impresa. Tale valore, definito *Enterprise Value* (EV), rappresenta il prezzo di mercato al quale l'impresa può essere ceduta ad un terzo soggetto interessato ad acquistarla<sup>23</sup>. Nell'ambito di

---

<sup>23</sup> *Enterprise Value* (EV)= *Shareholders Value* (SV) +/- *Posizione Finanziaria Netta* (PFN). L'EV si ottiene sommando al valore di mercato del capitale azionario (SV), quello del debito finanziario espresso in termini di posizione finanziaria netta. L'entità della posizione finanziaria netta va aggiunta al *shareholders value* quando il suo valore è negativo, ossia quando il debito finanziario è superiore al valore di cassa; mentre va sottratta quando è positivo, ossia quando è la liquidità ad eccedere il debito finanziario. Tale somma è comunemente definita *all-in-price* in quanto indica il prezzo corrisposto al titolare dell'impresa, pronto a trasferire l'intera proprietà, rappresentata dalla cessione del 100% delle azioni, più il debito finanziario (o al netto della liquidità esistente) all'acquirente. v. Anna Gervasoni,

operazioni private equity, la determinazione dell'EV risulta essere funzionale al fine della corrispondente determinazione del prezzo al quale le quote dovranno essere cedute. Esistono diversi metodi attraverso cui è possibile giungere ad una definizione di prezzo, ma al di là di tali valutazioni meramente tecniche, la definizione del prezzo rappresenta una fase particolarmente delicata, influenzata da una moltitudine di fattori ed in particolare dalla libertà negoziale delle parti, nonché dalla loro forza contrattuale. Ed è con la definizione del prezzo che si garantisce quell'allineamento tra gli interessi delle parti coinvolte: impresa target, operatori private equity/ management team, investitori.

L'attività di investimento in senso stretto avrà luogo una volta che le fasi fino a questo momento descritte potranno definirsi concluse. Durante tutta la durata temporale dell'investimento, questo verrà costantemente monitorato dal team di gestione, il quale periodicamente, con cadenza di solito semestrale, invierà all'investitore un reporting dettagliato sull'evoluzione dell'investimento. La *ratio* di questa intensa attività di monitoraggio consiste nella possibilità da parte dell'operatore di intervenire prontamente nell'eventualità in cui dovessero ravvisarsi alcuni problemi che potrebbero compromettere la buona riuscita dell'operazione.

### **2.3. Attività di disinvestimento**

L'attività di disinvestimento è un'attività alquanto delicata dalla cui riuscita dipende il successo dell'operazione di investimento. Infatti, il gestore del fondo private equity deve individuare il *timing* e il *modus* più idoneo attraverso cui l'attività di smobilizzo delle quote dovrà aver luogo. Rispetto al primo fattore, il timing, esso dipende dalle condizioni micro e macro economiche di riferimento. Un andamento negativo dei fondamentali provoca una posticipazione del disinvestimento al fine di individuare quel momento in cui lo smobilizzo delle quote possa essere più profittevole per l'investitore attraverso il conseguimento di un soddisfacente capital gain. Per tale ragione, non è corretto parlare di timing riferendoci ad un determinato momento piuttosto ad un arco temporale entro cui il disinvestimento può aver luogo. D'altra parte, trattandosi di una operazione vincolante per l'investitore sotto il profilo temporale, essendo l'intervento nel capitale di rischio un investimento di medio- lungo periodo, si è ritenuto opportuno dare la possibilità all'investitore di smobilizzare la quota da lui sottoscritta in un

momento antecedente rispetto a quello previsto per il *way out*. Riconoscere tale diritto senza un'adeguata regolamentazione dello stesso avrebbe potuto arrecare degli svantaggi all'operazione in sé, venendo meno quel sostegno di "capitale paziente" alle imprese target. Si è ritenuto, dunque, doveroso prevedere l'uscita dal fondo attraverso la cessione delle singole quote a terzi investitori solo a determinate scadenze e solo a seguito della realizzazione del piano industriale oggetto di finanziamento, evitando per tal via di compromettere il successo dell'operazione.

In merito al modus attraverso cui l'attività di disinvestimento può essere espletata, esso dipende dall'operazione di private equity posta in essere e dalle caratteristiche intrinseche della società partecipata. È importante, inoltre, rispettare gli accordi e correlate clausole stabiliti in fase di negoziazione al fine di evitare che atti di opposizione da parte degli investitori rallentino il processo di uscita. Ne distinguiamo i seguenti canali:

- i) *Ipo*: le partecipazioni vengono cedute attraverso un'offerta pubblica di vendita su un mercato regolamentato;
- ii) *Buy back*: le quote vengono interamente acquisite da parte del socio originario, il quale ha partecipato all'attività di investimento mantenendo il controllo di una quota di maggioranza o minoranza;
- iii) *Trade sale*: cessione delle partecipazioni a nuovi soci di natura industriale;
- iv) *Replacement/ secondary buyout*: vendita delle quote azionarie ad un altro operatore private equity;
- v) *Write off*: il valore della partecipazione viene ridotto, in modo parziale o totale, a seguito di una perdita di valore della stessa non correlata ad un atto di cessione da parte dell'investitore, bensì alla messa in liquidazione della società partecipata o al suo fallimento, determinando la conclusione dell'attività di investimento. Tale modus pur non rappresentando formalmente un canale di disinvestimento, nella sostanza lo determina.

L'attività di disinvestimento rappresenta, inoltre, quel momento in cui il capital gain realizzato si materializza attraverso una valutazione "pura" della performance conseguita sia a livello di intero portafoglio gestito sia a livello di singolo investimento. Ne deriva che il rendimento conseguito dall'investitore, entro un determinato arco temporale, sarà dato dalla differenza tra i flussi di cassa in uscita (risorse finanziarie apportate dall'investitore o quote del fondo sottoscritte dal medesimo) e i flussi di cassa in entrata (dividendi conseguiti e distribuiti durante o al termine del ciclo di vita del

fondo) al netto dei costi legati alla gestione dell'investimento (management fee) e delle commissioni applicate sul capital gain finale (carried interest). La performance così realizzata rappresenta un ottimo strumento di comparazione: il gestore si confronta con le diverse strategie poste in essere dagli altri gestori operanti nel medesimo settore e che ne giustificano le performance conseguite; l'investitore, similmente, ha modo di confrontare l'attività nonché i risultati conseguiti con quelli degli altri operatori, attivi nello stesso segmento di mercato. Tuttavia, dal termine dell'attività di raccolta fino alla conclusione dell'attività di disinvestimento, risulta necessario procedere ad una valutazione approssimativa della performance in quanto la valutazione *in itinere* offre la possibilità: all'operatore di monitorare continuamente l'investimento e se necessario procedere con una modifica delle strategie attuate, adattando il fondo alle sopravvenute esigenze di mercato in vista di un miglior rendimento; all'investitore di essere tenuto costantemente informato circa l'andamento dei propri investimenti e di conseguenza di dismettere la propria partecipazione in via anticipata qualora i risultati registrati non risultino essere in linea con le sue aspettative in termini di ritorno economico. Il problema che in questo caso si pone è legato all'oggettività/certezza quantitativa dei valori sulla base dei quali calcolare la performance. Valori definiti incerti quando oggetto di acquisizione sono titoli azionari in imprese target non quotate, le cosiddette *unquoted investment*, per le quali si ricorre a metodi di valutazione empirici o analitici che permettono di giungere ad una definizione figurativa dei flussi di cassa in entrata, riferiti ai singoli investimenti costituenti il portafoglio e relativi al periodo di durata dell'investimento. Tali metodi di valutazione seguono le cosiddette *International Private Equity and Venture Capital Guidelines* promosse dalla *European Private Equity and Venture Capital Association* (EVCA) e condivise dalle principali associazioni di categoria nazionali, tra cui l'italiana AIFI<sup>24</sup>. Il metodo più diffuso a livello internazionale e riconosciuto come il miglior criterio per la valutazione della performance da parte del comitato di valutazione dell'EVCA è l'IRR, Internal Rate of Return. L'IRR è quel tasso di rendimento medio annuo percentuale, relativo ad una qualsiasi attività di investimento, che eguaglia la sommatoria dei flussi di cassa mensili

---

<sup>24</sup> Nascendo da un'esigenza di armonizzazione e allineamento delle metodologie di valutazione utilizzate a livello internazionale, le *guidelines* non devono intendersi come principi rigidi valutativi, ma criteri operativi a cui il valutatore può far riferimento in modo autonomo e discrezionale in sede di valutazione degli investimenti in private equity. La possibilità di scelta trova un limite nei regolamenti attuati a livello nazionale dalle corrispondenti Autorità di Vigilanza. In Italia, ad esempio, le linee guida seguono il *Regolamento sulla Gestione Collettiva del Risparmio* Banca d'Italia, aggiornato con Provvedimento dell'8 maggio 2012, Capitolo IV, "Criteri di valutazione del fondo e calcolo del valore della quota", emanato ai sensi dell'art. 6, comma 1, lett. c), nn 4) e 5) del TUF.

in uscita attualizzati con la sommatoria dei flussi di cassa mensili in entrata anch'essi attualizzati, più l'eventuale valore attuale netto del portafoglio non ancora disinvestito<sup>25</sup>.

In formula:

$$\sum_{i=0}^N \frac{OUT_i}{(1 + IRR_m)^i} = \frac{NAV_N}{(1 + IRR_m)^i} + \sum_{i=0}^N \frac{IN_i}{(1 + IRR_m)^i}$$

Dove:

- $OUT_i$  e  $IN_i$  indicano rispettivamente i flussi di cassa in uscita ed in entrata, relativi a un arco temporale che va da  $i=0$  (periodo in cui si verifica l'investimento iniziale) a  $N$  (periodo relativo all'ultima uscita di cassa);
- $IRR_m$  è l'IRR mensile;
- $NAV_N$  rappresenta il valore netto del portafoglio non ancora disinvestito al mese  $N$ .

Come precedentemente detto, il calcolo della performance pura, basato cioè sui flussi di cassa realmente realizzati, è possibile solo nel momento in cui l'attività di disinvestimento è giunta al termine: momento in cui ai sottoscrittori vengono rimborsate le quote al netto dei costi di gestione, carried interest e tutti gli altri oneri previsti. Solo in questo momento si giungerà ad una valutazione dell'IRR puro, il cosiddetto cash on cash. Al fine di una valutazione *in itinere* che renda possibile un monitoraggio dell'investimento a favore tanto dell'operatore quanto dell'investitore, il comitato di valutazione dell'EVCA ha elaborato una metodologia che permette di giungere ad una valutazione dell'IRR su tre livelli:

I. IRR di primo livello: RENDIMENTO LORDO SUGLI INVESTIMENTI REALIZZATI

Si fa riferimento ai flussi di cassa in uscita ed in entrata relativi esclusivamente agli investimenti effettuati e già conclusi, per i quali cioè si è già proceduto al relativo disinvestimento.

II. IRR di secondo livello: RENDIMENTO LORDO SUL TOTALE DEGLI INVESTIMENTI

Riguarda i flussi di cassa in uscita ed in entrata relativi agli investimenti interamente realizzati, parzialmente realizzati, e gli investimenti non ancora

---

<sup>25</sup> Anna Gervasoni, Fabio L. Sattin –Private Equity e Venture Capital: Manuale di investimento nel capitale di rischio, Marzo 2008.

realizzati, nonché il valore di portafoglio relativo alle partecipazioni non ancora disinvestite.

### III. IRR di terzo livello: RENDIMENTO NETTO PER IL SOTTOSCRITTORE

Calcola il rendimento netto ottenuto dal singolo sottoscrittore, tenendo conto di tutti i flussi di cassa in uscita ed in entrata, al netto di tutti gli oneri previsti dal fondo, nonché il valore del portafoglio non realizzato (costituito dall'insieme degli investimenti non realizzati, dalla parte non realizzata di investimenti parzialmente realizzati, liquidità e altri asset detenuti in portafoglio) al netto dei relativi carried interest.

La valutazione su tre livelli dell'IRR permette di misurare l'incidenza che i diversi elementi che stanno alla base del calcolo dell'IRR hanno sulla performance stessa, offrendo la possibilità all'operatore di misurare le proprie abilità di individuazione, gestione e dismissione degli investimenti e all'investitore di monitorare l'andamento del proprio investimento.

Gli analisti di mercato considerano interessante anche un altro tipo di analisi avente ad oggetto l'IRR aggregato. L'IRR aggregato è una misura che consente di valutare la performance relativa ad un campione di fondi private equity operanti entro un'area geografica circoscritta e considerando uno specifico intervallo temporale. Ne deriva che per il calcolo dell'IRR aggregato vengono considerati tutti i flussi di cassa in entrata ed in uscita riguardanti la totalità degli investimenti effettuati dagli operatori che gestiscono i fondi private equity facenti parte del campione oggetto di analisi. In particolare, vengono condotte due diverse tipologie di indagini che conducono a due diverse misure di IRR aggregato:

- I. IRR "From Inception" (Gross Pooled IRR on Realized Investments): esprime le performance relative ai soli disinvestimenti realizzati nel corso del periodo oggetto di osservazione (di solito un anno), indipendentemente dal vintage year. Non considera quindi le partecipazioni in portafoglio e non ancora disinvestite;
- II. IRR "By Horizon" (Gross Pooled IRR on All Investments): indica le performance realizzate dagli investimenti posti in essere entro un arco temporale di riferimento (solitamente vengono messe a confronto le performance relative a investimenti aventi un holding period differente: uno, tre, cinque, dieci anni), indipendentemente dal fatto che le correlate partecipazioni siano state disinvestite o risultino essere ancora in portafoglio. In questo caso, si tiene conto del valore della partecipazione di fine periodo.

La ratio alla base di questo tipo di valutazioni consta nella comparabilità dei dati nel tempo, tra aree geografiche differenti, ma soprattutto tra le diverse asset class. In particolare, risulta comune fare un confronto del tipo: *Private Equity Performance Indices versus Public Indices* (S&P500, RUSSEL3000, MSCI Emerging Market, MSCI Europe, FTSE MIB). Tale raffronto offre in primis agli investitori uno strumento utile per la valutazione della gestione, rischiosità, performance e di conseguenza appetibilità degli investimenti in linea con l'andamento dei diversi segmenti di mercato. Come vedremo nel proseguo della trattazione, l'impatto positivo che il Private Equity ha sull'economia reale e il conseguimento di rendimenti più elevati, mantenuti stabili nel lungo periodo, ha portato gli investitori negli ultimi anni a privilegiare l'investimento in fondi private equity rispetto alle tradizionali forme di investimento, come i titoli azionari e le obbligazioni.

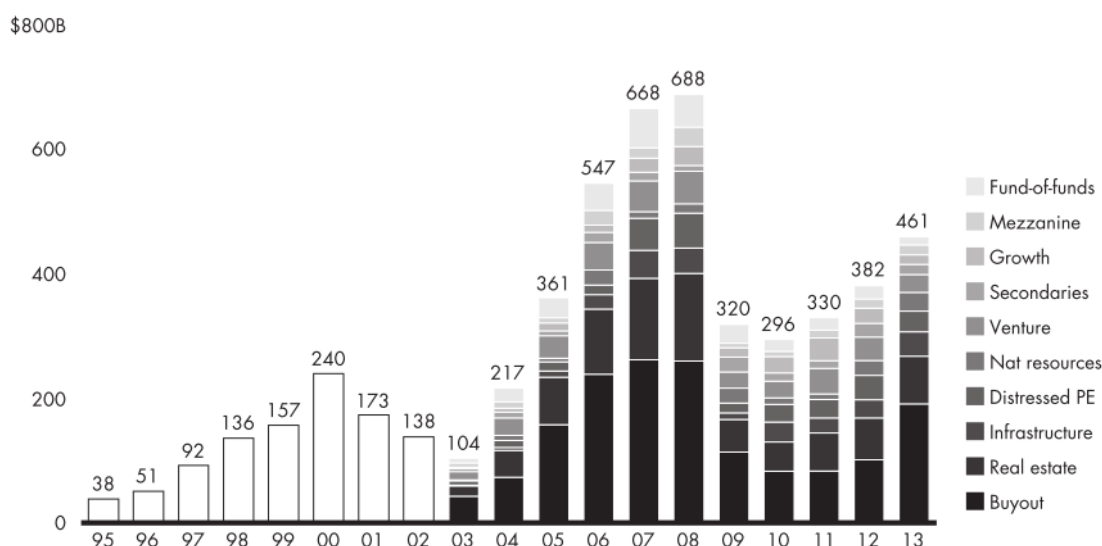
### 3. Analisi del Trend Private Equity nel 2013:

#### Un confronto tra piazze internazionali: Emerging Markets- United States- Europe

Considerando l'attività di raccolta a livello globale, dopo il picco del 2008, il 2013 è stato l'anno in cui si è registrato un significativo aumento della stessa, creando l'aspettativa di un trend teso a raggiungere una certa stabilità. L'ammontare dei capitali raccolti nel 2013 è aumentato del 21% rispetto a quello dell'anno precedente, passando da un valore di US\$382b a uno di US\$461b, gestito attraverso 902 fondi di private equity. Tale valore continua a mantenersi di gran lunga inferiore rispetto a quello registrato nel 2008 pari a US\$688b.

**Figura 4. Global PE Fundraising by fund type (in US\$b)**

Fonte: Bain and Company, Global Private Equity Report 2014

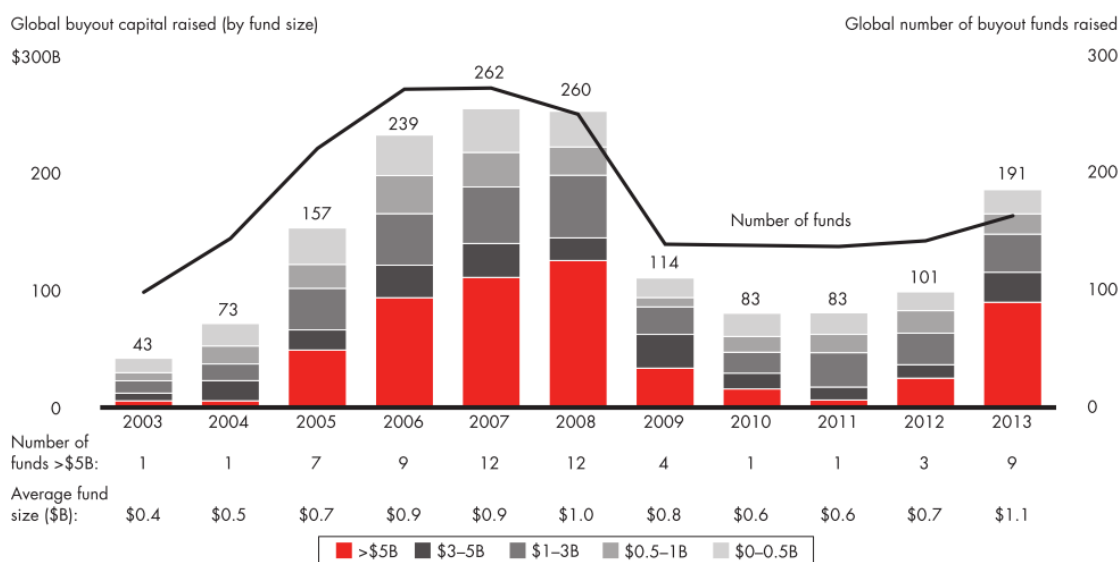


La Figura 4 mostra i dati relativi ai capitali raccolti per tipologia di fondo private equity. Il dato su cui si pone maggiore attenzione, è quello inerente alla raccolta da parte dei fondi buyout. Rispetto alle altre tipologie di fondi, l'operatività dei fondi buyout ha maggiormente risentito degli effetti negativi della crisi finanziaria. Ricordiamo, infatti, che per la realizzazione di tali operazioni, gli operatori private ricorrono allo strumento della leva finanziaria, ossia al capitale di debito. In un contesto come quello caratterizzante il sistema creditizio all'indomani della crisi- noto con il termine credit crunch- la possibilità di reperire liquidità sul mercato era ridotta ai minimi termini. Dal 2008 si assiste ad un declino nell'attività di tali fondi sia in termini di numero di fondi buyout operanti a livello globale sia in termini di capitali raccolti. E dopo un timido segnale di ripresa registrato nel 2012, il 2013 chiude con dati sicuramente più



entusiasmanti. Quanto appena detto è confermato dai dati riportati in Figura 5. Sebbene il numero dei fondi sia di poco aumentato -168 rispetto a un valore stabile di 140 dal 2009- l'entità dei capitali raccolti è balzata a US\$191b, segnando un aumento dell'89% rispetto all'anno precedente. Un elemento che ha notevolmente inciso sul registrato aumento della raccolta è individuabile nella sensibile attrazione di cui i cosiddetti *largest fund*, fondi buyout di *size* superiore a US\$5b, godono sul mercato: 9 mega fondi hanno gestito il 48% dei capitali globalmente raccolti in tale comparto. L'effetto a livello globale è stato un aumento nella dimensione media del fondo pari a US\$572mn nel 2013 rispetto al corrispettivo valore medio nel 2012 uguale a US\$405mn.<sup>26</sup>

**Figura 5. Global Buyout Capital Raised by fund size**  
**Fonte:** Bain and Company, Global Private Equity Report 2014



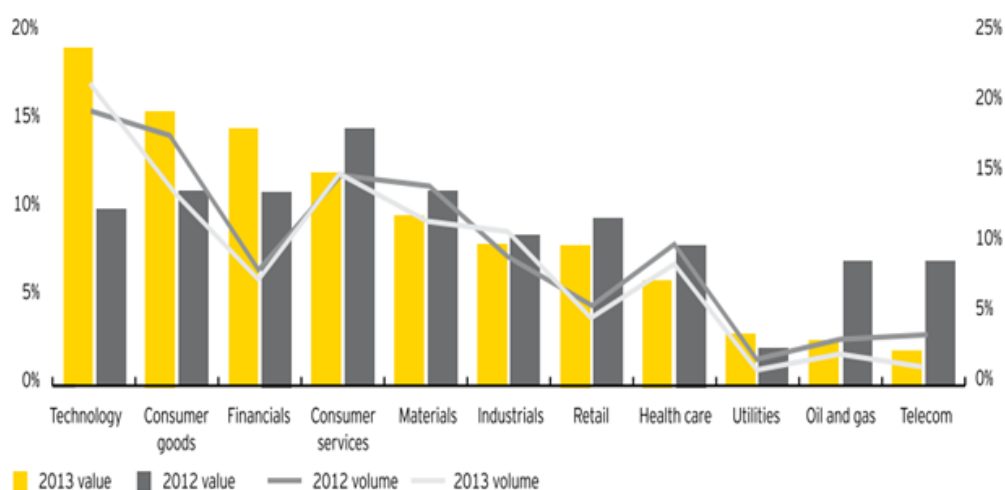
Nonostante i tassi di interesse prossimi allo zero e la conseguente possibilità per gli operatori private di ricorrere allo strumento di leva finanziaria per investire in nuove operazioni buyout, il valore totale degli investimenti in tale comparto è aumentato del 22%, mentre il numero delle operazioni si è ridotto dell'11%. La spiegazione è ravvisabile in un atteggiamento molto più selettivo e prudente da parte degli operatori nella scelta di canalizzazione dei capitali raccolti. Scelta che predilige l'investimento "sicuro" anche ad un prezzo più elevato, ma garantito dalla solidità della società target in termini di cash flow affidabili, forte team di gestione e posizione di mercato leader nel settore in cui opera. Questa tendenza si riflette nel totale dei capitali investiti a livello globale: il volume degli investimenti è sceso del 9.4% rispetto al 2012, mentre il valore è aumentato del 25%, raggiungendo i US\$245.4b. Altro aspetto importante da

<sup>26</sup> Prequin, 2013 Private equity fundraising, Gen/2014.

analizzare riguarda i settori verso cui i fondi private equity hanno canalizzato i propri investimenti nel corso del 2013. Nella figura che segue, viene individuato il valore e il volume dell'investimento, espresso in termini percentuali, per ciascun settore industriale. Da un confronto tra i dati 2013 con quelli relativi al 2012 emerge quanto segue: il valore degli investimenti per ciascun settore si mantiene nel 2013 inferiore rispetto all'anno precedente ad eccezione dei settori Technology, Consumer Goods e Financials per i quali, invece, si segnala un notevole incremento degli stessi; i settori Technology ed Industrials sono gli unici due settori ad evidenziare un volume degli investimenti più alto, mentre per i restanti sono i dati 2012 a mantenersi più alti di quelli 2013<sup>27</sup>.

**Figura 6. PE Investments by sector by value and volume**

Fonte: EY, Global private equity watch 2014



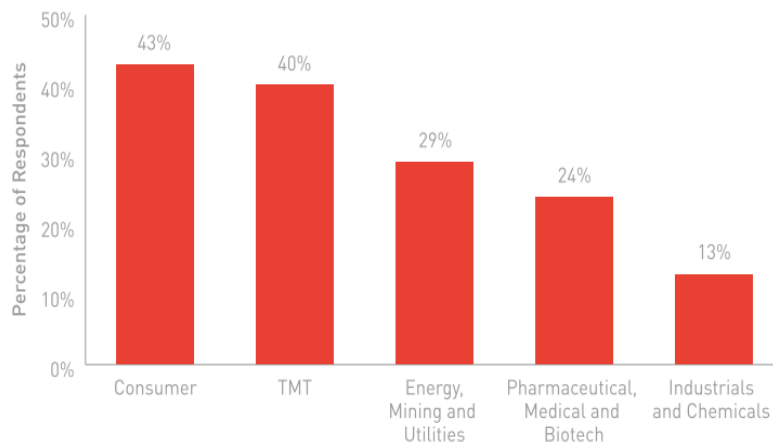
A tal proposito, appare interessante riportare alcuni dati di settore derivanti da una ricerca di mercato condotta dalle società *Duff&Phelps*, *Sherman&Sterling LLP*, *MergerMarket*, leader mondiali nella consulenza alle imprese in materia aziendale e finanziaria. Oggetto della *survey*<sup>28</sup>: le strategie d'investimento che 75 gestori di fondi private equity operanti in Europa, Nord America, Asia e in tutta l'area del Pacifico, adotteranno nei successivi 12- 24 mesi, tenendo conto dell'operatività pregressa, del contesto economico di riferimento e della sua evoluzione. I dati sugli intervistati sono forniti in forma anonima e i risultati presentati in forma aggregata. In Figura 7 sono riportati quei settori che secondo gli intervistati saranno in grado di offrire le migliori opportunità d'investimento nel corso dei prossimi 12 mesi.

<sup>27</sup> Ernest & Young Global Member Limited- Regaining equilibrium: Global private equity watch 2014.

<sup>28</sup> Duff&Phelps, Shearman&Sterling LLP, MergerMarket- Global Private Equity Outlook, Giugno/2014.

**Figura 7. Sectors offering the best opportunities**

Fonte: Duff&PHELPS, Shearman&Sterling LLP, MergerMarket- Global Private Equity Outlook 2014



Da un confronto tra i due grafici ( Figura 6- Figura 7), notiamo come il settore dei Consumi nel 2014 dovrebbe ritornare *in auge*, superando il settore delle TMT. Il settore in questione sarà in grado di offrire dei ritorni sugli investimenti notevoli soprattutto se destinati verso quelle imprese che puntano a rinvigorire il proprio brand e la propria quota di mercato attraverso l'innovazione di prodotto. Tale previsione è supportata da dati convincenti: l'aumento della spesa per i prodotti al consumo, maggiore fiducia verso la ripresa economica negli Stati Uniti e in Europa, l'ascesa della classe media nei paesi emergenti. Questi dati rappresentano per le società operanti in tali ambiti un'importante quanto evidente opportunità "to grow". Non desta alcuna preoccupazione il settore delle TMT<sup>29</sup> in quanto il suo crescente sviluppo è legato alla sua natura trasversale, ossia alla necessità da parte di qualunque settore, da quello finanziario a quello sanitario, di investire in tale ambito per essere efficienti ed efficaci sui mercati in cui gli stessi operano. Inoltre, l'elevata percentuale degli investimenti di cui il settore è stato destinatario nel 2013 è legato ad una serie di fattori chiave che ne hanno promosso la crescita: bassi tassi d'interesse, ampia disponibilità di credito, maggiori opportunità d'investimento in segmenti come Financial Technology, Cloud, Big Data, Software. Le più basse percentuali che caratterizzano gli altri tre settori sono legate, invece, ad una specificità degli investimenti per aree geografiche. Il settore energetico, minerario e delle utilities continua ad essere particolarmente attraente per gli operatori asiatici e di tutta l'area del Pacifico a fronte di un aumento della corrispondente domanda interna. Lo stesso vale per il settore *Industrials and Chemicals*. Diversamente, il settore

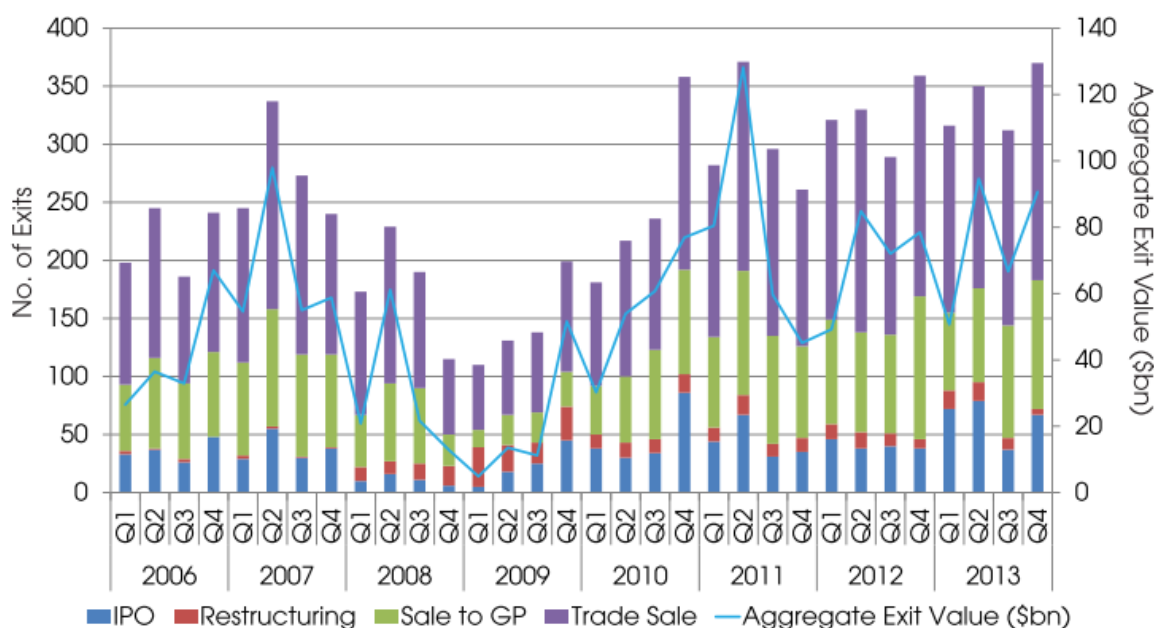
<sup>29</sup> L'acronimo TMT indica rispettivamente il settore delle Tecnologie Informatiche, dei Media e quello delle Telecomunicazioni.

farmaceutico, quello medicale e quello delle biotecnologie attraggono maggiormente gli investitori del Nord America. Pur non avendo il 2013 conseguito dei risultati soddisfacenti in termini di attività di investimento, il dato sicuramente più entusiasmante è l'aumento di fiducia da parte dei GPs: i due terzi si dice ottimista rispetto al 41% dell'anno precedente e tale ottimismo è supportato dal *sentiment* dei LPs verso il private equity.

In merito all'attività di disinvestimento, il 2013 ha raggiunto un altro record: è primo per numero di *exit* registrate dal 2006, secondo per valore dopo il 2011. In particolare, nel 2013 si sono avute 1348 uscite di valore complessivo pari a US\$303b; nel 2011 un valore di US\$313b è stato conseguito da 1210 operazioni di uscita. Altro dato importante è quello relativo al numero di operazioni totalizzate nella fascia dimensionale più alta, ossia di valore superiore a US\$1b: 75 contro le 84 dell'anno precedente. Rispetto al canale di *exit* prescelto, restano preponderanti le operazioni Trade Sale e quelle di vendita a General Partners, mentre si segnala un aumento delle operazioni IPO, sintomo di fiducia verso i mercati (Figura 8)<sup>30</sup>.

**Figura 8. Private Equity- Backed Exits by type Q1 2006- Q4 2013**

Fonte: Preqin



Dai dati sin qui riportati emerge come la crisi finanziaria internazionale, il cui scoppio viene fatto coincidere con il fallimento della Lehman Brothers nel 2008, ha inciso negativamente anche sul comparto del private equity, provocando un rallentamento dell'attività nel suo complesso. Altro effetto della crisi è stato il cambiamento nelle

<sup>30</sup> Preqin, 2014 Preqin Global Private Equity Report.

scelte di asset allocation da parte degli LPs in termini di aree geografiche destinatarie degli investimenti. Infatti, i paesi economicamente più sviluppati, a partire dal 2009, hanno registrato una riduzione tanto dei capitali raccolti/investiti quanto del numero complessivo di transazioni effettuate, assistendo ad una migrazione degli investimenti verso le economie emergenti, le quali diversamente dalle prime, presentavano dei tassi di crescita economica continua. L'ultimo report pubblicato da *Ernest&Young*<sup>31</sup>, intitolato "Regaining Equilibrium", evidenzia come il miglioramento dell'operatività dei fondi private equity durante il 2013 possa essere ragionevolmente letto come un cambio di rotta nelle scelte di asset allocation, o meglio un riequilibrio delle stesse che si sono mostrate essere negli ultimi anni maggiormente prone verso i mercati emergenti. Uno shift dagli *emerging markets* ai *developed markets* attraverso una ristrutturazione, da parte degli investitori sia privati che istituzionali, dei propri portafogli finanziari. L'EMPEA- Emerging Markets Private Equity Association- considera "Emerging Markets" le seguenti *regions*, i cui confini sono definiti sulla base dell'operatività dei fondi private equity in tali aree geografiche:

- *Emerging Asia*: Asia ad esclusione dei fondi che focalizzano i propri investimenti principalmente in Giappone, Australia, Nuova Zelanda (JANZ);
- *Latin America*: America Centrale, America del Sud e la Caribbean Region, escluso Porto Rico;
- *Middle Est & North Africa* (MENA): Gulf Cooperation Council, Afghanistan, Iran, Iraq, Jordan, Lebanon, Pakistan, Palestinian Territories, Syria, Yemen e alcuni stati del North Africa, ossia Algeria, Egypt, Lybia, Morocco, Sudan, Tunisia;
- *Sub- Saharan Africa*: tutta l'Africa, tranne i fondi operanti nell'area North Africa;
- *CEE & CIS*: Central Eastern Europe & Commonwealth of Independent States.

Da un'analisi dei dati aggregati riferiti all'attività di raccolta e alla corrispondente attività di investimento nelle suddette aree geografiche, relative al periodo 2008-2013<sup>32</sup>, ne deriva una conferma di quanto precedentemente affermato (Figura 9).

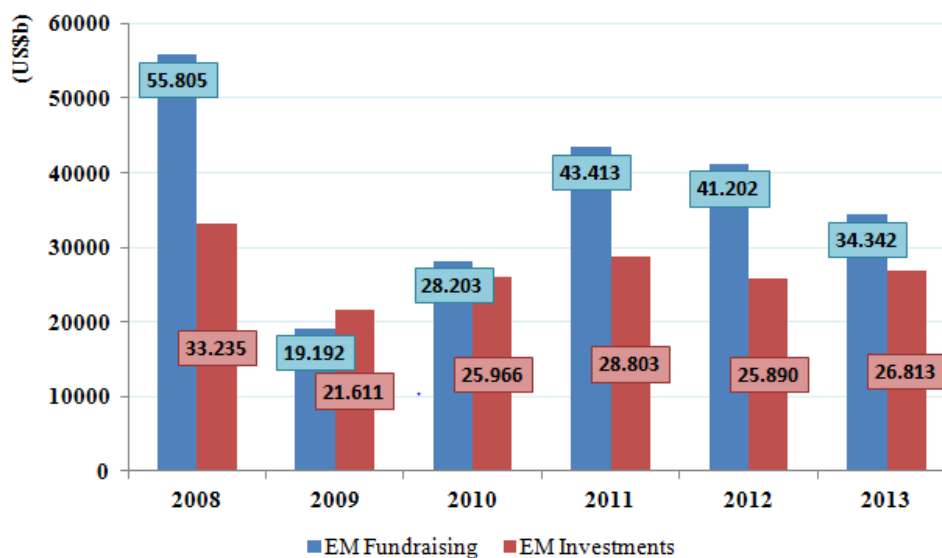
---

<sup>31</sup> EY, Regaining Equilibrium: Global private equity watch 2014.

<sup>32</sup> Dati disponibili sul sito web della "Emerging Markets Private Equity Association", link <http://empea.org/regions/>.

**Figura 9. EM Fundraising and Investments 2008-2013**

Fonte: Riproduzione propria su dati EMPEA



In particolare, l'attività di raccolta e di investimento hanno registrato un forte declino tra il 2008 e il 2009, rispettivamente del 66% e 54%, a cui è seguita una continua ed notevole ripresa nel periodo 2009- 2011; negli ultimi due anni, invece, hanno entrambe mostrato un andamento al ribasso, riducendosi nel 2013 del 26% e del 7% rispetto ai valori dell'anno 2011, i più alti degli ultimi cinque anni. Ciò è espressione del miglioramento nei trend di crescita economica dei paesi economicamente più avanzati e delle politiche economiche, monetarie, fiscali adottate dalle corrispondenti autorità governative che hanno iniettato fiducia in tali mercati e riportato in auge la loro appetibilità; diversamente, da alcuni paesi in via di sviluppo come la Cina, l'India e il Brasile i cui tassi di crescita hanno subito un forte ridimensionamento. Ciò non vuol dire che tali aree geografiche non risultano essere più appetibili agli occhi degli investitori. Infatti, dall'ultima *survey* condotta dall'EMPEA<sup>33</sup>, avente come obiettivo quello di misurare quanto gli emerging markets risultino essere attrattivi per i limited partners, emerge che il 41% degli LPs intervistati ha intenzione di aumentare nei prossimi due anni la percentuale dei fondi da investire in tali mercati e che ben il 67% degli investitori si dice non suggestionato dalla volatilità che negli ultimi anni li ha caratterizzati. Si tratta, dunque, di una scelta maturata dagli investitori nel favorire

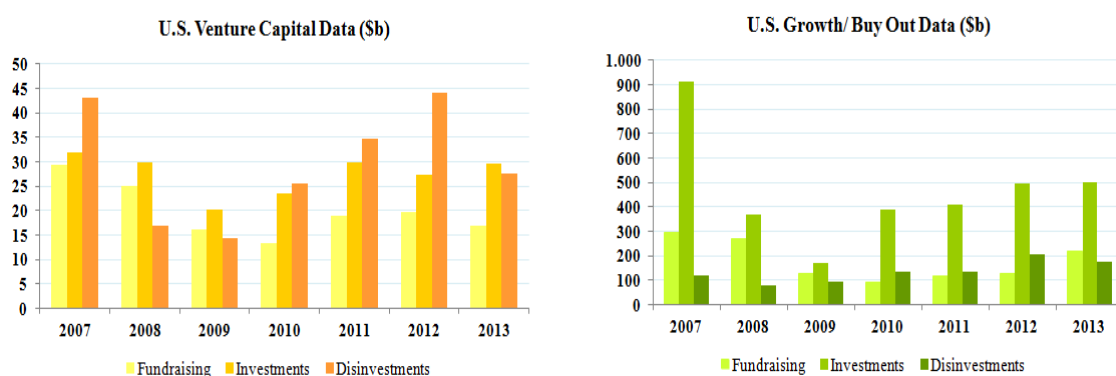
<sup>33</sup> EMPEA, Global Limited Partners Survey: Investors' views of private equity in emerging markets, 2014. Il sondaggio viene redatto sulla base di informazioni raccolte presso un pubblico di 160 LPs di diversa tipologia: Banche, Compagnie di Assicurazioni, Fondi Pensione pubblici e privati, Family Offices, Managers, Fondazioni, Fondi di Fondi, Fondi Sovrani, Istituzioni Finanziarie per lo sviluppo. Tali investitori istituzionali, considerati nel loro insieme, rappresentano un valore di attività gestite in private equity a livello globale superiore a US\$680b.

politiche di asset allocation più equilibrate e non il sintomo di un cambiamento radicale nelle scelte strategiche da parte degli stessi, ma solo la volontà di ottenere un giusto ridimensionamento delle stesse al fine di realizzare un adeguato gap tra i mercati sviluppati e quelli in via di sviluppo.

