DOMANDA E OFFERTA DI PRIVATE EQUITY IN ITALIA: IL SEGMENTO DEL MID MARKET

di Giovanni Fusaro e Alessia Muzio

Indice

Introduzione 2
1. Analisi dell'offerta: il private equity e gli operatori di mid market attivi in Italia 3
   1.1. L'evoluzione del private equity in Italia 3
   1.2. La mappa degli operatori 8
   1.3. Caratteristiche e attività degli operatori di mid market 10
2. Analisi della domanda: le medie imprese e il ruolo del manifatturiero 14
   2.1. La struttura del tessuto imprenditoriale italiano e le medie imprese 15
   2.2. Il ruolo del manifatturiero 17
3. Le medie imprese manifatturiere italiane a confronto con il target del private equity 19
   3.1. La metodologia utilizzata 20
   3.2. Il settore alimentare 21
      3.2.1. Il ruolo del private equity nel settore alimentare 21
      3.2.2. Il confronto tra i due campioni 22
   3.3. Il settore abbigliamento 23
      3.3.1. Il ruolo del private equity nel settore abbigliamento 24
      3.3.2. Il confronto tra i due campioni 25
   3.4. Il settore automazione meccanica 26
      3.4.1. Il ruolo del private equity nel settore automazione meccanica 27
      3.4.2. Il confronto tra i due campioni 28
4. Conclusioni 29
Glossario 33
Bibliografia 34
   Siti internet 35
Note 36

Introduzione

Le imprese italiane oggi si trovano a dover competere su scala globale in un contesto dinamico in continua evoluzione. La piccola dimensione, caratteristica principe della maggior parte delle aziende, da una parte le rende flessibili e permette loro di adattarsi velocemente ai cambiamenti, ma dall'altra le limita fortemente in termini di internazionalizzazione e investimenti in innovazione, fattori cruciali per sopravvivere nel mercato. Affinché un'impresa possa competere con successo è necessario che sia sana e in grado di superare le problematiche strutturali che storicamente la affliggono e che vanno al di là del limite dimensionale. Le piccole e medie imprese, infatti, patiscono in molti casi problemi legati alla sottocapitalizzazione, alla difficoltà di accesso al credito e alla scarsa propensione all'internazionalizzazione.

Il private equity si può configurare come un importante strumento a sostegno delle imprese italiane, fornendo loro non soltanto un aiuto finanziario, ma anche competenze strategiche e manageriali e una rete di contatti fondamentali in un contesto globale come quello in cui ci si trova a competere oggi. Coerentemente con la struttura imprenditoriale, la maggior parte degli operatori di private equity attivi nel nostro Paese investe in aziende di medie dimensioni, responsabili di una quota consistente del valore complessivo nazionale.

La finalità di questo elaborato è quella di comprendere, all'interno di un campione, quante imprese italiane appartenenti al segmento del mid market potrebbero costituire un target potenziale per il private equity, sulla base degli investimenti fatti nel recente passato e delle peculiarità normalmente ricercate dagli investitori.

Per fare questo verranno analizzate innanzitutto le caratteristiche e i trend del mercato del private equity in Italia e dei suoi attori, in modo da effettuare un'analisi approfondita dell'offerta di capitale di rischio nel nostro Paese.

Verrà poi preso in considerazione il lato della domanda, soffermandosi sulle medie aziende del comparto manifatturiero, che in Italia rappresenta un importante motore dello sviluppo economico. Nel dettaglio, saranno esaminati tre dei principali settori del *made in Italy*, vale a dire l'alimentare, l'abbigliamento e l'automazione meccanica.

L'ultima parte di questo elaborato sarà dedicata, per ciascuno dei tre comparti, al confronto tra un campione di imprese oggetto di operazioni di private equity negli ultimi anni e uno di aziende comparabili, con lo scopo di verificare quante, all'interno di questo secondo campione, presentano indicatori economico-finanziari in linea con quelli normalmente ricercati dagli operatori.

1. Analisi dell'offerta: il private equity e gli operatori di mid market attivi in Italia

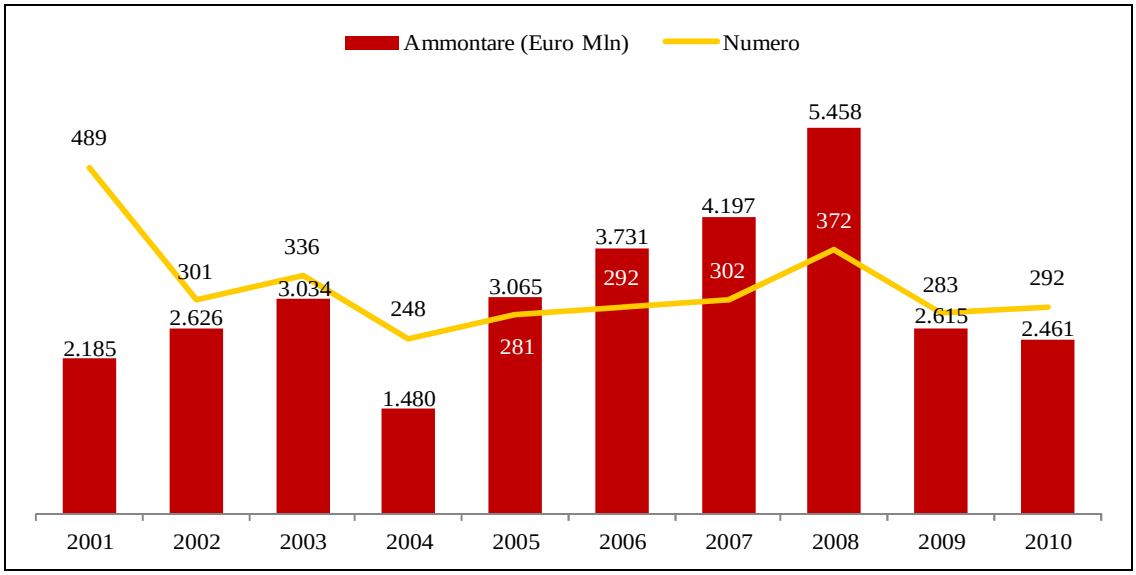
Il mercato del private equity e venture capital, definito da AIFI (Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital) come «l'attività di investimento nel capitale di rischio di imprese non quotate, con l'obiettivo della valorizzazione dell'impresa oggetto di investimento ai fini della sua dismissione entro un periodo di medio-lungo termine[1]», negli ultimi anni ha assunto un ruolo sempre più rilevante nel panorama economico internazionale e, seppur con un leggero ritardo temporale, è ormai divenuto protagonista anche del contesto italiano.

Obiettivo di questo capitolo è capire innanzitutto quali sono i trend e le caratteristiche, quantitative e qualitative, che si osservano in tale mercato, al fine di comprendere il contesto in cui si muovono gli operatori di private equity. Particolare attenzione sarà rivolta ai cosiddetti operatori di mid market, focalizzati su investimenti in imprese di medie dimensioni, tipiche del tessuto imprenditoriale italiano.

1.1. L'evoluzione del private equity in Italia

Secondo i dati elaborati da AIFI in collaborazione con PricewaterhouseCoopers (PwC) Transaction Services, a partire dal 2001 il mercato italiano del private equity e venture capital ha vissuto una forte espansione, fino a superare nel 2008 la cifra record di 5 miliardi di Euro investiti. La crisi che si è abbattuta su tutti i comparti dell'economia e della finanza ha colpito anche il mercato italiano del capitale di rischio, provocando importanti cambiamenti sia a livello quantitativo che qualitativo. Il 2009, infatti, ha visto una contrazione significativa dell'attività di investimento, il cui ammontare si è attestato a quota 2.615 milioni di Euro, e le difficoltà si sono protratte anche per tutta la prima parte del 2010. A partire dal secondo semestre si sono manifestati i primi cenni di ripresa, tanto che il numero complessivo di operazioni realizzate nel corso dell'anno ha registrato un'inversione di tendenza rispetto al 2009, facendo segnare un +3%, mentre l'ammontare si è mantenuto in linea con il valore dell'anno precedente.