Analizziamo, dunque, più da vicino i dati relativi ai mercati private equity ritenuti maggiormente sviluppati: United States ed Europe. Con particolare riferimento agli Stati Uniti, l'impossibilità di reperire dati in forma aggregata, ci porta ad esaminare in via separata l'attività di *Venture Capital* da quella *Growth/ Buy Out*. Nel corso dell'analisi cercheremo di offrire una visione globale circa l'attività condotta dai fondi private equity attraverso un accorpamento dei dati raccolti dalle due diverse associazioni di rappresentanza: la NVCA - *National Venture Capital Association* - per la *Venture Capital Industry*<sup>34</sup> e la PEGCC - *Private Equity Growth Capital Council* - per il comparto *Growth/ Buy Out*<sup>35</sup>. Inoltre, limiteremo la nostra indagine al seguente periodo: 2007-2013.

**Figura 10. U.S. Private Equity Activity (2007-2013)**

Fonte: Riproduzione propria su dati NVCA e Pitchbook



Partendo da una disamina dell'attività di raccolta, possiamo subito notare come sia per l'attività *Venture Capital* sia per l'attività *Growth/Buy Out*, essa si mantiene su valori nettamente inferiori rispetto ai valori caratterizzanti l'attività di investimento. Riguardo al comparto *Venture Capital* una spiegazione alla difficoltà di raccogliere capitali è legata da un lato alla preferenza degli investitori verso fondi di più grandi dimensioni; dall'altro ai risultati poco brillanti, in termini di performance conseguite, che hanno caratterizzato il comparto in questione negli ultimi dieci anni rispetto al decennio

<sup>34</sup> NVCA, Yearbook 2014, March/2014.

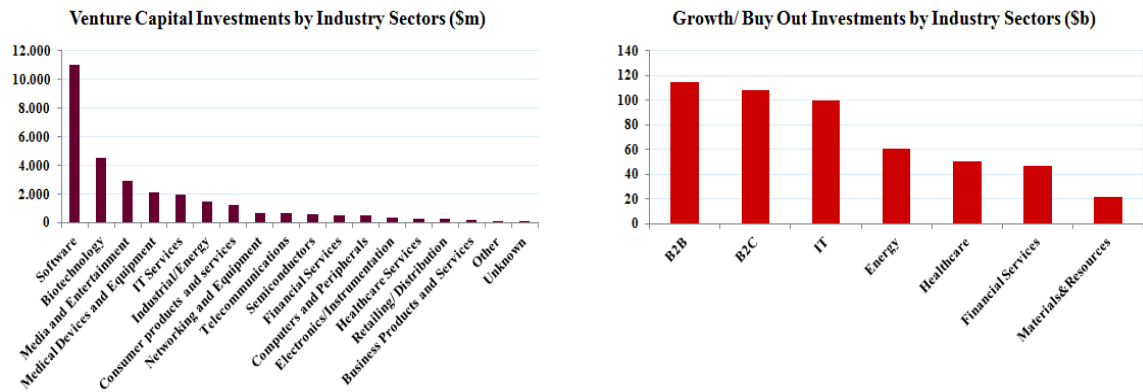
<sup>35</sup> Le analisi condotte dalla PEGCC si basano su dati forniti dalla Pitchbook, la quale raccoglie tali dati attraverso un'intensa attività di ricerca ed indagine diretta sul campo. Per i dati di seguito riportati v. Pitchbook, 2015 Annual U.S. Private Equity Breakdown Report, January/ 2015.

precedente. Ricordiamo, a tal proposito, che il valore della raccolta e degli investimenti più alto è stato raggiunto nell'anno 2000, anno in cui a fronte del boom tecnologico, gli investimenti verso tale comparto di ampia portata high-tech, rappresentavano più della metà del totale private equity e con valori superiori ai cento miliardi di dollari (\$101b di capitali raccolti da 634 fondi e \$105b di capitali investiti in 8038 deals). Esaminando i livelli conseguiti nel corso del periodo osservato, questi si mostrano notevolmente più bassi, costituendo in media il 16% della raccolta totale realizzata da parte di fondi private equity. Nello specifico, il 2007 chiude con il più alto valore di capitali raccolti: 235 fondi Venture Capital realizzano un total commitment pari a \$29b; 348 fondi Growth/Buy Out raccolgono \$292b. A partire dal 2008 tali valori subiscono una leggera contrazione che si amplifica nel 2010 per entrambi i comparti, registrando una caduta rispetto al 2007 del 75% per il primo (\$13b) e del 221% (\$91b) per il secondo. Nel biennio successivo, 2011-12, si segnala una crescita del capitale raccolto che si mantiene costante per il comparto Growth/Buy Out nel 2013 (+45% rispetto al biennio precedente); mentre si arresta per il Venture Capital (-15% rispetto al biennio precedente). Notiamo come i dati caratterizzanti l'attività di raccolta dei fondi Growth/Buy Out delineano un trend simile rispetto a quello precedentemente descritto a livello globale. Lo stesso può dirsi dei capitali investiti in tali fondi. In particolare, dal 2008 si assiste ad una riduzione tanto dei capitali investiti, quanto del numero dei deal; tale contrazione raggiunge il suo punto di minimo nel 2009: 1632 operazioni (3324 nel 2007) destinarie di un valore complessivo di capitali pari a \$168b (\$910b nel 2007). Dal 2010 fino al 2013 il valore dei capitali investiti mostra una continua crescita, diversamente dal numero di operazioni che nell'ultimo anno si riducono di quasi il 2%. E mentre il numero totale dei deal si riduce, aumentano quelle operazioni di fascia più ampia, ossia quelle caratterizzate da un valore degli investimenti superiore ai \$2.5b: 14 in totale contro le 9 dell'anno precedente. Anche per il Venture Capital si assiste ad un rallentamento dell'attività di investimento nel 2009 anche se di entità inferiore rispetto al crollo evidenziato per l'altro comparto: 55% contro il 442%. Dal 2010 in poi, seppur con una riduzione nel 2012, il valore totale dei capitali investiti aumenta fino al 2013. Nella figura 11 vengono individuati i settori economici verso cui il private equity ha canalizzato i propri investimenti. Pur riferendosi esclusivamente agli investimenti effettuati nel 2013, da tale figura si ricava un'immagine dei settori dominanti nel segmento Venture e in quello Growth/ Buy Out.



**Figura 11. Private Equity investments by Industry Sectors (2013)**

Fonte: Riproduzione propria su dati EVCA e Pitchbook

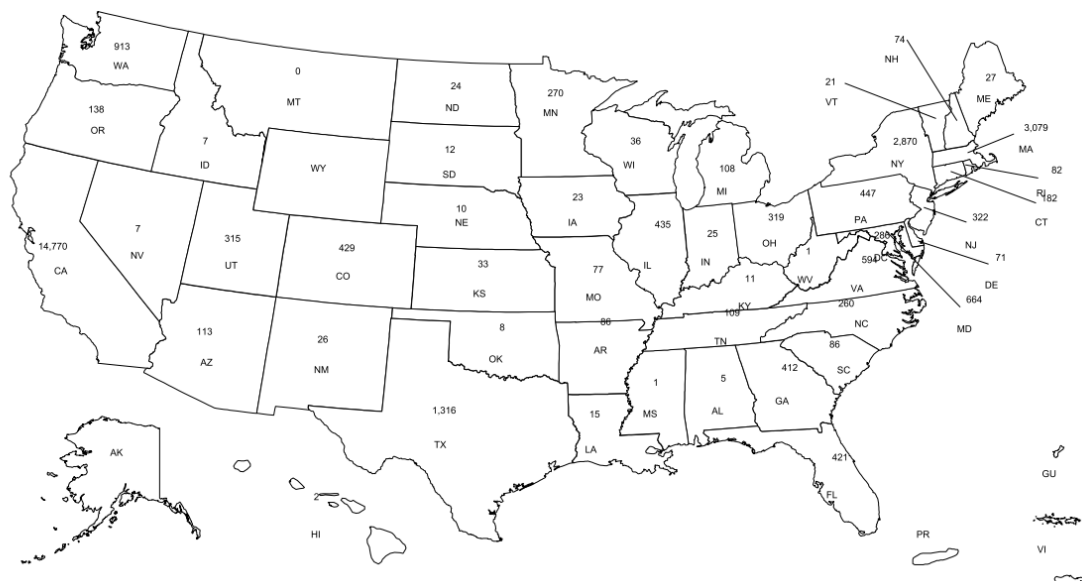


Per il Venture Capital i settori maggiormente attrattivi sono stati nell'ordine: ICT, 63% (Software, Media and Entertainment, IT Services, Networking and Equipment, Telecommunications, Semiconductors, Computer and Peripherals); Life Science, 23.6% (Biotechnology, Medical Devices and Equipment); Energy and Environment 5%; Consumer Products/ Services and Retail, 5% (Consumer Products and Services, Retailing/ Distribution); Financial Services, 1.8%; Business Products and Services, quasi 1%. Diversamente, per il comparto Growth/Buy Out sono i B2B e i B2C ad attrarre in modo significativo i fondi in questione. Questi due settori identificano l'insieme delle relazioni/transazioni commerciali che si instaurano tra imprese nel caso del settore B2B oppure tra imprese e cliente-consumatore nel caso B2C. Essi rappresentano rispettivamente il 23% e il 22% del totale investito; seguono i settori: IT (20%), Energy (12%), Life Science (10%), Financial Services (9%) e Materials & Resources (4%). Sembra, infine, interessante vedere come i capitali siano stati ripartiti tra i diversi Stati in modo da avere anche una misura di quali sono gli Stati USA in cui l'operatività dei fondi private equity risulta essere più sviluppata. I primi cinque stati ad aver maggiormente investito in fondi Venture Capital sono: California (\$14.8b), Massachusetts (\$3.1b), New York (\$2.9b), Texas (\$1.3b), Washington (\$913m). Il totale dei capitali investiti da questi stati pesa per il 78% sul totale degli investimenti effettuati. La famosa Silicon Valley<sup>36</sup>, nello stato della California, ha investito \$12b, ossia l'82% del totale degli investimenti effettuati nella stessa California, pari al 41% del totale degli investimenti effettuati *tout court* nell'anno 2013. Invece, i primi cinque stati in cui è risultata essere più alta l'attività dei fondi Growth/Buy Out sono stati, nell'ordine: California, Texas, Massachusetts, Ohio, Georgia.

<sup>36</sup> Silicon Valley rappresenta il polo attrattore per le aziende in fase di start-up ed è sede delle principali compagnie hi-tech, tra cui: Apple, eBay, Microsoft, LinkedIn, Google Inc., PayPal, Yahoo!, Facebook.

**Figura 12. US Venture Capital Investments by State (2013)**

Fonte: NVCA



In merito all'attività di disinvestimento, la NVCA considera al fine delle proprie valutazioni di mercato le seguenti modalità di exits: IPO e M&A- *Merger and Acquisition*. Similmente per il comparto Growth/Buy Out si considerano le operazioni IPO, SBO- *Secondary Buy Out*- ed Corporate Acquisition. Da un'osservazione storica dei dati, a partire dal 2009 si assiste ad una continua crescita in valore dei capitali disinvestiti: crescita che si arresta nel 2013 per le operazioni M&A, SBO ed Corporate Acquisition; continua, invece, per le operazioni IPO, segno di una fiducia ritrovata verso i mercati borsistici. Al di là dei dati prettamente quantitativi che hanno caratterizzato tale attività nel corso del periodo osservato e che, come mostrato in Figura 10, segue in linea generale un trend simile a quello evidenziato per l'attività di raccolta ed investimento, sembra interessante condurre un'analisi della stessa, guardando ai risultati, espressi in termini di performance aggregata, conseguiti dagli US Private Equity Funds. Gli indici a cui faremo riferimento sono riprodotti dalla Cambridge Associates LLC sulla base di informazioni finanziarie contenute nei propri database. In particolare, faremo riferimento per il Venture Capital al *U.S. Venture Capital Index*, mentre per il Private Equity al *U.S. Private Equity Index*. Il primo replica il rendimento, al netto di fees, carried interest ed altri oneri previsti, di 1493 fondi venture capital (960 *Early Stage*, 165 *Late & Expansion Stage*, 362 *Multi Stage*, 6

*Venture Debt Fund*) formatisi tra il 1981 e il 2013<sup>37</sup>. Il secondo, invece, riproduce il rendimento, anche in questo caso al netto di fees, carried interest ed altri oneri previsti, di 1125 fondi private equity (*Growth, Buy Out, Private Equity Energy, Mezzanine Financing*) costituiti dal 1986 al 2013<sup>38</sup>.

**Tabella 3. Cambridge Associates LLC Venture Capital & Private Equity Index® (2013)**

Fonte: Cambridge Associates LLC

CA Index	1-Year	3-Year	5-Year	10-Year	15-Year	20-Year	25-Year	30-Year
Cambridge Associates LLC U.S Venture Capital Index®¹	27.23	15.35	12.52	9.69	22.64	30.81	20.65	17.24
mPME Analysis²								
S&P 500 Index	32.31	15.88	17.90	8.01	6.16	8.72	9.94	10.47
Value-Add (bps)	-509	-54	-539	168	1,648	2,210	1,072	677
Russell 2000® Index	38.84	15.13	20.04	9.51	9.17	9.60	10.34	10.10
Value-Add (bps)	-1,161	21	-752	18	1,348	2,121	1,032	714
Russell 3000® Index	33.49	15.90	18.65	8.45	6.70	8.91	10.10	10.45
Value-Add (bps)	-627	-55	-613	124	1,594	2,190	1,056	679

CA Index	1-Year	3-Year	5-Year	10-Year	15-Year	20-Year	25-Year
Cambridge Associates LLC U.S Private Equity Index¹	20.63	14.91	15.81	13.97	12.09	13.59	13.59
mPME Analysis²							
Russell 2000® Index	38.92	15.24	20.05	9.83	9.35	9.59	9.95
Value-Add (bps)	-1,829	-33	-424	415	274	400	364
Russell 2500™ Index	36.93	15.83	21.67	10.49	10.30	10.72	11.12
Value-Add (bps)	-1,630	-92	-586	349	179	287	248
Russell 3000® Index	33.55	15.94	18.63	8.66	6.95	8.46	8.82
Value-Add (bps)	-1,292	-103	-282	531	515	513	477
Russell Midcap® Index	34.94	15.47	22.20	10.66	9.88	10.76	11.21
Value-Add (bps)	-1,432	-55	-640	331	221	282	238
S&P 500 Index	32.36	15.91	17.90	8.24	6.44	8.14	8.49
Value-Add (bps)	-1,173	-100	-209	573	565	544	510
Constructed Index: NASDAQ Composite Price Index/ NASDAQ Composite Total Return²	39.83	17.19	22.44	9.97	7.82	9.50	9.97
Value-Add (bps)	-1,920	-228	-664	400	427	409	363

I dati riportati in tabella sono stati rilevati in data 31/Dicembre/2013. In essa vengono posti a confronto i rendimenti replicati dagli indici della Cambridge Associates LLC con quelli di indici relativi ai principali mercati borsistici US. Il Venture Capital Index viene confrontato con i seguenti indici borsistici: S&P 500, Russell 2000, Russell 3000; mentre il Private Equity Index con: Russell 2000, Russell 2500, Russell 3000, Russell Midcap, S&P 500, NASDAQ<sup>39</sup>. Da tale confronto, emerge innanzitutto che su orizzonti temporali di breve termine (1-3-5 anni) le performance realizzate dagli indici di borsa sono più alte rispetto a quelle riprodotte dagli indici CA; mentre per orizzonti temporali

<sup>37</sup> Cambridge Associates LLC, U.S. Venture Capital Index® and Selected Benchmark Statistics, December/ 2013.

<sup>38</sup> Cambridge Associates LLC, U.S. Private Equity Index® and Selected Benchmark Statistics, December/2013.

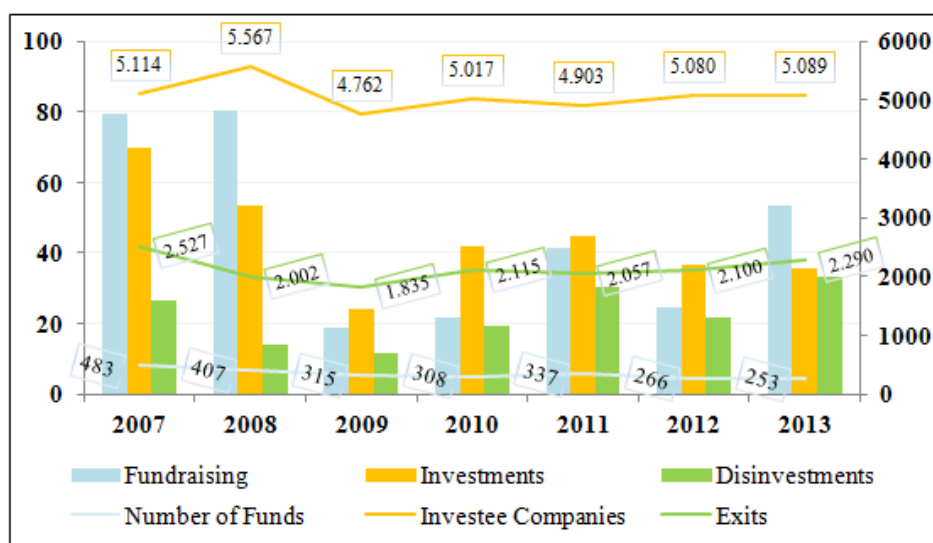
<sup>39</sup> Si tratta di un indice che si fonda sul seguente rapporto: NASDAQ Composite Price Index/ NASDAQ Composite Total Return. Il numeratore si basa su dati raccolti dal 1/Gennaio/1986 al 10/Dicembre/2003; il denominatore, dal 11/Gennaio/2003 fino alla presente data di valutazione, 31/Dicembre/2013.

di prolungata scadenza (10-15-20-25 anni) sono questi ultimi a realizzare performance più elevate dei primi. Inoltre, guardando ai soli rendimenti private equity, questi mostrano un trend inversamente correlato alla scadenza: più alti per orizzonti di breve periodo; più bassi per orizzonti di più lungo periodo. Ciò che va osservato è la size del rendimento: mano a mano che ci spostiamo su orizzonti temporali di più lungo termine, l'investimento in fondi private equity offre la certezza di mantenere e conseguire un capital gain più alto. Altro dato interessante riguarda la differenza di rendimento, espressa in termini di *Value-add*, che per orizzonti temporali di più lungo termine, si mostra essere più consistente per il comparto Venture Capital a dimostrazione del livello di crescita esponenziale associato alle correlate imprese partecipate. I dati riportati, divengono per l'investitore uno strumento di valutazione utile non solo in merito alle proprie scelte di asset allocation, ma anche un modo per rassicurarlo circa il suo andamento per periodi di più lunga durata temporale.

Procediamo con una analisi del mercato private equity EU. La fonte da cui attingere i dati necessari per condurre tale valutazione è individuabile nella corrispondente associazione di categoria che rappresenta l'attività di Private Equity e Venture Capital nel territorio europeo: EVCA- *European Private Equity & Venture Capital Association*<sup>40</sup>. Anche in questo caso l'analisi verrà condotta facendo riferimento ad un determinato periodo di osservazione: 2007-2013. Segue, dunque, la rappresentazione e successiva disamina delle attività di raccolta, investimento e disinvestimento del European Private Equity Market.

**Figura 13. Private Equity- Fundraising, Investments, Disinvestments (€b), 2007-2013**

Fonte: Riproduzione propria su dati EVCA, Yearbook 2013

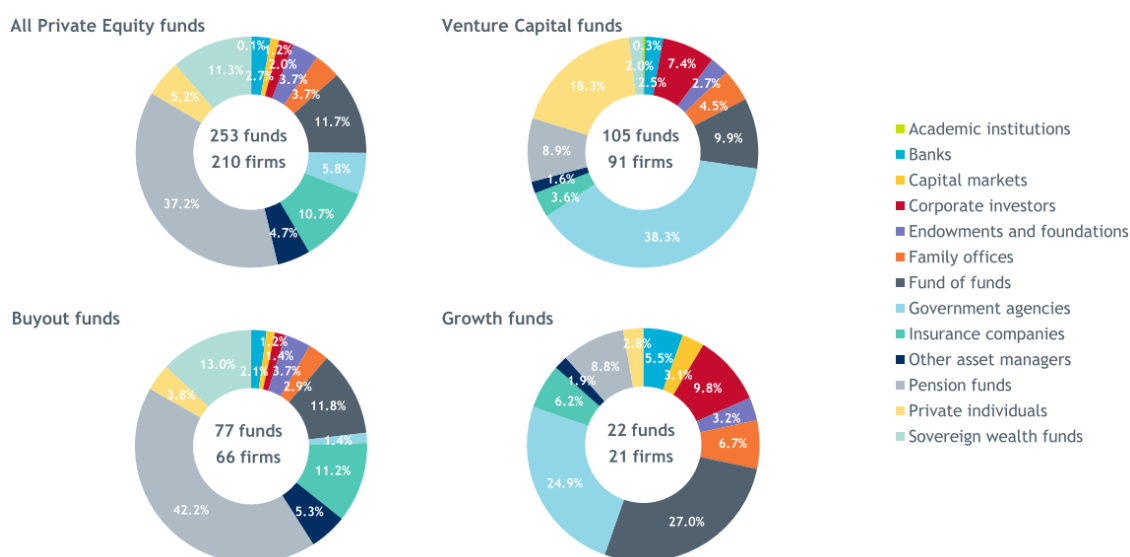


<sup>40</sup> EVCA, European Yearbook 2013, May/2014.

Rispetto ai dati osservati per il mercato private equity US, l'attività di raccolta risulta essere in media più alta rispetto all'attività di investimento, come si evince dalla Figura 13. In particolare, nel 2007 e nel 2008, la raccolta supera gli investimenti del 14% e del 51%. Dal 2009 al 2012 è il valore degli investimenti a superare la raccolta rispettivamente del 33%, 95%, 7%, 50%. Nel corso del 2013 l'attività di raccolta si contraddistingue nuovamente per valori più alti rispetto non solo agli investimenti, ma anche rispetto ai valori registrati negli ultimi anni. Infatti, il 2013 si caratterizza per un valore di *Total Commitment* pari a €53.6b contro un valore degli investimenti di €35.7b, registrando un aumento medio del 119% rispetto agli anni precedenti. Nonostante tale evidente incremento, i valori della raccolta continuano però a mantenersi inferiori rispetto ai livelli pre-crisi. Negli anni 2007-2008, i capitali raccolti dai fondi private equity poggiavano su livelli notevolmente superiori rispetto a quelli che si sono realizzati negli anni a venire: nel 2007 la raccolta supera i €79b; nel 2008 raggiunge il suo valore massimo di €80b; nel 2009 l'impatto negativo della crisi finanziaria riduce la raccolta ad un valore di €18b. Tale contrazione riguarda tutti i comparti del private equity che mostrano negli anni successivi un andamento altalenante, non stabile. Il 2013 si rivela proficuo per il segmento Buy Out che spinge verso l'alto il corrispettivo valore della raccolta grazie ad una predilezione, anche in Europa, per quei fondi Buy Out di size superiore ad €1b: se ne contano 12 di valore complessivo pari a €35b. Per tale comparto si segnala, dunque, una rottura con il trend registrato negli anni precedenti, pesando sul totale della raccolta per l'84% contro valori del 7% per il Venture Capital, del 2% per il Growth, del 3% per il Mezzanine e del 4% per lo stage Generalist. Altro elemento importante attraverso cui condurre un'analisi della raccolta, attiene alla tipologia di investitore. Guardando i dati 2013 relativi all'attività di private equity nel suo complesso, sono nell'ordine i Fondi Pensione (37.2%), i Fondi di Fondi (11.7%), i Fondi Sovrani (11.3%) e le Compagnie di Assicurazione (10.7%) a ricoprire una quota di capitali raccolti superiore al 10%. Se consideriamo che il segmento Buy Out è stato il principale polo attrattore dei capitali raccolti, non ci dovremmo meravigliare nel rilevare che anche per esso sono le stesse figure ad aver giocato un ruolo determinante nella corrispettiva raccolta di capitali. Diversamente, per il Venture Capital sono altre le tipologie di investitore a pesare maggiormente sul totale dei capitali raccolti: gli Enti Governativi (38.3%) e Privati (18.3%). Per il segmento Growth, invece, pesano per il 27% i Fondi di Fondi e per il 24.9% gli Enti Governativi.

**Figura 14. Funds Raised by type of Investors (2013)**

Fonte: EVCA, Yearbook 2013



Altro dato importante, a conferma di quanto detto precedentemente riguardo la ristrutturazione delle politiche di *asset allocation* adottate dagli investitori sia privati che istituzionali, attiene alla provenienza geografica dei capitali raccolti: nel 2009 la percentuale dei capitali di provenienza estera crolla al 13.20% contro una percentuale del 35.80% dell'anno precedente; nel 2010 si assiste ad un lento miglioramento che mostra un trend crescente negli anni a seguire, fino a superare nel 2013 la quota di capitali raccolti all'interno del territorio europeo. Infatti, €20.8b sono i capitali interamente raccolti all'interno del territorio europeo; i restanti €32.6b risultano essere di provenienza estera. Rispetto quest'ultimo punto, gli Stati di cui si conosce la provenienza sono i seguenti: Stati Uniti (€14b); Canada (€2.7b); Asia & Australia (€6.6b); Israele (€120m). Gli Stati Europei che hanno contribuito maggiormente alla raccolta interna sono nell'ordine: Regno Unito (64.2%), Francia (14.8%), Svezia (10.5%); seguiti da Germania (2.1%), Norvegia (1.6%), Netherlands (1.4%); gli altri stati mostrano una percentuale uguale e inferiore allo 0.9% sul totale dei capitali raccolti (l'Italia con un peso dello 0.9% occupa l'ottava posizione).

In merito all'attività di investimento, i capitali investiti nel 2013 entro il territorio europeo restano pressoché stabili, segnando però un andamento al ribasso. Dopo il picco avutosi nel 2011 di €44.9b, valore post-crisi più alto, gli investimenti nel corso dell'anno successivo hanno subito una contrazione del 21%, perdurata nel 2013 di altri tre punti percentuali: €35.7b contro un valore di €36.8b del 2012. Similmente all'attività di raccolta, anche i capitali investiti continuano a mantenersi notevolmente inferiori rispetto ai valori pre-crisi, €69.8b (2007) e €53.4b (2008). Ad aumentare nel 2013 è il

numero di imprese target; se ne contano in tutto 5.089, di cui: 3.034 partecipate da fondi venture capital, 1.131 da fondi growth, 812 da fondi buy out. Soffermiamoci, dunque, ad analizzare gli investimenti sia per tipologia di fondo intervenuto nel capitale di rischio dell'impresa target sia per settore entro cui l'impresa opera. Riguardo al primo dato possiamo evidenziare quanto segue:

- I fondi *Venture Capital* hanno investito quasi €3.4b in 3034 imprese target, valore in calo del 5% rispetto al 2012. La ripartizione nei diversi stadi del cosiddetto *Early Stage Financing* è stata: del 3% per il segmento *seed*; del 55% per il segmento *start up*; del 41% per il *later stage*.
- Anche per i fondi Growth nel 2013 il valore degli investimenti si contrae del 12%: quasi €3.6b vengono investiti in un numero di imprese uguale a 1131.
- La quota dei capitali investiti nei fondi *Buy Out* risulta essere pari al 77,4% per un valore totale di €27.6b, inferiore rispetto a quello dell'anno precedente di quasi tre punti percentuali. Anche il numero di imprese partecipate si riduce: 812 contro le 896 del 2012. Riguardo alla *size* degli investimenti, i capitali sono stati così ripartiti: l'11.5% *Small* (-9.6% del 2012); 46.1% *Mid Market* (-1.6% del 2012); 25.2% *Large* (+7.2% del 2012); 17.2% *Mega* (-7.2% del 2012). Notiamo come, nonostante una raccolta di valore quasi tre volte più alta rispetto quella caratterizzante l'anno 2012, gli investimenti in tale comparto continuano ad essere in calo, riflettendo almeno in parte quell'atteggiamento selettivo e di conclamata prudenza adottato dai gestori dei fondi buy out a livello globale.
- Infine, i capitali investiti nei fondi *Rescue/Turnaround* ed *Replacement Capital*, se confrontati con le cifre investite nelle precedenti tipologie di fondi, risultano essere nettamente inferiori: rispettivamente €343m e €765m; per un numero di società pari a 66 contro 99.

I settori economici ritenuti più attrattivi ed entro cui le imprese partecipate dai fondi private equity operano: *Life Science*, *Computer & Consumer Electronics*, *Communications* ed *Energy & Environment* rappresentano il 70% degli investimenti effettuati dal comparto venture capital; il growth ha localizzato il 50% circa dei suoi investimenti nei settori *Business & Industrial Services*, *Business and Industrial Products*, *Computer & Consumer Electronics*, *Communications*; più della metà degli investimenti buy out si sono concentrati verso imprese attive nei settori *Business & Industrial Products*, *Consumer Goods & Retail*, *Business & Industrial Services*, *Life Science*. Di seguito, sono riportati i primi dieci paesi europei per ammontare di capitali

investiti; per ciascuno di essi, si individua il numero di imprese partecipate e la variazione percentuale del valore investito per il biennio 2012-2013.

**Tabella 4. Top 10 European State by Invested Amount (2013)**

Fonte: Riproduzione propria su dati EVCA, European Yearbook 2013

Legenda: ▼ in calo rispetto al 2012; ▲ in aumento rispetto al 2012

2013 Rank	State	Invested Amount (€b)	Number of Investee Companies	var.% 2012-2013
1	United Kingdom	9.616.015	624	▼ 4%
2	France	6.422.859	812	▲ 22%
3	Germany	4.927.533	1316	▼ 26%
4	Netherlands	2.371.972	336	▲ 72%
5	Spain	1.969.208	141	▼ 2%
6	Denmark	1.841.562	90	▲ 114%
7	Norway	1.657.336	149	▲ 71%
8	Italy	1.538.238	120	▲ 15%
9	Belgium	1.029.095	174	▼ 27%
10	Sweden	813.725	390	▼ 68%

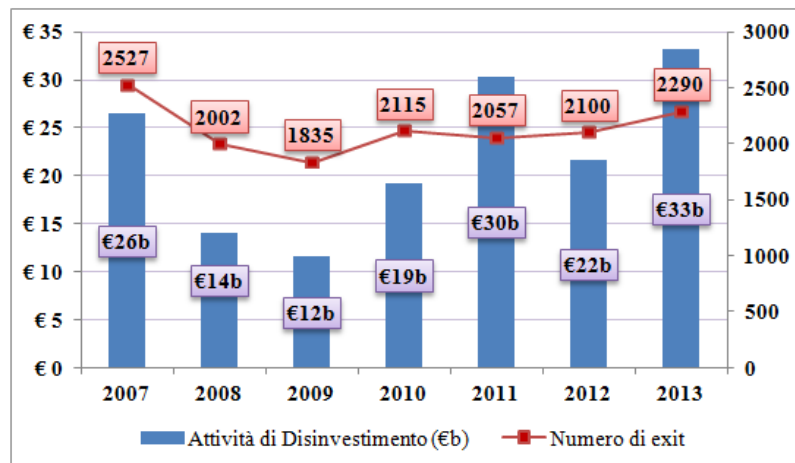
Il valore dei capitali interamente investiti nei dieci stati su riportati ammonta a €32b, mentre il numero di imprese aventi in essi sede sono 4152. Questi due dati rappresentano rispettivamente l'89% e l'82% del totale dei capitali investiti e delle imprese partecipate. Guardando, invece, agli investimenti effettuati oltre frontiera, quelli effettuati da società private equity europee verso l'estero ammontano a €2.8b e risultano essere così ripartiti: €2.5b in US, €181m in Asia&Australia, €46m in Israele, €24m in Canada. Inferiori, seppur di valore superiore rispetto a quelli dell'anno precedente, sono i capitali investiti in imprese target europee da parte di società private equity estere. In particolare, si segnala un valore totale di €870m, di cui €742m di provenienza US, €126m Asia&Australia, €2m dall'Israele.

Per quanto riguarda l'attività di disinvestimento, da una analisi dei dati storici è possibile notare che il valore dei disinvestimenti a partire dal 2008 si è mantenuto su livelli molto bassi. Il 2011 si caratterizza per un valore di €30b, superando il valore massimo fino a quel momento raggiunto nel 2007 di €26b. Tale record viene superato nel corso del 2013 con un valore dei disinvestimenti pari a €33b; resta, invece, ancora inferiore rispetto al valore 2007 il numero di exits uguale a 2290 contro un valore record di 2527. Tra i canali di uscita più utilizzati troviamo: le operazioni *trade sale*, con una percentuale pari al 27.2%; seguite dalle operazioni di *Sale to another private equity house* (26.4%) e da quelle di *Public Offering* (20.4%). Tra queste ultime, un incremento notevole è segnato dalle operazioni IPO: 23 società per un valore totale di €2.2b, il più alto dal 2007.



**Figura 15. Private Equity Disinvestments (2007-2013)**

Fonte: Riproduzione propria su dati EVCA, European Yearbook 2013



Alla luce dell'analisi condotta, possiamo concludere affermando che il trend delineato dall'attività private equity a livello globale, viene riconfermato a livello dei singoli sistemi osservati: il mercato statunitense e il mercato europeo. Quanto al confronto tra questi due sistemi, le cifre caratterizzanti l'attività di raccolta, investimento e disinvestimento nel territorio EU risultano irrisorie rispetto alle medesime caratterizzanti il territorio US. Il mercato statunitense si mostra, infatti, molto più sviluppato rispetto a quello europeo. Ciò non è legato unicamente alla nascita e diffusione di tale forma d'intervento nel capitale di rischio *in loco*, ma soprattutto a una cultura finanziaria diffusa ed consolidata nei corsi ed ricorsi storici rispetto a quella europea. Ricordiamo che per alcuni stati europei, il private equity è un fenomeno di recente diffusione, per altri ancora in via di sviluppo.



## **Capitolo II: CONTRIBUTO DEL PRIVATE EQUITY SULLA CRESCITA ECONOMICA**

Il Private Equity è stato negli anni oggetto di un numero sempre più crescente di studi, condotti sia a livello professionale sia a livello accademico. Tuttavia, la natura eterogenea delle aree in cui tali studi hanno focalizzato le proprie ricerche, ha reso il Private Equity difficile da osservare nella sua interezza, non offrendo un'immagine chiara ed univoca sul ruolo e l'impatto che esso ha sulla crescita economica. Obiettivo quest'ultimo difficile da perseguire, data la difficoltà di reperire, raccogliere, elaborare e dunque disporre di una serie storica dei dati capace di garantire una certa continuità all'analisi condotta. La sporadicità e l'esiguità delle informazioni rilevate finiscono pertanto col annullare quel nesso di causalità più volte tentato di dimostrare. Questo capitolo intende offrire un'analisi sulle modalità attraverso cui quelli che sono considerati i tre pilastri della crescita economica nell'ambito del "*The Europe 2020 Strategy*" vengano enfatizzati dall'attività private equity. Partendo da una valutazione del contesto macroeconomico e degli obiettivi di crescita delineati dalla Commissione Europea come *targets* che dovranno essere raggiunti entro il 2020, si procederà ad una analisi del contributo dato dall'investimento private equity alla crescita e ripresa economica, dando evidenza di quel link che unisce l'attività private equity ai tre pilastri precedentemente menzionati: INNOVAZIONE, PRODUTTIVITÀ, COMPETITIVITÀ. A volte il tentativo di dimostrare il nesso di causalità tra private equity ed economia reale potrà sembrare sfarzoso. Cercheremo di rendere più convincente tale confronto attraverso la presentazione di casi empirici che renderanno tangibili i risultati raggiunti in termini di supporto all'economia reale.

### **1. Contesto Macroeconomico Europeo**

Al fine di descrivere l'ambiente macroeconomico entro cui l'attività di Private Equity e Venture Capital si è sviluppata, illustriamo l'andamento dei principali indicatori macroeconomici che hanno caratterizzato l'economia europea nel periodo osservato (2008-2013), partendo da una analisi del PIL nominale e PIL reale.

La crisi finanziaria ed economica globale ha avuto un impatto negativo sulle principali economie mondiali, portando le stesse ad affrontare un duro periodo di recessione. Riguardo alla crescita del PIL, espresso in termini di prezzi correnti, nei 28 stati membri dell'Unione Europea, si registra un rallentamento nel 2008 che da impulso ad una notevole contrazione seguita nel 2009. A partire dal 2010 il livello del PIL da segnali

positivi e continua la sua crescita, seppur ad un ritmo progressivamente più lento, fino al 2013 anno in cui il PIL raggiunge il suo livello più alto: 13.075.000 milioni di euro. Il 73.4% di tale valore è rappresentato dai paesi facenti parte dell'area euro; mentre il 71% attiene alle principali economie europee (Germania, Francia, Regno Unito, Italia, Spagna). Guardando i dati relativi al PIL reale, nel 2008 il corrispondente valore in Europa è dello 0.4%; nel 2009 tale valore si contrae notevolmente, scendendo a quota -4.5%; nel 2010, sale al 2.0%, crescita che si conferma nel 2011, seppur ad un livello leggermente inferiore (1.6%); per poi registrare una nuova caduta nel 2012 (-0.4%) e mantenersi relativamente stabile nel 2013 (0.1%). Rispetto all'Europa, negli Stati Uniti e in Giappone il disastro economico ha prodotto i suoi effetti già dal 2008: il livello del PIL a prezzi costanti negli Stati Uniti era pari a -0.3%, mentre in Giappone -0.1%; la caduta si amplifica nel 2009 con valori pari rispettivamente a -2.8% negli Stati Uniti, -5.5% in Giappone. Diversamente dall'Europa, per i due stati la ripresa economica si attesta su livelli nettamente superiori: in Giappone il valore del PIL reale raggiunge quota 4.7%, negli Stati Uniti 2.5% e mentre in tale stato la ripresa si mantiene pressoché costante fino al 2013, in Giappone subisce nel 2011 una modesta contrazione (-0.5%), legata in parte all'impatto devastante che la miscela Terremoto-Tsunami ha avuto sulla nazione (Figura 1).

**Figura 1. PIL reale: Confronto tra le principali economie globali (2008-2013)**

Fonte: Eurostat, National accounts and GDP, May/2014



Volgendo l'attenzione agli stati membri dell'Unione Europea, la crescita del PIL reale varia in maniera considerevole: dopo la contrazione del 2009 che ha colpito tutti gli stati eccetto la Polonia, nel 2010 la crescita economica è ripresa in 22 dei 28 stati membri, nel 2011 il numero è salito a 25 stati membri. Nel 2012 si assiste ad un cambio di rotta: solo la metà degli stati europei riporta un'espansione economica; nel 2013 tale valore sale a 17. Dai dati riportati nella tabella sottostante emerge quanto segue: nel 2013 il

tasso di crescita più alto si registra in Lettonia (+4.1%), Romania (+3.5%) e Lituania (+3.3%); mentre i dati peggiori a Cipro, che passa da un valore di -2.4% del 2012 a -5.4% nel 2013, e in Grecia la quale rispetto al 2012 mostra un miglioramento nel valore del PIL reale pur continuando ad attestarsi su un livello di crescita negativo (-3.9% nel 2013 contro un valore di circa -7% nei due anni precedenti). Se consideriamo il tasso medio di crescita del PIL reale relativo agli ultimi dieci anni (2003-2013), gli unici tre stati europei che mostrano un dato negativo sono rispettivamente: la Grecia (-0.4%), l'Italia (-0.2%) e il Portogallo (-0.1%). Mentre non è un caso che i livelli di crescita più alti siano stati conseguiti da quegli stati comunemente definiti Emerging Europe Markets: Lituania, Slovacchia (4.2%), Polonia (4.0%), Lettonia (3.7%), Estonia (3.6%), Romania (3.5%), Bulgaria (3.3%).