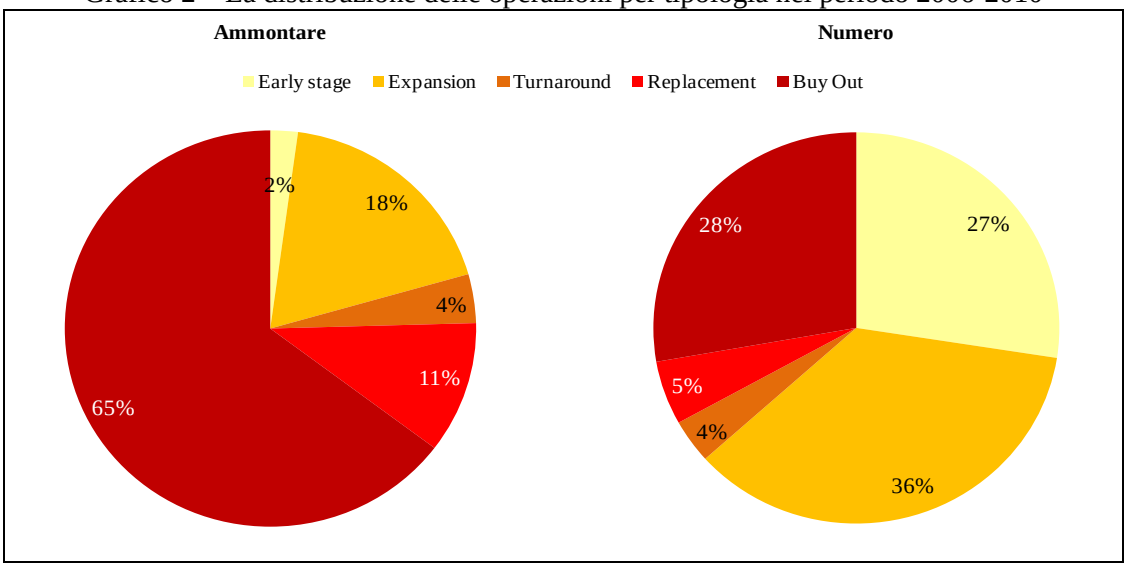
Grafico 1 – L'evoluzione dell'attività di investimento in Italia



Fonte: AIFI-PwC

Considerando l'attività realizzata negli ultimi cinque anni (periodo 2006-2010), emerge innanzitutto che il segmento dei buy out, vale a dire operazioni di maggioranza orientate al cambiamento della proprietà dell'azienda, ha attratto la maggior parte delle risorse investite, rappresentando il 65% dell'ammontare complessivo, con un valore medio di 2.389 milioni di Euro l'anno. In termini di numero, invece, hanno prevalso le operazioni di minoranza (expansion), volte a supportare la crescita e lo sviluppo di aziende già esistenti: in questo comparto, infatti, si è concentrato il 36% del numero totale di investimenti del periodo in oggetto, mentre i buy out hanno rappresentato il 28%.

Grafico 2 – La distribuzione delle operazioni per tipologia nel periodo 2006-2010



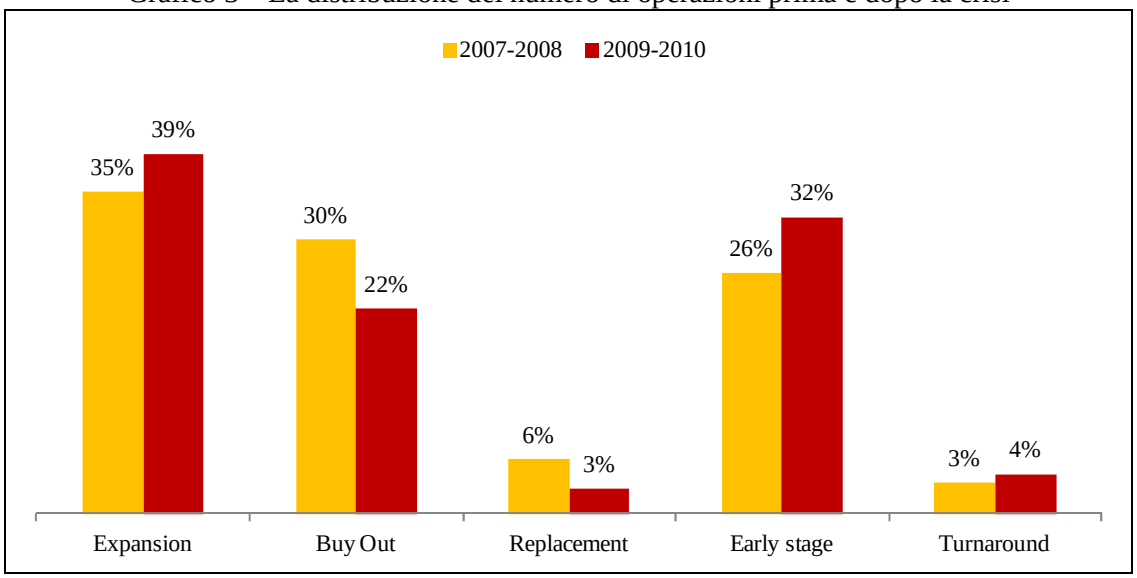
Fonte: AIFI-PwC

La crisi, al di là del rallentamento globale del mercato, ha avuto un impatto differente a seconda dello stage di investimento considerato: a soffrire maggiormente, infatti, sono state le operazioni di grandi dimensioni, rese difficoltose dalla scarsa disponibilità di capitale di debito, che ha gradualmente ridotto la possibilità di leva, tipicamente utilizzata in questi investimenti. Di conseguenza, il peso dei buy out in termini di numero si è ridotto in modo significativo, passando dal 30% del biennio 2007-2008 al 22% dei due anni successivi, con una maggior attenzione alle operazioni caratterizzate da un equity investito inferiore ai 15 milioni di Euro (la cui quota sul numero complessivo di buy out è passata dal 62% del 2008 al 73% del 2010). Allo stesso tempo, negli ultimi anni il peso del comparto dell'expansion è cresciuto dal 35% del periodo precedente la crisi al 39% del 2009-2010, con oltre 100 investimenti realizzati ogni anno.

Anche il segmento dell'early stage, rivolto ad aziende nelle prime fasi di vita, pur essendo ancora relativamente giovane e di dimensioni modeste rispetto agli altri Paesi europei, ha dimostrato una certa vitalità anche in un contesto di crisi. Negli ultimi cinque anni, infatti, il numero di operazioni in questo comparto è aumentato in modo consistente, passando da 62 nel 2006 a 106 nel 2010, così come l'ammontare investito, cresciuto da 28 a 89 milioni di Euro.

Un discorso a parte merita il segmento del turnaround, relativo ad interventi di ristrutturazioni di aziende in crisi finanziaria. Tale comparto, sebbene costituisca ancora una nicchia nel mercato italiano, ha visto negli ultimi anni la realizzazione di alcune importanti operazioni e il suo peso è destinato a crescere ancora, a causa dell'elevato numero di aziende che si trovano ad affrontare una condizione di difficoltà2.

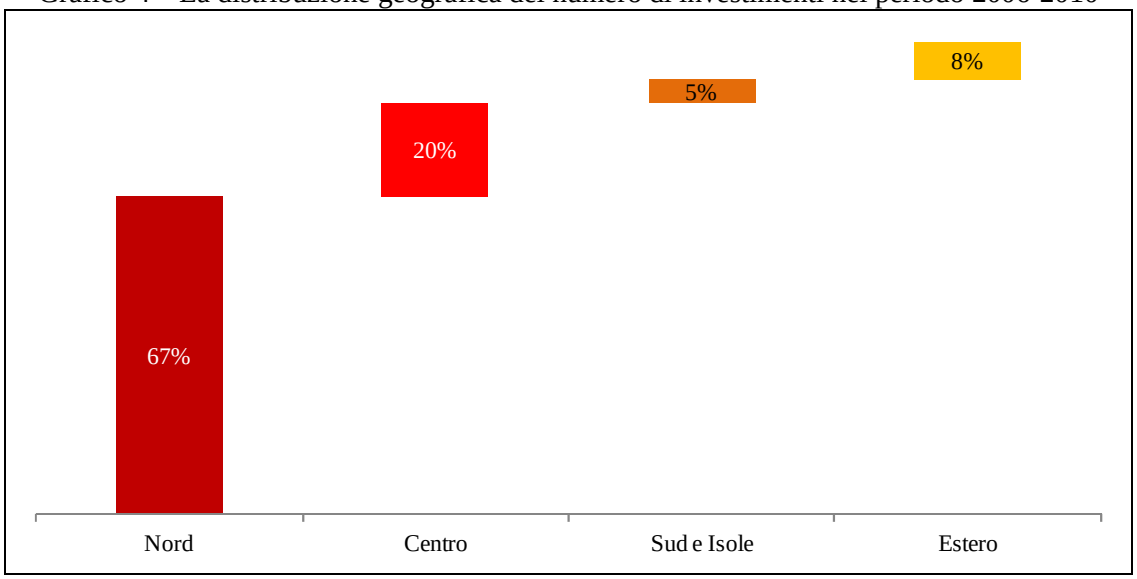
Grafico 3 – La distribuzione del numero di operazioni prima e dopo la crisi