**Tabella 1. Breakdown del PIL reale per stato membro dell'Unione Europea (2008-2013)**

Fonte: Riproduzione propria su dati Eurostat

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Average 2003-13
<b>EU-28</b>	1.5	2.6	2.2	3.4	3.2	0.4	-4.5	2.0	1.6	-0.4	0.1	1.1
<b>Euro area</b>	0.7	2.2	1.7	3.3	3.0	0.4	-4.5	1.9	1.6	-0.7	-0.4	0.8
Belgium	0.8	3.3	1.8	2.7	2.9	1.0	-2.8	2.3	1.8	-0.1	0.2	1.3
Bulgaria	5.5	6.7	6.4	6.5	6.4	6.2	-5.5	0.4	1.8	0.6	0.9	3.3
Czech Republic	3.8	4.7	6.8	7.0	5.7	3.1	-4.5	2.5	1.8	-1.0	-0.9	2.6
Denmark	0.4	2.3	2.4	3.4	1.6	-0.8	-5.7	1.4	1.1	-0.4	0.4	0.6
Germany	-0.4	1.2	0.7	3.7	3.3	1.1	-5.1	4.0	3.3	0.7	0.4	1.2
Estonia	7.8	6.3	8.9	10.1	7.5	-4.2	-14.1	2.6	9.6	3.9	0.8	3.6
Ireland	3.7	4.2	6.1	5.5	5.0	-2.2	-6.4	-1.1	2.2	0.2	-0.3	1.5
Greece	5.9	4.4	2.3	5.5	3.5	-0.2	-3.1	-4.9	-7.1	-7.0	-3.9	-0.4
Spain	3.1	3.3	3.6	4.1	3.5	0.9	-3.8	-0.2	0.1	-1.6	-1.2	1.1
France	0.9	2.5	1.8	2.5	2.3	-0.1	-3.1	1.7	2.0	0.0	0.2	1.0
Croatia	5.4	4.1	4.3	4.9	5.1	2.1	-6.9	-2.3	-0.2	-1.9	-1.0	1.2
Italy	0.0	1.7	0.9	2.2	1.7	-1.2	-5.5	1.7	0.4	-2.4	-1.9	-0.2
Cyprus	1.9	4.2	3.9	4.1	5.1	3.6	-1.9	1.3	0.4	-2.4	-5.4	1.3
Latvia	7.7	8.8	10.1	11.0	10.0	-2.8	-17.7	-1.3	5.3	5.2	4.1	3.7
Lithuania	10.3	7.4	7.8	7.8	9.8	2.9	-14.8	1.6	6.0	3.7	3.3	4.2
Luxembourg	1.7	4.4	5.3	4.9	6.6	-0.7	-5.6	3.1	1.9	-0.2	2.1	2.1
Hungary	3.9	4.8	4.0	3.9	0.1	0.9	-6.8	1.1	1.6	-1.7	1.1	1.2
Malta	0.7	-0.3	3.6	2.6	4.1	3.9	-2.8	4.1	1.6	0.6	2.4	1.9
Netherlands	0.3	2.2	2.0	3.4	3.9	1.8	-3.7	1.5	0.9	-1.2	-0.8	0.9
Austria	0.9	2.6	2.4	3.7	3.7	1.4	-3.8	1.8	2.8	0.9	0.4	1.5
Poland	3.9	5.3	3.6	6.2	6.8	5.1	1.6	3.9	4.5	2.0	1.6	4.0
Portugal	-0.9	1.6	0.8	1.4	2.4	0.0	-2.9	1.9	-1.3	-3.2	-1.4	-0.1
Romania	5.2	8.5	4.2	7.9	6.3	7.3	-6.6	-1.1	2.3	0.6	3.5	3.5
Slovenia	2.9	4.4	4.0	5.8	7.0	3.4	-7.9	1.3	0.7	-2.5	-1.1	1.6
Slovakia	4.8	5.1	6.7	8.3	10.5	5.8	-4.9	4.4	3.0	1.8	0.9	4.2
Finland	2.0	4.1	2.9	4.4	5.3	0.3	-8.5	3.4	2.8	-1.0	-1.4	1.3
Sweden	2.3	4.2	3.2	4.3	3.3	-0.6	-5.0	6.6	2.9	0.9	1.5	2.1
United Kingdom	3.9	3.2	3.2	2.8	3.4	-0.8	-5.2	1.7	1.1	0.3	1.7	1.4

Di seguito vengono individuati i settori economici e la misura entro cui questi hanno contribuito a definire il valore finale del PIL per l'anno 2013:

- Attività di Pubblica Amministrazione, Difesa, Sanità, Istruzione e con funzione Sociale —————> 19.4%;
- Settore Industriale —————> 19.1%;
- Servizi di Distribuzione Commerciale, Trasporti, Ristorazione e Alloggio —————> 19.0%;
- Attività Immobiliari —————> 11.2%;
- Servizi di natura Professionale, Scientifica, Tecnica, Amministrativa e di Supporto —————> 10.4%;

- Settore delle Costruzioni —————> 5.7%;
- Attività Finanziarie e Assicurative —————> 5.4%;
- ICT —————> 4.5%;
- Arte, Attività di Intrattenimento, Ricreative e altri servizi —————> 3.6%;
- Agricoltura, Pesca, Caccia, Silvicultura —————> 1.7%;

In particolare, il settore dei Servizi ha contribuito per il 73.5% al valore del PIL 2013. Tale settore risulta essere dominante sia a livello europeo che a livello di singolo stato membro, rappresentando il 75.1% del numero di imprese attive e il 66% del numero totale di persone impiegate nel territorio dell'Unione Europea. Nello specifico, rispetto al numero di imprese operanti in tale settore, il suo valore oscilla da un minimo di 63.7%, registrato in Slovacchia, ad un massimo di 85.2% in Lussemburgo; mentre in merito al numero di persone impiegate, si passa da una misura del 53.6% in Slovenia a una del 78% nel Regno Unito. Diversamente, il settore Industriale equivale solo al 10% del numero di imprese attive nel 2012, anche se la percentuale dei soggetti impiegati è in proporzione di gran lunga superiore: 24.1%. Questa differenza è legata alla diversa dimensione, espressa in termini di forza lavoro, che caratterizza un'impresa operante nel settore industriale rispetto ad una operante nel settore dei servizi: il numero medio dei soggetti impiegati in un'impresa del settore industriale è uguale a 13 contro un valore medio di 5 persone per il settore dei servizi. In generale, secondo gli ultimi dati disponibili (2012)<sup>41</sup>, il numero di imprese attive nell'area EU-28 ammonta a 25.6 milioni, in grado di offrire lavoro a circa 141 milioni di persone. Il numero più alto di imprese attive a fine 2012 è stato registrato in Italia (circa 4 milioni), seguita da Francia, Spagna, Germania e Regno Unito. Il 99.8% di tali imprese sono PMI, ossia microimprese, piccole imprese, medie imprese. Nel 2012, queste hanno contribuito in misura pari al 57.5% e al 67.1% rispettivamente del PIL e dell'occupazione europea<sup>42</sup>. Nonostante il miglioramento nel clima di fiducia di cui il mercato europeo gode, fornendo un'immagine dell'Europa in ripresa rispetto ai livelli post-crisi, l'economia

<sup>41</sup> Eurostat, Business Demography Statistics, December/2014. La difficoltà nel reperire i dati rende difficile la conduzione e conseguente redazione di questo tipo di analisi in maniera esauriente di anno in anno. I dati raccolti in tale documento si riferiscono a 26 dei 28 stati membri dell'Unione Europea: non risultando sufficientemente completi i dati riferiti alla Grecia e alla Finlandia si è proceduto ad una stima dei corrispondenti valori oggetto di indagine.

<sup>42</sup> I dati si riferiscono ai soli settori economici non finanziari. v. Eurostat, Structural Business Statistics Overview, January/2015.

europea cela una grande fragilità: il mercato del lavoro. Guardando i dati riportati in Tabella 2<sup>43</sup>, notiamo come a partire dal 2005 si assiste ad una continua riduzione del tasso di disoccupazione che si mantiene stabile fino al primo trimestre del 2008 quando raggiunge quota 6.8% pari a 16.2 milioni di persone senza lavoro. Con l'espandersi della crisi, dall'inizio del secondo trimestre 2008 fino al secondo del 2010 il livello di disoccupazione sale a 9.7% del totale della forza lavoro. La costante riduzione nei tre trimestri successivi fece pensare ad un ritorno alla stabilità; stabilità che non fu raggiunta in quanto dal primo trimestre del 2011 fino al primo del 2013 il tasso di disoccupazione crebbe ad un ritmo notevole fino a raggiungere il suo valore record di 10.9% corrispondente a 26.5 milioni di persone prive di occupazione. A fine 2013 si registra una modesta riduzione che continua comunque a mantenerlo eccessivamente elevato: 10.7%. Da notare, inoltre, come rispetto al tasso di disoccupazione relativo agli stati membri dell'Unione Europea considerati nel loro insieme, quello relativo esclusivamente agli stati appartenenti all'area Euro si è mantenuto, a partire dal 2008, su livelli nettamente superiori; quest'ultimo si mostra superiore anche rispetto ai valori misurati negli Stati Uniti anche se la variazione percentuale del tasso di disoccupazione, partendo dal considerare il periodo 2007-2008 fino al biennio 2009-2010, risulta essere più alta negli Stati Uniti piuttosto che in Europa con la differenza che in Europa continua a crescere di anno in anno, mentre negli Stati Uniti dopo il livello record raggiunto nel 2010 (9.6%) inizia a scendere progressivamente negli anni a seguire.

**Tabella 2. Tasso di disoccupazione (2003-2013)**

Fonte: Eurostat, Unemployment and beyond, June/2014

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>EU-28</b>	9.1	9.3	9.0	8.2	7.2	7.0	9.0	9.6	9.6	10.4	10.8
<b>Euro area (EA-18)</b>	9.0	9.2	9.1	8.4	7.5	7.6	9.5	10.1	10.1	11.3	12.0
Belgium	8.2	8.4	8.5	8.3	7.5	7.0	7.9	8.3	7.2	7.6	8.4
Bulgaria	13.7	12.1	10.1	9.0	6.9	5.6	6.8	10.3	11.3	12.3	13.0
Czech Republic	7.8	8.3	7.9	7.1	5.3	4.4	6.7	7.3	6.7	7.0	7.0
Denmark	5.4	5.5	4.8	3.9	3.8	3.5	6.0	7.5	7.6	7.5	7.0
Germany	9.8	10.5	11.3	10.3	8.7	7.5	7.8	7.1	5.9	5.5	5.3
Estonia	10.3	10.1	8.0	5.9	4.6	5.5	13.5	16.7	12.3	10.0	8.8
Ireland	4.8	4.5	4.4	4.5	4.7	6.4	12.0	13.9	14.7	14.7	13.1
Greece	9.7	10.5	9.9	8.9	8.3	7.7	9.5	12.6	17.7	24.3	27.3
Spain	11.5	11.0	9.2	8.5	8.2	11.3	17.9	19.9	21.4	24.8	26.1
France	8.6	8.9	8.9	8.9	8.0	7.5	9.1	9.3	9.2	9.8	10.3
Croatia	14.1	13.8	12.8	11.4	9.6	8.4	9.1	11.8	13.5	15.9	17.2
Italy	8.4	8.0	7.7	6.8	6.1	6.7	7.8	8.4	8.4	10.7	12.2
Cyprus	4.1	4.6	5.3	4.6	3.9	3.7	5.4	6.3	7.9	11.9	15.9
Latvia	11.6	11.7	10.0	7.0	6.1	7.7	17.5	19.5	16.2	15.0	11.9
Lithuania	12.6	11.6	8.5	5.8	4.3	5.8	13.8	17.8	15.4	13.4	11.8
Luxembourg	3.8	5.0	4.6	4.6	4.2	4.9	5.1	4.6	4.8	5.1	5.8
Hungary	5.8	6.1	7.2	7.5	7.4	7.8	10.0	11.2	10.9	10.9	10.2
Malta	7.7	7.2	6.9	6.9	6.5	6.0	6.9	6.9	6.5	6.4	6.5
Netherlands	4.2	5.1	5.3	4.4	3.6	3.1	3.7	4.5	4.4	5.3	6.7
Austria	4.3	4.9	5.2	4.8	4.4	3.8	4.8	4.4	4.2	4.3	4.9
Poland	19.8	19.1	17.9	13.9	9.6	7.1	8.1	9.7	9.7	10.1	10.3
Portugal	7.1	7.5	8.6	8.6	8.9	8.5	10.6	12.0	12.9	15.9	16.5
Romania	6.8	8.0	7.2	7.3	6.4	5.8	6.9	7.3	7.4	7.0	7.3
Slovenia	6.7	6.3	6.5	6.0	4.9	4.4	5.9	7.3	8.2	8.9	10.1
Slovakia	17.7	18.4	16.4	13.5	11.2	9.6	12.1	14.5	13.7	14.0	14.2
Finland	9.0	8.8	8.4	7.7	6.9	6.4	8.2	8.4	7.8	7.7	8.2
Sweden	6.5	7.4	7.7	7.1	6.1	6.2	8.3	8.6	7.8	8.0	8.0
United Kingdom	5.0	4.7	4.8	5.4	5.3	5.6	7.6	7.8	8.0	7.9	7.5
Iceland	3.3	3.1	2.6	2.9	2.3	3.0	7.2	7.6	7.1	6.0	5.4
Norway	4.2	4.3	4.5	3.4	2.5	2.5	3.2	3.6	3.3	3.2	3.5
Turkey	-	-	9.2	8.7	8.8	9.7	12.5	10.7	8.8	8.1	8.7
Japan	5.3	4.7	4.4	4.1	3.9	4.0	5.1	5.1	4.6	4.3	4.0
United States	6.0	5.5	5.1	4.6	4.6	5.8	9.3	9.6	8.9	8.1	7.4

<sup>43</sup> I dati riportati in Tabella 2 sono dati che si riferiscono all'anno oggetto di osservazione; diversamente, quelli riportati nel seguito della trattazione essendo dati periodici (trimestrali) possono e molto spesso non coincidono con i primi.

Considerando la variazione percentuale tra il 2012-2013, gli Stati Europei in cui si registra una variazione in aumento del tasso di disoccupazione, superiore ad 1, sono nell'ordine: Cipro (+4 pnt%); Grecia (+3 pnt%); Italia (+1.5 pnt%); Netherlands (+1.4 pnt%); Spagna e Croazia (+1.3 pnt%); Slovenia (+1.2 pnt%). Al contrario, gli Stati in cui la variazione presenta un andamento verso il basso, superiore ad 1, sono: Lettonia (-3.1 pnt%); Irlanda e Lituania (-1.6 pnt%); Estonia (-1.4 pnt%). Un ultimo dato che appare utile evidenziare è quello relativo alla disoccupazione giovanile; il tasso di disoccupazione giovanile viene calcolato come rapporto tra il numero dei disoccupati e il totale della forza lavoro, ossia la somma tra il numero dei disoccupati e il numero degli occupati, tutti soggetti aventi un'età inferiore ai 25 anni. Di solito, questo risulta essere più alto del tasso di disoccupazione riguardante tutte quelle persone aventi un'età compresa tra i 25 e i 75 anni: nel 2013 il valore dei due indicatori risulta essere uguale a 23.5% per il primo e a 9.5% per il secondo; contro dei valori pre-crisi notevolmente inferiori, rispettivamente 15.8% e 5.9% (dati 2008). Tuttavia, il tasso di disoccupazione così strutturato non considera quella buona fetta di *youth people* che seguendo un percorso di studi non lavora o comunque non è alla ricerca di un impiego. Ne deriva che per una migliore valutazione della disoccupazione per la realtà giovanile, si tende a considerare il tasso di disoccupazione come rapporto tra il numero di disoccupati e la popolazione giovanile considerata nel suo insieme. Quest'ultimo indicatore risulta essere notevolmente inferiore rispetto al primo; infatti, il suo valore per il 2013 è di 9.8% per i 28 Stati Membri dell'Unione Europea<sup>44</sup>.

---

<sup>44</sup> In una classifica stilata tenendo conto del valore del tasso di disoccupazione giovanile degli Stati Europei, l'Italia si colloca al quarto posto (41.8%); mentre scende all'ottava posizione se elemento di paragone diviene il tasso di disoccupazione giovanile calcolato però attraverso la seconda modalità (10.9%).



## **2. Innovazione, Produttività, Competitività: i tre fattori chiave della crescita economica**

Dal contesto macroeconomico delineato nel paragrafo precedente è emersa la necessità di adottare delle riforme strutturali in grado di risvegliare l'economia europea dalla fase di stallo in cui è caduta all'indomani della crisi economica e finanziaria. La crisi economica e finanziaria ha smascherato le debolezze del sistema economico europeo: l'accresciuta interdipendenza economica tra gli stati membri diviene un elemento destabilizzante se le risposte date non sono altrettanto interconnesse e coordinate e se le basi su cui l'Unione Europea si fonda sono riconducibili al mero concetto di Unione Monetaria. Se la *ratio* che ha guidato la creazione di una moneta unica venisse estesa ai diversi comparti dell'economia reale, politica e sociale si creerebbero i presupposti di una economia più coesa. Solo una maggiore coesione può rendere l'Europa più forte e competitiva. Col fine di intervenire in modo proficuo su tali valori, l'Unione Europea e i suoi Stati Membri hanno delineato nel 2010 un piano strategico che dovrà trovare compimento entro il 2020. *The Europe 2020 Strategy* individua quelle misure di intervento indispensabili non solo per il perseguimento di livelli di crescita intelligente-sostenibile- solidale, ma anche per la messa in sicurezza dell'Europa da future ed eventuali turbolenze economico-finanziarie. L'Unione Europea ha individuato 5 aree di intervento prioritarie, definendo per ciascuna quel target che dovrà essere raggiunto a livello europeo per il 2020:

1. OCCUPAZIONE: Innalzamento al 75% del tasso di occupazione per la fascia di età compresa tra i 20 e i 64 anni;
2. RICERCA & SVILUPPO: Aumento degli investimenti in R&S al 3% del PIL UE;
3. CAMBIAMENTI CLIMATICI E SOSTENIBILITÀ ENERGETICA: Riduzione al 20% delle emissioni da gas serra (30% se le condizioni lo permettono); il 20% del fabbisogno energetico dovrà essere ricavato da energie rinnovabili; incremento del 20% dell'efficienza energetica. Tutte le percentuali fornite dovranno essere confrontate con i correlati livelli del 1990;
4. ISTRUZIONE: L'abbandono scolastico precoce dovrà scendere del 10%, con un aumento almeno del 40% dei soggetti di età compresa tra i 30 e i 34 anni, aventi istruzione universitaria;

5. LOTTA ALLA POVERTÀ E ALLA EMARGINAZIONE: Almeno 20 milioni di persone a rischio povertà o emarginazione sociale in meno. Il dato dovrà essere confrontato con il precedente livello del 1990.

In linea con tali obiettivi, ogni Stato Membro ne ha delineati di propri per ciascuna area di azione. E in tale contesto che si inserisce il *Semestre Europeo*, ossia quell'arco temporale in cui ogni anno dal 2010 i leader degli stati membri danno pubblicamente visione dei piani di politica economica e strutturale avviati a livello di singolo sistema, gli obiettivi raggiunti e quelli ancora in via di sviluppo. L'intento della Commissione Europea è quello di scansionare *in itinere* le politiche economiche adottate dagli stati membri in modo da individuarne le eventuali inconsistenze ed squilibri rispetto ai già definiti target prioritari, in un'ottica di maggiore coordinamento e rafforzamento delle riforme strutturali a livello europeo.

Tra i cinque *ambitious objectives* su riportati, il primo e il secondo vengono unitamente considerati nell'ambito di una più ampia iniziativa prioritaria: l'*Innovation Union* che mira a rafforzare il legame tra Occupazione e Ricerca & Sviluppo. Si stima come il raggiungimento dell'obiettivo Ricerca & Sviluppo in misura del 3% del PIL UE entro il 2020, potrebbe creare 3.7 milioni posti di lavoro e portare ad un aumento del PIL annuo vicino a €800b dal 2025<sup>45</sup>. Sin dalla *Strategia di Lisbona*, adottata dal Consiglio Europeo straordinario nel marzo 2000, l'investimento in Ricerca & Sviluppo (R&S) ha sempre rappresentato un obiettivo strategico per l'Unione Europea in grado di rafforzare il binomio crescita-competitività. Questo perché l'innovazione introduce processi e metodi operativi più efficaci ed efficienti rispetto a quelli adottati in precedenza, portando l'utilizzatore finale a godere di un vantaggio non solo quantitativo, ma anche e soprattutto qualitativo. Il tutto si traduce in progresso economico e per tal via in progresso sociale. Attraverso la lettura del grafico sottostante, si intende fornire una prova di come l'investimento in R&S rappresenti un importante fattore chiave, capace di incentivare la crescita economica. In particolare, nel grafico vengono messi a confronto i dati relativi alla spesa in R&S, realizzata da ciascuno stato membro nel periodo 2004-2009 ed espressi come percentuale del prodotto interno lordo; con i dati rappresentativi del livello di crescita economica realizzato da ciascuno stato membro nel 2010. Tale confronto si propone di evidenziare come gli stati che hanno maggiormente investito in R&S negli anni precedenti la crisi finanziaria ed in itinere, sono gli stessi ad

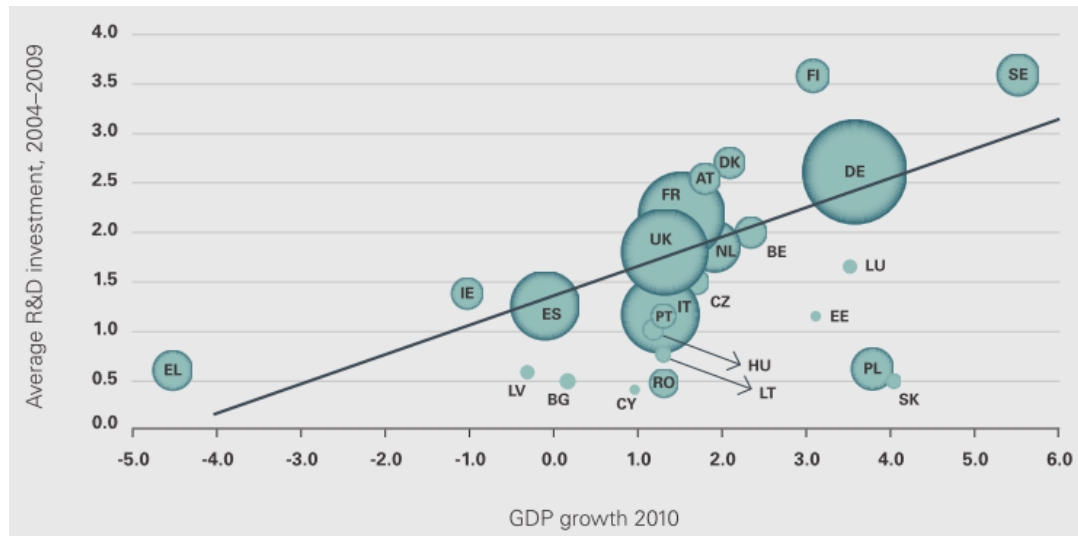
---

<sup>45</sup> European Commission, Europe 2020: Europe's growth strategy, Manuscript updated in November/2014.

aver registrato le migliori performance in termini di ripresa economica, superando il valore medio del PIL reale per l'area EU-28 nel periodo considerato (pari al 2%). Ne sono un esempio la Germania, la Finlandia e la Svezia: il valore medio degli investimenti in R&S per il periodo 2004-2009 è stato del 2.6% per la Germania e del 3.6% per la Finlandia e la Svezia<sup>46</sup>; le stesse nel 2010 hanno raggiunto un livello del PIL di gran lunga superiore alla media ed uguale rispettivamente al 4%, 3.4%, 6.6%<sup>47</sup>.

**Figura 2. R&D investment and economic recovery**

Fonte: European Commission, State of the Innovation Union 2011



Quanto appena visto porta alla luce quel legame proficuo che sussiste tra l'innovazione e la produttività. La letteratura odierna è solita distinguere tre differenti tipologie di innovazione: innovazione di prodotto; innovazione di processo; innovazione organizzativa. Indipendentemente dalla forma che essa assume, a partire dalla metà degli anni novanta, l'innovazione tecnologica, così generalmente intesa, ha iniziato ad avere un peso sempre più crescente ed rilevante nei processi aziendali. Accanto a forme di investimento tangibile, si sono andate sempre più ad affermare forme di investimento non tangibile. Alcuni studi condotti dal OECD dimostrano come il contributo da parte dei così definiti *intangible capital* sul *labour productivity growth* è maggiore rispetto al contributo dato dai *tangible capital* e ciò risulta essere evidente in quegli Stati le cui imprese investono maggiormente in R&S<sup>48</sup>. Possiamo dunque affermare che l'innovazione intesa sia come sviluppo di nuove tecnologie, processi, prodotti e servizi sia come miglioramento degli stessi porta l'impresa ad essere maggiormente produttiva.

<sup>46</sup> Eurostat, R&D expenditure, April/2014.

<sup>47</sup> Eurostat, National accounts and GDP, May/2014.

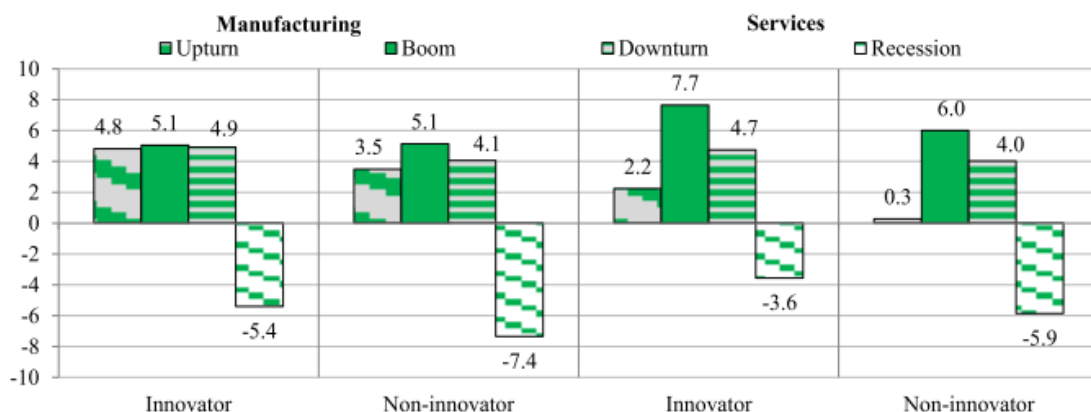
<sup>48</sup> OECD, Report on the OECD Innovation Strategy: Innovation to strengthen growth and address global and social challenges, May/2010.

La produttività diviene sinonimo di efficienza dei meccanismi attraverso cui gli input vengono trasformati in output. L'accresciuta produttività può coinvolgere fattori tra loro diversi e manifestarsi in modi altrettanto differenti, ad esempio, attraverso una crescita tanto operativa quanto dimensionale, l'abilità di cogliere e impossessarsi di nuove opportunità di business, aumento della forza lavoro con livelli di competenza e formazione specifici ed altrettanto eterogenei. Al fine di rendere chiara la correlazione che sussiste tra innovazione e produttività, nella figura di seguito riportata (Figura 3) vengono mostrati i livelli di produttività relativi ad un numero di imprese operanti alcune nel settore del *Manufacturing* altre nel settore dei *Services* con sede nel territorio europeo; per ciascun settore si distinguono le imprese *Innovator* da quelle *Non-Innovator* e per ognuna delle due categorie si osservano i livelli di produttività registrati lungo un intero ciclo economico (1998-2010). Quattro sono le fasi del ciclo economico osservate:

- *Upturn*: la crescita economica è positiva e mostra un trend verso l'alto;
- *Boom*: la crescita economica è positiva, in continua espansione ma è l'ultimo periodo in cui si possa parlare di crescita economica con un trend verso l'alto prima della fase successiva;
- *Downturn*: la crescita economica è positiva, ma con trend verso il basso;
- *Recession*: la crescita economica è negativa.

**Figura 3. Productivity growth in different phases of the business cycle, manufacturing and services, 1998-2010**

**Fonte:** European Commission, European Competitiveness Report 2014

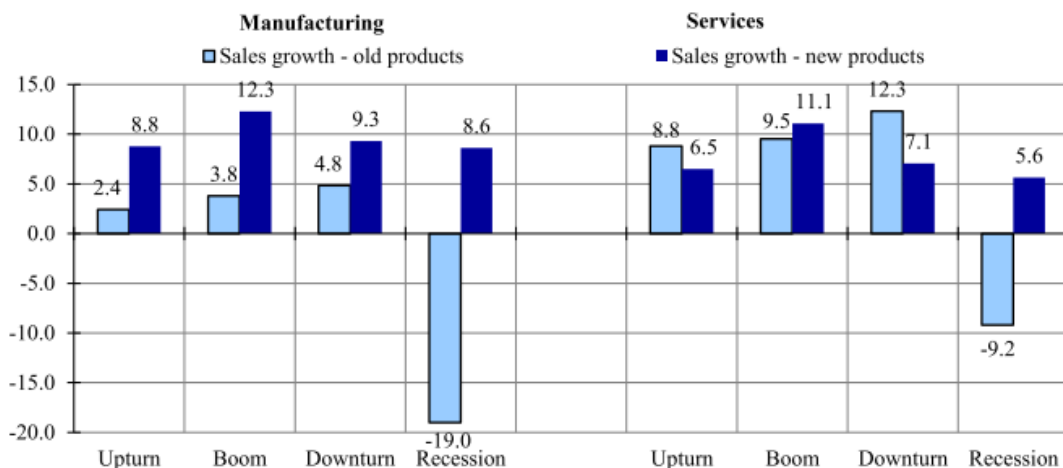


La prima osservazione valida per entrambe le categorie di imprese, *Innovator* e *Non-Innovator*, ed indipendentemente dal settore di appartenenza, *Manufacturing* e *Services*, riguarda la pro-ciclicità dei dati osservati. In altre parole, i risultati registrati risentono e seguono il medesimo andamento della fase economica in corso. D'altro lato è possibile apprezzare delle differenze tra le imprese *Innovator* e quelle *Non-Innovator*: le prime durante le fasi di crescita economica raggiungono livelli di produttività maggiori

rispetto alle seconde; lo stesso vale per le fasi di decrescita durante le quali, in particolar caso lungo la fase di recessione, le prime conseguono risultati migliori rispetto alle altre. Per esaltare ulteriormente l’impatto positivo che l’innovazione ha sui livelli di produttività di un’impresa, osserviamo i dati relativi alle vendite di due prodotti, uno *Old* e l’altro *New*. Il secondo, diversamente dal primo, è un prodotto innovativo frutto del progresso tecnologico conseguito nel periodo osservato. Dai dati riportati in Figura 4 notiamo come, per quanto riguarda il settore *Manufacturing*, le vendite del *new product* sono molto più alte rispetto alle vendite del *old product*. Se guardiamo al settore dei *Services* i risultati divergono a seconda della fase economica in atto; tuttavia, possiamo sommariamente affermare che per tale settore le vendite del *old product* sono superiori rispetto a quelle del *new product*. Altro elemento che merita di essere sottolineato riguarda la pro-ciclicità. In particolare, rispetto all’*old product*, i livelli di vendita del *new product* si mantengono sempre positivi anche durante la fase recessiva, non risentendo degli effetti negativi causati dalla particolare congiuntura economica in atto. Ciò che maggiormente colpisce è che durante la fase recessiva, oltre ad essere positivi, hanno una percentuale di crescita non irrilevante: del 8.6% per il settore *Manufacturing* e del 5.6% per il settore *Services*<sup>49</sup>.

**Figura 4. New & old products in different phases of the business cycle, manufacturing and services, 1998-2010**

Fonte: European Commission, European Competitiveness Report 2014



Il caso empirico riportato offre un esempio su come l’innovazione incide in modo positivo sulla produttività dando la possibilità all’impresa di sfruttare per proprio conto un vantaggio non solo economico-operativo, ma anche competitivo. L’innovazione, infatti, impatta sulla capacità di un’impresa di essere competitiva sia in modo diretto, agendo come propulsore della produttività, sia in modo indiretto, supportando

<sup>49</sup> European Commission, European Competitiveness Report 2014- Chapter 5: Firm growth, innovation and the business cycle, archived on 02/February/2015.

l'espansione del business imprenditoriale oltre le frontiere del mercato domestico e rendendolo appetibile a livello internazionale. Non è un caso che gli Stati ove l'innovazione è supportata finanziariamente non solo dai privati ma anche da forme di intervento pubblico adeguate, siano gli stessi a promuovere un tessuto imprenditoriale florido nonché stabile e ad incarnare i principali competitors dell'economia globale. E non è certamente un caso che la Commissione Europea intenda agire proprio su questi tre fattori così interconnessi tra loro al fine di promuovere e rafforzare l'economia dei propri stati membri in un ottica di maggiore coesione reale.

L'obiettivo che in tale sede si vuole perseguire è quello di dare dimostrazione di come anche il *Private Equity* può e possiamo sostenere rappresenti un valido strumento di politica economica in grado di offrire il proprio contributo alla crescita dell'economia reale, attraverso l'investimento diretto in INNOVAZIONE, PRODUTTIVITÀ e COMPETITIVITÀ.

### **3. Il Private Equity come strumento di supporto dell'economia reale**

#### **3.1 Il Private Equity supporta l'Innovazione**

Quando si parla di innovazione nell'ampio spettro del private equity si fa principalmente riferimento all'attività di finanziamento condotta dai fondi Venture Capital. Nel corso del primo capitolo ne abbiamo evidenziato le peculiarità operative, analizzando le diverse forme di intervento previste per la fase di Avvio e per quella di Sviluppo dell'impresa target. In particolare, l'*Early Stage Financing* rappresenta quella forma di investimento a carattere più innovativo in quanto privilegia e sostiene quelle imprese che intendono sviluppare il proprio business in settori scientifici/tecnologici o in progetti derivanti da un'approfondita attività di ricerca, anche universitaria. Si tratta di imprese di piccole dimensioni, al cui progetto imprenditoriale è associato un livello di rischio molto alto che, legato alle peculiari caratteristiche economico-finanziarie, le rende non idonee per l'accesso al credito o al mercato borsistico. D'altra parte il settore in cui esse operano è un settore caratterizzato da un livello di innovazione notevole e da prospettive di crescita altrettanto elevate. E la combinazione di questi due fattori, innovazione-crescita, a rendere tale segmento attrattivo soprattutto per quella tipologia di investitore maggiormente propensa al rischio. Il Private Equity, dunque, diviene un'opportunità per entrambi i soggetti coinvolti: opportunità ravvisabile per l'investitore nel più alto capital gain ottenibile dall'investimento; per l'impresa target, invece, in quella serie di input indispensabili per la realizzazione del progetto imprenditoriale e per la messa in funzione della "macchina impresa". Il supporto della società private equity alla impresa target si concretizza, infatti, nell'apporto di: *capitale paziente*, attraendo investitori ed allocando le rispettive risorse finanziarie in altrettanti progetti imprenditoriali; *competenze manageriali*, manager con know how specifico, altamente professionali, sostengono e affiancano l'imprenditore durante tutta l'operazione e per un periodo successivo alla sua conclusione; *network di contatti* con esperti del settore, operanti sia a livello nazionale che internazionale, e che conferiscono maggiore certezza non solo all'operazione in sé, ma anche al futuro dell'impresa.

Secondo i dati pubblicati dalla EVCA nel *Yearbook 2013*<sup>50</sup>, 5.089 sono le imprese target, residenti nel territorio dell'Unione Europea, ad aver beneficiato di investimenti da parte di società private equity per un valore totale di €35.7b, valore inferiore del 3% rispetto al corrispettivo livello raggiunto nell'anno precedente e del 95.5% rispetto al

---

<sup>50</sup> European Private Equity and Venture Capital Association, Yearbook 2013, May/2014.

livello pre-crisi (2007). Nel 2007 il valore totale dei capitali investiti era pari a €69.8b, distribuito per un numero di imprese uguale a 5.114. Nel corso dell'anno successivo la quota dei capitali investiti si riduce del 31%, mentre aumenta il numero delle imprese partecipate (5.567). E nel 2009 che si segnala una drastica contrazione tanto nei capitali investiti, €24.3b, quanto nel numero di imprese destinatarie degli investimenti, 4.472. Sintomo di come anche il Private Equity al pari delle tradizionali attività di investimento abbia risentito della particolare congiuntura economica. Tra il 2010-2011 il mercato degli investimenti segnala una continua e sostenuta ripresa, rispettivamente del 42% e del 46% rispetto ai livelli 2009. Nel biennio 2012-2013, pur restando pressoché invariato il numero di imprese target (5.080-5.089), l'ammontare degli investimenti è in calo di circa il 20% rispetto al biennio precedente.

**Tabella 3. Private Equity Investments by Stage Focus (2007-2013)**

Fonte: Riproduzione Propria su dati EVCA, Yearbook 2013

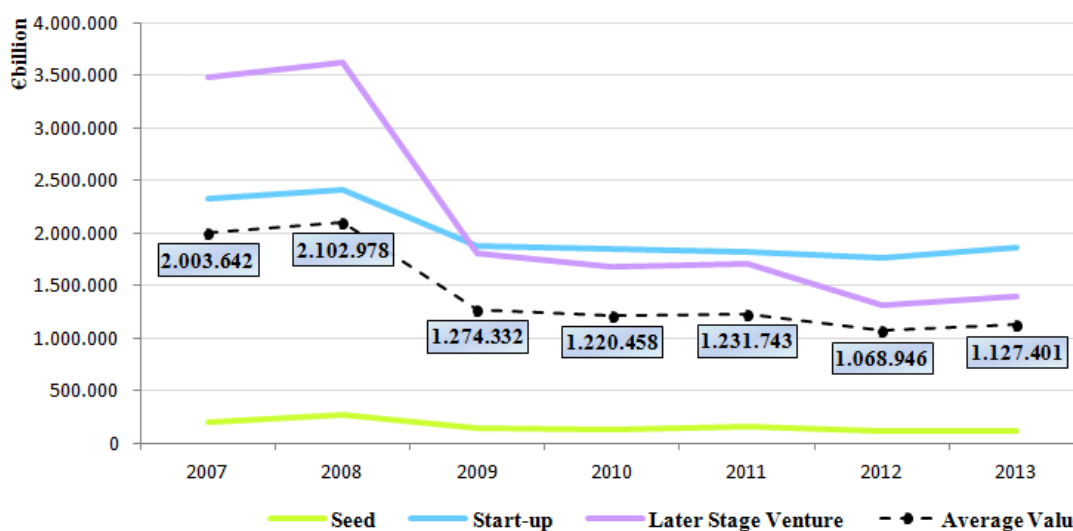
STAGE FOCUS	2007		2008		2009		2010		2011		2012		2013	
	Amount	Number of Companies	Amount	Number of Companies	Amount	Number of Companies	Amount	Number of Companies	Amount	Number of Companies	Amount	Number of Companies	Amount	Number of Companies
Seed	197.572	500	267.740	527	141.794	371	128.113	393	164.722	392	116.830	359	113.963	412
Start-up	2.323.457	1.528	2.411.072	1.796	1.875.623	1.724	1.849.136	1.711	1.827.124	1.679	1.770.972	1.833	1.866.201	1.800
Later Stage Venture	3.489.898	1.413	3.630.123	1.513	1.805.579	1.151	1.684.126	990	1.703.383	939	1.319.038	843	1.402.040	863
All Venture Capital	<b>6.010.927</b>	<b>3.339</b>	<b>6.308.935</b>	<b>3.667</b>	<b>3.822.996</b>	<b>3.155</b>	<b>3.661.375</b>	<b>3.039</b>	<b>3.695.229</b>	<b>2.965</b>	<b>3.206.840</b>	<b>2.981</b>	<b>3.382.204</b>	<b>3.034</b>
Growth	4.326.368	348	6.699.388	593	5.145.309	775	6.273.260	994	5.154.311	932	3.995.306	1.066	3.580.657	1.131
Rescue/Turnaround	454.585	52	332.424	68	693.635	150	494.594	132	451.753	103	342.040	65	343.763	66
Replacement Capital	1.855.127	140	1.598.220	174	1.956.857	176	1.777.906	135	1.036.913	76	1.105.519	117	765.713	99
Buy Out	57.194.149	1.299	38.426.763	1.161	12.689.613	615	29.711.332	783	34.531.941	881	28.102.589	896	27.653.873	812
All Private Equity	<b>69.841.155</b>	<b>5.144</b>	<b>53.365.731</b>	<b>5.567</b>	<b>24.308.411</b>	<b>4.762</b>	<b>41.918.466</b>	<b>5.017</b>	<b>44.870.147</b>	<b>4.903</b>	<b>36.752.294</b>	<b>5.080</b>	<b>35.726.211</b>	<b>5.089</b>

Dai dati riportati in tabella emerge come il segmento Venture Capital risulta essere il terzo per ammontare investito e primo per numero di imprese partecipate. Ciò è spiegato dai modesti apporti finanziari riconosciuti a progetti imprenditoriali innovativi a cui è associato un livello di rischio medio-alto. Guardando più da vicino i dati relativi al segmento Venture, analizziamo la ripartizione degli investimenti per forma di intervento; dimensione dell'impresa target; settori economici coinvolti. Rispetto al primo punto, si denota un andamento dei capitali investiti nei singoli stage simile rispetto a quello di settore precedentemente osservato, seppur con qualche differenza. Nello specifico, tra il 2007-2008 per ciascun stage si denota un trend in rialzo pari a +26% per il *seed*, +4% per lo *start-up* e la *later stage venture*. Diversamente, dal 2009 il valore dei capitali investiti continuerà a mantenersi inferiore rispetto ai livelli precedentemente rilevati, toccando un primo punto di minimo nel 2010 a cui seguirà una leggera ripresa nel corso dell'anno successivo. E al 2012 che viene fatto corrispondere il valore più basso degli investimenti nei tre stage, complessivamente pari a €3.2b. Il 2013 si conclude con valori investiti più alti del 5% per lo *start-up* e del 7% per il *later*, mentre si registra una ulteriore contrazione del 2.5% per il *seed*.