Fonte: AIFI-PwC

Con riferimento alla distribuzione geografica degli investimenti, è innanzitutto da sottolineare che l'attività degli operatori italiani si concentra prevalentemente nel nostro Paese, tanto che il 92% degli investimenti realizzati nel periodo 2006-2010 ha avuto ad oggetto imprese basate in Italia. La maggior parte delle operazioni, in particolare, si è concentrata nelle regioni del Nord Italia, che hanno attratto il 67% del numero complessivo, seguite dal Centro, con il 20%. Nonostante negli ultimi anni si sia osservato un certo incremento del peso delle operazioni realizzate nel Sud Italia (8% nel 2010 contro il 3% del 2008 e il 4% del 2009), il ruolo del private equity e venture capital in questa parte del Paese rimane marginale, a causa innanzitutto di un contesto ambientale complicato, dove mancano infrastrutture e collegamenti adeguati3. In termini regionali, la Lombardia risulta strettamente al comando della classifica per numero di operazioni, con quasi 500 deal realizzati nel periodo in oggetto, seguita dall'Emilia Romagna e dal Friuli Venezia Giulia, entrambe con circa 150 investimenti.

Grafico 4 – La distribuzione geografica del numero di investimenti nel periodo 2006-2010

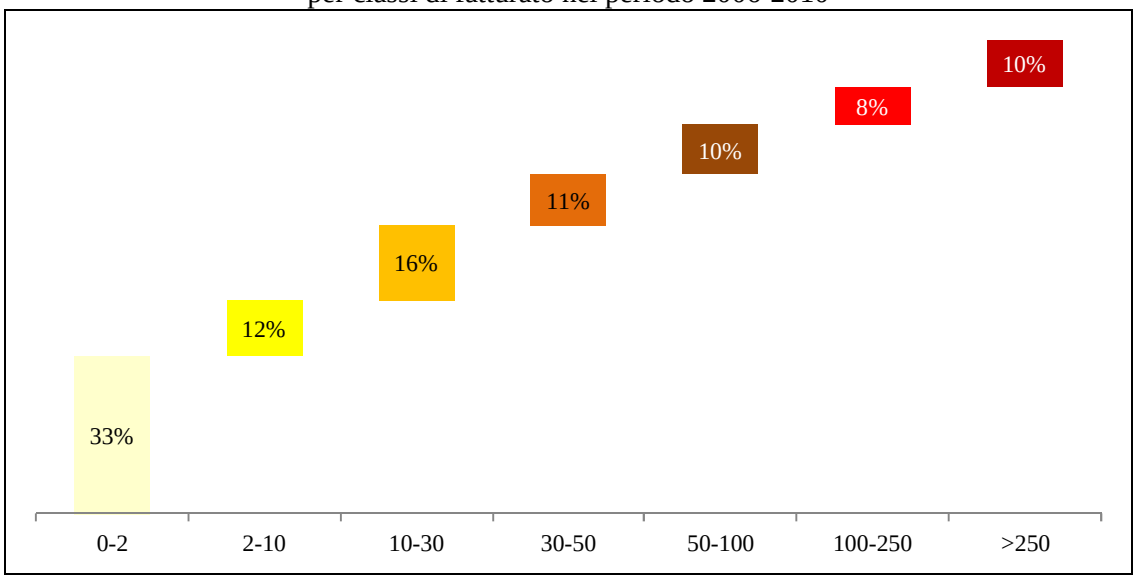


Fonte: AIFI-PwC

Le operazioni di private equity e venture capital in Italia si concentrano prevalentemente in imprese di piccole e medie dimensioni, in linea con la struttura del sistema economico. Nel periodo 2006-2010, infatti, le realtà imprenditoriali con un numero di dipendenti inferiore