**Figura 5. Venture Capital Investments by Stage Focus (2007-2013)**

Fonte: Riproduzione propria su dati EVCA, Yearbook 2013



Da notare come le forme di intervento nel capitale di rischio dell'impresa target maggiormente attrattive sono la *start-up* e il *later stage venture*, mentre i capitali investiti nel *seed* continuano a mantenersi notevolmente al di sotto del valore medio annuale investito dai fondi venture capital<sup>51</sup>. Questi ultimi, a partire dal 2009 hanno concentrato la propria operatività principalmente verso lo start-up, rappresentando nel 2013 il 55% e il 59%, rispettivamente dell'ammontare investito e delle imprese partecipate.

Come prima accennato, le imprese target verso cui il Venture Capital destina i propri investimenti sono principalmente PMI, ossia microimprese, piccole imprese, medie imprese. Prima di procedere ad una analisi dei dati di settore, risulta opportuno ricordare i criteri sulla base dei quali un'impresa può dichiararsi essere una PMI. Tali criteri sono stati individuati dalla Commissione Europea in una raccomandazione<sup>52</sup> a seguito della quale, a partire dal 1/gennaio/2005, è entrata in vigore una nuova definizione di PMI, valida per tutto il territorio dell'Unione Europea. I criteri di cui sopra attengono al:

- i) NUMERO DI UNITÁ LAVORATIVE PER ANNO (ULA), i cosiddetti EFFETTIVI;
- ii) FATTURATO ANNUO;
- iii) TOTALE DI BILANCIO ANNUO.

<sup>51</sup> Il venture capitalist investe poco in tale stage dato l'elevato rischio connesso alla difficoltà di valutare se l'iniziativa imprenditoriale proposta può essere effettivamente *market oriented*. Ciò rende l'operazione nel suo insieme non conveniente per l'investitore in quanto gli elevati costi sostenuti per la consulenza resterebbero non adeguatamente remunerati. Un ruolo decisivo per il *Seed Financing* è svolto dagli investitori privati e dai cosiddetti Business Angels (v. Capitolo I, paragrafo 1.2.).

<sup>52</sup> Raccomandazione 2003/361/CEE che ha modificato la definizione di PMI data dalla precedente raccomandazione 96/280/CEE.

Mentre è obbligatorio rispettare la soglia relativa al numero di impiegati, un'impresa per definirsi PMI è sufficiente che rispetti uno degli altri due criteri: quello del fatturato o quello del totale di bilancio. L'impresa, dunque, non deve soddisfarli entrambi, ma può superare una delle soglie previste per ciascun criterio senza perdere la qualifica di PMI. Le soglie previste sono riportate in Tabella 4.

**Tabella 4. Criteri qualificanti una PMI**

Fonte: Riproduzione propria

	EFFETTIVI	FATTURATO	TOTALE DI BILANCIO
<b>MICRO</b>	< 10	≤ 2 milioni di €	≤ 2 milioni di €
<b>PICCOLE</b>	< 50	≤ 10 milioni di €	≤ 10 milioni di €
<b>MEDIE</b>	< 250	≤ 50 milioni di €	≤ 43 milioni di €

Nel 2013, l'87.3% di PMI sono state destinatarie del 27.3% dei capitali interamente investiti nel territorio europeo da parte di società private equity. Le percentuali aumentano sensibilmente se consideriamo il solo segmento Venture Capital: il 97.8% degli investimenti sono stati canalizzati verso un numero di PMI pari al 99.1% del totale di imprese partecipate da fondi venture capital. Da notare come mano a mano che la dimensione della società aumenta, la quota dei capitali investiti da parte dei fondi venture capital si riduce sensibilmente.

**Tabella 5. Venture Capital Investments by Number of Employees (2013)**

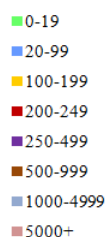
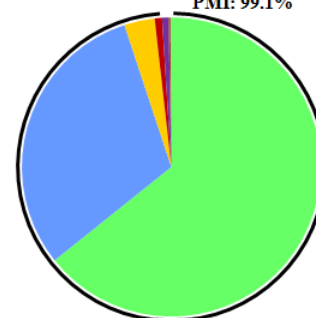
Fonte: Riproduzione propria su dati EVCA, Yearbook 2013

P M I	Number of Employees	Amount of Investments (€b)	%	Number of Companies	%
	0-19	1.235.364	36.5	1.953	64.4
20-99	1.747.384	51.7	930	30.7	
100-199	256.195	7.6	100	3.3	
200-249	69.062	2.0	24	0.8	
250-499	63.951	1.9	20	0.7	
500-999	8.468	0.3	5	0.2	
1000-4999	1.781	0.1	2	0.1	
+5000	0	0	0	0	
<b>All Venture Capital</b>	<b>3.382.205</b>	<b>100</b>	<b>3.034</b>	<b>100</b>	

% Amount of Investments



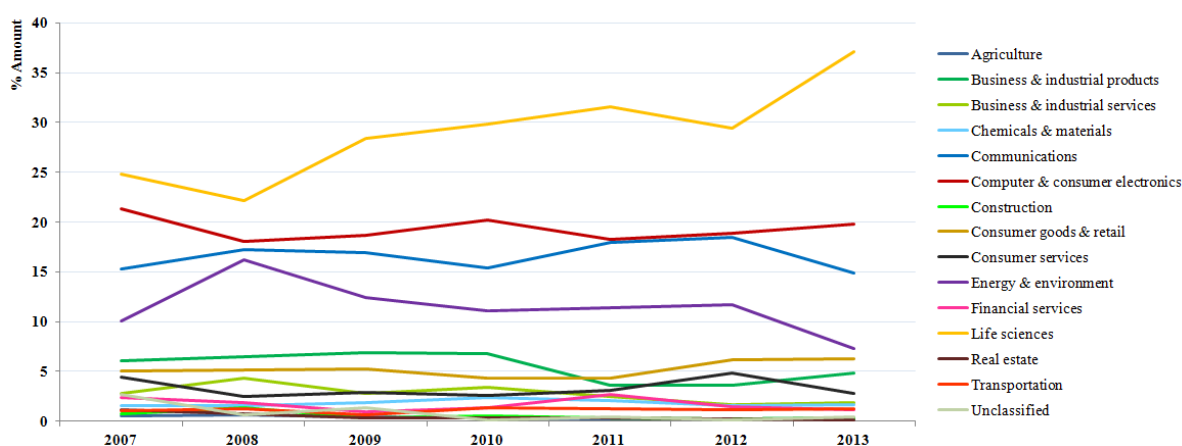
% Number of Companies



Riguardo ai settori economici ritenuti maggiormente attrattivi, considerando una quota di capitali investiti superiore al 10%, nel 2013 le prime posizioni sono state raggiunte dai seguenti *Industry*: LIFE SCIENCE (37.1%), COMPUTER & CONSUMER ELECTRONICS (19.8%) e COMMUNICATIONS (14.9%). Tuttavia, da un'analisi storica dei dati (2007-2013), emerge che oltre a quelli appena citati, un altro settore economico ha assunto una posizione rilevante fino al 2012 con quota di capitali investiti sempre superiore al 10%. Si tratta del settore ENERGY & ENVIROMENT che nel 2013 ha visto scendere a quota 7.3% le risorse investite contro un valore medio, dal 2007 al 2012, uguale al 12%. Dal 2007 al 2013 questi quattro settori hanno dominato il mercato del venture capital guadagnando e mantenendo nel tempo il medesimo *rank*. Guardando, invece, ad un valore degli investimenti inferiore al 10%, fino al 2010 la quinta posizione è stata occupata dal settore BUSINESS AND INDUSTRIAL PRODUCTS con una percentuale media degli investimenti pari al 6.6%. A partire dal 2011, tale posizione è stata ceduta al settore CONSUMER GOODS & RETAIL, mantenuta fino al 2013 con un valore medio di 5.6%. Gli altri settori sono stati destinatari di quote investite inferiori al 5% con punti di minimo tra lo 0.1-0.7% per i settori REAL ESTATE e AGRICULTURE; e punti di massimo, compresi tra l'1.7-4.4%, per i settori BUSINESS AND INDUSTRIAL SERVICES e CONSUMER SERVICES.

**Figura 6. Venture Capital Investments by Sector (2007-2013)**

Fonte: Riproduzione propria su dati EVCA, Yearbook 2013



Da un'analisi del solo comparto high-tech, considerato nel suo complesso, ancora una volta si evidenzia la dominanza del segmento Venture rispetto all'attività condotta da parte delle altre tipologie di fondi private equity.

**Figura 7. High-Tech Investments (2007-2013)**

Fonte: Riproduzione propria su dati EVCA, Yearbook 2013

	All Private Equity	Venture Capital	%	BuyOut	%	Growth	%
<b>2007</b>	6.249.154	2.551.264	40,83	2.929.947	46,89	547.621	8,76
<b>2008</b>	4.928.410	2.451.143	49,73	1.843.292	37,40	498.511	10,12
<b>2009</b>	2.730.781	1.767.922	64,74	582.805	21,34	304.791	11,16
<b>2010</b>	3.357.224	1.747.162	52,04	883.115	26,30	633.984	18,88
<b>2011</b>	5.215.429	1.820.431	34,90	2.370.295	45,45	521.138	9,99
<b>2012</b>	3.242.546	1.401.179	43,21	1.220.471	37,64	579.447	17,87
<b>2013</b>	3.316.430	1.458.369	43,97	1.298.964	39,17	536.176	16,17

Due sono state le eccezioni rilevate: nel corso del 2007 e 2011 la quota di capitali investita nel comparto high-tech da parte dei fondi buy out è risultata essere più alta rispetto a quella investita dai fondi venture capital. Se pensiamo ai diversi ambiti di intervento delle due diverse forme di investimento, risulta ben chiara la differente valenza che ciascuna forma di intervento assume per l'impresa target. A differenza dei fondi venture, infatti, i fondi buy out contribuiscono allo sviluppo di un'impresa già matura, supportando la stessa durante una delicatissima fase di cambiamento inerente gli assetti proprietari. Tale azione ha un impatto diretto sulla *governance* dell'impresa partecipata e solo indirettamente sullo sviluppo operativo in senso stretto. Incipit, quest'ultimo, che anima l'attività dei fondi venture capital i quali si pongono come obiettivo quello di sviluppare un progetto imprenditoriale dalla fase intuitiva alla fase applicativa, supportando l'impresa target nel lungo processo di costituzione, avvio, crescita ed espansione che la vede da protagonista.

Una volta analizzati i dati che testimoniano le risorse finanziarie destinate dal Private Equity ad imprese innovative, diviene rilevante fornire alcuni elementi che diano dimostrazione dell'effettiva rilevanza di tale contributo e delle modalità attraverso cui questo può essere concretamente apprezzabile. Uno strumento che viene di solito utilizzato come misura del grado di innovazione raggiunto in una determinata area geografica o in un particolare settore economico, è il numero di brevetti rilasciati. Pur non essendo così immediata la relazione tra innovazione e brevetti, è pur vero che la maggior parte dei prodotti innovativi risultano essere brevettati, rendendo in tal modo il brevetto una misura dell'attività innovativa. Partendo da tale considerazione diverrebbe possibile desumere il supporto offerto dal private equity all'innovazione attraverso il confronto tra dati di settore. In particolare, andremo a confrontare i dati 2013 relativi a:

- Numero di brevetti rilasciati, indicando i primi dieci Stati Europei e i primi dieci Settori Economici rispetto ai quali si evidenzia un numero di granted patents più alto;

- Investimenti Private Equity per Settore Economico e Stato Europeo, evidenziando i corrispettivi valori inerenti al comparto Venture Capital.

Secondo l'*Annual Report 2013* pubblicato dall'EPO- *European Patent Office*- sono 66.712 mila i brevetti rilasciati a soggetti residenti e non nel territorio dell'Unione Europea, 1.6% in più rispetto all'anno precedente. Di seguito, vengono indicati i primi dieci Stati Europei e i primi dieci Settori Economici rispetto ai quali si evidenzia un numero di brevetti riconosciuti più alto nel corso dell'anno 2013<sup>53</sup>.

**Tabella 6. Top Ten Member States & Field of Technology by Number of European Granted Patents (2013)**

Fonte: Riproduzione propria su dati EPO, Annual Report 2013

Rank	Member State	Number of Granted Patents	Rank	Field of Technology	Number of European Granted Patents
1	Germany	13.425	1	Medical Technology	4.862
2	France	4.910	2	Transport	4.695
3	Italy	2.352	3	Electrical Machinery, Apparatus, Energy	3.701
4	United Kingdom	2.062	4	Digital Communication	3.492
5	Netherlands	1.886	5	Organic Fine Chemistry	3.148
6	Sweden	1.790	6	Measurement	3.037
7	Austria	837	7	Handling	2.628
8	Belgium	736	8	Mechanical Elements	2.570
9	Finland	664	9	Computer Technology	2.562
10	Denmark	609	10	Other Special Machines	2.374

In linea con la Nomenclatura delle Attività Economiche, riconosciuta a livello europeo con l'acronimo NACE- *Nomenclature Statistique des Activités Économiques dans la Communauté Européenne*- adottata dall'Eurostat<sup>54</sup> e valida per i diversi Stati Membri dell'Unione Europea, l'EVCA nella classificazione settoriale proposta nell'ambito degli studi di mercato dalla stessa condotti, riconduce alle seguenti macroclassi i cosiddetti *field of technology* su riportati<sup>55</sup>:

- LIFE SCIENCE: Medical Technology; Pharmaceuticals; Biotechnology;
- TRANSPORTATION: Transport;
- ENERGY & ENVIROMENT: Electrical Machinery, Apparatus, Energy;
- COMMUNICATIONS: Digital Communication;
- CHEMICALS & MATERIALS: Organic Fine Chemistry;
- BUSINESS & INDUSTRIAL PRODUCTS: Measurement; Mechanical Elements; Engines, Pumps, Turbines; Other Special Machines;
- BUSINESS & INDUSTRIAL SERVICES: Handling;

<sup>53</sup> Tra i dieci Stati riportati in tabella, per numero di granted patents, non è stata inserita la Svizzera con 2668 brevetti riconosciuti. La ragione è ravvisabile nella scelta di voler condurre un'analisi strettamente legata agli Stati facenti parte dell'Unione Europea di cui la Svizzera non è Stato Membro. v. EPO, Annual Report 2013: Granted patents, March/2014.

<sup>54</sup> La Nomenclatura è stata costituita dall'Eurostat nel 1970 e modificata nel corso degli anni, l'ultima revisione risale al 2002 attuata con Regolamento (CE) n.29/2002 della Commissione del 19/dicembre/2001 che modifica il Regolamento (CEE) n.3037/90 del Consiglio relativo alla classificazione statistica delle attività economiche nelle Comunità europee.

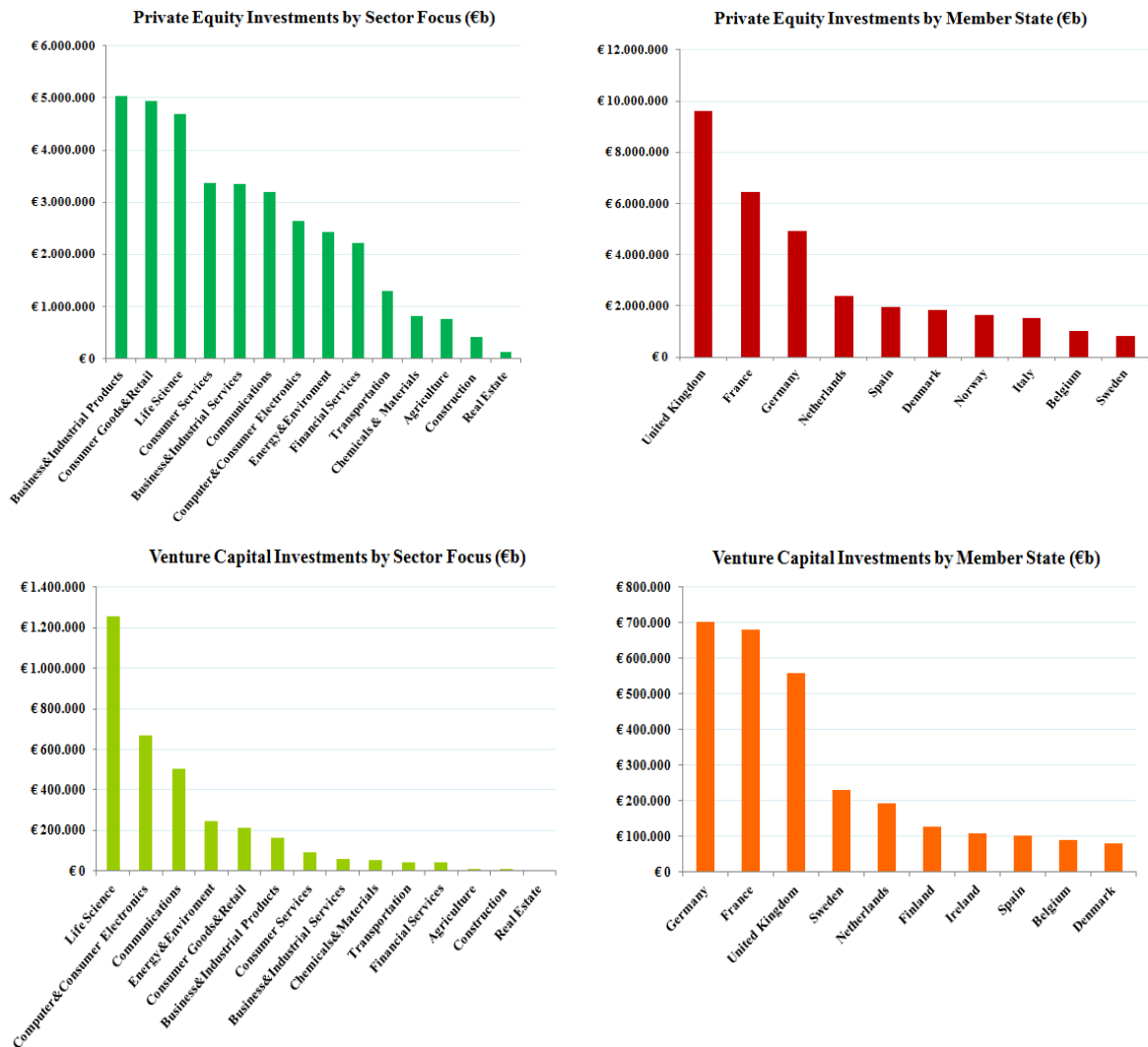
<sup>55</sup> v. [www.evca.eu/uploadedFiles/sectoral\\_classification.pdf](http://www.evca.eu/uploadedFiles/sectoral_classification.pdf)

– COMPUTER AND CONSUMER ELECTRONICS: Computer Technology.

Se guardassimo agli investimenti effettuati dalle società private equity nel solo anno 2013, noteremmo che i settori ai quali corrisponde un numero più alto di granted patents sono ricompresi in quelle macroclassi ove il private equity ha maggiormente investito nel corso del medesimo anno. Similmente, gli Stati ai quali è connesso un numero di brevetti più alto coincidono con quelli aventi un'operatività nel settore private equity più sviluppata.

**Figura 8. Investments Private Equity by Sector Focus and Member State(2013)**

Fonte: Riproduzione propria su dati EVCA, Yearbook 2013



Il confronto diviene più significativo se spostiamo l'attenzione ai dati inerenti l'attività del Venture Capital: i fondi venture capital, operanti nei Member States considerati più virtuosi al fine di tale analisi, hanno canalizzato i propri investimenti verso i seguenti settori: Life Science, Computer & Consumer Electronics, Communications, Energy & Environment; quei settori ai quali l'EPO fa corrispondere il numero più alto non solo di

brevetti riconosciuti, ma anche di patent applications, come si desume dalla tabella sottostante<sup>56</sup>.

**Tabella 7. Top Ten Member States & Field of Technology by Number of European Patent Applications (2013)**

Fonte: Riproduzione propria su dati EPO, Annual Report 2013

Rank	Member State	Number of Patent Applications
1	Germany	26.645
2	France	9.754
3	Netherlands	5.826
4	United Kingdom	4.567
5	Italy	3.704
6	Sweden	3.668
7	Austria	1.995
8	Denmark	1.929
9	Finland	1.895
10	Belgium	1.885

Rank	Field of Technology	Number of European Patent Applications
1	Medical Technology	10.668
2	Electrical Machinery, Apparatus, Energy	10.307
3	Digital Communication	9.101
4	Computer Technology	9.059
5	Transport	7.244
6	Measurement	6.640
7	Organic Fine Chemistry	6.131
8	Engines, Pumps, Turbines	5.411
9	Pharmaceuticals	5.396
10	Biothecnology	5.381

Il nesso di casualità tra Private Equity e Innovazione verrebbe a questo punto dimostrato se per ogni impresa target e per ogni settore economico entro cui essa opera, fosse conosciuto il corrispondente numero di brevetti registrati o rispetto ai quali sia stata presentata una domanda di registrazione. In tal modo saremmo in grado di ottenere una misura quantitativa del contributo tanto discusso ed offrire uno strumento empirico che dia testimonianza della sua concretezza. Tale strumento diverrebbe un elemento discriminante nel valutare la portata innovativa di un'impresa target rispetto ad un'impresa non partecipata da fondi private equity attraverso, ad esempio, un confronto tra il valore dei brevetti e il loro grado di appetibilità da parte di altre imprese interessate ad implementare la tecnologia protetta da brevetto.

Un'analisi di tale spessore è stata condotta dagli eruditi esperti del settore Josh Lerner, Morten Sorensen e Per Strömberg<sup>57</sup> i quali sono partiti dall'esaminare tutte le operazioni di Leverage Buy Out (LBO) effettuate dal gennaio 1980 al dicembre 2005. Nella composizione del campione oggetto di studio, hanno considerato solo quelle imprese target alle quali è stata riconosciuta la validità di almeno una delle domande di brevetto presentate in un periodo compreso tra: i tre anni precedenti e i cinque anni successivi l'operazione di investimento. Il campione si veniva a comporre di 8.938 brevetti rilasciati a 473 imprese; dal momento che tra tali imprese ve ne era una, la Seagate Technology, alla quale erano stati associati ben 2.540 brevetti, si è pensato di eliminare dal campione i dati ad essa relativi e procedere con gli stessi ad un'analisi separata. Alla

<sup>56</sup> Al fine della nostra analisi, non essendo la Svizzera uno stato membro dell'Unione Europea, non è stata considerata tra gli Stati ai quali viene fatto corrispondere il numero di patent applications più alto. In base a quest'ultimo criterio, la Svizzera occuperebbe il terzo posto con un numero pari a 6651 domande di brevetto. v. EPO, Annual Report 2013:European Patent Applications, March/2014.

<sup>57</sup> Josh Lerner, Morten Sorensen, Per Strömberg et al., Private Equity and Long- Run Investment: The case of innovation- The Journal of Finance, VOL. LXVI, NO. 2, April 2011.

fine, oggetto di studio erano 6.398 brevetti concessi a 472 imprese tra il 1983 e il 2005. Due furono i dati significativi derivanti da tale ricerca: il primo attinente al numero delle domande di brevetto presentate e al corrispettivo numero di brevetti riconosciuti; il secondo riguardava, invece, il valore del brevetto definito sulla base del numero di citazioni ad esso associato. In particolare, si osservò che il portafoglio brevetti dell'impresa, considerando sia il numero delle patent applications sia quello dei granted patents, diveniva più consistente nel periodo successivo l'operazione LBO. Inoltre, le citazioni per brevetto risultavano essere numericamente maggiori per le imprese partecipate: in media il valore delle citazioni nei tre anni precedenti l'operazione era di 1.99 contro un valore medio di 2.49 per il periodo successivo l'operazione. Tale studio dimostra la maggiore rilevanza economica dei brevetti riconosciuti ad imprese partecipate da fondi private equity rispetto a quelle non partecipate. Purtroppo la difficoltà di acquisire i dati, elaborarli ed incrociarli rende difficile la capacità di condurre un'analisi così tanto approfondita, esaustiva e continuativa nel tempo. A tal proposito, gli ultimi dati disponibili sono quelli pubblicati dalla EVCA in collaborazione con *Frontier Economics*<sup>58</sup>, secondo i quali il valore associato ai brevetti rilasciati alle imprese partecipate da fondi private equity nel periodo 2006-2011 ammonta a €350b, con un aumento del 25% del corrispettivo numero di citazioni.

---

<sup>58</sup> EVCA, Private Equity's contribution to building European business, November/2014.



### **3.2. Gli effetti del Private Equity sull'impresa partecipata in termini di produttività e competitività: casi empirici a confronto.**

Nel 2013, il numero di società private equity ad aver operato nel territorio europeo ammonta a 1.917 con un valore totale di capitali *under management* pari a €545b. Disegnare il percorso attraverso cui tali capitali siano confluiti nei portafogli delle imprese target e per tal via proceduto ad incrementarne i livelli operativi, non è un'operazione tanto semplice da condurre. La letteratura ha cercato di offrire il proprio contributo attraverso degli studi di mercato tesi a tracciare quel link tra investimenti private equity ed incremento della produttività. A volte osservando se ad investimenti private equity seguissero investimenti più alti in capitale fisico al fine di aumentare la produzione del bene/servizio offerto a fronte di un innalzamento della corrispettiva domanda da parte del mercato. A volte analizzando la crescita del settore in cui le imprese partecipate operavano e in quale misura tale crescita fosse sostenuta dagli investimenti di cui erano state destinatarie. O ancora, cercando di individuare la capacità dell'impresa nel cogliere nuove opportunità di business. Questi ed altri studi hanno, almeno in parte, accertato l'esistenza di quel link. Nel corso di tale paragrafo cercheremo di dimostrarlo attraverso l'analisi dei risultati raggiunti da alcune imprese partecipate da fondi private equity con sede nel territorio europeo. L'idea è quella di citare un caso empirico per ogni stato membro dell'Unione Europea, dando evidenza della natura trasversale che caratterizza il fenomeno private equity. Trasversalità che riguarda i sistemi e i settori economici coinvolti, l'impresa e l'ambiente che la circonda. L'analisi sarà condotta partendo da una suddivisione dei casi di studio per situazione economica condivisa, distinguendo gli stati europei appartenenti all'area *Central & Eastern Europe* (Bulgaria, Croazia, Estonia, Lettonia, Lituania, Polonia, Repubblica Ceca, Romania, Slovacchia, Slovenia, Ungheria), considerati stati in via di sviluppo; dagli altri stati appartenenti all'Europa (esclusa CEE), le cui economie sono considerate essere più avanzate rispetto alle precedenti (Austria, Belgio, Cipro, Danimarca, Finlandia, Francia, Germania, Grecia, Irlanda, Italia, Lussemburgo, Malta, Netherlands, Portogallo, Regno Unito, Spagna, Svezia). Seguirà una ripartizione per tipologia di intervento nel capitale di rischio dell'impresa target: Venture Capital, Mid-Market, Large Buy Out<sup>59</sup>.

---

<sup>59</sup> In base alla *size* dell'investimento si distinguono operazioni di Venture Capital con valore inferiore a 15 milioni di euro; Mid-Market di valore compreso tra i 15 e i 150 milioni di euro; Large Buy Out, tra i 150 e i 300 milioni di euro (v. par.1.3, cap.1).

➤ **Central & Eastern Europe**<sup>60</sup>

**Mid-Market**

**Country:** *Estonia*

**Investee Company:** *Medicap Holding/ Quattromed*

**Private Equity Firm:** *BaltCap*

Nel 2008 BaltCap investe nella Medicap Holding/Quattromed, società operante nel settore dell'industria farmaceutica, specializzata nell'offerta di servizi di laboratorio medico. L'intervento mira a rafforzare il team di gestione e gli investimenti in R&S con soluzioni IT integrate al fine di migliorarne l'efficienza ed ampliare la gamma di prodotti e servizi offerti. In partnership con il management team, BaltCap supporta la società partecipata nell'acquisizione di quattro imprese, esportando la sua presenza nel Nord Europa. Nel 2013 Medicap Holding/Quattromed viene venduta al Gruppo Synlab, il principale fornitore di servizi di laboratorio medico in Europa. L'operazione nel suo complesso, ha portato ad un incremento nel numero annuale delle analisi di laboratorio da quota 800 mila del 2008 ad oltre 5 milioni nel 2013; contribuendo ad un innalzamento di ben quattro volte il fatturato nei cinque anni di durata dell'investimento, nonché un aumento della forza lavoro da 60 a 200 impiegati.

**Country:** *Latvia*

**Investee Company:** *Primekss Group*

**Private Equity Firm:** *BaltCap*

La società private equity BaltCap ha trasformato l'azienda Primekss in un gruppo imprenditoriale leader nel settore della pavimentazione in cemento. Avviato l'investimento nel 2010, l'azienda è stata supportata nello sviluppo e nella crescita del proprio business a livello internazionale attraverso la promozione di prodotti altamente innovativi e tutti coperti da brevetto. Nel gennaio 2014, BaltCap vende la società a Germany's Wermuth Asset Management. Dal 2010 al 2013, Primekss ha portato il proprio business in ben 12 Stati tra cui Stati Uniti, Belgio, Sud Africa, Bielorussia, Russia ed è diventata una delle principali società appaltatrici negli Stati Scandinavi, Baltici ed in Israele. Nei tre anni i ricavi sono triplicati, raggiungendo un livello di €23m nel 2013; il numero di impiegati è aumentato di oltre un terzo, da 80 a 110.

**Country:** *Poland*

**Investee Company:** *Dino Polska*

---

<sup>60</sup> A causa dell'impossibilità di reperire casi di studio concreti, mancano riferimenti ad imprese partecipate con sede in Croazia, Lituania, Slovacchia.

**Private Equity Firm:** *Enterprice Investors (EI)*

Dino è la principale catena di supermarket della Polonia Occidentale, la quale grazie all'investimento da parte di EI è stata protagonista di una veloce espansione in meno di quattro anni: da 97 negozi del 2010 si è trovata a gestirne 340 nel 2014. Il tasso di occupazione è quadruplicato, arrivando ad impiegare nel 2014 oltre 6 mila persone ed assistendo ad un incremento delle entrate del 68%: PLN529m (2010) contro un valore di PLN1.648m (2013). A beneficiare di tale crescita sono stati anche i produttori locali che in breve tempo hanno dovuto aumentare non solo la produzione dei propri beni destinati ad essere venduti negli stores Dino, ma anche l'organico.

**Country:** *Czech Republic*

**Investee Company:** *AVG Technologies*

**Private Equity Firm:** *Enterprice Investors (EI)*

Nel 2005 quando EI ha investito in AVG Technologies, la società era conosciuta per i suoi software anti-virus, contava circa 25 milioni di utenti, ma necessitava di espandersi ulteriormente. EI ne ha supportato lo sviluppo, rafforzando il team di gestione, espandendo il business attraverso una serie di acquisizioni ed investendo in nuovi prodotti. Inoltre, la sua quotazione nel 2014 presso la New York Stock Exchange le ha permesso di raccogliere nuovi capitali (64 milioni di dollari). Tutto ciò ha trasformato AVG da una società produttrice di software anti-virus in un leader mondiale di servizi on-line con una varietà di soluzioni per la sicurezza degli apparecchi elettronici. La società ha visto aumentare il numero di utenti attivi da 25 milioni a 187 milioni; le vendite da \$21m a \$400m nel 2013; e di 11.5 volte il suo valore pari a \$1b.

**Country:** *Hungary*

**Investee Company:** *LogMeIn*

**Private Equity Firm:** *3TS Capital Partners*

LogMeIn necessitava di una guida manageriale, rebranding, accesso ai principali networks. 3TS ha cercato di fornire tali servizi ridefinendo le strategie della società e supervisionando la sua delocalizzazione negli Stati Uniti (Boston e Massachusetts) per dargli un'impronta internazionale. La posizione raggiunta oggi dalla LogMeIn dimostra come un piccolo business con gli adeguati supporti riesce a conseguire risultati soddisfacenti: al momento dell'investimento nel 2004 i ricavi erano pari a \$2.6m con EBITDA \$2.3m; nel 2009 i ricavi salgono a \$74.4m, mentre l'EBITDA a \$13m e il numero di impiegati passa da un valore di 30 a uno di 340 nel 2009. La società verrà

quotata al NASDAQ nel 2009, realizzando un guadagno per gli investitori di 9.1 volte superiore rispetto al valore dagli stessi investito.

### **Large Buy Out**

**Country:** *Bulgaria*

**Investee Company:** *BTC*

**Private Equity Firm:** *Advent International*

BTC è stata una delle ultime società operanti nel settore delle telecomunicazioni ad essere privatizzata. Di proprietà dello Stato, ha sofferto per sistemi di contabilità inadeguati, sotto-investimenti, tecnologie obsolete, infrastrutture povere. Advent International l'ha acquistata nel 2004, portando al suo interno un team di manager esperti e focalizzando l'operazione di investimento principalmente sull'ammodernamento del business, trasformandola in una delle maggiori compagnie di telecomunicazioni europee. Con €400m investiti in nuovi servizi, come ADSL a banda larga o terzo operatore di telefonia mobile (Vivatel), ha raggiunto quota 1 milione di sottoscrittori nei due anni successivi il lancio.

**Country:** *Romania*

**Investee Company:** *Terapia*

**Private Equity Firm:** *Advent International*

Quando Terapia è stata acquistata da Advent International nel 2003, il mercato farmaceutico mostrava un potenziale di crescita considerevole. Con ottanta anni di esperienza e di proprietà statale, Terapia pur incarnando il secondo produttore farmaceutico più grande della Romania, aveva bisogno di rimodernare il proprio portafoglio prodotti ed adottare una strategia commerciale più forte. L'investimento ha funto da catalizzatore attraverso un programma di cambiamento tanto manageriale quanto operativo, dandole statura internazionale: significativa, infatti, è stata la sua espansione in Ucraina e in Russia. Inoltre, con il lancio di 23 nuovi prodotti, le vendite sono salite a \$75m e l'EBITDA a \$26m nel 2006 contro valori 2002 rispettivamente uguali a \$33.2m e \$11m.

**Country:** *Slovenia*

**Investee Company:** *SBB/Telemach*

**Private Equity Firm:** *Mid Europa Partners*

SBB/Telemach era nel 2007, anno della sua acquisizione da parte di Mid Europa Partners, il principale fornitore serbo di servizi televisivi a pagamento con 550 mila utenti. La società private equity vide in essa un'opportunità e attraverso ingenti

investimenti con non meno di 18 acquisizioni, SBB divenne un colosso attraendo più di 1.9 milioni di clienti. Quando nel 2014 è stata venduta a KKR, la società era la prima della classe al pari dei suoi concorrenti. Dal 2007 al 2013, le vendite sono aumentate del 20% e i profitti del 37% in media all'anno, mentre il numero degli impiegati è cresciuto complessivamente del 50% (da 200 a oltre 300).

➤ **Europe** (excl. CEE)<sup>61</sup>

### **Venture Capital**

**Country:** *Germany*

**Investee Company:** *Novald*

**Private Equity Firm:** *eCAPITAL, CDC Innovation, KfW, Omnes Capital, TechFund, TechnoStart, Technologiegründerfonds Sachsen*

Spin-off nata nel 2011 per iniziativa delle Università di Dresda ed Ulma, Novald è leader globale in OLED- Organic Light Emitting Diode- ossia diodi organici ad emissione di luce. Tecnologia che permette di realizzare display a colori molto più sottili e addirittura pieghevoli, nonché altamente efficienti da un punto di vista energetico. Grazie ai venture capitalists e ad un investimento iniziale pari a €1m, la piccola spin-off è diventata una società con oltre 130 impiegati, un fatturato superiore ai €25m, margine operativo pari a €3m ed il riconoscimento di ben 576 brevetti appartenenti a 148 diverse famiglie brevettuali. Nel 2013 è stata acquistata dalla Samsung per gli sviluppi realizzati nel settore OLED.

**Country:** *Ireland*

**Investee Company:** *PolarLake*

**Private Equity Firm:** *Delta Partners, ADD, Atlantic Bridge*

PolarLake è leader globale nell'applicazione di tecnologie, quali Semantic Web e Big Data, per i Data delle principali società di servizi finanziari operanti a livello globale. Il primo investimento da parte delle società venture capital si è avuto nel 2002. Nei dieci anni di partnership, dopo un rallentamento dell'attività nel 2005, gli operatori private hanno supportato la società attraverso l'apporto di fondi, ridefinizione delle strategie operative, introduzione di prodotti unici per il mercato servito, realizzando un incremento tanto dei posti di lavoro quanto del fatturato (65% del CAGR a tre anni). Nel 2012 è stata acquistata da Bloomberg.

**Country:** *Netherlands*

---

<sup>61</sup> A causa dell'impossibilità di reperire casi di studio concreti, mancano riferimenti ad imprese partecipate con sede in Cipro, Grecia, Lussemburgo, Malta, Portogallo.

**Investee Company:** *Liquavista*

**Private Equity Firm:** *Gimv, Amadeus Capital*

Liquavista, specializzata in tecnologia dei displays in particolare nella cosiddetta electronwetting technology, nasce nel 2005 ad Eindhoven come spin-off dei laboratori di ricerca della Philips. Gimv e Amadeus Capital supportano la novella società a partire dal 2006, lanciando un piano di espansione ambizioso. La crisi finanziaria ne impedisce il decollo e i venture capitalists decidono di intervenire attraverso la nomina di un nuovo CEO e focalizzando il business sugli e-readers. Nel 2010, anno in cui viene venduta a Samsung Electronics, la società si rivela essere uno dei business dell'elettronica più grande: nei primi due anni di investimento lo staff aumenta da 20 a 60 impiegati e gli investimenti superano di 4 volte il loro valore iniziale. Oggi Liquavista è di proprietà di Amazon, decisamente perfetta per il suo magazzino on-line.

**Country:** *Spain*

**Investee Company:** *Ingesport*

**Private Equity Firm:** *Corpfin Capital*

Negli ultimi quattro anni, grazie all'intervento della Corpfin Capital, Ingesport ha realizzato una notevole espansione non solo su territorio nazionale con la realizzazione di 15 nuovi siti, ma anche in Portogallo, Italia e sta considerando la possibilità di espandersi a livello internazionale. Il rapporto tra le due società inizia nel 2007 quando entrambe intravedono un alto potenziale di crescita nell'emergente segmento delle concessioni amministrative che riguardano l'industria del fitness. Dopo due anni di dialogo e approfondite ricerche di mercato, nel 2009 ha avvio l'investimento nell'individuato business: sviluppo e promozione di impianti sportivi, dotati delle migliori attrezzature e con personale esperto anche nella cura della persona. Dal 2009 al 2013 il numero di impiegati aumenta da 46 a 369 ed il numero di utenti cresce da 9.573 a 77.980.

### **Mid-Market**

**Country:** *Austria*

**Investee Company:** *AHT Cooling Systems*

**Private Equity Firm:** *Partners Group, Quadriga*

Quando Partners Group e Quadriga investono nel 2007 in AHT Cooling Systems, la società godeva già di una buona posizione sul mercato della produzione e distribuzione di apparecchiature di refrigerazione e congelamento per alimenti, impiegando 650 dipendenti. L'investimento le ha dato modo di migliorare la gestione della catena di

fornitura, rafforzare il team di gestione, relazionarsi con un differente target di clienti, introdurre nuove linee di prodotto più efficienti e a minor impatto ambientale grazie soprattutto agli ingenti investimenti in R&S. Tutto ciò ha contribuito ad una espansione internazionale del business in stati come Turchia, Brasile, India, Cina, Messico, Germania e Italia. Le vendite sono aumentate del 54% , oltre €300m in sei anni; quelle al di fuori del territorio europeo sono cresciute del 29%, contro un valore antecedente l'investimento pari al 6%; l'organico conta più di 1.100 impiegati. E con l'acquisto della società nel 2013 da parte della Bridgepoint, gli investitori hanno realizzato un IRR del 25%.

**Country:** *Belgium*

**Investee Company:** *Accent*

**Private Equity Firm:** *Gimv*

Con l'acquisto di una quota di minoranza nella società belga Accent, specializzata nel reclutamento del personale, Gimv è intervenuta assumendo un nuovo direttore finanziario, implementando degli standards di rendicontazione più rigorosi e migliorandone la corporate governance. Accent che sin dal principio beneficiava di una posizione dominante sul mercato domestico, grazie al supporto della società private equity nel 2007 compra il gruppo spagnolo Activa e quello olandese Intervention : operazione che raddoppia il numero di uffici presenti in quegli stati. Nel 2012 Gimv vende la sua quota e nel 2014 per ben dodici anni consecutivi, la società di collocamento belga riceve il premio "Great Place to Work". Nei cinque anni di durata dell'investimento ha visto: incrementare il proprio giro d'affari da un valore di €93m a uno di €330m; crescere il numero di uffici da 68 a 227; aggiunti al suo organico 290 dipendenti; raggiungere un livello di profitti superiore di oltre quattro volte quello iniziale.

**Country:** *Denmark*

**Investee Company:** *Chr.Hansen*

**Private Equity Firm:** *PAI Partners*

In sei anni PAI Partners ha trasformato Chr.Hansen da fornitore di ingredienti per l'industria alimentare in una società di fama globale focalizzata sulla bioscienza. L'obiettivo principale dell'operazione di investimento, avviata nel 2005, consisteva nel supportare l'intenso programma di R&S che avrebbe portato alla realizzazione di prodotti di prima ed alta qualità. Attraverso l'investimento di oltre €40m e più di 250 persone coinvolte, l'obiettivo è stato raggiunto portando la società a presentarsi sul

mercato con un nuovo business “Natural Colours, Cultures & Enzymes and Health & Nutrition”. Quotata alla borsa di Copenhagen nel 2010, nonostante la crisi finanziaria ed economica in atto, ha conseguito performance soddisfacenti. In particolare, il giro d'affari è incrementato del 36% (€636m) e i profitti del 117% con EBITDA pari a €202m. La PAI Partners vende le sue ultime quote nel 2012 dopo averla aiutata a creare un business internazionale con sedi in Cina, Brasile, Perù.

**Country:** *Finland*

**Investee Company:** *Musti ja Mirri Group*

**Private Equity Firm:** *Vaaka Partners*

Nel 2010 Vaaka Partners acquista Musti ja Mirri, una catena di negozi per animali. La società aveva bisogno di un forte cambiamento operativo e di immagine. Vaaka Partners interviene in tal senso: con la nomina di un nuovo team di gestione procede a modernizzare lo store attraverso una selezione di prodotti e servizi ai clienti. Segue l'apertura di 17 nuovi negozi e la sua espansione in Svezia, ove acquista il gruppo Grizzly Zoo, divenendo la più grande catena di negozi per animali della Scandinavia. In quattro anni il fatturato passa da €25m a €80m; i profitti aumentano del 370%, €7m nel 2014; il personale cresce in media del 27% l'anno per un totale di oltre 320 posti di lavoro.

### **Large Buy Out**

**Country:** *France*

**Investee Company:** *SMCP- Sandro, Maje, Claudie Pierlot*

**Private Equity Firm:** *L Capital*

La società private equity ha trasformato il gruppo di moda SMCP in un Fashion Brand di fama mondiale. Nel 2010, anno di avvio dell'investimento, la SMCP era presente in nove stati europei con un organico di 1.100 impiegati. L Capital in meno di tre anni ne ha raddoppiato il numero di stores (343 nuovi punti vendita), rafforzando la sua presenza in Europa, esportando il brand negli Stati Uniti (2011) e in Asia (2012), lanciando una nuova linea di accessori e reclutando personale specializzato in tale settore (più di 1.700 nuove assunzioni). Dal 2010 al 2013 il fatturato è cresciuto del 222% mentre l'EBITDA del 245%.

**Country:** *Italy*

**Investee Company:** *Ducati*

**Private Equity Firm:** *Investindustrial*



Nonostante il clima di difficoltà in cui le case motociclistiche operavano, sotto la guida di Investindustrial, Ducati ha superato le aspettative registrando delle performance notevoli. I due pilastri su cui l'investimento di lungo periodo verteva erano riconducibili al perfezionamento operativo e alla sua espansione a livello internazionale. Il risultato di tale strategia, avviata nel 2006, fu ravvisabile nel lancio di 17 nuovi modelli e ad un incremento del peso dei mercati esteri sulle vendite pari all'80%. Risultati resi possibili grazie ad un migliorato investimento in R&S e all'espansione verso nuovi mercati come Cina, Brasile, India, Thailandia. Nel 2011 Ducati realizza un grande record: il numero di vendite più alto mai realizzato, 42.000 motociclette. Il fatturato cresce da €305m a €480m, l'EBITDA da €27m a €94m; la quota di mercato delle moto ad elevate prestazioni sportive passa da un valore 2006 del 4.1% a un valore 2011 del 10.6%; nonché la creazione di oltre 100 nuovi posti di lavoro tra Europa ed Asia. Nel 2012 la Ducati è stata acquistata dal Gruppo Volkswagen AG di cui tuttora fa parte.

**Country:** *Sweden*

**Investee Company:** *Permobil*

**Private Equity Firm:** *Nordic Capital*

Nel 2006 quando Nordic Capital acquista Permobil, Permobil è una società a conduzione familiare specializzata nella produzione di sedie a rotelle con una grande ambizione, ossia quella di far crescere il proprio business a livello internazionale. Nordic Capital realizza tale ambizione da un lato ristrutturando la catena distributiva dall'altro investendo in R&S al fine di realizzare prodotti nuovi, sicuri e confortevoli. Nel 2013 la società viene venduta e i risultati raggiunti sono più che soddisfacenti. In particolare, i tempi di attesa per la consegna del prodotto si riducono da 30 a 8 giorni; la quota di mercato sale al 25%; con essa cresce il numero di impiegati (da 470 a oltre 700) e il fatturato in misura del 7% ogni anno durante il periodo di investimento.

**Country:** *United Kingdom*

**Investee Company:** *Worldpay*

**Private Equity Firm:** *Advent International, Bain Capital*

Le società private equity acquistano nel 2010, dal Royal Bank of Scotland Group, Worldpay. Essendo stata fino a quel momento di proprietà dello stato, la difficoltà maggiore per le società private equity consiste nel renderla una società indipendente, forte nel sistema dei pagamenti. Supportate da un team di managers esperti, attraverso un intenso programma di investimento tecnologico (£480m) e ad una significativa ridefinizione strategica che ha portato a cinque importanti acquisizioni tra Europa, US e

America latina, Worldpay è stata trasformata in una global payments company. Dal 2010 al 2014 sono stati creati in Europa oltre 1.800 posti di lavoro con un fatturato in crescita dal 2010 del 35%.

Dalla lettura dei casi di studio riportati diviene più tangibile l'entità del supporto offerto dalle società private equity alle imprese partecipate e di come questo sia stato rilevante per lo sviluppo, la crescita e l'affermarsi del business sul mercato di riferimento. Al di là della diversa entità caratterizzante l'intervento nel capitale di rischio dell'impresa target, possiamo notare una certa condivisione negli strumenti adottati dalle società private equity per il perseguimento degli obiettivi preposti. Innanzitutto, la costituzione di un management team capeggiato da soggetti di elevata ed acquisita professionalità, esperienza, nonché specialisti del settore economico in cui l'impresa è portata ad emergere. Il mero apporto di capitali può rivelarsi insufficiente se i soggetti coinvolti non sono in grado di gestirli nel modo più adeguato. E indispensabile, dunque, che l'impresa sia supportata da un management team conoscitore della materia, capace di rimuovere gli elementi destabilizzanti, esaltandone le potenzialità al fine di guidarla verso standard operativi più elevati. Dai casi di studio analizzati, infatti, abbiamo avuto modo di constatare il ruolo chiave che tali figure hanno avuto nella piena realizzazione del progetto imprenditoriale e di come le azioni da queste intraprese si siano rivelate indispensabili per il superamento di alcuni fattori depotenziati come, ad esempio, l'utilizzo di apparecchiature e tecnologie fuori uso, strutture obsolete, inefficienze nei processi aziendali, realizzazione di strategie errate, nonché congiuntura economica in atto; tutti fattori che avrebbero determinato la fine del business piuttosto che l'inizio del suo potenziamento e successiva espansione. I cospicui investimenti in R&S rappresentano un secondo strumento condiviso teso a rendere le imprese partecipate fortemente innovative e competitive. L'obiettivo prioritario è quello di progettare prodotti in grado di garantire da un lato risultati maggiormente performanti; dall'altro di dare risposta a bisogni rimasti ancora insoddisfatti. Tutto ciò avendo cura anche dell'impatto in termini energetici che l'utilizzo del bene potrebbe avere sull'ambiente. In questo modo, il portafoglio dell'impresa si arricchisce di prodotti capaci di offrire soluzioni differenti alle diverse ma altrettanto specifiche esigenze dell'utilizzatore finale, assicurando il conseguimento di notevoli livelli prestazionali. Emblematico è il caso della società tedesca Novaled, alla quale per le tecnologie sviluppate nel campo della OLED Technology, le sono stati riconosciuti ben 576 brevetti appartenenti a 148 diverse famiglie brevettuali. Altri esempi: la Ducati a seguito della presentazione dei

suoi nuovi 12 modelli ha raggiunto un record di vendite pari a 45.000 motociclette; la Chr.Hansen si è guadagnata il riposizionamento sul segmento del “Natural Colours, Cultures & Enzymes and Health & Nutrition”; Terapia lancia 23 nuovi farmaci; Permobil realizza sedie a rotelle funzionali e confortevoli, studiate ad hoc per il cliente affetto da particolare disabilità; la AHT Cooling System produce apparecchiature di refrigerazione e congelamento per alimenti a minor impatto ambientale. L’avanzamento tecnologico permette, dunque, all’impresa di ottimizzare i propri prodotti, ampliare la propria funzione d’offerta, fidelizzare nuovi utenti, accrescere la corrispettiva quota di mercato. A tal proposito, importanti sono le strategie adottate in termini di espansione del business imprenditoriale che hanno come fine quello di incrementare la presenza dell’impresa sul mercato di riferimento, accrescendone la competitività. Per le imprese oggetto della nostra analisi tali strategie si sono basate sull’acquisizione di società in mercati limitrofi; nella costituzione di nuove sedi in mercati emergenti al fine di sfruttare i vantaggi legati ad economie in costante e crescente sviluppo; o ancora nell’apertura di filiali in quei mercati leader dei settori in cui le imprese partecipate operano. Le imprese partecipate sono divenute società influenti: alcune con posizione di rilievo nel mercato geografico di riferimento; altre addirittura a livello globale. Inoltre, i risultati raggiunti e le qualifiche riconosciute sono divenuti determinanti per il loro successivo acquisto da parte di soggetti considerati i *Main Actors* dei settori serviti. E quanto accaduto alla società PolarLake, comprata da Bloomberg; a Liquavista acquistata prima da Samsung Electronics e successivamente ceduta ad Amazon; o ancora alla Ducati dal Gruppo Volkswagen.









In merito, invece, ai risultati realizzati dalle imprese partecipate, anche in tal caso si ravvisa una certa comunanza negli effetti generati dall’attività private equity che impattano direttamente sia sui livelli operativi sia sui livelli occupazionali, garantendo valori post-investimento più elevati. Al fine di dare maggiore concretezza all’analisi condotta, rendendo più tangibili i vantaggi prettamente quantitativi derivanti dal private equity, si è costruito un campione composto da 127 operazioni portate a termine entro il territorio EU-28. Come in precedenza, anche in tal caso si è proceduto a distinguere le operazioni rilevate per:

❖ **Area Geografica:** CEE- *Central and Eastern Europe*; EU (excl. CEE);








❖ **Dimensione dell’Investimento:** *Venture Capital, Mid Market, Large Buy Out.*

Seguendo tale distinzione di seguito sono riportati i dati relativi alle singole *Investee Companies*, protagoniste dei casi di studio considerati.

<u>VENTURE CAPITAL</u>	Investee Company	Country	Investment Period	Economic Field	Outputs
❖ CEE- Central and Eastern Europe		Czech Republic	2011-2013	Internet Security Software	<ul style="list-style-type: none"> <li>- <b>Markets:</b> US, 7 European Countries;</li> <li>- <b>Sales Revenues:</b> 50x;</li> <li>- <b>Employee Numbers:</b> 2x (14- 28).</li> </ul>
❖ EU (excl. CEE)		Belgium	2005-2008	Paper and Pulp Handling	<ul style="list-style-type: none"> <li>- <b>Markets:</b> China;</li> <li>- <b>Activity Growth:</b> +35% tons handled;</li> <li>- <b>Sales Revenues:</b> +41%.</li> </ul>
		Denmark	2008-2013	Robotic Arms	<ul style="list-style-type: none"> <li>- <b>Markets:</b> China, US;</li> <li>- <b>Sales Revenues:</b> 30x (0- €30m);</li> <li>- <b>Employee Numbers:</b> 33x (3- 100).</li> </ul>
		France	2003-2013	Spinal Implants	<ul style="list-style-type: none"> <li>- <b>Markets:</b> China, Germany, South America, South Korea, US;</li> <li>- <b>Sales Revenues:</b> &gt;54x (€1.5m- €82m);</li> <li>- <b>Employee Numbers:</b> 27x (11- 300).</li> </ul>
		France	1986-2011	Satellite Surveillance	<ul style="list-style-type: none"> <li>- <b>Markets:</b> 15 subsidiaries over the world;</li> <li>- <b>Sales Revenues:</b> 3x (€20m- €61m);</li> <li>- <b>Employee Numbers:</b> 16x (25- 400).</li> </ul>
		Germany	2008-2013	Laser Applications in Industrial Manufacturing	<ul style="list-style-type: none"> <li>- <b>Markets:</b> Asia, North America;</li> <li>- <b>Sales Revenues:</b> +60%;</li> <li>- <b>Employee Numbers:</b> 3x (18- 54).</li> </ul>
		Germany	-	Pharmacy Shelving Systems	<ul style="list-style-type: none"> <li>- <b>Markets:</b> Australia, New Zealand, 7 European Countries;</li> <li>- <b>Sales Revenues:</b> +250%;</li> <li>- <b>Employee Numbers:</b> 1.3x (60- 80).</li> </ul>

	Germany	-	Solar Energy Technology	- <b>Employee Numbers:</b> +70.
	Germany	2001-2013	OLED Materials Technology	- <b>Sales Revenues:</b> 25x (€1m- €25m); - <b>Employee Numbers:</b> 44x (3- 133).
	Germany	2013	Electricity Storage Systems	- <b>Markets:</b> German-speaking Countries; - <b>Employee Numbers:</b> >3x (20-73).
	Germany	2002-2013	Lasers and Optical Components	- <b>Markets:</b> Asia, US; - <b>Sales Revenues:</b> +15% annually; - <b>Employee Numbers:</b> >4x (20- 95).
	Germany	2004-2011	Ultra filtration Water Technology	- <b>Markets:</b> China, Middle East, US; - <b>Sales Revenues:</b> 10x; - <b>Employee Numbers:</b> >4x (25- 120).
	Germany	1998-2008	Biology	- <b>Markets:</b> US; - <b>Sales Revenues:</b> 20x (0- €20m); - <b>Employee Numbers:</b> +160.
	Germany	2012-2013	LCD Technology	- <b>Markets:</b> Asia, US; - <b>Sales Revenues:</b> 3x (€5m- €17m); - <b>Employee Numbers:</b> +300.
	Ireland	2009-2012	Semantic Web & Big Data	- <b>Markets:</b> US; - <b>Sales Revenues:</b> +30%.








	Italy	2007-2013	Healthcare (Detection of Cancer)	<ul style="list-style-type: none"> <li>- <b>Markets:</b> US;</li> <li>- <b>Sales Revenues:</b> 260% annually.</li> </ul>
	Netherlands	2006-2010	Electronics Display Technology (eReaders)	<ul style="list-style-type: none"> <li>- <b>Markets:</b> China;</li> <li>- <b>Employee Numbers:</b> 3x (20-60).</li> </ul>
	Spain	2012-2013	Eco-friendly Synthetic Ice Rinks	<ul style="list-style-type: none"> <li>- <b>Markets:</b> Russia, Ukraine, Mexico, US;</li> <li>- <b>Sales Revenues:</b> 2x (€1.5m- €3m);</li> <li>- <b>Employee Numbers:</b> 2x (9-18);</li> </ul>
	Spain	2011-2013	Social Network for Businesses and Enterprises	<ul style="list-style-type: none"> <li>- <b>Markets:</b> 28 Countries Europe, Americas, Asia;</li> <li>- <b>Sales Revenues:</b> &gt;13x (€180thou- €2.5m);</li> <li>- <b>Employee Numbers:</b> 3x (11- 34).</li> </ul>
	Spain	2009-2011	Online Retailer	<ul style="list-style-type: none"> <li>- <b>Markets:</b> 7 European Countries ;</li> <li>- <b>Activity Growth:</b> 0-6m customers;</li> <li>- <b>Sales Revenues:</b> 4x (€23m- €97m);</li> <li>- <b>Employee Numbers:</b> 1.6x (123- 201);</li> </ul>
	Spain	2009-2013	Sports Centre	<ul style="list-style-type: none"> <li>- <b>Markets:</b> Portugal;</li> <li>- <b>Activity Growth:</b> 15 new centre;</li> <li>- <b>Employee Numbers:</b> 8x (46- 369).</li> </ul>
	United Kingdom	2009-2011	IT Consulting Business	<ul style="list-style-type: none"> <li>- <b>Markets:</b> France, Australia, US;</li> <li>- <b>Sales Revenues:</b> 8x (£1m- £8m);</li> <li>- <b>Employee Numbers:</b> 13x (6- 80).</li> </ul>
	United Kingdom	1998-2011	Optics	<ul style="list-style-type: none"> <li>- <b>Markets:</b> Germany, Canada, US;</li> <li>- <b>Activity Growth:</b> over 30m exams;</li> <li>- <b>Sales Revenues:</b> 0- \$67.7m;</li> <li>- <b>Employee Numbers:</b> &gt;11x (20- 230).</li> </ul>

<b>MID-MARKET</b>	<b>Investee Company</b>	<b>Country</b>	<b>Investment Period</b>	<b>Economic Field</b>	<b>Outputs</b>
❖ CEE- Central and Eastern Europe		Czech Republic	2005-2013	Anti-virus Software, Security and online Services	<ul style="list-style-type: none"> <li>- <b>Markets:</b> US;</li> <li>- <b>Activity Growth:</b> +600% (25m-187m users);</li> <li>- <b>Sales Revenues:</b> &gt;8x (\$21m-\$187m).</li> </ul>
		Czech Republic	-	Computer Game	<ul style="list-style-type: none"> <li>- <b>Markets:</b> Slovakia;</li> <li>- <b>Activity Growth:</b> +37% (30- 41 stores );</li> <li>- <b>Sales Revenues:</b> 15% annually;</li> <li>- <b>Employee Numbers:</b> 1.5x (90-140).</li> </ul>
		Czech Republic	2009-2012	Electric Motors	<ul style="list-style-type: none"> <li>- <b>Markets:</b> Western Europe;</li> <li>- <b>Sales Revenues:</b> 1.7x (€14m-€24m);</li> <li>- <b>Employee Numbers:</b> +6%.</li> </ul>
		Czech Republic	2006-2011	Bathroom Equipment	<ul style="list-style-type: none"> <li>- <b>Markets:</b> Romania, Slovakia, China;</li> <li>- <b>Sales Revenues:</b> +33%.</li> </ul>
		Czech Republic	2006-2010	Television and Radio Broadcast	<ul style="list-style-type: none"> <li>- <b>Activity Growth:</b> 0-99.6% population coverage;</li> <li>- <b>Sales Revenues:</b> 2x.</li> </ul>
		Estonia	2008-2013	Medical Laboratory Services	<ul style="list-style-type: none"> <li>- <b>Markets:</b> Northern Europe;</li> <li>- <b>Activity Growth:</b> +500% (800thou- 5m laboratory analysis);</li> <li>- <b>Sales Revenues:</b> 4x;</li> <li>- <b>Employee Numbers:</b> 3x (60-200).</li> </ul>
		Hungary	2004-2009	Service Provider	<ul style="list-style-type: none"> <li>- <b>Markets:</b> US;</li> <li>- <b>Sales Revenues:</b> &gt;28x (\$2.6m-\$74.4m);</li> <li>- <b>Employee Numbers:</b> 11x (30-340).</li> </ul>

	Latvia	2010-2013	Concrete Floor	<ul style="list-style-type: none"> <li>- <b>Markets:</b> Belgium, Belarus, Russia, South Africa, Scandinavia, Israel, Baltic States, US;</li> <li>- <b>Sales Revenues:</b> 3x (€7.5m-€23m);</li> <li>- <b>Employee Numbers:</b> &gt;1.3x (80-110).</li> </ul>
	Poland	2010-2013	Chain Supermarkets	<ul style="list-style-type: none"> <li>- <b>Activity Growth:</b> +250% (97- 340 stores);</li> <li>- <b>Sales Revenues:</b> 3x (PLN529m-PLN1.648m);</li> <li>- <b>Employee Numbers:</b> 4x (1.500-6.000).</li> </ul>
	Poland	2007-2013	Healthcare services	<ul style="list-style-type: none"> <li>- <b>Activity Growth:</b> +350% (220thou- 1m patients); +600% (14- 100 clinics);</li> <li>- <b>Sales Revenues:</b> 5x (€40m-€200m);</li> <li>- <b>Employee numbers:</b> 4x (2.000-8.000).</li> </ul>
	Poland	2003-2012	Hospital Finances	<ul style="list-style-type: none"> <li>- <b>Markets:</b> Czech Republic, Slovakia;</li> <li>- <b>Sales Revenues:</b> 3x (PLN20m-PLN60m).</li> </ul>
	Poland	2006-2012	Flue Gas Extraction Systems	<ul style="list-style-type: none"> <li>- <b>Markets:</b> Western Europe, Scandinavia.</li> <li>- <b>Activity Growth:</b> +200% unit production;</li> <li>- <b>Employee Numbers:</b> 2x (74-168).</li> </ul>
	Poland	2005-2012	Electrical Appliances	<ul style="list-style-type: none"> <li>- <b>Markets:</b> Russia, Ukraine;</li> <li>- <b>Sales Revenues:</b> 2x (PLN299m-PLN737m).</li> </ul>
	Slovenia	2007-2011	Plastics Components	<ul style="list-style-type: none"> <li>- <b>Sales Revenues:</b> 3x;</li> <li>- <b>Employee Numbers:</b> &gt;2x (77-186).</li> </ul>



		Poland	2004-2012	Financial Services	<ul style="list-style-type: none"> <li>- <b>Markets:</b> Czech Republic, Romania, Ukraine;</li> <li>- <b>Sales Revenues:</b> &gt;9x (€8.5m-€83.5m);</li> <li>- <b>Employee Numbers:</b> 6x (300-1800).</li> </ul>
		Poland	2006-2010	Pay TV Operator	<ul style="list-style-type: none"> <li>- <b>Sales Revenues:</b> +80%;</li> <li>- <b>Employee Numbers:</b> +30%.</li> </ul>
❖ EU (excl. CEE)		Austria	2007-2013	Cooling and Freezing Equipment	<ul style="list-style-type: none"> <li>- <b>Markets:</b> Asia, Latin America, Turkey, Italy, UK;</li> <li>- <b>Sales Revenues:</b> 2x (€138m-€300m);</li> <li>- <b>Employee Numbers:</b> &gt;1.6x (650-1.100).</li> </ul>
		Austria	2003-2010	Dental Equipment	<ul style="list-style-type: none"> <li>- <b>Markets:</b> Europe, Americas, Asia, Africa, Australia;</li> <li>- <b>Sales Revenues:</b> 6x (€7.2m-€46m);</li> <li>- <b>Employee Numbers:</b> +200.</li> </ul>
		Austria	2009-2013	Call Center	<ul style="list-style-type: none"> <li>- <b>Markets:</b> France, Germany;</li> <li>- <b>Sales Revenues:</b> &gt;2.7x (€36m-€100m);</li> <li>- <b>Employee Numbers:</b> &gt;2x (2.000-4.500).</li> </ul>
		Belgium	2007-2010	Courier Service	<ul style="list-style-type: none"> <li>- <b>Markets:</b> France, Luxemburg, Netherlands, Spain;</li> <li>- <b>Sales Revenues:</b> 1.8x (25.7m-47.2m);</li> </ul>







	Belgium	2006-2012	Recruitment Firm	<ul style="list-style-type: none"> <li>- <b>Markets:</b> Netherlands, Spain;</li> <li>- <b>Activity Growth:</b> +230% (68- 227 offices);</li> <li>- <b>Sales Revenues:</b> 3.5x (€93m- €330m);</li> <li>- <b>Employee Numbers:</b> 2.5x (193-493).</li> </ul>
	Belgium	-	Mining Engineering	<ul style="list-style-type: none"> <li>- <b>Markets:</b> India, Thailand;</li> <li>- <b>Sales Revenues:</b> 1.5x (€330m- €500m);</li> <li>- <b>Employee Numbers:</b> +15%.</li> </ul>
	Denmark	2004-2010	Natural Colors, Cultures & Enzymes, Health & Nutrition	<ul style="list-style-type: none"> <li>- <b>Markets:</b> China, Peru, Brazil;</li> <li>- <b>Sales Revenues:</b> &gt;1.5x (€407m- €636m).</li> </ul>
	Denmark	2009-2012	Insulation Product Manufacturing	<ul style="list-style-type: none"> <li>- <b>Markets:</b> Russia;</li> <li>- <b>Sales Revenues:</b> 3x (DKK23m- DKK78m).</li> </ul>
	Finland	2006-2008	Business and Credit Information Database	<ul style="list-style-type: none"> <li>- <b>Markets:</b> North Europe;</li> <li>- <b>Sales Revenues:</b> +30%;</li> <li>- <b>Employee Numbers:</b> 2x.</li> </ul>
	Finland	2010-2014	Pet Food and Accessories	<ul style="list-style-type: none"> <li>- <b>Markets:</b> Scandinavia States;</li> <li>- <b>Sales Revenues:</b> &gt;1.5x (€4.4m- €7m);</li> <li>- <b>Employee Numbers:</b> 2x (161-322).</li> </ul>
	France	2006-2010	Electric Equipment for Control, Measurement, Regulation in the Shipping and the Energy Production	<ul style="list-style-type: none"> <li>- <b>Markets:</b> UK, Germany, US, China, Singapore, Korea, Turkey.</li> <li>- <b>Sales Revenues:</b> &gt;1.6x (€28.9m- €48.6m);</li> <li>- <b>Employee Numbers:</b> &gt;1.7x (305-548).</li> </ul>

		France	2005-2010	Accommodation Services	<ul style="list-style-type: none"> <li>- <b>Markets:</b> Hungary, Italy, Poland, Portugal, Netherlands;</li> <li>- <b>Activity Growth:</b> +90% (117-223 hotels);</li> <li>- <b>Sales Revenues:</b> 2x (€82m-€178m);</li> <li>- <b>Employee Numbers:</b> 1.2x (415-505).</li> </ul>
		France	2006-2013	Gaskets for Energy Sector	<ul style="list-style-type: none"> <li>- <b>Markets:</b> China, Middle East, Central Asia;</li> <li>- <b>Sales Revenues:</b> &gt;2.7x (€72m-€200m);</li> <li>- <b>Employee Numbers:</b> 27x (46-1.250).</li> </ul>
		France	2010-2013	Software and IT Services	<ul style="list-style-type: none"> <li>- <b>Markets:</b> Europe, Middle East, Turkey;</li> <li>- <b>Sales Revenues:</b> 3.5x (€106m-€372m);</li> <li>- <b>Employee Numbers:</b> 2.3x (152-350).</li> </ul>
		France	2006-2011	Design and manufacturing of Glass Bottles and Decanter	<ul style="list-style-type: none"> <li>- <b>Markets:</b> Asia;</li> <li>- <b>Activity Growth:</b> +130% production capacity;</li> <li>- <b>Sales revenues:</b> 27% (€220m-€280m);</li> <li>- <b>Employee Numbers:</b> &gt;1.3x (1.600- 2.200)</li> </ul>
		France	2008-2013	Private Clinical	<ul style="list-style-type: none"> <li>- <b>Activity Growth:</b> +135% (725-1702 bed spaces);</li> <li>- <b>Sales Revenues:</b> 2.3x (€96m-€229m);</li> <li>- <b>Employee Numbers:</b> 3x (240-749).</li> </ul>

	France	2010-2013	Calibration and Maintenance Services	<ul style="list-style-type: none"> <li>- <b>Markets:</b> Asia, Europe, North America;</li> <li>- <b>Activity Growth:</b> +20% (50- 60 laboratories);</li> <li>- <b>Sales Revenues:</b> &gt;1.6x (€88.2m-€147m);</li> <li>- <b>Employee Numbers:</b> 5x (300-1500).</li> </ul>
	France	2002-2011	Food Production	<ul style="list-style-type: none"> <li>- <b>Markets:</b> Americas, Europe, Asia, Israel;</li> <li>- <b>Sales Revenues:</b> 1.5x (€609m-€922m);</li> </ul>
	France	2003- 2010	Fruit Dessert	<ul style="list-style-type: none"> <li>- <b>Markets:</b> US, Canada, Israel;</li> <li>- <b>Sales Revenues:</b> 4.7x (€40m-€190m).</li> </ul>
	France	2007-2013	Animal and Human Nutrition	<ul style="list-style-type: none"> <li>- <b>Markets:</b> Asia, US, East Europe;</li> <li>- <b>Sales Revenues:</b> &gt;1.7x (€254m-€451m);</li> <li>- <b>Employee Numbers:</b> 2x (1.000-2.000).</li> </ul>
	Germany	2007-2013	Chemicals	<ul style="list-style-type: none"> <li>- <b>Markets:</b> US, Asia, Europe;</li> <li>- <b>Grow Activities:</b> 10 new products;</li> <li>- <b>Sales Revenues:</b> 2.5x (€600thou-€1.5m);</li> <li>- <b>Employee Numbers:</b> 1.2x (1250-1500).</li> </ul>
	Germany	2005-2009	Pump and Pumping Systems	<ul style="list-style-type: none"> <li>- <b>Markets:</b> US, China;</li> <li>- <b>Sales Revenues:</b> 2.5x (€56m-€140m);</li> <li>- <b>Employee numbers:</b> +6%.</li> </ul>





	Germany	2008-2013	Software for Businesses	<ul style="list-style-type: none"> <li>- <b>Markets:</b> France;</li> <li>- <b>Activity Growth:</b> +26% (950-1.200 customers);</li> <li>- <b>Sales Revenues:</b> 1.5x (€6.5m-€10m);</li> <li>- <b>Employee Numbers:</b> 1.6x (136-218).</li> </ul>
	Germany	2008-2013	Email Software Application	<ul style="list-style-type: none"> <li>- <b>Markets:</b> San Jose, California, Kuala Lumpur (Malaysia);</li> <li>- <b>Activity Growth:</b> +110m users;</li> <li>- <b>Sales Revenues:</b> 1.8x (€5.5m-€10m);</li> <li>- <b>Employee Numbers:</b> 2.2x (50-110).</li> </ul>
	Germany	2011-2014	Precision and Hi-tech Mechanical Parts for Industries	<ul style="list-style-type: none"> <li>- <b>Markets:</b> US, China;</li> <li>- <b>Activity Growth:</b> +50% production capacity; +60% (40m-100m customers);</li> <li>- <b>Employee Numbers:</b> 2x (120-240).</li> </ul>
	Germany	2007-2013	Fashion	<ul style="list-style-type: none"> <li>- <b>Markets:</b> Us, Asia;</li> <li>- <b>Activity Growth:</b> +240% (287-1.000 stores);</li> <li>- <b>Sales Revenues:</b> 2x (€1.2m-€2.4m);</li> <li>- <b>Employee Numbers:</b> &gt;1.3x (9.123-12.496).</li> </ul>
	Germany	2003- 2013	Submetering	<ul style="list-style-type: none"> <li>- <b>Sales Revenues:</b> &gt;1.5x (€460m-€735m);</li> <li>- <b>Employee Numbers:</b> &gt;1.3x (3.300-4.600).</li> </ul>
	Germany	2009-2013	Confectionary	<ul style="list-style-type: none"> <li>- <b>Markets:</b> US, China;</li> <li>- <b>Sales Revenues:</b> &gt;1.5x (€16.7m-€26.4m);</li> <li>- <b>Employee Numbers:</b> +50%.</li> </ul>

	Germany	2006-2011	Niche Market (Developing and Producing Pallets and Transport Container for the Automotive Industry)	<ul style="list-style-type: none"> <li>- <b>Sales Revenues:</b> &gt;1.7x (€13.5m-€24m).</li> </ul>
	Germany	2007-2011	Fashion	<ul style="list-style-type: none"> <li>- <b>Sales Revenues:</b> 2.5x (€100m-€200m);</li> <li>- <b>Employee Numbers:</b> 2x (67- 250).</li> </ul>
	Germany	-	Loudspeaker Designer and Manufacturer	<ul style="list-style-type: none"> <li>- <b>Markets:</b> UK;</li> <li>- <b>Activity Growth:</b> +150% (8- 20 products);</li> <li>- <b>Sales Revenues:</b> &gt;2.5x (€16m-€41m);</li> <li>- <b>Employee Numbers:</b> &gt;2.7x (26-72).</li> </ul>
 MORE THAN LIGHT	Germany	2007-2010	Lighting Specialist	<ul style="list-style-type: none"> <li>- <b>Markets:</b> US, Turkey, Hungary, Slovenia, Finland, Portugal, Bulgaria, Ukraine;</li> <li>- <b>Sales Revenues:</b> 10% annually;</li> <li>- <b>Employee Numbers:</b> &gt;1.4x (155-230).</li> </ul>
	Germany	2008-2011	Online Game	<ul style="list-style-type: none"> <li>- <b>Markets:</b> San Francisco, Sao Paolo;</li> <li>- <b>Activity Growth:</b> +900% (20-200m users);</li> <li>- <b>Employee Numbers:</b> 5x (150-800).</li> </ul>
 The reliable way	Italy	2009-2013	Services for the Car Insurance	<ul style="list-style-type: none"> <li>- <b>Markets:</b> US, UK, Spain ;</li> <li>- <b>Sales Revenues:</b> &gt;1.3x (€91.25m-€125m);</li> <li>- <b>Employee Numbers:</b> 3x (67- 202).</li> </ul>
 SERVIZI PER L'AMBIENTE	Italy	2011-2014	Energy-Producing Waste Disposal Plant	<ul style="list-style-type: none"> <li>- <b>Sales Revenues:</b> 4x;</li> <li>- <b>Employee Numbers:</b> 3x.</li> </ul>

		Italy	2009-2012	Manufacturing of Rails and Guides for Industries	<ul style="list-style-type: none"> <li>- <b>Markets:</b> Germany, US;</li> <li>- <b>Sales Revenues:</b> 1.8x (€30m-€55m);</li> <li>- <b>Employee numbers:</b> 1.4x (200-280).</li> </ul>
		Italy	2008-2011	Fashion	<ul style="list-style-type: none"> <li>- <b>Markets:</b> Asia, US, Europe;</li> <li>- <b>Activity Growth:</b> +129 new stores (6- 135);</li> <li>- <b>Sales Revenues:</b> +150%;</li> </ul>
		Italy	2006-2013	Writing instruments and Reading Accessories	<ul style="list-style-type: none"> <li>- <b>Markets:</b> US, Asia;</li> <li>- <b>Sales Revenues:</b> 4.35x (€20m-€87m);</li> <li>- <b>Employee Numbers:</b> 10x (20-200).</li> </ul>
		Italy	2007-2010	Design and Build Architectural Envelopes	<ul style="list-style-type: none"> <li>- <b>Markets:</b> Asia, Middle East, US;</li> <li>- <b>Sales Revenues:</b> 2x;</li> <li>- <b>Employee Numbers:</b> +26%.</li> </ul>
		Italy	2006-2012	Frozen Food	<ul style="list-style-type: none"> <li>- <b>Sales Revenues:</b> 1.5x (€24m-€36m);</li> <li>- <b>Employee Numbers:</b> 1.2x (108-132).</li> </ul>
		Italy	2009-2012	Healthcare (Renal Care Machines and Therapies for Blood Management)	<ul style="list-style-type: none"> <li>- <b>Sales Revenues:</b> +50%;</li> <li>- <b>Employee Numbers:</b> +8%.</li> </ul>





	Italy	2010-2014	Athletic Swimwear	<ul style="list-style-type: none"> <li>- <b>Markets:</b> US, India, Canada;</li> <li>- <b>Sales Revenues:</b> 7%.</li> </ul>
	Netherlands	2011-2013	Non-Food Discount	<ul style="list-style-type: none"> <li>- <b>Markets:</b> Belgium, France;</li> <li>- <b>Activity Growth:</b> +51% (196- 400 stores);</li> <li>- <b>Sales Revenues:</b> 3.9x (€390m- €1b);</li> <li>- <b>Employee Numbers:</b> 1.8x (6.988- 12.788).</li> </ul>
	Netherlands	2004-2010	Hydraulic Cylinders	<ul style="list-style-type: none"> <li>- <b>Markets:</b> Europe, Brazil, China, India;</li> <li>- <b>Sales Revenues:</b> 3x (€163m- €490m);</li> <li>- <b>Employee Numbers:</b> 2.9x (600- 1.750).</li> </ul>
	Netherlands	2005-2011	Fruit Trading Operation	<ul style="list-style-type: none"> <li>- <b>Markets:</b> UK, Belgium;</li> <li>- <b>Sales Revenues:</b> 1.4x (€140m- €200m);</li> <li>- <b>Employee Numbers:</b> 2x (96- 200).</li> </ul>
	Spain	2010-2013	Manufacturer of Tin Cans for Food	<ul style="list-style-type: none"> <li>- <b>Markets:</b> Hungary, Peru, Ghana;</li> <li>- <b>Sales Revenues:</b> +4%;</li> <li>- <b>Employee Numbers:</b> +10%.</li> </ul>
	Spain	2007-2012	Protection, Control, Metering and Telecommunications Products for Power Utility Companies	<ul style="list-style-type: none"> <li>- <b>Markets:</b> Brazil, Mexico, US, India;</li> <li>- <b>Sales Revenues:</b> 14x (€5.95m- €85m).</li> </ul>
	Spain	2013	Software Applications	<ul style="list-style-type: none"> <li>- <b>Markets:</b> US, Mexico;</li> <li>- <b>Activity Growth:</b> +28% (4.6m- 6.4m users);</li> <li>- <b>Employee Numbers:</b> 1.2x (328- 400).</li> </ul>









 MAQUINARIA	Spain	2003-2005	Equipment Rental	<ul style="list-style-type: none"> <li>- <b>Activity Growth:</b> +39 new offices;</li> <li>- <b>Sales Revenues:</b> 5x (€24m-€126m);</li> <li>- <b>Employee Numbers:</b> 2x (250-500).</li> </ul>
NOAVISUAL GROUP	Spain	2008-2013	Visual Merchandising	<ul style="list-style-type: none"> <li>- <b>Markets:</b> Europe, US, Mexico, China;</li> <li>- <b>Sales revenues:</b> 2x (€10.5m-€21m);</li> <li>- <b>Employee Numbers:</b> 1.8x (33-60).</li> </ul>
Lékué	Spain	2005-2010	Kitchen Products	<ul style="list-style-type: none"> <li>- <b>Markets:</b> Germany, France, Japan;</li> <li>- <b>Activity Growth:</b> +100 new products;</li> <li>- <b>Sales Revenues:</b> 1.3x (€21.5m-€28m);</li> </ul>
 AUTOTUBE	Sweden	2011-2014	Tubes for Air and Fluid Distribution for Passenger Cars, Trucks and Buses	<ul style="list-style-type: none"> <li>- <b>Sales Revenues:</b> +20% annually;</li> <li>- <b>Employee Numbers:</b> 1.4x (70-100);</li> </ul>
Hööks Allt för ryttare, häst & hund	Sweden	2011-2014	Fashion	<ul style="list-style-type: none"> <li>- <b>Markets:</b> Norway, Finland, Denmark;</li> <li>- <b>Activity Growth:</b> +70% (5-17 stores);</li> <li>- <b>Sales Revenues:</b> +15% annually;</li> <li>- <b>Employee Numbers:</b> 1.7x (115-200).</li> </ul>
 ARCTIC PAPER	Sweden	2006-2009	Paper and Pulp Manufacturer	<ul style="list-style-type: none"> <li>- <b>Markets:</b> Europe, Asia;</li> <li>- <b>Sales Revenues:</b> 1.12x (€187m-€210m).</li> </ul>
 TROAX	Sweden	2010-2013	Mesh Metal Panels to Create Sealed and Protected Indoor Areas	<ul style="list-style-type: none"> <li>- <b>Markets:</b> US, China;</li> <li>- <b>Sales Revenues:</b> &gt;1.2x (€54m-€69m).</li> </ul>

	Sweden	2001-2007	Shipping Engineering	<ul style="list-style-type: none"> <li>- <b>Markets:</b> 7 European Countries, US, Asia;</li> <li>- <b>Sales Revenues:</b> 4x (€25m-€100m);</li> <li>- <b>Employee Numbers:</b> 4x;</li> </ul>
	Sweden	2006-2013	DIY Items	<ul style="list-style-type: none"> <li>- <b>Markets:</b> North Europe;</li> <li>- <b>Activity Growth:</b> +300% (27- 109 stores);</li> <li>- <b>Sales Revenues:</b> +300%;</li> <li>- <b>Employee Numbers:</b> 1.5x (411-629).</li> </ul>
	Sweden	2004-2011	Electronic Payment Solutions	<ul style="list-style-type: none"> <li>- <b>Markets:</b> France, UK;</li> <li>- <b>Sales Revenues:</b> +168%;</li> </ul>
	United Kingdom	-	Clothing and Equipment for Outdoor Activities	<ul style="list-style-type: none"> <li>- <b>Activity Growth:</b> +480% (1- 49 stores);</li> <li>- <b>Sales Revenues:</b> 100x (£2m-£200m);</li> <li>- <b>Employee Numbers:</b> 143x (15-2.015).</li> </ul>
	United Kingdom	2011-2013	Food	<ul style="list-style-type: none"> <li>- <b>Activity Growth:</b> +11.000 customers;</li> <li>- <b>Sales Revenues:</b> 2.5x (£125m-£316m);</li> <li>- <b>Employee Numbers:</b> 2.7x (165-450).</li> </ul>
	United Kingdom	2009-2012	Turbochargers for Gas and Diesel Engines	<ul style="list-style-type: none"> <li>- <b>Sales Revenues:</b> &gt;1.2x (£24m-£30.6m).</li> </ul>
	United Kingdom	2011-2013	Oil & Gas Pipeline Repair	<ul style="list-style-type: none"> <li>- <b>Markets:</b> Kendal, Dubai, Perth, Iraq, Oman, Saudi Arabia;</li> <li>- <b>Sales Revenues:</b> 5x (£6m- £30m);</li> <li>- <b>Employee Numbers:</b> &gt;2.6x (45-121).</li> </ul>

	United Kingdom	2004-2010	Food and Accessories for Pets + Collateral Services (Adoption, Insurance, Care Veterinary)	<ul style="list-style-type: none"> <li>- <b>Activity growth:</b> +150% (100- 250 stores);</li> <li>- <b>Employee Numbers:</b> &gt;1.6x (2.700-4.500).</li> </ul>
	United Kingdom	2008-2014	Footwear	<ul style="list-style-type: none"> <li>- <b>Markets:</b> US;</li> <li>- <b>Sales Revenues:</b> 2.5x (£40m-£100m).</li> </ul>
	United Kingdom	-	Application of Plastics, Thermo Plastics and Composites	<ul style="list-style-type: none"> <li>- <b>Sales Revenues:</b> 4x;</li> <li>- <b>Employee numbers:</b> &gt;3.6 (45-165).</li> </ul>
	United Kingdom	-	Home Care Services to Patients with Chronic Diseases	<ul style="list-style-type: none"> <li>- <b>Sales Revenues:</b> +30%;</li> <li>- <b>Employee numbers:</b> +30%.</li> </ul>
	United Kingdom	2004-2006	Accommodation Services	<ul style="list-style-type: none"> <li>- <b>Markets:</b> France, Italy, Spain;</li> <li>- <b>Activity Growth:</b> +63% (8.000-13.000 hotels);</li> <li>- <b>Employee Numbers:</b> +40%.</li> </ul>
	United Kingdom	2008-2013	IT Outsourcing	<ul style="list-style-type: none"> <li>- <b>Markets:</b> Australia, New Zealand;</li> <li>- <b>Sales Revenues:</b> 1.8x (£127m-£230m);</li> <li>- <b>Employee Numbers:</b> &gt;1.4x (1.350-2.000) .</li> </ul>
	United Kingdom	2008-2013	Helicopter Services for Medical Emergencies	<ul style="list-style-type: none"> <li>- <b>Markets:</b> Australia, Chile, Denmark, France, Finland, Italy, Norway, Peru;</li> <li>- <b>Sales Revenues:</b> 6x (£94m-£566m);</li> <li>- <b>Employee Numbers:</b> 3.8x (750-2.850).</li> </ul>

<b><u>LARGE BUY OUT</u></b>	<b>Investee Company</b>	<b>Country</b>	<b>Investment Period</b>	<b>Economic Field</b>	<b>Outputs</b>
❖ CEE- Central and Eastern Europe		Bulgaria	2004-2006	Telecoms	- <b>Activity Growth:</b> +1m users;
	<b>AEROCAN</b>	Czech Republic	2008-2011	Aluminium Aerosol Cans used for Deodorants, Cosmetics and in the Pharmaceutical Industry	- <b>Markets:</b> South Europe, Turkey, Russia, North Africa; - <b>Activity Growth:</b> +20% production capacity (+2 new line products) - <b>Sales Revenues:</b> +70%.
		Romania	2003- 2006	Pharmaceuticals	- <b>Markets:</b> Russia, Ukraine; - <b>Activity Growth:</b> + 23 new products; - <b>Sales revenues:</b> >2.2x (\$33.2m- \$75m); - <b>Employee Numbers:</b> 5x.
		Slovenia	2007-2013	Pay TV	- <b>Markets:</b> Bosnia, Croatia, Macedonia, Montenegro; - <b>Activity Growth:</b> +245% (550thou- 1.9m customers); - <b>Sales Revenues:</b> +20%; - <b>Employee Numbers:</b> +50%.
❖ EU (excl. CEE)	<b>LM WIND POWER</b>	Denmark	2001- 2013	Wind Turbine	- <b>Markets:</b> China, India, Brazil, Poland; - <b>Employee Numbers:</b> >1.8x (2.600- 4.850).
		France	2006-2010	Cosmetics Distributor Through Catalogue and Online Sales	- <b>Sales Revenues:</b> 3x (€43m- €130m); - <b>Employee Numbers:</b> +19% (67 new jobs).

	France	2000-2011	Veterinary Business	<ul style="list-style-type: none"> <li>- <b>Sales revenues:</b> 4.4x (€120m- €530m);</li> <li>- <b>Employee Numbers:</b> +2.800 (1/3 in Europe: 750 in France).</li> </ul>
 SANDRO, MAJE, CLAUDIE PIERLOT	France	2010-2013	Fashion	<ul style="list-style-type: none"> <li>- <b>Markets:</b> UK, Germany, Belgium, Spain, US, Hong Kong, China;</li> <li>- <b>Activity Growth:</b> +342 shops;</li> <li>- <b>Sales Revenues:</b> 222%;</li> <li>- <b>Employee People:</b> 2.5x (1.100- 2.800).</li> </ul>
	Germany	2008-2012	Explosion Prevention Technology for the Oil & Gas and Chemicals Industries	<ul style="list-style-type: none"> <li>- <b>Markets:</b> Russia, China, Saudi Arabia, Norway, UK, Latin America;</li> <li>- <b>Sales Revenues:</b> +48%;</li> <li>- <b>Employee Numbers:</b> +19% (250 new jobs).</li> </ul>
	Germany	2009-2012	Pump Manufacturer	<ul style="list-style-type: none"> <li>- <b>Markets:</b> Brazil, China, Malaysia, Taiwan, US;</li> <li>- <b>Sales Revenues:</b> 1.4x (€84m- €120m);</li> <li>- <b>Employee Numbers:</b> +40 new jobs.</li> </ul>
	Germany	2007-2010	Fashion	<ul style="list-style-type: none"> <li>- <b>Activity Growth:</b> +43% (1.050- 1.500 stores);</li> <li>- <b>Sales Revenues:</b> +30%;</li> <li>- <b>Employee Numbers:</b> 1.2x (10.000- 12.000).</li> </ul>
	Italy	2009-2012	Providing Business Information to Financial Services Firms	<ul style="list-style-type: none"> <li>- <b>Sales Revenues:</b> 1.25x (€232m- €290m);</li> <li>- <b>Employee Numbers:</b> 1.25x(815- 1023).</li> </ul>
	Italy	2006-2011	Motorcycles Manufacturer	<ul style="list-style-type: none"> <li>- <b>Markets:</b> Brazil, China, India, Thailand;</li> <li>- <b>Activity Growth:</b> +17 new models;</li> <li>- <b>Sales Revenues:</b> &gt;1.5x (€305m- €480m);</li> <li>- <b>Employee Numbers:</b> +100 new jobs.</li> </ul>

	Netherlands	2006-2010	Fashion	<ul style="list-style-type: none"> <li>- <b>Markets:</b> North America;</li> <li>- <b>Activity Growth:</b> 75% (574- 1.002 stores);</li> <li>- <b>Enterprise Value:</b> €1.2b- €2.3b;</li> <li>- <b>Employee Numbers:</b> +1000.</li> </ul>
	Spain	2007-2014	Testing, Inspection, Certification and Technological Services	<ul style="list-style-type: none"> <li>- <b>Markets:</b> 60 Countries across 5 Continents;</li> <li>- <b>Sales Revenues:</b> +20%;</li> <li>- <b>Employee Numbers:</b> +1.900.</li> </ul>
	Sweden	2005-2012	Wheelchair Manufacturer	<ul style="list-style-type: none"> <li>- <b>Market Share:</b> from 19% to 25%;</li> <li>- <b>Sales Revenues:</b> +49%;</li> <li>- <b>Employee Numbers:</b> &gt;1.4x (470-700).</li> </ul>
	Sweden	2007-2011	Healthcare (in-Vitro Allergy and Autoimmunity Diagnostics)	<ul style="list-style-type: none"> <li>- <b>Markets:</b> US, India, China, Brazil;</li> <li>- <b>Activity Growth:</b> +3.000 laboratories;</li> <li>- <b>Sales Revenues:</b> 2x;</li> <li>- <b>Employee Numbers:</b> 1.5x (1.000- 1.500).</li> </ul>
	United Kingdom	2010-2014	Global Payments Business	<ul style="list-style-type: none"> <li>- <b>Markets:</b> Europe, Latin America, US;</li> <li>- <b>Sales Revenues:</b> +35%;</li> <li>- <b>Employee Numbers:</b> +1.800 new jobs.</li> </ul>
	United Kingdom	2010-2013	Discount Store Chain	<ul style="list-style-type: none"> <li>- <b>Markets:</b> Ireland, Spain;</li> <li>- <b>Activity Growth:</b> +77% (283- 500 stores)</li> <li>- <b>Sales Revenues:</b> +73%;</li> <li>- <b>Employee Numbers:</b> &gt;1.6x (7.000- 11.757).</li> </ul>

Per ciascuna impresa target sono stati evidenziati i seguenti elementi:

1. **Country**, Stato Membro di appartenenza;
2. **Investment Period**, periodo rispetto al quale i dati riportati in qualità di *output* fanno riferimento; per alcune, tale termine coincide con il concetto di  *Holding Period*, ossia l'arco temporale entro cui la *Private Equity Firm*, ha mantenuto nel proprio portafoglio quote di partecipazione al capitale di rischio dell'impresa target; in tal caso, gli anni indicati vanno interpretati rispettivamente come l'anno di acquisizione e l'anno in cui le stesse sono state cedute a terzi soggetti, determinandone l'uscita dall'investimento;
3. **Economic Field**, settore in cui l'impresa partecipata risulta essere specializzata;
4. **Outputs**, potenziamento dell'attività determinato sulla base di alcune variabili: mercati serviti; rinnovato numero degli stores, utenti/clienti acquisiti, volume delle prestazioni erogate; incremento dei ricavi e dell'organico.

Essendo l'intento della tesi quello di dimostrare l'impatto che l'attività di private equity ha sull'economia reale, la costruzione del campione d'indagine è andata a focalizzarsi su quella serie di dati riportati nella categoria outputs. In particolare, sui ricavi realizzati e sui posti di lavoro creati per il tramite dell'investimento.

Come prima accennato, le operazioni studiate sono 127. Queste sono state suddivise in primo luogo per tipologia d'intervento e successivamente per area geografica di appartenenza. Riguardo alla tipologia di intervento, il 18% delle operazioni si identificano come operazioni di Venture Capital; il 67% di Mid-Market; il 15% di Large Buy Out. Quanto all'area geografica di appartenenza, il 17% delle imprese target ha sede nell'area CEE; l'83% nei restanti Stati Membri dell'Unione Europea.

### **Venture Capital**

Il 96% delle imprese oggetto di tale forma di intervento risulta insediata nel territorio EU (excl. CEE), mentre solo il 4% nell'area CEE. Considerando una durata media dell'investimento pari a 6 anni e 4 mesi, le Investee Companies sono state protagoniste di una crescita tanto dei ricavi quanto dell'organico rilevante. Mediamente i ricavi sono aumentati di ben 17 volte e l'organico di 10 volte con valori medi rispettivamente uguali a 32 milioni di euro e 123 new jobs.

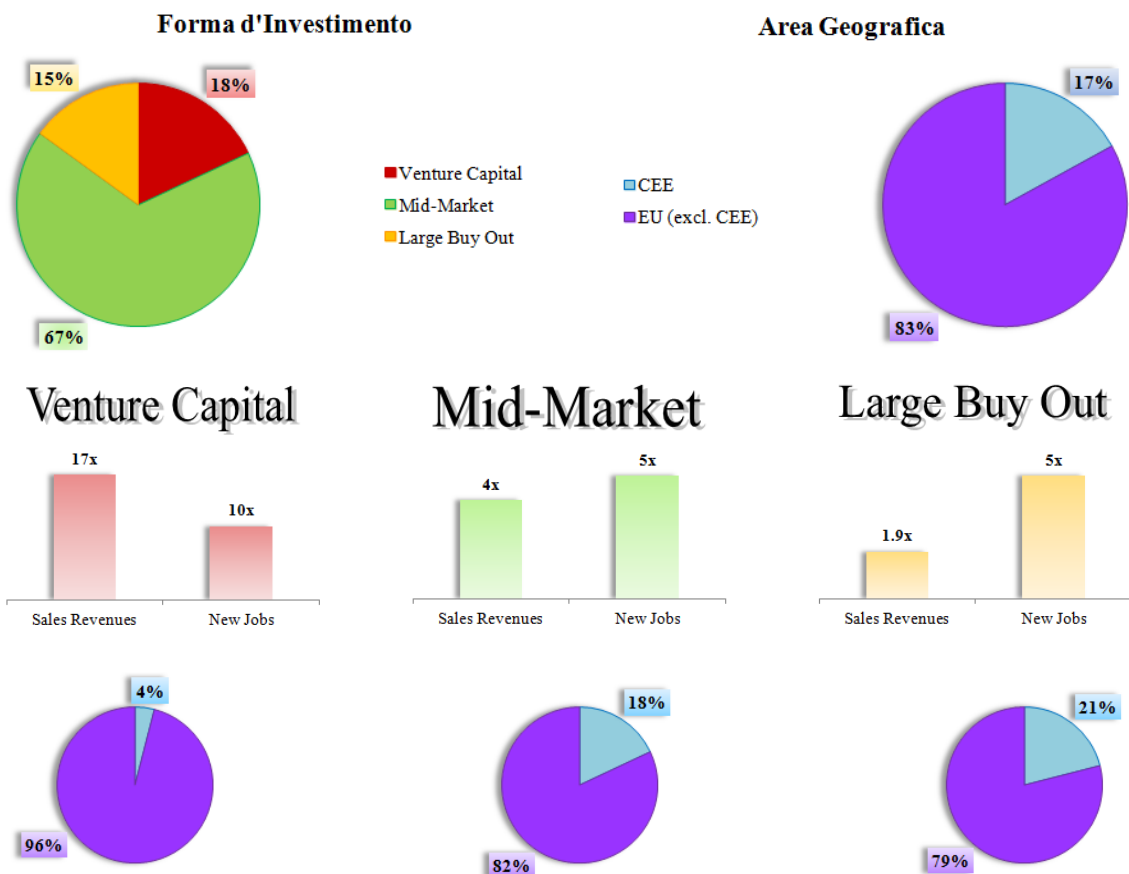
### **Mid-Market**

Il 18% delle operazioni mid-market hanno avuto luogo negli stati della *Central and Eastern Europe*; l'82% nel resto della EU-28. Tali operazioni sono caratterizzate da una tenuta temporale inferiore rispetto alla precedente categoria: 4 anni e 6 mesi. In tale

periodo, i ricavi delle imprese partecipate ne risultano quadruplicati con un valore medio vicino ai 112 milioni di euro; i posti di lavoro salgono di 5 volte e ogni impresa crea mediamente 783 nuovi impieghi.

### **Large Buy Out**

Le imprese aventi beneficiato di tale forma d'intervento sono così geograficamente dislocate: il 21% nell'area CEE; il 79% nell'area EU (excl. CEE). Nei 4 anni e 8 mesi di durata media dell'operazione, le imprese hanno raddoppiato i propri ricavi ed incrementato il proprio personale di ben 6 volte con valori medi rispettivamente uguali a 133.8 milioni di euro ed 1.307 posti di lavoro aggiunti.



Indipendentemente dalla forma d'investimento, da una visione complessiva dei dati raccolti ed elaborati, le 127 operazioni hanno impattato in modo positivo tanto sui volumi operativi tanto sui livelli occupazionali dell'impresa, realizzando un incremento medio pari a 6 volte rispetto i valori pre-investimento. Tali risultati sono il frutto di un accurato insieme di variabili messe in moto dai professionisti del private equity, la cui interconnessione ha reso possibile il raggiungimento delle performance appena



riportate. Il punto di partenza è ravvisabile nella abilità di aver focalizzato l'attività di impresa su un determinato segmento operativo attuando intense strategie di investimento tese a rendere la *investee company* un leader del mercato servito. In tal contesto vengono fatti rientrare gli ingenti investimenti in sofisticate soluzioni IT ed in Ricerca & Sviluppo. In particolare, su 127 operazioni analizzate per il 31% si rileva investimenti in R&S a cui è legata la produzione di oltre 601 brevetti registrati, appartenenti ad un numero di famiglie brevettuali compreso tra 148- 195<sup>62</sup>. D'altro lato, ben l'87% ha optato per soluzioni IT. Tali strategie hanno nel complesso prodotto dei risultati di cui i ricavi e i posti di lavoro creati ne sono l'effetto ultimo. Basti pensare alla crescita del business di cui il numero di filiali, utenti, lancio di nuove linee di prodotto ne sono un esempio. Infatti, per le imprese operanti nel settore della moda si è osservato un aumento dei negozi di valore compreso tra 12-713; per quelle operanti nel segmento della grande distribuzione organizzata, tra 48- 243; per le imprese offerenti un servizio, il numero di sedi aperte oscilla da 106 a 159; il settore della Healthcare, passa da un valore minimo di nuove cliniche/laboratori aperti pari a 10 ad un valore massimo di 86; mentre da un'analisi per linea di prodotto, alcune imprese durante il periodo di investimento hanno presentato dai 10 ai 23 nuovi articoli; infine, le imprese fornitrici di servizi online hanno visto un rialzo notevole dei soggetti sottoscrittori/fruitori del servizio offerto, acquisendo dai 110 ai 250 milioni di nuovi utenti. Altro dato importante che sottolinea ulteriormente l'espansione del business riguarda i mercati serviti: il 20% delle imprese analizzate ha esportato l'attività imprenditoriale in mercati geografici limitrofi, mantenendosi all'interno del territorio europeo; il 60% oltre all'area geografica di riferimento, ha esportato il business al di là delle barriere continentali aprendo nuove sedi in mercati considerati floridi per lo stesso. Le mete principali sono gli Stati Uniti e le economie emergenti del Brasile, Russia, India, Cina a cui seguono il Messico, Perù, Thailandia, Israele, Arabia Saudita, Canada, Australia e Giappone; va da sé che tanto le prime quanto le seconde hanno intensificato la loro presenza anche nei rispettivi mercati domestici; per il restante 20% non è disponibile alcun dato in merito. Riassumendo, si è osservato come il connubio tra risorse finanziarie e gestione intelligente delle medesime, promosso dalle *Private Equity Firms*, ha generato una catena di effetti, interconnessi tra loro secondo una logica input-output, che si sono

---

<sup>62</sup> Non è stato possibile definire il numero esatto di famiglie brevettuali in quanto nei casi di studio analizzati non è indicato a quali famiglie brevettuali si fa riferimento; dunque per evitare che una classe venga conteggiata due volte si è preferito riportare un range di valori di cui si ha la certezza solo del corrispondente numero minimo.

propagati non solo sull'Istituzione Impresa, ma sono andati oltre coinvolgendo l'ambiente circostante ed elargendo benefici anche alle relative realtà economiche e sociali. In generale, l'apporto di capitali e l'utilizzo degli strumenti operativi descritti, conducono ad una quasi immediata intensificazione dell'attività promossa a cui si lega un significativo incremento nel numero di vendite del bene prodotto o nel numero di utenti utilizzatori del servizio offerto. Ciò impattata in modo positivo sulla dimensione dei ricavi, offrendo all'impresa ulteriori input impiegabili nella successiva espansione del proprio business anche attraverso l'apertura di nuove sedi in ed oltre i confini nazionali. A seguire, un dovuto aumento dell'organico e quindi del personale preposto alle diverse funzioni aziendali. Apparentemente tali risultati sembrano attenersi alla sola impresa direttamente coinvolta nel processo di sviluppo aziendale. In realtà, gli effetti si propagano all'intera economia del Paese in cui l'impresa ha sede, contribuendo alla crescita del PIL attraverso l'innalzamento dei livelli di produzione; all'abbassamento del tasso di disoccupazione con la creazione di nuovi posti di lavoro; promuovendo l'uso e la diffusione di tecnologie d'avanguardia grazie agli ingenti investimenti in R&S e in servizi ad elevato contenuto high-tech. Tutto questo concorre a rendere l'economia domestica più forte, più coesa, maggiormente attrattiva e di conseguenza più competitiva. Senza tener conto del migliorato ed diffuso benessere sociale che ne deriva.



### **Capitolo III: IL PRIVATE EQUITY IN ITALIA**

#### **1. Evoluzione del Private Equity in Italia**

In Italia, la nascita del comparto private equity viene fatta risalire al 1986, anno in cui nove società finanziarie private e di emanazione bancaria si sono raggruppate dando vita all'associazione di categoria AIFI (all'epoca, *Associazione Italiana delle Finanziarie di Investimento*; oggi, *Associazione Italiana del Private Equity e del Venture Capital*). Negli anni l'intenso processo di deregolamentazione finanziaria in atto, ha dato avvio ad una lunga e complessa opera di riordino ed ammodernamento del quadro normativo nazionale con l'intento di stimolare la crescita e la competitività del Paese in un contesto, soprattutto europeo, in continua evoluzione. In conformità con l'ambito istituzionale di riferimento, l'attività di investimento nel capitale di rischio di imprese non finanziarie e non quotate, ha subito una significativa ristrutturazione che si è riflessa sia sul profilo degli operatori sia sulle caratteristiche delle operazioni effettuate. Quanto al primo punto, va ricordato che fino al 1986 l'acquisizione di partecipazioni in imprese industriali, era consentita alle sole società finanziarie private di emanazione bancaria. Successivamente, con la delibera CICR del 6/febbraio/1987 e l'emanazione della circolare Banca d'Italia del 9/marzo/1987 anche gli istituti di credito furono abilitati, seppur nel rispetto di determinati vincoli operativi, ad acquisire partecipazioni industriali attraverso società di *merchant banking* escludendo la possibilità di assumere il controllo delle imprese partecipate<sup>63</sup>. Tale disposizione rappresentò un tentativo di indebolimento del principio di separatezza tra banca e industria introdotto dalla legge bancaria del 1936 e pensato per porre fine a quella "mostruosa fratellanza siamese"<sup>64</sup> che si era andata ad instaurare tra il sistema bancario e il sistema imprenditoriale dalla fine del 1800 agli inizi del 1900, portando ad un malsano rapporto di sudditanza del primo verso il secondo con effetti destabilizzanti per l'intero sistema economico nazionale dell'epoca. Un definitivo cambio di rotta si delinea attraverso il recepimento nel nostro ordinamento delle prime due Direttive Comunitarie di coordinamento bancario (I Direttiva 77/780/CEE, recepita con DPR n.350 del 27/giugno/1985; II Direttiva 89/646/CEE, recepita con D.Lgs. n.481 del

---

<sup>63</sup> Maria Cristina Quirici, *Aspetti innovativi connessi alla partecipazione delle banche al capitale di rischio di imprese non finanziarie*- Periodico: Studi e note di economia, Monte Paschi di Siena e Banca Toscana, n.1/1996.

<sup>64</sup> Cfr. Raffaele Mattioli, *Principi di economia della banca*, Cenderelli Elena (a cura di), Giappichelli, 2007, pag. 69.

14/dicembre/1992) e la successiva emanazione del Testo Unico in materia di intermediazione bancaria e creditizia (D.Lgs. n.385 del 1/settembre/1993). I suddetti interventi sanciscono il superamento del principio di specializzazione bancaria e dispongono la possibilità di optare per il modello di “Banca Universale” che da un lato amplifica l’operatività dell’ente creditizio, dall’altro abbatte quel eccessivo protezionismo che aveva caratterizzato l’attività bancaria negli anni precedenti, definendo principi e limiti che non ostacolano lo sviluppo del sistema bancario piuttosto ne esaltano la crescita e la concorrenza in un ambito operativo - istituzionale più ampio. In merito al rapporto tra banca ed impresa: viene meno il perentorio divieto di acquisizione di partecipazioni in imprese industriali e sostituito con la previsione di opportuni vincoli patrimoniali aventi come obiettivo quello di contenere l’entità dei rischi a cui la banca si espone ed in conformità al criterio della sana e prudente gestione prevenire la formazione di eventuali conflitti d’interesse<sup>65</sup>. Ad un vero e proprio potenziamento dell’attività private equity contribuiscono però i seguenti atti legislativi: la Legge n.344 del 14/agosto/1993 che promulga l’istituzione dei fondi chiusi di investimento mobiliare di diritto italiano, divenuti il principale strumento attraverso cui gli operatori specializzati possono esercitare l’attività di investimento istituzionale nel capitale di rischio; e il Testo Unico della Finanza (D.Lgs. n.58 del 24/02/1998). La seguente fonte normativa riforma integralmente la disciplina dell’intermediazione finanziaria e nel merito dei fondi chiusi di investimento mobiliare ne innova la materia attraverso l’abrogazione della precedente disposizione. In particolare, viene introdotto un nuovo istituto, la Società di Gestione del Risparmio (SGR), che diviene l’unico soggetto autorizzato all’istituzione e gestione dei fondi in questione.

A tale periodo (1997-2000) viene fatta corrispondere la prima fase di sviluppo del settore private equity. Prima di esso solo un numero limitato e stabile di operatori sembrava interessato allo svolgimento di tale attività. Il rinnovato quadro normativo da un lato e la diffusione sempre più crescente di tecnologie dell’ICT dall’altro, hanno creato l’ambiente favorevole per la nascita di nuove figure di operatore e la crescita degli investimenti verso quei settori hi-tech in rapida espansione. In particolare, si assiste ad una crescita costante sia nel numero di operazioni, da 234 nel 1997 raggiungono un valore di 646 nel 2000; sia nel numero di imprese target, da quota 209

---

<sup>65</sup> Essendo attribuito dal TUB alla Banca d’Italia il potere di regolamentare la materia in conformità con le delibere CICR, l’ultimo intervento in tal senso si è avuto con la pubblicazione del Documento di Consultazione dalla Banca d’Italia il 10/12/2009 in attuazione della Delibera CICR n. 276 del 29/07/2008 e della Direttiva 2006/48/CEE.

nel 1997 salgono a quota 490 nel 2000; sia nell'ammontare investito, da una cifra pari a Lit.1164mld arrivano a toccare un livello di Lit.5748mld. Il peso del segmento hi-tech sul totale dei capitali investiti passa da una misura del 6% nel 1996 ad una del 51% nel 2000. Ed essendo il segmento hi-tech supportato principalmente dal comparto Venture Capital, anche quest'ultimo si vede protagonista di una sensibile espansione. In particolare: se ad inizio periodo i segmenti Seed/Start Up risultavano essere catalizzatori dell'35% delle operazioni d'investimento per un valore totale di 200 miliardi di lire; a fine periodo la percentuale delle operazioni sale al 52% e l'ammontare degli investimenti a 1.045 miliardi di lire, registrando una crescita del 422.5%. Anche il comparto Private Equity risulta essere coinvolto in tale fase espansiva: nel 1998 un valore di capitali pari a Lit.1329mld risulta essere distribuito su un numero di operazioni uguale a 165. Tra i segmenti Expansion, Replacement, Buy Out il primo supera gli altri due tanto per ammontare investito quanto per numero di operazioni effettuate; nel 2000 il numero di operazioni sale a 307 e le risorse finanziarie ad esse destinate a Lit.4703mld con la differenza che mentre per il segmento Expansion e quello Buy Out si segnala una crescita costante (l'Expansion continua ad essere primo per numero di operazioni, secondo per cifre investite, superato in tale primato dal Buy Out), per il segmento Replacement, invece, si registra un andamento di anno in anno negativo. Quanto alla tipologia di operatori, tenendo conto dei capitali investiti, al primo posto troviamo le Banche e Finanziarie Bancarie con un valore medio investito pari a oltre mille miliardi di lire; seguono gli Operatori Internazionali (Lit.717mld), gli Operatori Pubblici/Regionali/Coop. (Lit.244mld), Operatori Privati/Industriali (Lit.241mld) ed infine i Fondi Chiusi Italiani (Lit.194mld)<sup>66</sup>. Tra questi, quelli che hanno preferito canalizzare una buona parte delle proprie risorse finanziarie verso il comparto Venture Capital sono stati gli Operatori Pubblici/Regionali/Coop e nel 2000 i Fondi Specializzati nell'Early Stage; gli altri, invece, si sono concentrati principalmente sul comparto Private Equity, complessivamente considerato. Riguardo alla distribuzione degli investimenti sul territorio italiano, il 65% si concentra nell'area Nord, il 26% al Centro, il 4% si divide tra il Sud e le Isole con una affluenza delle operazioni di investimento verso imprese di piccole dimensioni (circa il 75%).

---

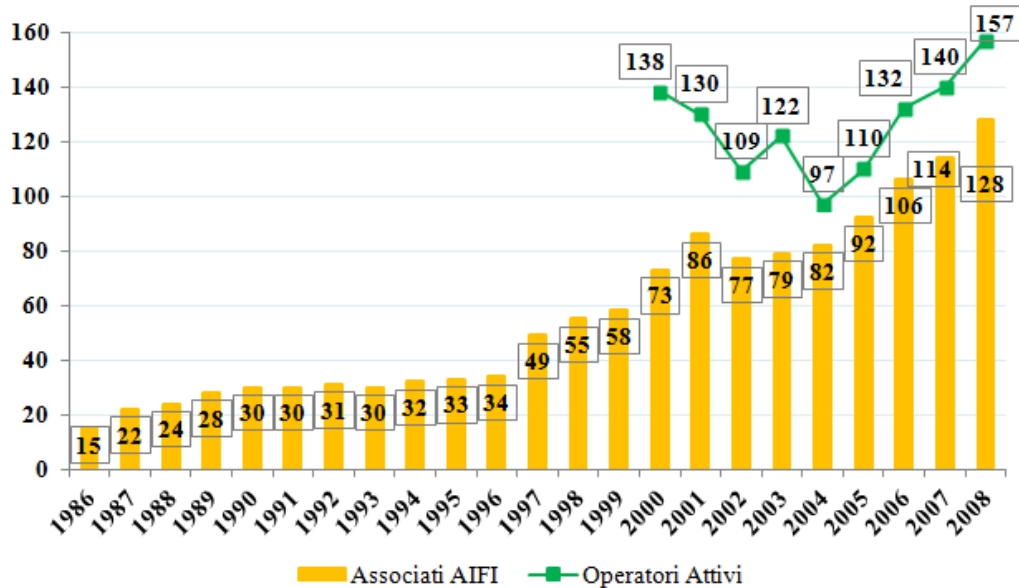
<sup>66</sup> Nel 2000 entro il mercato italiano operano delle nuove figure di operatori che non sono stati considerati nella quantificazione del valore medio investito nel periodo '97-2000 per assenza di attività pregressa, ma la cui operatività durante il 2000 è stata significativa. Nello specifico gli Advisor di Fondi Private Equity hanno investito un valore pari a Lit.2702mld; mentre gli Advisor di Fondi Venture Capital Lit.715mld. Stilando una classifica per il solo anno 2000, questi vanno ad occupare rispettivamente la prima e la terza posizione.

Un secondo periodo di forte sviluppo si registra negli anni 2005-2008: l'ammontare investito è risultato in media pari a oltre €4mld; il numero di operazioni si attesta intorno ad un valore di 311, coinvolgendo circa 250 diverse imprese ogni anno. La maggior parte dei capitali è stata investita in operazioni Buy Out che hanno attratto mediamente il 69% del totale dei capitali impiegati nell'intero mercato; seguite dalle operazioni Expansion (19%), Replacement (10.5%), Early Stage (1.5%). Spostando l'attenzione sul numero delle operazioni effettuate distinte per tipologia, notiamo che a primeggiare sono le operazioni Expansion con quasi 125 interventi all'anno distribuiti mediamente su 107 società; seguono le operazioni Buy Out (94 per un totale di 72 società), Early Stage (74 operazioni su 59 società), Replacement (20 operazioni distribuite in 17 società). Conducendo un'analisi per classi di operatore, i valori di investimento più elevati vengono attribuiti ai Fondi Pan-Europei (oltre €2mld annui); in seconda posizione troviamo le Sgr e i Country Funds con un ammontare medio di poco superiore al miliardo di euro; più contenuta risulta essere l'attività d'investimento condotta dagli Operatori Bancari, dagli Investitori Regionali/Pubblici e dai Fondi Specializzati nell'Early Stage: questi hanno investito ogni anno un valore medio rispettivamente di circa 500, 57, 26 milioni di euro. Passando ad una disamina delle imprese partecipate, ben il 74% delle operazioni sono state rivolte ad imprese con un fatturato inferiore ai 50 milioni di euro, ossia PMI. Quanto alla localizzazione geografica degli investimenti, l'80% risulta addensarsi nelle regioni del Nord Italia; il 15% nel Centro Italia; appena l'1.6% nel Sud Italia e Isole. A tal proposito, merita di essere messo in risalto un importante fattore: nei quattro anni di indagine, emerge un consistente incremento degli investimenti verso l'area Centro a scapito dell'area Nord; in particolare, nel 2008 la percentuale investita è pari al 27% contro una media degli anni precedenti del 10%.

Da un confronto delle due fasi appena descritte si evince quanto il contesto economico-istituzionale di riferimento sia stato determinante nell'evoluzione e sviluppo dell'attività private equity. Ciò lo si deduce non solo dal numero di operazioni o dall'ammontare investito che di periodo in periodo hanno raggiunto livelli sempre più alti, ma soprattutto dal numero e dal profilo degli operatori, nonché dal grado di specializzazione da questi conseguito in un determinato comparto piuttosto che in un altro. Rispetto al primo punto, dal grafico sottostante è possibile apprezzare la variazione subita dal 1986 al 2008 nel numero di associati AIFI. Da notare come il loro

valore aumenta proprio in corrispondenza delle fasi espansive, mostrandosi stabile nei periodi intermedi.

**Figura 1. Evoluzione Numero Associati AIFI e Operatori Attivi, 1986-2008**  
**Fonte:** Riproduzione propria su dati AIFI, Analisi del Mercato Italiano, 1986-2008



Inoltre, dal 2000 risulta disponibile anche un altro dato ossia il numero di operatori attivi nel mercato italiano che si mostra essere più alto rispetto al numero di associati. Tale dato è il frutto del complesso processo di deregolamentazione che ha portato al crollo di quelle barriere istituzionali che vincolavano l'operatività dell'intermediario finanziario entro il mercato domestico. L'affermarsi dei principi di armonizzazione minima e del mutuo riconoscimento ha creato le basi per l'istituzione del Mercato Unico Europeo ove i players comunitari possono liberamente esercitare la propria attività senza una preventiva autorizzazione e nel rispetto della normativa esistente nello Stato Membro ospitante. L'effetto è stato quello di operare in un ambiente più ampio, più competitivo e di conseguenza più efficiente. Una conferma di quanto appena detto la riscontriamo nella tipologia di operatori esercenti l'attività di private equity durante le due fasi espansive. La prima è stata caratterizzata dalla preponderanza di operatori locali, prevalentemente organizzati in finanziarie di investimento, private e industriali, i quali rappresentavano la quasi totalità dei soggetti attivi insieme agli istituti di credito. Successivamente, a testimonianza dell'apertura del nostro sistema nei confronti del contesto europeo e non solo, si consolida la presenza nel mercato italiano degli Operatori Internazionali e, nello specifico, dei Fondi Pan-Europei. Assume sempre più rilievo l'istituto della SGR per il tramite della quale i fondi chiusi mobiliari vengono gestiti. E quanto alla Banca si percepisce un cambiamento nel peso e nel modo di



condurre tale attività: dopo il 2000 per effetto della creazione di numerosi fondi chiusi di loro stessa emanazione, la presenza degli istituti di credito sul totale degli operatori ha iniziato a calare. In seguito, anche tale tendenza si è interrotta e di fatto le banche partecipano in maniera sempre più consistente all'attività di private equity come investitori nei fondi, sostituendo tale ruolo a quello di promotore di veicoli di investimento o, addirittura, di investitore diretto<sup>67</sup>. Rispetto, invece, all'operatività vera e propria promossa da tali soggetti notiamo una progressiva crescita delle operazioni indirizzate verso imprese mature ovvero in fase di crescita (Buy Out ed Expansion), mentre cala in maniera rilevante l'attenzione verso le imprese del segmento Seed/Start up. Un dato sembra rilevante: l'hi-tech alla fine della prima fase espansiva attraeva circa il 51% degli investimenti; nella seconda in media il 26%. Ultimo elemento da considerare attiene alle caratteristiche delle imprese target. Come sappiamo il tessuto industriale italiano si caratterizza per la presenza di imprese di piccole-medie dimensioni verso le quali gli investimenti sono andati a concentrarsi nel corso dei periodi considerati. Tuttavia, appare evidente lo squilibrio che permane nella distribuzione degli stessi investimenti sul territorio italiano: all'area Nord corrisponde un tasso di concentrazione non paragonabile con quello relativo all'area Sud, comprese le Isole, a cui corrisponde un valore dell'1-2%; d'altro lato si rileva un incremento dell'attività nelle regioni centrali. Entrambe le fasi espansive risultano essere legate da un altro non irrilevante fattore: gli effetti di una grave crisi economica con epicentro gli Stati Uniti, ma dilagata a livello internazionale per effetto delle forti interrelazioni esistenti tra le diverse economie. Nel 2001, nasce come crisi tecnologica e segna un crollo degli investimenti pari al 26%. Nel 2009, come crisi finanziaria causando un forte rallentamento dell'attività private equity con valori dei capitali investiti inferiori a quelli realizzati nel precedente periodo del 52%. I primi segnali di ripresa si osservano nel 2010, mostrando nel corso degli anni successivi un andamento in netta ripresa, sintomo di una rinnovata fiducia da parte degli operatori ovvero investitori. Analizzeremo questa terza fase nel proseguo della trattazione, descrivendo gli elementi che qualificano il mercato italiano del private equity e quali lo rendono dissimile ai partners europei.

---

<sup>67</sup> Banca d'Italia, Il private equity in Italia- Questioni di Economia e Finanza (Occasional Papers), n.41 Febbraio/2009.

## **2. Analisi dell'attività Private Equity in Italia**

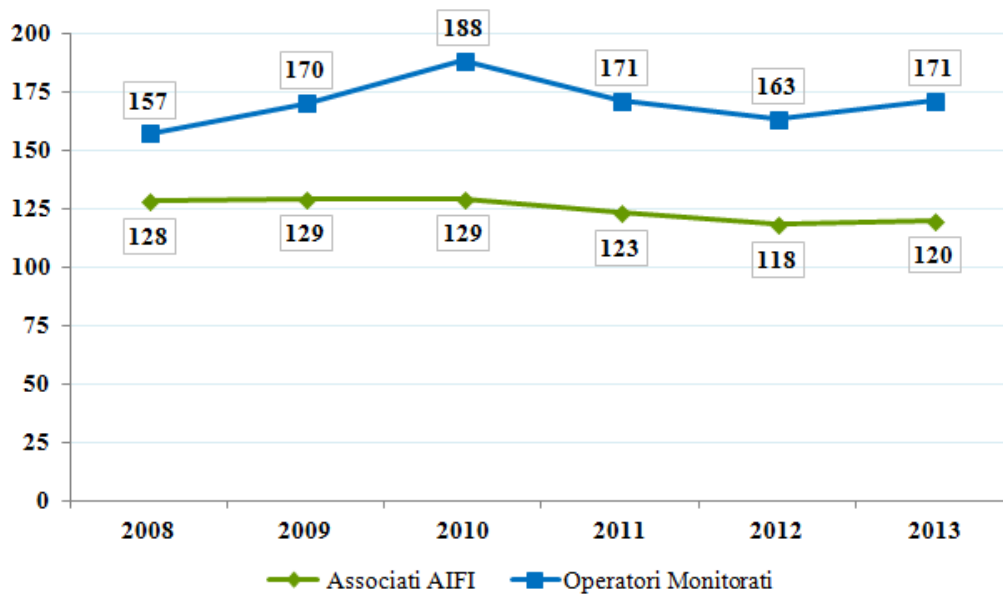
La crisi finanziaria internazionale ha determinato importanti cambiamenti nell'industria del private equity, provocando innanzitutto un rallentamento dell'attività ben visibile in Italia nel 2009. A partire dal 2010 si assiste ad una lenta ripresa del settore che segue negli anni a venire fino a conseguire nel 2013 livelli sicuramente più entusiasmanti. L'intento consiste nel procedere ad una disamina delle attività di Raccolta, Investimento, Disinvestimento nel corso del periodo 2008-2013, cercando di evidenziare da un lato in che misura queste siano state affette dalla particolare congiuntura economica; dall'altro di individuare le peculiarità del mercato domestico e le sue caratteristiche più intrinseche. Al fine di perseguire tale obiettivo, utilizzeremo come fonte per la nostra analisi i dati raccolti ed elaborati direttamente dall'Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital- AIFI, nonché quelli reperibili dai sistemi di monitoraggio permanente PEM<sup>®</sup>- *Private Equity Monitor*- e VeM<sup>™</sup> - *Venture Capital Monitor*, istituiti presso l'Università Carlo Cattaneo- LIUC. Questi ultimi hanno come scopo quello di fornire una serie strutturata di informazioni riguardanti le caratteristiche degli operatori coinvolti, dei deals e delle aziende target monitorate: il PEM<sup>®</sup> considera le sole operazioni classificabili come operazioni di *later stage* (Buy Out, Expansion, Replacement, Turnaround); il VeM<sup>™</sup>, unicamente quelle classificabili come operazioni di *early stage* (Seed Capital/Start Up). Entrambi i sistemi escludono dalla loro rilevazione gli investimenti effettuati da veicoli partecipativi di matrice pubblica o para-pubblica ad eccezione di quelli realizzati attraverso SGR o altri veicoli di stampo privatistico, nonché i reinvestimenti in società già partecipate dall'operatore indicato (*Follow-On*).

### **2.1 Gli Operatori**

Il grafico riporta la variazione accorsa nel periodo 2008-2013 nel numero di Associati AIFI e degli Operatori Monitorati. A partire dal 2011, sono considerati monitorati solo gli operatori attivi entro il territorio italiano negli ultimi tre anni. Nonostante la grave crisi economica e finanziaria, il numero di operatori è sempre cresciuto fino al 2010, realizzando un incremento di quasi il 20%. Diversamente, dal 2010 al 2013, si segnala una contrazione pari al 9%. Contrazione spiegata, almeno in parte, dall'evoluzione subita dagli stessi operatori in termini di ruolo istituzionale ricoperto sul mercato.

**Figura 2. Evoluzione Numero Associati AIFI e Operatori Monitorati, 2008-2013**

Fonte: Riproduzione propria su dati AIFI, Analisi del Mercato Italiano, 2008-2013



In merito alla tipologia di operatore, di seguito sono riportate in base al peso che esse hanno ricoperto sul mercato nel corso del periodo considerato. Nell'ordine:

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<i>SGR Generaliste- Country Funds- Investment Companies</i>	81	88	97	87	83	81
<i>Fondi Pan- Europei</i>	36	43	49	49	49	56
<i>Operatori Regionali/Pubblici</i>	16	17	19	16	13	13
<i>Early Stage Funds</i>	12	12	13	12	12	15
<i>Banche Italiane</i>	12	10	10	7	6	6

Pur restando nel tempo pressoché invariata la loro distribuzione sul mercato, mostrando delle piccole fluttuazioni annuali in aumento o in diminuzione, a fine 2013 possiamo osservare in linea generale una variazione positiva per i Fondi Pan-Europei (+55%) e per i Fondi specializzati nel comparto Early Stage (+25%); mentre, si rileva una variazione di segno opposto per gli Operatori Regionali/Pubblici (-19%) e per le Banche (- 50%). Quest'ultimo trend conferma quanto detto nel paragrafo precedente in merito al diverso ruolo istituzionale che tali figure di operatore ricoprono attualmente nell'attività di investimento nel capitale di rischio di imprese non finanziarie e non quotate rispetto al passato. Come avremo modo di verificare più avanti, tali soggetti preferiscono proporsi come investitori di fondi private equity piuttosto che come garanti dell'operazione medesima.

## 2.2 Attività di Raccolta

**Figura 3. Evoluzione Attività di Raccolta (€mln), 2008-2013**

Fonte: Riproduzione propria su dati AIFI, Analisi del Mercato Italiano, 2008-2013



Il grafico denota l'evoluzione dell'attività di raccolta dal 2008 al 2013 e distingue in qual misura i capitali di provenienza *Italia* ed *Estero* hanno contribuito alla formazione del totale. In merito ai capitali raccolti di matrice italiana, il loro andamento si mostra piuttosto altalenante: il 2008 e il 2009 ne mettono in luce una drastica discesa, rispettivamente del 25% e del 58%; un primo segnale di ripresa si scorge nel 2010 con un rialzo del 128%; spazzato nel 2011 a causa di una ulteriore contrazione del 52%; i positivi livelli 2012-2013 (+29% - +199%), fanno presupporre una ritrovata fiducia e l'inizio di un periodo di apparente stabilità. Apparente in quanto il trend seguito dai capitali di provenienza estera non conferma tale rinnovata fiducia, o meglio la conferma in parte, registrando un incremento nel 2013 di appena il 19% rispetto all'anno precedente. Da notare però che nel 2012 i capitali di matrice estera subiscono una caduta del 47% rispetto al precedente livello 2011. Si tratta, dunque, di una timida ripresa che lascia intuire come gli operatori internazionali nutrono ancora delle perplessità rispetto al complesso quadro economico italiano e alle riforme adottate dal corrispettivo governo tese ad incentivare la crescita e l'appetibilità del sistema Italia agli occhi degli investitori esteri. Sembra interessante, inoltre, notare che i capitali di matrice estera superino quelli di matrice italiana proprio in quei periodi in cui la raccolta di questi ultimi mostra un andamento negativo. Quasi a voler compensare la scarsa liquidità che caratterizza il mercato italiano in quel preciso momento storico. Guardiamo più da vicino alla composizione della raccolta. Innanzitutto, occorre sapere

che la maggior parte dei fondi di matrice italiana proviene da Raccolta Indipendente: dal 2008 al 2012, essa ha rappresentato in media una misura di oltre il 76%; mentre nel 2013, appena il 15%. L'altra fetta dei fondi deriva: da Raccolta Captive, ossia i capitali versati direttamente dalle società capogruppo, la quale nel 2013 ha pesato per ben l'85% sul totale dei capitali raccolti, contro un valore medio negli anni precedenti del 23%; ed infine, da una quota sempre più marginale di Capital Gain. Considerando l'intero periodo osservato, l'ammontare totale dei capital gains reinvestiti è stato pari a €35mln. Inoltre, a partire dal 2010 nella raccolta domestica vengono altresì considerati i capitali relativi a specifici fondi costituiti su iniziativa del Ministero dell'Economia e delle Finanze, alcune Banche Sponsor e Associazioni di Categoria con l'intento di supportare il tessuto imprenditoriale italiano in ogni suo stadio e settore economico. Questi sono: il Fondo Italiano di Investimento, facente capo alla omonima società "Fondo Italiano d'Investimento SGR S.p.A." istituita con decreto del Ministero dell'Economia e delle Finanze il 18/marzo/2010; il cosiddetto Secondo Fondo F2i, istituito nel luglio/2012 ed appartenente alla "F2i SGR S.p.A.", operativa dal 2007; il Fondo Strategico Italiano, gestito dalla holding "FSI Spa" ed operativo dal 2012. Descriviamo brevemente i progetti di investimento perseguiti da tali fondi: il primo si rivolge ad imprese di piccole e medie dimensioni col fine di fornire un sostegno finanziario nell'ambito di operazioni di sviluppo e per farlo opera sia attraverso investimenti diretti nel capitale di rischio delle imprese (Private Equity), sia attraverso la sottoscrizione di commitment in altri veicoli di investimento (Fondi di Fondi) a loro volta specializzati in attività di private equity e venture capital; il secondo, si propone come investitore e partner di lungo periodo nel settore delle infrastrutture; mentre il terzo opera acquisendo quote prevalentemente di minoranza in imprese considerate *di rilevante interesse nazionale*<sup>68</sup>, che siano in equilibrio economico-finanziario e che presentino adeguate prospettive di redditività e sviluppo.

Alla luce delle forti ripercussioni che la crisi finanziaria ha avuto sull'economia italiana, nonché alla difficoltà di reperire capitali da investire nelle imprese, l'Associazione Italiana di Private Equity e Venture Capital ha cercato di coinvolgere i principali Investitori Istituzionali con l'intento di favorire rapporti di sinergia tra operatori di private equity e finanziatori. Un primo passo verso tale direzione è stato l'accordo siglato nel marzo/2010 tra la stessa AIFI e l'Associazione Bancaria Italiana- ABI. Tale

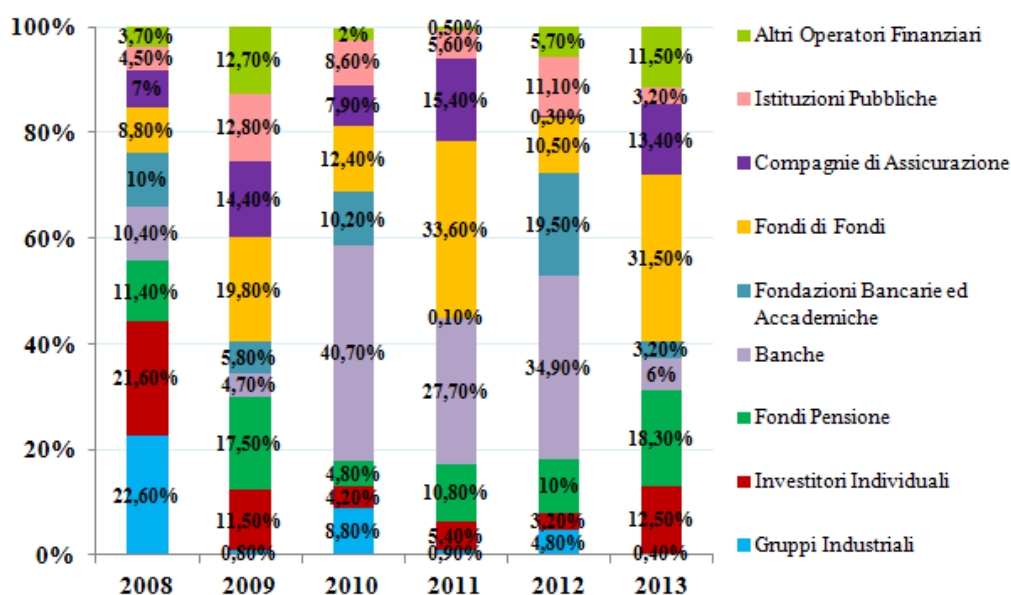
---

<sup>68</sup> Come previsto dal decreto del Ministero dell'Economia e delle Finanze del 3/maggio/2011, abrogato e sostituito dal decreto dello stesso ministero in data 2/luglio/2014.

collaborazione è nata con l'intento di iniettare liquidità nel tessuto imprenditoriale in forte difficoltà, cercando in tal modo di accelerare la crescita, migliorare la competitività, ovvero dare maggiore sostegno alle giovani aziende tecnologiche. Per raggiungere tale scopo si è cercato soprattutto di valorizzare il ruolo delle banche locali attraverso un intenso processo di sensibilizzazione sulle opportunità derivanti dall'investimento nel capitale di rischio. Un maggiore impegno è stato richiesto anche ai fondi pensione e alle compagnie di assicurazioni. Il potenziale di investimento di questi investitori è molto elevato, ma l'esiguità di risorse finanziarie da questi apportate testimonia il loro pregiudizio verso le attività cosiddette *alternative*, considerate meno redditizie rispetto a quelle tradizionali. Guardando i dati: nel 2008 più della metà dei capitali raccolti sono stati ceduti da Gruppi Industriali (22.6%), Investitori Individuali (21.6%) e Fondi Pensione (11.4%); nel 2009, le prime posizioni vengono cedute ai Fondi di Fondi (19.8%), ai Fondi Pensione (17.5%) e alle Compagnie di Assicurazione (14.4%); per i due anni a seguire il primo e il secondo rank sono occupati dalle Banche e dai Fondi di Fondi, con una percentuale media rispettivamente pari al 34.2%-23%; nel 2012 le Banche si riconfermano al primo posto (34.9%), mentre al secondo troviamo le Fondazioni Bancarie e Accademiche (19.5%); i Fondi di Fondi scivolano in terza posizione, recuperando il podio nel 2013 insieme ai Fondi Pensione e Casse Previdenziali (31.5%-18.3%).

**Figura 4. Capitali Raccolti per Tipologia di Fonte, 2008-2013**

Fonte: Riproduzione propria su dati AIFI, Analisi del Mercato Italiano, 2008-2013



Da uno sguardo complessivo delle fonti e del valore medio dei capitali da queste forniti nei sei anni oggetto d'analisi, un ruolo determinante è stato svolto dalle Banche (il

20.7% dei capitali interamente raccolti è stato apportato al sistema dalle stesse), seguite dai Fondi di Fondi (19.4%), Fondi Pensione (12.1%), Compagnie di Assicurazioni/Investitori Individuali (9.7%). Si potrebbe, dunque, pensare che l'Associazione Italiana di Private Equity e Venture Capital sia riuscita nel suo intento. In realtà, se confrontiamo l'attività di raccolta *made in Italy* per tipologia di fonti con quella relativa al più ampio contesto europeo, ci renderemo conto di come il nostro sistema resti ancora fortemente "bancocentrico" e che le risorse finanziarie allocate dai Fondi Pensione o dalle Compagnie di Assicurazione sono ancora di entità trascurabile. In particolare, sulla base dei dati pubblicati dalla EVCA, in Europa dal 2008 al 2013 sono stati raccolti capitali per un valore medio di quasi 40 miliardi di euro, di cui il 25% da parte dei Fondi Pensione (oltre 9 miliardi di euro) e il 7% dalle Compagnie di Assicurazione (quasi 3 miliardi di euro). Il Regno Unito e la Francia sono i primi due stati europei ad aver avuto un'attività di raccolta più sviluppata nell'arco dei sei anni. Solo nel 2013 nel Regno Unito sono stati raccolti poco più di 34 miliardi di euro, mentre in Francia quasi 8 miliardi di euro: la principale fonte di raccolta nel Regno Unito è rappresentata dai Fondi Pensione, avente un peso del 41.4% pari a oltre 14 miliardi di euro (le Compagnie di Assicurazione pesano per il 5.8% con un valore dei capitali poco inferiore ai 2 miliardi); in Francia, invece, sono le Compagnie di Assicurazione a pesare per ben il 31% sul totale della raccolta con un valore di 2.5 miliardi di euro (i Fondi Pensione sono in terza posizione con un ammontare di capitali di poco superiore al miliardo di euro). Tenendo conto che in Italia nel 2013, i capitali raccolti da parte dei Fondi Pensione erano pari a 740 milioni di euro, mentre quelli delle Compagnie di Assicurazione ammontavano a 542 milioni di euro, appare evidente il *gap* esistente tra il ruolo marginale ricoperto da tali Investitori Istituzionali nel nostro mercato domestico rispetto al ruolo chiave che gli stessi ricoprono in altri stati europei. Eppure, la legislazione italiana prevede la possibilità tanto per i Fondi Pensione quanto per le Compagnie di Assicurazione di investire in attività di private equity ovviamente nel rispetto di determinati vincoli operativi. In particolare, i primi possono investire direttamente fino al 20% del proprio patrimonio oppure fino al 25% del valore del fondo private equity oggetto di investimento; i secondi, fino al 5% delle loro riserve<sup>69</sup>. Secondo il bollettino statistico n.47, pubblicato dal MEFOP -Sviluppo Mercati Fondi Pensione- in data 15/marzo/2013, al 31/dicembre/2012 il patrimonio totale dei fondi

---

<sup>69</sup> AIFI, Fondi Pensione e Private Equity: insieme per la ripresa dell'economia italiana, 11/Novembre/2013.

pensione era pari a 99 miliardi di euro. Ciò significa che potenzialmente nel 2013 i Fondi Pensione avrebbero potuto destinare ad attività *alternative* un ammontare di capitali pari a 19 miliardi di euro contro i 740 milioni effettivamente ceduti. Mentre da un articolo pubblicato dal quotidiano Milano Finanza il 3/luglio/2013 -“ANIA risponde all’appello pmi”- , si rileva che il valore potenziale dei capitali cedibili dalle Compagnie di Assicurazione nel 2013 sarebbe stato di 15 miliardi a fronte dei 300 miliardi complessivi delle corrispettive riserve, contro un valore effettivamente ceduto uguale a 542 milioni di euro.

### 2.3 Attività di Investimento

In tabella sono riportate per ogni anno dal 2008 al 2013 il numero di operazioni concluse, il numero di imprese oggetto di investimento, l’ammontare dei capitali interamente investiti. Si evidenzia, inoltre, la variazione percentuale che di anno in anno ha caratterizzato le tre classi esaminate. Il 2008 conferma il trend al rialzo avviatosi nel 2005: oltre 5 miliardi di euro vengono investiti attraverso 372 operazioni di intervento nel capitale di rischio di ben 284 imprese target. A partire dal 2009 gli effetti della crisi economica finanziaria si mostrano in maniera preponderante, causando un crollo dell’attività complessivamente considerata pari al 32%. Seppur in misura inferiore anche nel 2010 si registra una leggera contrazione la quale verrà neutralizzata nel corso dell’anno successivo. Il 2011, infatti, segnala una rottura del trend al ribasso e dà avvio a una nuova fase di ripresa del mercato. Ripresa che trova una rappresentazione solo nel crescente numero di operazioni ed imprese partecipate fino al 2013, ma non dell’ammontare investito rispetto al quale il valore 2011 resta il valore post-crisi più alto pari a 3.5 miliardi di euro.

**Tabella 1. Attività di Investimento, 2008-2013**

Fonte: Riproduzione propria su dati AIFI, Analisi del Mercato Italiano, 2008-2013

	Numero Operazioni/ Var%		Numero Imprese/ Var%		Ammontare Investito (€mln)/ Var%	
<b>2008</b>	372	▲23%	284	▲13%	5.458	▲30%
<b>2009</b>	283	▼24%	229	▼19%	2.615	▼52%
<b>2010</b>	292	▲3%	226	▼1%	2.461	▼6%
<b>2011</b>	326	▲12%	256	▲13%	3.583	▲46%
<b>2012</b>	349	▲7%	277	▲8%	3.230	▼10%
<b>2013</b>	368	▲5%	281	▲1%	3.430	▲6%

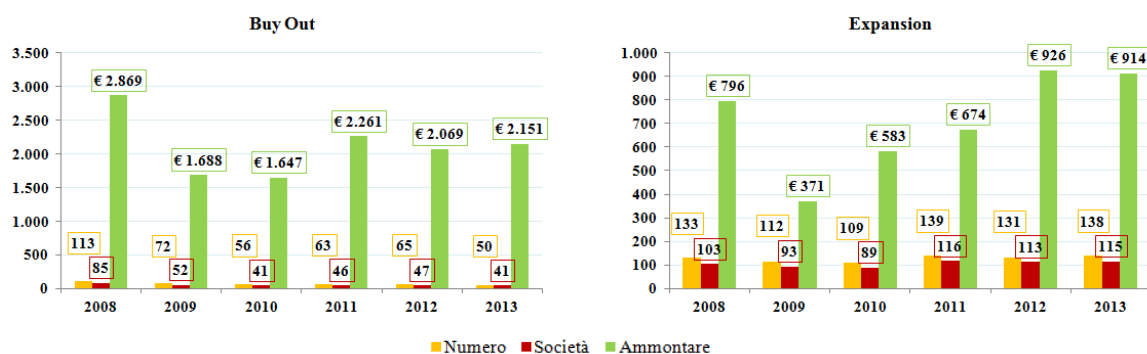
In merito al posizionamento del mercato italiano rispetto ai diversi stages private equity, la predilezione degli Operatori Italiani verso imprese già sviluppate e consolidate, ha



determinato una concentrazione dei corrispettivi investimenti verso i segmenti Buy Out ed Expansion. In particolare, da un'analisi media dell'attività condotta verso tali comparti, nel corso del periodo osservato si rileva: il Buy Out come il primo comparto per ammontare medio investito superiore ai 2 miliardi di euro (pari al 63% delle risorse interamente investite in attività private equity dal 2008 al 2013); l'Expansion è secondo per ammontare (710 milioni di euro), primo per numero di operazioni e società interessate (rispettivamente 127, 105). Da notare che per entrambi, a seguito del 2008, si registra una pesante contrazione della relativa attività con la differenza che per il secondo una ripresa ha avvio già nel 2011, arrivando a realizzare nel 2013 livelli operativi superiori rispetto a quelli pre-crisi sia nel *numero di operazioni* (+4%), sia nel *numero di società* (+12%), sia in *ammontare* (+15%). La quota investita nel 2013, però delinea una flessione di quasi 1.5% rispetto al 2012, il quale si aggiudica l'anno in cui l'attività di tale segmento raggiunge il suo picco più alto. Diversamente, il Buy Out mostra valori ancora nettamente inferiori (rispettivamente -56%, -52%, -25%) e dal 2009 sia le operazioni sia le società partecipate mostrano un andamento al ribasso nel numero; quanto all'ammontare dal 2011 si nota una ripresa che si mantiene più o meno stabile nel corso degli anni successivi. Questa è legata in particolare all'aumento delle operazioni *large & media* (>150 milioni di euro) la cui quota sale all'8% nel 2013 contro un valore del 2% dell'anno precedente; mentre si riducono le operazioni di classe *small* (da 39 a 33) e *medium* (da 25 a 13). Nel 2013 il Buy Out realizza una crescita dei capitali investiti pari al 4%, crescita che si mantiene inferiore rispetto al livello 2011 di quasi il 5%, valore post-crisi più elevato.

**Figura 5. Posizionamento Attività di Private Equity (€mln), 2008-2013**

Fonte: Riproduzione propria su dati AIFI, Analisi del Mercato Italiano, 2008-2013

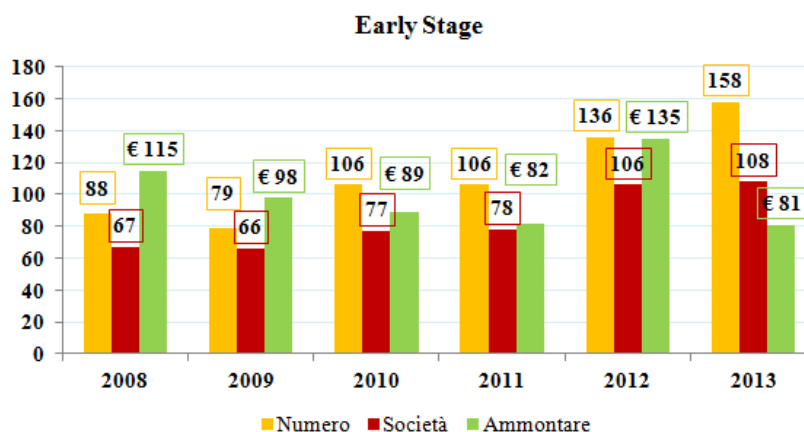


Discorso a parte vale per l'Early Stage, la cui analisi deve tener conto congiuntamente di alcuni fattori al fine di giungere ad una sua valutazione complessiva ed esauriente. Nello specifico, le caratteristiche intrinseche degli investimenti in Seed/Start Up, ampiamente discusse nel primo capitolo, spiegano almeno in parte l'esiguità dei capitali

in esso investiti: in sei anni è stato destinatario di appena 600 milioni di euro, pesando per il 3% sul totale dei capitali investiti. Una analisi che si ferma esclusivamente all'*ammontare* delle risorse in esso canalizzate darebbe evidenza di un settore poco evoluto. In realtà, guardando al *numero di operazioni e società partecipate*, l'Early Stage rappresenta il secondo comparto, dopo l'Expansion, più sviluppato. Infatti, confrontando i dati 2008-2013 con quelli relativi al periodo precedente 2005-2008, si evidenzia un potenziamento della stessa: nel periodo 2005-2008, l'Early Stage pesava per l'1.5% in termini di ammontare e si caratterizzava per un valore medio di 74 operazioni su 59 società; nel periodo 2008-2013, il suo peso in termini di ammontare sale al 3% e si caratterizza per un valore medio di 112 operazioni su 84 società, segnando un incremento complessivo del 64%.

**Figura 6. Operatività Segmento Early Stage (Cmln), 2008-2013**

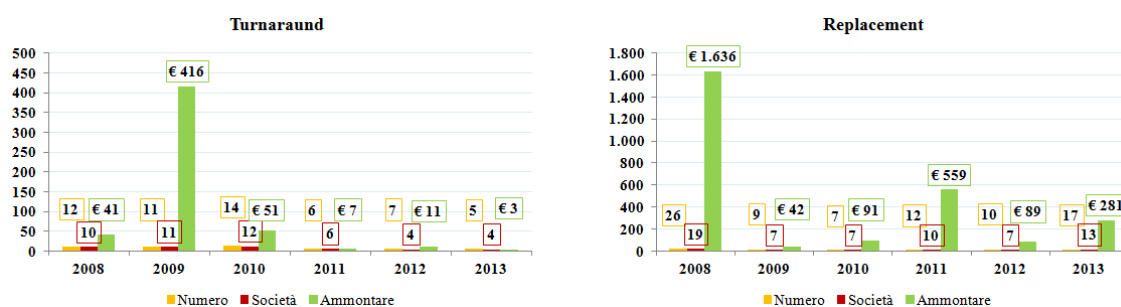
Fonte: Riproduzione propria su dati AIFI, Analisi del Mercato Italiano, 2008-2013



Restano segmenti ancora poco maturi il Turnaraund e il Replacement: il primo, ha ottenuto investimenti per 529 milioni di euro in sei anni, di cui 416 milioni solo nel 2009 a causa della crisi che ha amplificato il bisogno di intervenire a supporto delle imprese in difficoltà. A parte tale intervento, le cifre che hanno caratterizzato il comparto Turnaraund sono state irrisorie, pesando in media per il 3% sull'operatività complessiva; riguardo al secondo, l'11% della quota capitale in esso interamente investita è servita a concludere una media di 13 operazioni l'anno in 10 società.

**Figura 7. Operatività Segmenti Turnaround e Replacement (€mln), 2008-2013**

Fonte: Riproduzione propria su dati AIFI, Analisi del Mercato Italiano, 2008-2013



D'altra parte, a testimonianza di come il private equity non abbandoni le imprese in difficoltà risulta interessante analizzare l'evoluzione della distribuzione del numero di investimenti tra *Initial* e *Follow-on*. Da tale ripartizione si evidenzia, a seguito della crisi, un aumento considerevole dei *Follow-on*, ossia gli investimenti a favore di aziende già partecipate da parte dello stesso operatore/investitore. Infatti, nel 2008 i *Follow-on* rappresentavano il 48% del totale del numero di investimenti; nel 2009 il 63% e fino al 2013 hanno pesato in media per il 59%. Ciò dimostra che gli operatori hanno preferito concentrarsi sulle imprese in portafoglio, sostenendole durante la particolare congiuntura economica.

Sulla base delle strategie di investimento attuate, si conferma il posizionamento degli operatori in specifici comparti operativi. In particolare, gli Operatori Internazionali, Fondi Pan-Europei in primis, prediligono partecipare ad un numero ristretto di operazioni aventi dimensione rilevante. Ciò spiega il perché la loro operatività sia quasi nulla per il segmento *Early Stage*, irrilevante per l'*Expansion*, preponderante per il *Buy Out*. Diversamente, gli altri operatori sono portati a porre in essere un numero di deals più elevato, ma di dimensioni più contenute. E il caso degli Operatori Regionali/Pubblici, delle Banche e dei *Country Funds* la cui presenza rileva nei diversi stages del *Venture Capital*. Una valutazione separata va fatta per i Fondi di *Early Stage*, specializzati in tale segmento, e per le *SGR* le quali, rappresentando il principale veicolo di investimento previsto dalla legislazione italiana, risultano essere particolarmente attive in tutti i comparti con un peso che oscilla dal 20% per l'*Early Stage*, al 40% per l'*Expansion*, fino al 60% per il *Buy Out*. Infine, diviene importante sottolineare che a differenza degli altri segmenti, per l'*Early Stage* si rileva una presenza eterogenea di operatori le cui caratteristiche divergono a seconda della dimensione del fondo e del taglio medio delle operazioni; quest'ultimo risulta essere più elevato per quei fondi che si focalizzano sui deals *Start Up*. Ne deriva che accanto ad operatori contraddistinti da una operatività strutturata in una forma giuridica riconosciuta (Fondi

di Seed Capital e Fondi di Venture Capital per lo Start up), troviamo operatori “informali” come i Business Angels, ossia persone fisiche che investono a titolo personale in quello che viene definito il primo anello della filiera di investimento nel capitale di rischio: il Seed Capital. La cooperazione tra queste due categorie di attori diventa un essenziale punto di forza, agevolata dalla numerosità degli investimenti verso tale comparto. Negli ultimi anni, infatti, si è rilevato un peso sempre più crescente dell’operatività in Seed pari al 44%; mentre lo Start Up continua ad attrarre in maniera preponderante gli investimenti con un valore percentuale del 56%.

Al fine di individuare i principali Operatori che hanno calcato la scena del mercato italiano nel corso del 2013, ci serviamo dei dati elaborati dal PEM<sup>®</sup> in merito all’attività di Private Equity (Expansion, Buy Out, Turnaround, Replacement) e dal VeM<sup>™</sup> per l’attività di Venture Capital (Early Stage). In particolare, secondo l’ultimo rapporto PEM<sup>®</sup> gli operatori più attivi nel segmento private equity, sulla base delle operazioni poste in essere, sono: il Fondo Italiano d’Investimento (4 operazioni), il Fondo Italiano Strategico, Clessidra e CVC Capital Partners (3 operazioni), che rappresentano complessivamente 1/5 del mercato. Per il segmento Venture Capital, in Figura 8 si distinguono i *Fondi Venture Capital* da *Altri Operatori* in funzione del numero di investimenti effettuati a titolo di *Lead* o *Co-Investor*, rispettivamente in *Start Up* ed *Seed Capital*.

**Figura 8. Operatori Attivi nel Segmento Venture Capital, 2013**

Fonte: Rapporto Italia 2013, VeM<sup>™</sup>

FONDI DI VENTURE CAPITAL	LEAD	CO-INV.	TOTALE
Principia SGR	12	0	12
Imi Fondi Chiusi SGR	4	1	5
Filas	5	0	5
Vertis SGR	3	1	4
dpixel	2	0	2
Friulia SGR	2	0	2
360 Capital Partners	1	1	2
United Ventures	2	0	2
ZernikeMeta Ventures	2	0	2
Braveheart Investment Group	1	0	1
Capital B!	1	0	1
Innogest SGR	1	0	1
Intesa SanPaolo	1	0	1
TTVenture	1	0	1
Novus Ventures	0	1	1

ALTRI OPERATORI	LEAD	CO-INV.	TOTALE
Club Italia Investimenti	6	0	6
Mind the Seed	4	1	5
Italian Angels for Growth	3	1	4
Digital Magics	3	0	3
Andena Holding	2	0	2
b-venture	2	0	2
Italeaf	2	0	2
Red Circle Investments	2	0	2
Vela Imprese	0	2	2
H-Farm	1	0	1
Key Capital	1	0	1
500 Startups	1	0	1
Blom CGR	0	1	1
Aldabra Capital	0	1	1
Bincot	0	1	1
Fin Posillipo	0	1	1
High-Tech Gründerfonds	0	1	1
Business Angels	1	7	8

Non resta da esaminare la ripartizione degli investimenti per localizzazione geografica e per settore economico. Prima di procedere per tal via, cerchiamo di qualificare l'impresa target italiana in modo da capire meglio da un lato ove gli interventi in equity risultano necessari e dall'altro ove questi effettivamente si focalizzano. Innanzitutto, come ben sappiamo il tessuto imprenditoriale italiano si caratterizza per la presenza dominante di imprese definite PMI, micro- piccole- medie imprese. Adottando la definizione riconosciuta a livello europeo, sono da considerarsi PMI quelle imprese aventi un *numero di dipendenti* inferiore a 250 ed un *fatturato o totale di bilancio* rispettivamente inferiore ai 50 milioni di euro e ai 43 milioni di euro. Per il 2013 si stima la presenza sul territorio italiano di ben 3.718.236 PMI, cifra uguale al 99.9% del totale delle imprese aventi sede nella nostra nazione (lo 0.1% in più rispetto alla media EU-28); il restante 0.1%, in cifre 3.139, rappresenterebbe la quota di imprese comunemente definite GRANDI (lo 0.1% in meno rispetto alla media EU-28)<sup>70</sup>. In particolare, sono le micro imprese a pesare maggiormente per il 94.4% con un contributo in termini occupazionali del 45.8% (oltre 6 milioni e 600 mila dipendenti) ed in termini di valore aggiunto pari a 201 miliardi di euro. Si percepisce, dunque, una necessità di intervento verso tale target soprattutto alla luce delle difficoltà che le stesse trovano nel reperimento di risorse finanziarie indispensabili per lo sviluppo imprenditoriale. L'avvento della crisi finanziaria e la conseguente chiusura dei cosiddetti "rubinetti del credito", ha difatti strozzato tale segmento con effetti devastanti per l'economia italiana nel suo complesso. La causa principale è ravvisabile in un sistema che non è in grado di offrire gli strumenti adeguati per il loro supporto e che molto spesso le costringe a restare micro. D'altro lato un ruolo sempre più centrale hanno le imprese di medie dimensioni in virtù delle ricadute che possono generare, e che di fatto generano, sulle filiere. Esse rappresentano lo 0.5% delle imprese presenti nel territorio (circa 19 mila); occupano più di 1 milione e 800 mila dipendenti ed il loro contributo in termini di valore aggiunto è pari a 118 miliardi di euro. Sono considerate il vero snodo del rilancio perché riescono ad essere presenti sui mercati internazionali con successo. E dal loro successo dipende quello del tessuto produttivo che lavora con e per loro. Da un'analisi del mercato

---

<sup>70</sup> Stime per il 2013 elaborate da DIW Econ sulla base di dati relativi al periodo 2008-2011 forniti dalla banca dati sulle statistiche strutturali d'impresa di Eurostat. I dati si riferiscono alla "economia d'impresa" comprendente industria, edilizia, commercio e servizi (NACE Rev. 2 sezioni da B a J, L, M e N), ma non le imprese dei settori agricolo, della silvicoltura e della pesca, né i servizi essenzialmente non commerciali come l'istruzione e la sanità. Il vantaggio di utilizzare dati Eurostat consiste nel fatto che le statistiche sono armonizzate e comparabili tra i diversi paesi. Lo svantaggio è che per alcuni paesi i dati possono divergere da quelli pubblicati dalle autorità nazionali. Cfr. European Commission, Impresa e Industria- Scheda Informativa SBA Italia 2014, Settembre/2014.

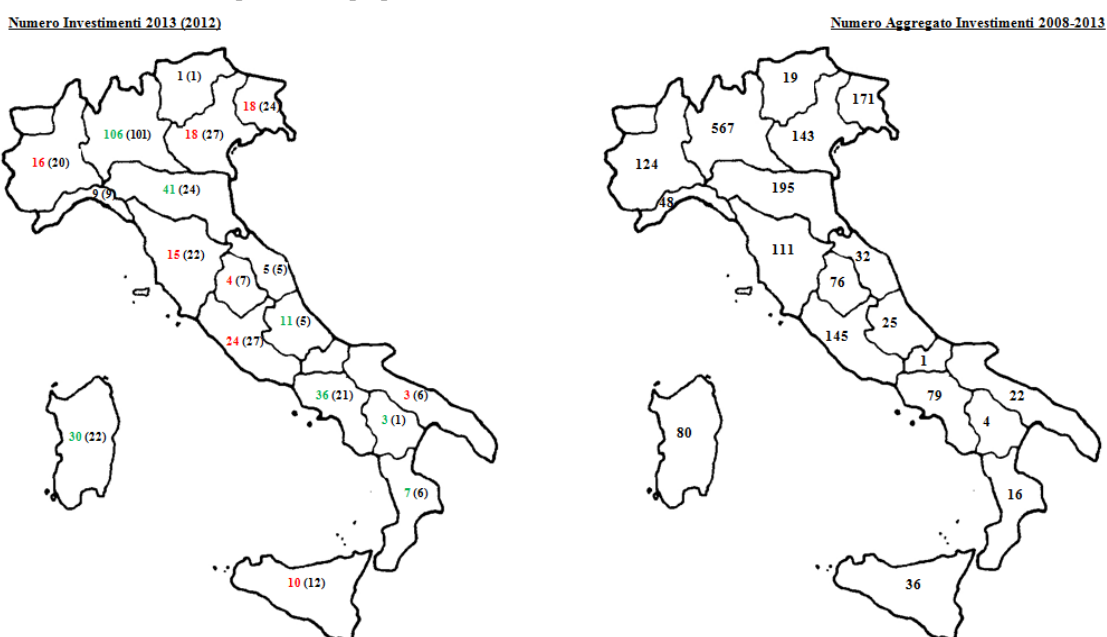
italiano in termini di interventi nel capitale di rischio delle imprese target, emerge quanto segue: dal 2008 al 2013, le imprese MICRO, sono state destinatarie in media del 40% degli investimenti; le PICCOLE, del 13%; le MEDIE, del 24%; le GRANDI, del 23%. Complessivamente le PMI hanno attratto in media il 77% dei capitali investiti; tale percentuale sale a 81% se consideriamo come elemento discriminante il numero dei dipendenti piuttosto che il fatturato. I più attivi in tale segmento risultano essere stati principalmente i Fondi di Early Stage (41%) e l'Expansion (38%); seguiti dal Buy Out (16%) e in via residuale dal Replacement e Turnaround (rispettivamente 3% e 2%). Considerando i dati elaborati dall'osservatorio VeM™, la "società-tipo" 2013 ha una dimensione media, in termini di fatturato, di 1.2 milioni di euro; ed in termini occupazionali pari a 7 soggetti impiegati. Il PEM® rileva, invece, una concentrazione degli investimenti del 65% verso imprese aventi un fatturato inferiore ai 60 milioni di euro; le percentuali scendono a 8% per imprese di *size* superiore ai 300 milioni di euro e al 5% per quelle di fascia 61-100 milioni di euro. Da quanto osservato si deduce quindi una concentrazione degli investimenti verso quei target che qualificano il tessuto imprenditoriale italiano.

In merito alla distribuzione geografica degli investimenti dal 2008 al 2013, le regioni del NORD Italia sono state destinatarie in media del 77% del valore totale dei capitali investiti di anno in anno, utili ad alimentare un numero medio di operazioni superiore a 210. Nonostante i valori 2013 risultino essere inferiori rispetto ai valori pre-crisi (*numero di operazioni*: -13%; *valore investito*: -20%), si evidenzia un repentino miglioramento dell'attività nel corso del periodo osservato. Tali dati confermano il settentrione come l'area geografica della nazione più sviluppata in tale ambito operativo. Nelle regioni dell'area CENTRO tanto il numero di investimenti quanto il valore investito presentano un andamento al ribasso: rispetto al 2008, il 2013 mette in evidenza una caduta nel numero di operazioni del 44% (passando da 85 a 59) e dei capitali investiti pari all'84% (da circa 1.5 milioni di euro a 240 milioni di euro); l'unico dato positivo è che rispetto al 2012 la quota destinata alle regioni centrali è aumentata di un punto percentuale, mentre il numero di operazioni resta di segno negativo, -11%. In media il centro ha pesato per il 18% sul totale dei capitali investiti per un numero medio di operazioni pari a 64 (circa il 20%). Per quanto riguarda le regioni del SUD, comprese le ISOLE, queste pur presentando un trend al rialzo nel numero di investimenti effettuati, si confermano essere le regioni ove l'attività di Venture Capital e Private Equity risulta essere meno sviluppata. In particolare, nell'arco di questi sei anni il

numero di operazioni è salito a 89 nel 2013 (contro un valore 2008 uguale a 11); a destare preoccupazione sono le cifre investite che continuano ad essere troppo irrisorie rispetto a quelle destinate alle regioni settentrionali, lasciando evidente e insormontabile il gap tra NORD e SUD. Di seguito è riportata la distribuzione geografica per regione degli investimenti effettuati nel solo 2013, evidenziando la variazione in positivo o in negativo rispetto ai valori 2012, nonché il corrispettivo numero aggregato degli investimenti effettuati dal 2008 al 2013.

**Figura 9. Distribuzione Geografica per Regione del Numero di Investimenti**

Fonte: Riproduzione propria su dati AIFI, Analisi del Mercato Italiano, 2008-2013



Guardando al numero di investimenti effettuati nel 2013, rispetto ai dati relativi all'anno precedente: 7 regioni hanno registrato un aumento (Nord: *Lombardia, Emilia Romagna*; Centro: *Abruzzo*; Sud+Isole: *Campania, Basilicata, Calabria, Sardegna*); 8 una contrazione (Nord: *Piemonte, Veneto, Friuli Venezia Giulia*; Centro: *Toscana, Umbria, Lazio*; Sud+Isole: *Puglia, Sicilia*); 3 nessuna variazione (Nord: *Liguria, Trentino Alto Adige*; Centro: *Marche*); 2 alcun investimento (Nord: *Valle D'Aosta*; Sud+Isole: *Molise*). Da una considerazione complessiva dei dati emerge che nel 2013 il numero delle operazioni è risultato essere più alto rispetto a quello che ha contraddistinto l'anno 2012 (357 contro 340); in particolare: il Nord ha mostrato un incremento del 1.5%; il Centro una flessione dell'11%; il Sud una crescita del 31%. Passando ad un'analisi aggregata dei dati raccolti, dal 2008 al 2013 sono state poste in essere sul territorio italiano circa 1.894 interventi in capitale di rischio, di cui il 67% si concentra nell'area Nord, il 20% nell'area Centro, l'13% nell'area Sud. Dunque, pur evidenziando un

aumento del 31% verso il Mezzogiorno, da una visione aggregata dei dati emerge come effettivamente l'operatività risulti ancora marginale presso l'area considerata.

Quanto ai settori economici verso i quali le operazioni di investimento risultano concentrarsi, considerando il numero medio di operazioni rilevate dal 2008 al 2013, si osserva quanto segue: con un valore medio che oscilla tra i 30-35 investimenti l'anno, i settori *Energia e Utilities, Prodotti e Servizi Industriali, Servizi Non Finanziari* si posizionano in vetta alla classifica; seguiti dai settori *Medicale, Media ed Entertainment, Manifatturiero, Computer* (con una media di 20-25 operazioni d'investimento l'anno); *Beni di Consumo, Trasporti e Logistica, Retail, Biotecnologie, Servizi Finanziari, Alimentare* (tra 10-15); *Lusso, Chimica, Edilizia, Tessile, Automotive, Automazione Industriale, Telecomunicazioni* ( $\geq 5$ ); ed infine, *Elettronica e Agricoltura* ( $<5$ ). Secondo il VeM™, nel 2013 gli operatori Seed ed Start-up hanno concentrato la propria operatività, per una quota pari al 50%, verso il settore dell'*Information and Communication Technology- ICT*. All'interno di tale comparto, le applicazioni web e mobile, riconducibili principalmente ad applicazioni innovative per smartphone e tablet, hanno attirato l'80% degli investimenti (il restante 20% è stato così ripartito: 8% Software; 6% Data Management; 6% ICT). Per il resto il mercato presenta una notevole dispersione settoriale. Nello specifico, risultano in crescita i settori dei *Prodotti industriali* (9% contro il 5% del 2012); *Health Care and Social Services, Comunicazione* (6% contro 4% del 2012); *Alimentare* (5% contro 2% del 2012). Diversamente, rispetto all'anno precedente sono in leggera flessione i settori: *Cleantech* (-5%), *Pharma* (-1%), *Servizi Finanziari* (-2%), *Nanotecnologie* (-2%). In fine, si segnala l'entrata in scena di un nuovo settore attinente alla prestazione di servizi e vendita di prodotti per il tempo libero, il quale ha totalizzato il 2% degli investimenti. Per quanto concerne i settori d'intervento privilegiati dagli operatori monitorati dall'osservatorio PEM®, nel 2013 la loro attenzione si focalizza principalmente verso il settore *Manifatturiero* (28%) e *Beni di Consumo* (20%), rappresentando nel complesso quasi il 50% del mercato. Seguono i settori *Terziario* (11%), *Alimentare* (9%), *Cleantech* (8%); mentre *ICT* e *Pharma* registrano una sostanziale riduzione di interesse passando da una quota aggregata del 15% del 2012 ad una del 6% nel 2013.

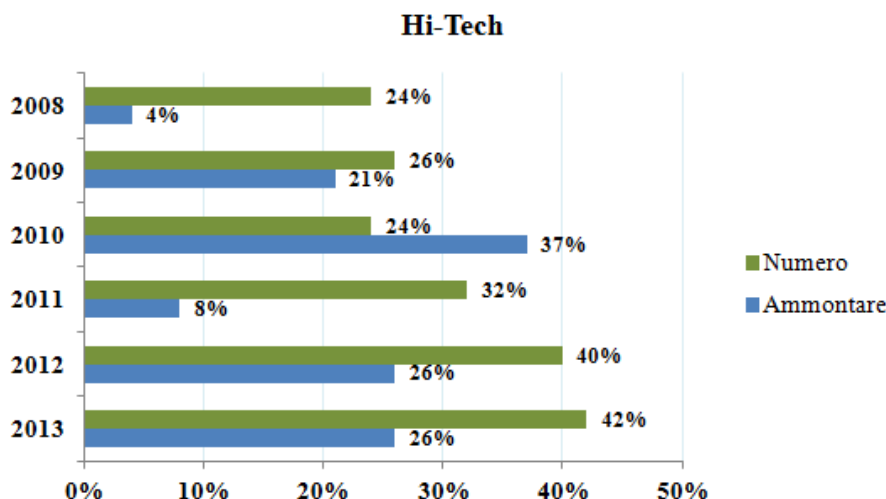
Altro elemento interessante da segnalare attiene al peso dell'hi-tech sul totale degli investimenti effettuati nei differenti settori economici analizzati in precedenza. In particolare, si osserva un incremento di tale comparto tanto in *numero* quanto in *ammontare*, pur registrando quest'ultimo una forte contrazione nel 2011 del 78%. Ne



deriva che dal 2008 al 2013, mentre il numero delle operazioni hi-tech è cresciuto in modo stabile del 75% (passando da un peso del 24% nel 2008 ad uno del 42% nel 2013); il loro ammontare, dopo il crollo del 2011 (dal 4% del 2008, gli investimenti in hi-tech pesavano per il 37% nel 2010, per poi crollare nel 2011 a quota 8%), cresce fino a raggiungere un livello del 26%.

**Figura 10. Rilevanza Hi-Tech sul Totale Investimenti**

Fonte: Riproduzione propria su dati AIFI, Analisi del Mercato Italiano, 2008-2013

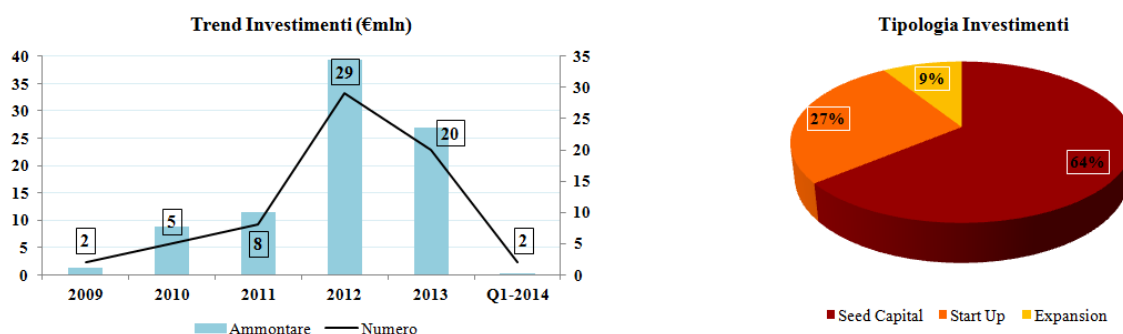


Essendo evidente anche in tale ambito la dicotomia tra Nord e Sud nella diffusione ed utilizzo di tecnologie ad “High Quality”, nel 2008 il Dipartimento per l’Innovazione e le Tecnologie (DIT) ha promosso un fondo di fondi, chiamato Fondo Hi-Tech per il Mezzogiorno, con l’obiettivo di favorire gli interventi di innovazione digitale nel Sud Italia (compreso Abruzzo e Molise). Oggetto della misura, la sottoscrizione e alienazione da parte del DIT di quote di fondi mobiliari chiusi, riservati ad investitori qualificati, promossi o gestiti da una o più SGR. I fondi devono essere dedicati all’acquisto di partecipazioni in PMI che introducono innovazioni di processo o di prodotto nelle aree sottosviluppate del Mezzogiorno. In linea con il regolamento del fondo sono considerate non solo le imprese aventi sede principale in tali aree, ma anche quelle imprese aventi uffici o sedi secondarie ivi operative. Il Fondo High-Tech realizza operazioni di Early Stage, suddivise per Seed ed Start Up, e di Expansion nelle seguenti modalità: investimento diretto in equity; prestito obbligazionario convertibile; finanziamento soci. L’intervento in ogni singolo fondo o suo comparto non può essere superiore al 50% del totale del patrimonio del fondo o del comparto in cui l’investimento è realizzato. Le SGR assegnatarie sono quattro: Principia, Vertis, IMI Fondi Chiusi e Vegagest. Diversamente dalle altre, quest’ultima non ha realizzato per il

momento ancora alcun investimento. Il valore totale della Raccolta dei fondi gestiti dalle tre SGR è pari a 113.1 milioni di euro, di cui il 50% sottoscritto interamente dal DIT. Dal 2009 al primo trimestre 2014 sono stati effettuati 66 investimenti distribuiti su 53 imprese target per un valore complessivo di circa 88 milioni di euro. Nello specifico, gli investimenti si sono concentrati negli ultimi due anni di attività (2012-2013). Ciò è legato al fatto che nel primo periodo (dal 2009 al 2011), i gestori si siano dedicati prettamente allo screening e selezione delle migliori opportunità di investimento. Con riferimento alla tipologia degli investimenti effettuati, il 64% delle risorse sono confluite principalmente nel segmento Start Up (56 milioni di euro su 42 operazioni); il 27% nell'Expansion (24 milioni di euro su 14 operazioni); il 9% in Seed (8 milioni di euro su 10 operazioni).

**Figura 11. Operatività Fondo Hi-Tech per il Mezzogiorno, 2009-Q1/2014**

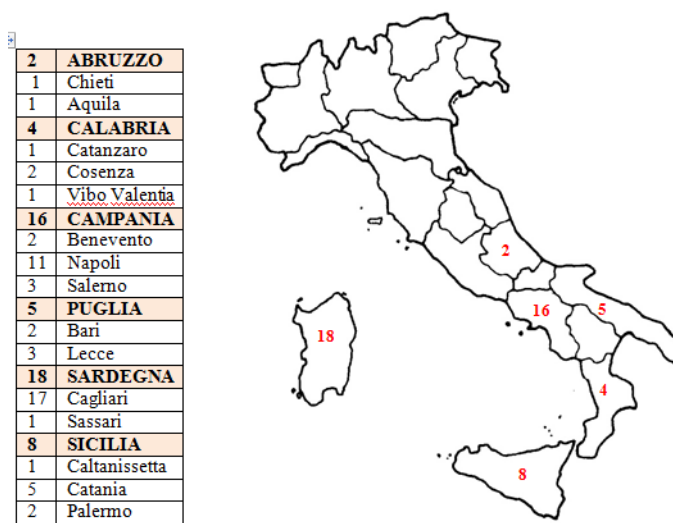
Fonte: Riproduzione propria su dati VeM™



Delle 53 imprese target: 43 sono di stampo privatistico, le restanti 10 spin-off di cui 5 da parte di aziende già costituite, 4 da centri di ricerca (3 CNR- Centro Nazionale di Ricerca; 1 Centro di Ricerca, Sviluppo e Studi Superiori in Sardegna), 1 Università degli Studi di Salerno. Il 60% di queste imprese opera nel settore dell'ICT (19 specializzate nel *Web & Mobile*; 13 nella produzione di *software*); il 13% in Media ed Entertainment; 9% in Servizi Finanziari. In merito alla loro localizzazione geografica, dalla figura sottostante si rileva che le regioni maggiormente coinvolte sono state la Sardegna (18 operazioni) e la Campania (16 operazioni), seguite dalla Sicilia (8), Puglia (5), Abruzzo (2); non è stata rilevata alcuna attività di investimento in Basilicata e in Molise.

**Figura 12. Distribuzione Geografica Operazioni Fondo Hi-Tech per il Mezzogiorno, 2009- Q1/2014**

Fonte: Riproduzione propria su dati VeM™



A seguito delle operazioni condotte, le imprese target hanno realizzato una crescita in termini sia di fatturato che occupazionali. Al fine di condurre un'analisi di questo tipo sono stati considerati i dati caratterizzanti le imprese al momento di inizio investimento; questi, sono stati successivamente confrontati con gli ultimi risultati conseguiti. Sulla base dei dati disponibili, sono stati costituiti due campioni: il primo, composto da 35 aziende, è stato sottoposto ad un'analisi del fatturato che si è mostrato raddoppiato (+2.14x) rispetto ai valori iniziali che per molte aziende risultavano essere nulli; il secondo, costituito da 32 aziende, ha fornito una misura della crescita aziendale tenendo conto del numero di soggetti impiegati che ne è risultato più che triplicato (+3.87x). Molte delle imprese target hanno altresì avviato processi di internazionalizzazione mediante l'apertura di sedi all'estero.

Tenendo conto della diversa natura dei segmenti esaminati e dei risultati da questi raggiunti nel corso del periodo osservato, possiamo ampiamente confermare che l'Expansion rappresenta il comparto private equity più sviluppato del mercato italiano, seguito dal Buy Out. A tal proposito non deve meravigliarci lo sviluppo di tale segmento nel mercato domestico sia perché una volta raggiunto un dato livello di crescita anche le PMI necessitano di interventi mirati alla modifica degli assetti proprietari al fine di garantirsi il raggiungimento di livelli espansivi più ampi; sia perché il Buy Out riscontra una certa importanza anche in altri mercati europei più sviluppati rispetto a quello italiano. In merito all'Early Stage nonostante possa considerarsi soddisfacente la crescita conseguita rispetto al periodo precedente, emerge la difficoltà di tale segmento di riuscire ad affermarsi nel mercato domestico al pari dei principali

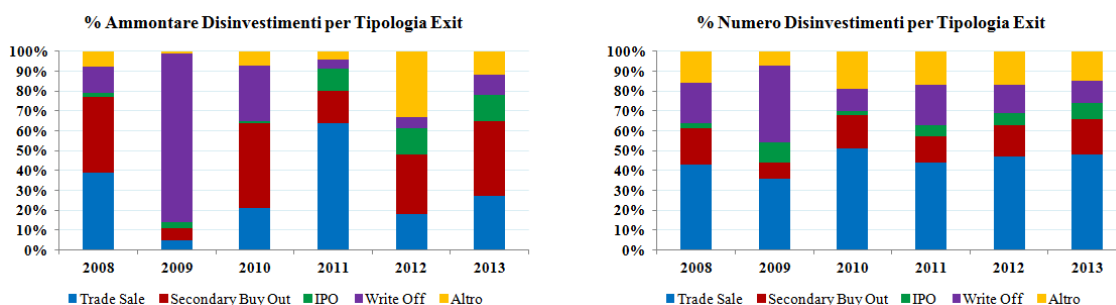
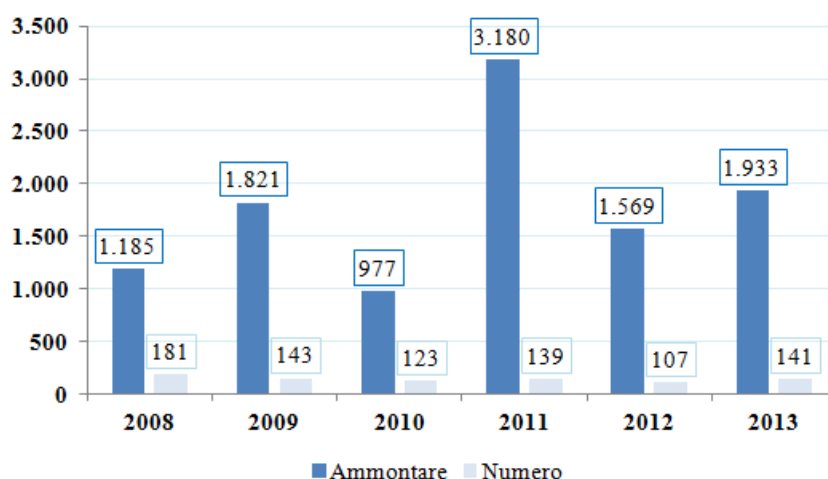
competitors europei: Francia, Regno Unito, Germania. Nei sei anni oggetto di analisi, infatti, in Italia sono stati investiti complessivamente 600 milioni di euro in 502 imprese target. Considerando l'ammontare medio investito ogni anno nei tre stati europei, dal 2008 al 2013 in Francia è stato investito mediamente un valore superiore a 317 milioni di euro in 201 imprese target; nel Regno Unito, la cifra media investita sale a oltre 388 milioni di euro distribuiti in 260 imprese target; la Germania sbaraglia i vicini stati membri, investendo ogni anno quasi 430 milioni in 599 imprese. Appare dunque evidente il dislivello operativo esistente. Quanto al segmento Turnaround è doveroso sottolineare la valenza che tale segmento potrebbe riscuotere anche per il mercato italiano ove le imprese in forte tensione finanziaria non sembrano mancare soprattutto in periodi come quello non del tutto trascorso di congiuntura economica. Altro elemento importante riguarda la settorializzazione degli investimenti, nonché la loro disparità tanto in numero quanto in ammontare tra il Nord e il Sud. Quanto al primo punto, gli interventi di capitale si concentrano proprio verso quelle imprese operanti in quelli che sono considerati i principali settori dell'economia italiana. E negli ultimi anni si è assistito ad una crescita di quei settori per i quali l'innovazione ne rappresenta il principale fattore di sviluppo. Nonostante alcune criticità e il ritardo dell'Italia rispetto al contesto europeo, si rileva un miglioramento nell'attitudine ad investire in hi-tech, sostenendo lo sviluppo competitivo italiano grazie all'introduzione di innovazioni di prodotto e processo in linea con gli altri Paesi. In merito invece alla disparità esistente tra il Nord e il Sud, tale disparità non attiene esclusivamente alla localizzazione geografica delle imprese partecipate, ma altresì in una realtà strutturale, culturale, nonché sociale differente. I risultati raggiunti dal Fondo Hi-Tech per il Mezzogiorno dimostrano come difatti né l'intenzione né le opportunità di investimento manchino, urge dunque sanare le lacune esistenti al fine di limare le disparità e creare un ambiente favorevole all'investimento rendendolo maggiormente attivo ed attrattivo.

#### **2.4 Attività di Disinvestimento**

Analizziamo il trend segnato dall'attività di disinvestimento lungo il periodo 2008-2013. Nel farlo terremo conto delle variabili che hanno su di esso maggiormente inciso in termini sia di *ammontare* che di *numero* di operazioni concluse di anno in anno con l'intento di dare evidenza, anche in tale ambito, delle peculiarità del mercato italiano. Partiamo da un'analisi quantitativa dei dati raccolti e raffigurati nei grafici sottostanti.

**Figura 13. Evoluzione Attività di Disinvestimento (€mln), 2008-2013**

Fonte: Riproduzione propria su dati AIFI, Analisi del Mercato italiano, 2008-2013



Sin dal 2008, l'attività di disinvestimento risulta essere condizionata dalle turbolenze dei mercati finanziari che hanno reso difficile la dismissione delle partecipazioni precedentemente acquisite. Infatti, rispetto al 2007, il 2008 segna un crollo dei disinvestimenti pari al 55% in ammontare e al 13% in numero. Nel 2009, dall'incremento dei capitali disinvestiti sembra trasparire una ripresa del mercato. In realtà se guardiamo alla composizione dell'ammontare per tipologia di exit ci renderemo conto che ben l'85% è rappresentato da operazioni *write off*, ossia le partecipazioni detenute dagli investitori hanno subito una svalutazione (totale o parziale) a causa della perdita di valore permanente della società partecipata o a causa della sua liquidazione ovvero fallimento. Da ciò si evince la delicatezza di questa ultima fase e come sui due fattori chiave (timing e modalità di uscita) strettamente interconnessi tra loro, agiscano delle variabili endogene ed esogene che contribuiscono e determinano il successo o meno dell'operazione nel suo complesso. Tra le seconde rientra la particolare congiuntura economica in atto in quel preciso momento storico che impattando negativamente sull'intervento in capitale di rischio avviato ne ha causato la definitiva uscita degli stessi investitori dalla compagine azionaria. Il trend al ribasso prosegue nel corso dell'anno successivo: il 2010 registra una caduta del 46% e del 14%

rispettivamente in ammontare e numero di operazioni concluse; l'unico dato positivo è l'incidenza dei write off sul totale disinvestito che scende ad un livello del 28%. I primi segnali di ripresa si evidenziano nel 2011, anno in cui l'attività di disinvestimento raggiunge il suo massimo apice: il valore dei disinvestimenti sale del 225%; il numero delle operazioni del 13%; e i write off scendono ulteriormente al 5%. Negli ultimi due anni i disinvestimenti si sono mantenuti inferiori rispetto ai livelli 2011, ma superiori in media rispetto ai precedenti, segnando una ripresa del mercato.

Se un'analisi per ammontare fornisce una misura circa quello che è stato l'andamento dell'attività di disinvestimento negli ultimi anni e quali le variabili che su di esso hanno maggiormente inciso; un'analisi per numero di operazioni, condotta in termini di modalità attraverso cui il disinvestimento ha avuto luogo, da informazioni atte a capire la ratio che guida l'operatore istituzionale italiano nella scelta dell'exit. Dalla Figura 13 emerge la netta prevalenza delle operazione *trade sale* che consistono nella vendita delle partecipazioni ad altri soggetti industriali. Seguite dalle *secondary buy out*, operazioni che consistono nella cessione delle quote dismesse ad altri investitori istituzionali. Tale dato rientra nel calcolo delle operazioni follow on, descritte nel paragrafo precedente, in quanto sottolineano l'attitudine degli investitori, operanti soprattutto nel segmento Buy Out, ad reinvestire in una società rispetto alla quale è stato già avviato un processo di intervento nel capitale di rischio. L'intento è quello di supportare la medesima nel complesso processo di espansione imprenditoriale. Risultano, invece, poco praticate le *IPO* a causa soprattutto di un retaggio culturale che caratterizza le imprese familiari italiane, le quali percepiscono l'accesso al mercato borsistico, in quanto tale, come una minaccia piuttosto che un vantaggio, alla luce anche dei costi legati alla quotazione. Da segnalare anche il peso della categoria *altro* nella quale vengono fatte rientrare le cessioni ai precedenti azionisti, l'acquisto da parte del management o di azioni proprie.

Dalla breve analisi condotta emerge come la scelta del canale d'uscita, nonché il timing entro cui l'operazione deve essere portata a termine contribuiscono in maniera rilevante alla cessione profittevole della partecipazione, la quale si traduce in un guadagno per l'investitore. Il successo attribuito all'investimento in private equity è legato anche alla elevata potenzialità di rendimento ad esso connesso e le performance registrate negli ultimi anni, superiori rispetto a quelle realizzate dalle attività tradizionali (titoli azionari e titoli obbligazionari), ne sono un esempio. Annualmente dal 1996, KPMG Corporate Finance ed AIFI conducono un'indagine finalizzata a monitorare le performance

registrate dalle operazioni di private equity e venture capital che coinvolgono i principali operatori attivi in Italia<sup>71</sup>. I dati riportati sono espressi in termini di IRR *Lordo Aggregato*, calcolato sulla base dei flussi mensili (in entrata ed in uscita) degli investimenti. In particolare, l'analisi considera due indicatori di performance: il primo, IRR *Lordo Aggregato "From Inception"*, esprime le performance relative ai disinvestimenti realizzati nel corso dell'anno di riferimento, indipendentemente dal vintage; il secondo, IRR *Lordo Aggregato "By Horizon"*, indica le performance realizzate dagli investimenti lungo un arco temporale di riferimento (ad esempio 1,3,5,10 anni), indipendentemente dal fatto che siano stati disinvestiti o risultino ancora in portafoglio; in quest'ultimo caso si tiene conto del valore della partecipazione, fornita dagli stessi operatori, di fine periodo. Guardando al primo di questi due indicatori, si deduce che il 2013 è stato un anno positivo: la performance delle operazioni disinvestite nel 2013 si attesta a 18.2% contro il 6.2% del 2012. Tale positività è legata da un lato all'incidenza in termini di cash out delle operazioni write off, le quali pur essendo aumentate in numero rispetto al 2012, mostrano un'incidenza in netta diminuzione rispetto all'anno precedente (dal 43.8% nel 2012 al 25.6% nel 2013). Dall'altro, alla realizzazione di disinvestimenti con performance associate a classi di rendimento più elevate. In particolare, risultano aumentate sia in termini numerici sia in termini di incidenza sui cash out tutte quelle operazioni aventi realizzato un rendimento compreso tra i seguenti range di valore: 20-30%; 30-40%; 50-100%; 100-500%. Tra queste la prima classe risulta prevalere. Da un'analisi per fatturato delle imprese target, le performance migliori sono state realizzate da imprese di medie-grandi dimensioni (23.2% per le MEDIE; 19% per le GRANDI); mentre le PICCOLE hanno conseguito un rendimento negativo (-2.1%), dovuto al fatto di essere stato quel target maggiormente penalizzato dai write off. Ciò spiega e conferma i rendimenti associati alle operazioni Buy Out ed Expansion (rispettivamente 18.9%, 18.4%) e al segmento Early Stage che pur essendo di segno negativo, registra un netto miglioramento rispetto al 2012 (-1.6% contro -21.6% nel 2012). In merito, invece, al secondo indicatore che segnala la performance attribuibile all'investimento sulla base del cosiddetto *holding period*: le operazioni con durata 1 anno mostrano un IRR del 15.8%; quelle con durata 3 anni, del 6.5%; quelle dai 5 ai 10 anni hanno un rendimento superiore all'11%.

---

<sup>71</sup> KPGM-AIFI, Corporate Finance-Private Equity, After the break: Italian Private Equity and Venture Capital Market: 2013 performances, June/2014.

I risultati illustrati mostrano rendimenti positivi dai quali hanno tratto vantaggio non solo gli investitori, ma anche le imprese italiane partecipate. Un ritorno elevato a fronte di un investimento comporta la creazione di valore per l'impresa target e per l'ambiente che la circonda. Aspetto quest'ultimo che tratteremo nel proseguo della trattazione.



### **3. Impatto del Private Equity sull'economia italiana**

Ogni anno la *Pricewaterhousecoopers- Pwc*, in collaborazione con l'Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital, pubblica uno studio inerente all'impatto del private equity sulle imprese italiane oggetto di tale attività<sup>72</sup>. In particolare, i dati elaborati fanno riferimento ad un campione di imprese gestite pari a 393, di cui 210 partecipate da fondi venture capital e 183 da fondi buy out. Si tratta di imprese per le quali il disinvestimento ha avuto luogo nel corso del periodo di osservazione considerato, 2003-2012. Al fine di elaborare l'impatto generato dall'operatività dei fondi private equity, si considerano le variazioni subite da alcune misure economiche rappresentative della crescita d'impresa: i *Ricavi* derivanti dalle vendite e dalle prestazioni erogate; l'*Occupazione* intesa come numero medio annuo di dipendenti. Per ciascuna di queste misure si procede al calcolo del corrispettivo tasso di crescita, il CAGR<sup>73</sup>, dato dalla media dei CAGR calcolati per ogni azienda inclusa nel campione. In fine, quest'ultimo viene confrontato con un benchmark selezionato in modo da confrontare le performance registrate dalle imprese in portafoglio con quelle di mercato. Tale benchmark è stato estrapolato da una ricerca condotta dall'Ufficio Studi di Mediobanca ed intitolata "Dati Cumulativi di 2.035 società italiane".

Dalla lettura dello studio si evince come negli ultimi anni le imprese target hanno mantenuto un trend di crescita positivo e superiore rispetto ad aziende con caratteristiche simili, ma non gestite da fondi private equity. Nello specifico le prime hanno conseguito un valore CAGR superiore rispetto alle seconde di 553bp, rispettivamente uguale a +9.2% e +3.9%. Riferendoci, invece, al tasso di crescita occupazionale, seppur in leggera flessione rispetto agli anni precedenti, continua ad essere più alto del valore benchmark in modo significativo: +5% contro il -0.2%. Questo tipo di confronto ci permette di riflettere su un aspetto già analizzato nel corso del capitolo precedente, ossia la prociclicità. Una attività imprenditoriale risente dell'andamento delle variabili micro ed macroeconomiche di riferimento; in periodi di *downturn* questa sarà quasi naturalmente caratterizzata da una flessione la cui entità però sarà strettamente correlata alla capacità dell'azienda di stare sul mercato. I dati appena riportati testimoniano come nonostante il contesto economico sfavorevole le imprese supportate dai fondi private equity non hanno semplicemente realizzato valori

---

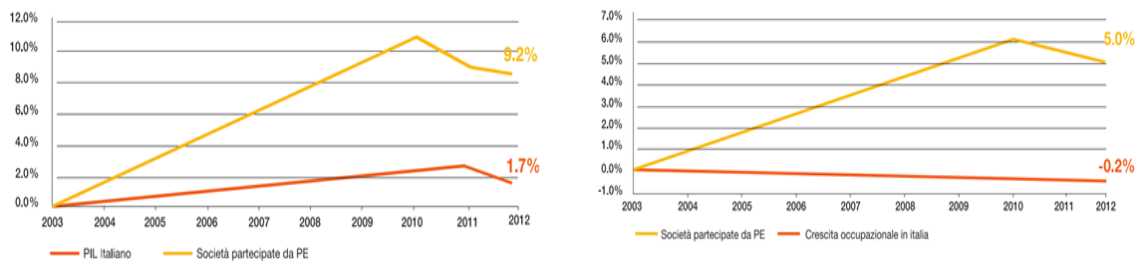
<sup>72</sup> PWC-AIFI, L'impatto economico del Private Equity e del Venture Capital in Italia, Marzo/2013.

<sup>73</sup> Il CAGR è un indice che rappresenta il tasso di crescita annuale di una certa grandezza in un dato arco temporale.

di crescita positivi, ma hanno altresì risposto alla congiuntura economica con strategie operative valide e concrete che ne hanno funto da propulsore della stessa. Ciò assume una maggiore valenza se confrontiamo il tasso di crescita dei ricavi e quello occupazionale rispettivamente con il tasso di crescita del PIL e del livello occupazionale italiano (Figura 14).

**Figura 14. Tassi di crescita a confronto**

Fonte: Pwc, AIFI- L'impatto economico del Private Equity e Venture Capital in Italia, Marzo/2014



Da notare come pur seguendo quasi il medesimo trend, la differenza nei valori realizzati è rilevante: di 750bp tra PIL e società partecipate da Private Equity e di 480bp tra queste ultime e la crescita occupazionale in Italia.



## Conclusioni

L'analisi condotta mette in luce un fattore sul quale il settore private equity è andato nel corso degli anni sempre più a focalizzarsi, ossia l'utilizzo della leva operativa. L'avvento della crisi finanziaria e la sua evoluzione in crisi di liquidità ha indebolito fortemente la possibilità di utilizzare la leva finanziaria come strumento di creazione di valore per l'impresa target, portando le società private equity a concentrarsi in misura maggiore sull'ottimizzazione delle linee strategiche operative poste in essere, da cui hanno tratto diretto vantaggio le *Investee Company* e il relativo ambiente economico-sociale di riferimento.

Secondo gli ultimi dati pubblicati dalla EVCA<sup>74</sup>, i €307b investiti entro il territorio europeo dalle società private equity, tra il 2007 e il 2013, in 35.532 imprese target, di cui l'84% PMI, hanno portato alla costituzione di oltre 5.600 attività imprenditoriali l'anno. Le imprese partecipate, complessivamente considerate, hanno assistito ad un miglioramento delle performance operative compreso tra il 4.5% e l'8.5% nei primi tre anni di investimento; nonché una crescita pressoché stabile, misurata in termini di EBITDA per employee, del 6.9% nei sei anni successivi l'investimento stesso. Quanto agli effetti sull'economia reale si stima che dal 2007 gli investimenti private equity abbiano contribuito alla crescita del PIL EU per un valore medio, misurato in termini percentuali, pari allo 0.33% e alla creazione di oltre 7 milioni posti di lavoro. Inoltre, il 12% del progresso tecnologico raggiunto a livello industriale è attribuito agli investimenti effettuati dalle imprese partecipate in tale ambito. Uno degli effetti dello sviluppo innovativo promosso è ravvisabile nel numero di brevetti riconosciuti e al loro valore economico, ad oggi pari a €350b.

Tali dati sembrano essere in linea con le priorità delineate dalla Commissione Europea nell'ambito della già citata "*The Europe 2020 Strategy*". Gli Stati Membri dunque in collaborazione con le rispettive associazioni di categoria dovrebbero definire delle politiche tese ad incentivare il ricorso all'*equity*. Riuscirebbero in tal modo a supportare il tessuto imprenditoriale principalmente costituito da micro e piccole imprese, riuscendo a dotare quest'ultime di tutti quegli strumenti indispensabili per la loro crescita soprattutto dimensionale, rendendole dunque capaci di operare in un contesto globale, come quello attuale, altamente competitivo.

---

<sup>74</sup> EVCA Briefing, In pursuit of prosperità: How Europe can climb the growth curve -Financing new ventures and established enterprises (n.7), Winter 2013/2014.

In Italia, l'attività private equity ha nel corso degli anni conseguito importanti risultati non solo quantitativi ma soprattutto qualitativi. D'altro lato, nonostante il significativo processo di crescita realizzato, si ritengono necessari alcuni interventi tesi ad eliminare quelle criticità che impediscono al Paese di allinearsi agli standard operativi raggiunti dai suoi principali *competitor* europei (Francia, Germania, Regno Unito).

## **Bibliografia**

AIFI, *Capitali per lo sviluppo: merchant banking, venture capital, fondi chiusi, Un quadro internazionale: sesto rapporto biennale 1997- 1998*, Milano, Guerini, 1997.

AIFI, *Le metodologie di valutazione della performance nell'attività di private equity e venture capital*, in *Quaderni sull'investimento nel capitale di rischio*, Milano, n. 2, 2004.

AIFI, *Il private equity come motore di sviluppo*, in *Quaderni sull'investimento nel capitale di rischio*, Milano, n. 1, Maggio/2004.

AIFI, *Libro Bianco: Proposte per lo sviluppo del private equity e del venture capital in Italia*, 2008.

AIFI-ABI, *Accordo di collaborazione*, Marzo/2010.

AIFI, *Libro Bianco: Proposte per lo sviluppo del venture capital in Italia*, 2011.

AIFI, *L'investimento in un fondo private equity: guida al processo di selezione e due diligence*, Ottobre/2012.

AIFI, *Analisi del Mercato Italiano*, 1998-2013.

AIFI, *Fondi pensione e private equity: insieme per la ripresa dell'economia italiana*, Novembre/2013.

AIFI, *Il mercato secondario del private equity*, in *Quaderni sull'investimento nel capitale di rischio*, Milano, n. 36, Luglio/2014.

Bain & Company, *Global Private Equity Report*, 2014.

Banca d'Italia, *Il private equity in Italia*, in *Questioni di Economia e Finanza*, n. 41, Febbraio/2009.

Cambridge Associates LLC, *US Venture Capital Index<sup>®</sup> and Selected Benchmark Statistics*, December/2013.

Cambridge Associates LLC, *US Private Equity Index<sup>®</sup> and Selected Benchmark Statistics*, December/2013.

Caselli Stefano, *Private equity and venture capital in Europe: markets, techniques, and deals*, 2010.

Cenderelli E., *Principi di economia della banca*, Giappichelli, Torino, 2007.

Cenderelli E., Bruno E., *La banca: aspetti normativi e gestionali*, Giappichelli, Torino, 2011.

Duff & Phelps, Mergermarket, Sheaman & Sterling LLP, *Global Private Equity Outlook*, June/2014.

EMPEA, *Global Limited Partners Survey: Investor's views of private equity emerging markets*, 2014.

EPO, *Annual Report 2013: Granted Patents*, March/2014.

EPO, *Annual Report 2013: European Patent Applications*, March/2014.

Ernest & Young, *Regaining equilibrium: Global private equity watch 2014*, 2014.

European Commission, *State of the Innovation Union 2011*, December/2011.

European Commission, *Impresa e Industria: Scheda informativa SBA Italia 2014*, Settembre/2014.

European Commission, *Europe 2020: Europe's growth strategy*, November/2014.

European Commission, *Firm growth, innovation and business cycle*, in *European Competitiveness Report 2014*, February/2015.

Eurostat, *R&D expenditure*, April/2014.

Eurostat, *National accounts and GDP*, May/2014.

Eurostat, *Unemployment and beyond*, June/2014.

Eurostat, *Business demography statistics*, December/2014.

Eurostat, *Structural business statistics overview*, January/2015.

EVCA, *In pursuit of prosperity: How Europe can climb the growth curve*, in *Financing new ventures and established enterprises*, n.7, Winter 2013/2014.

EVCA, *European Yearbook*, May/2014.

EVCA, *Private equity's contribution to building European business*, November/2014.

Festa C., *Fortress-Prelios conquista la Uccmb di Unicredit e ottiene l'esclusiva battendo Lone Star*, in *Il Sole 24 Ore*, 23/Ottobre/2014.

Frontier Economics, *Exploring the impact of private equity on economic growth in Europe*, May/2013.

Gervasoni A., Sattin F., *Private Equity e Venture Capital: Manuale d'investimento nel capitale di rischio*, Milano, Guerini, Marzo/2008.

Granturco M., Miele M. G., *Il private equity in Italia: un'analisi delle "imprese target"*, in *Questioni di Economia e Finanza*, Banca d'Italia, n.98, 2011.

KPGM-AIFI, *After the break: Italian private equity e venture capital market*, June/2014.

Lerner J., Sorensen M., Strömberg P. et al., *Private Equity and Long-Run Investment: The Case of innovation*, in *The Journal of Finance*, vol. LXVI, n.2, April/2011.

Marchesini E., *Il ricco piatto dei distressed asset arriva sul mercato, ma a quali prezzi?*, in *Il Sole 24 Ore*, 15/Maggio/2014.

MEFOP, *Bollettino Statistico*, n.47, Marzo/2013.

Messia A., *Ania risponde all'appello pmi*, in *Milano Finanza*, 3/Luglio/2013.

NVCA, *Yearbook 2014*, March/2014.

OECD, *Report on the OECD Innovation Strategy: Innovation to strengthen growth and address global and social challenges*, May/2010.

PEI, *The world's biggest private equity investors*, July- August/2014.

PEM<sup>®</sup>, *Private Equity Monitor, Italia 2013*.

Pitchbook, *2015 Annual US Private Equity Breakdown Report*, January/2015.

Popov A., Roosenboom P., *Does private equity investment spur innovation?*, in *Evidence From Europe*, European Central Bank, n. 1063, June/2009.

Popov a., Roosenboom P., *On the real effects of private equity investment*, in *Evidence From New Business Creation*, European Central Bank, n. 1078, August/2009.

Preqin, *2013 Private Equity Fundraising*, Genuary/2014.

Preqin, *2014 Global Private Equity Report*, 2014.

PWC-AIFI, *L'impatto economic del private equity e del venture capital in Italia*, Marzo/2014.

Quirici M. C., *Aspetti innovative connessi alla partecipazione delle banche al capital di rischio di imprese non finanziarie*, in *Studi e note di Economia*, Monte dei Paschi di Siena e Banca Toscana, n. 1, 1996.

Sottrici F., *25 anni di private equità in Italia: evoluzione e caratteristiche dall'origine ai giorni nostri*, in *Financial Markets and Corporate Governance* 8, Università Carlo Cattaneo- LIUC, n.262, Febbraio/2013.

VEM<sup>™</sup>, *Rapporto 2013: Early Stage in Italia*.



## **Webliografia**

AIFI, Dati di mercato: [www.aifi.it/category/dati-di-mercato/](http://www.aifi.it/category/dati-di-mercato/) .

AIFI, Pubblicazioni: [www.aifi.it/yearbook/](http://www.aifi.it/yearbook/) .

Banca d'Italia, Occasional Papers: [www.bancaditalia.it/pubblicazioni/](http://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/) .

EMPEA, Emerging Markets Private Equity Industry: [www.empea.org/regions/](http://www.empea.org/regions/) .

EPO, Report 2013: [www.epo.org/about-us/annual-reports-statistics.html](http://www.epo.org/about-us/annual-reports-statistics.html) .

EUROSTAT, Statistics: [www.ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php/Europe\\_in\\_figures\\_-\\_Eurostat\\_yearbook](http://www.ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php/Europe_in_figures_-_Eurostat_yearbook) .

EVCA, European Researches: [www.evca.eu/research/](http://www.evca.eu/research/) .

EVCA, Case Studies: [www.evca.eu/about-private-equity/private-equity-in-action/case-studies/#i](http://www.evca.eu/about-private-equity/private-equity-in-action/case-studies/#i) .

NVCA, Statistics & Studies: [www.nvca.org/research/stats-studies/](http://www.nvca.org/research/stats-studies/) .

PEGCC, Research Articles: [www.pegcc.org/research/](http://www.pegcc.org/research/) .

PitchBook, Reports: [www.pitchbook.com/reports.html](http://www.pitchbook.com/reports.html) .

Preqin, Research Reports: [www.preqin.com/pin/listResearch.aspx](http://www.preqin.com/pin/listResearch.aspx) .

The National Bureau of Economic Research, Economic Research: [www.nber.org](http://www.nber.org) .

Rapporto PEM 2013: [www.privateequitymonitor.it/pubblicazioni.php](http://www.privateequitymonitor.it/pubblicazioni.php) .

Rapporto VEM 2013: [www.privateequitymonitor.it/rapporti\\_vem.php](http://www.privateequitymonitor.it/rapporti_vem.php) .