alle 250 unità hanno attratto il 76% del numero complessivo di operazioni, assorbendo il 26% delle risorse investite. Coerentemente con questi risultati, la distribuzione degli investimenti per classi di fatturato delle società target evidenzia come il 72% degli investimenti effettuati negli anni in oggetto abbia riguardato imprese con ricavi inferiori ai 50 milioni di Euro, pur avendo attratto risorse per circa il 18% del totale. La crisi finanziaria, peraltro, ha spostato in modo ancora maggiore rispetto al passato l'attenzione verso le imprese di piccola e media dimensione,

tanto che nel 2010 l'85% dei deal ha avuto ad oggetto aziende con meno di 250 dipendenti, mentre le società con un fatturato inferiore ai 50 milioni di Euro hanno pesato per il 78%.

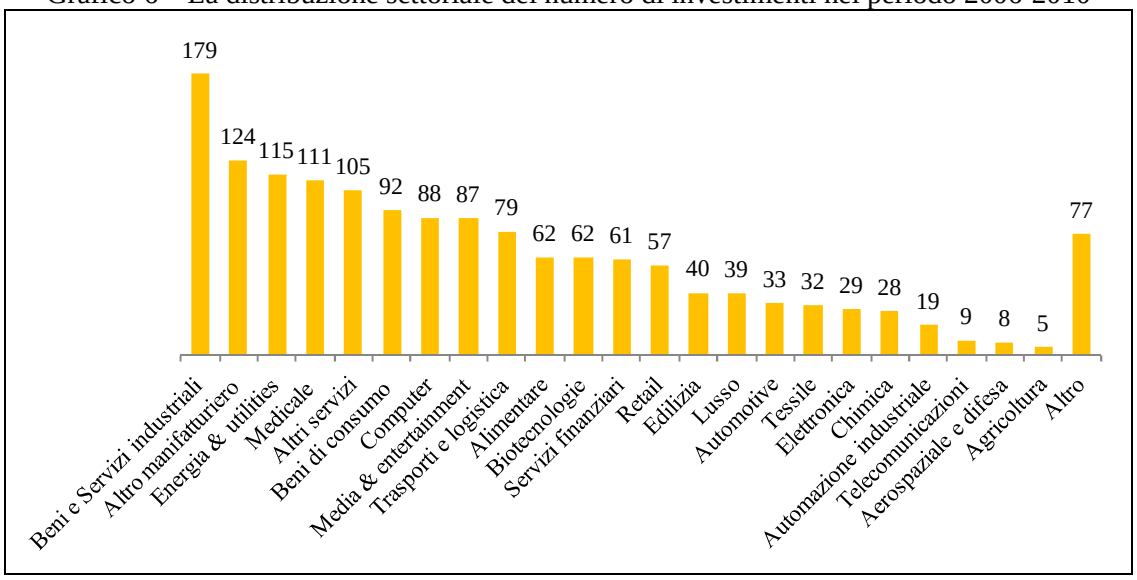
Grafico 5 – La distribuzione del numero di investimenti per classi di fatturato nel periodo 2006-2010



Fonte: AIFI-PwC

A livello settoriale, infine, negli ultimi anni si è osservato un crescente interesse verso comparti innovativi, quali il medicale, l'energia e le infrastrutture, ma la maggior parte degli investimenti rimane concentrata nei settori tradizionali, con particolare riferimento alla produzione di beni e servizi industriali e, più in generale, al manifatturiero. In termini di numero, infatti, questi due comparti hanno attratto il 20% degli investimenti del periodo 2006-2010, per un ammontare complessivo superiore ai 3 miliardi di Euro.

Grafico 6 – La distribuzione settoriale del numero di investimenti nel periodo 2006-2010

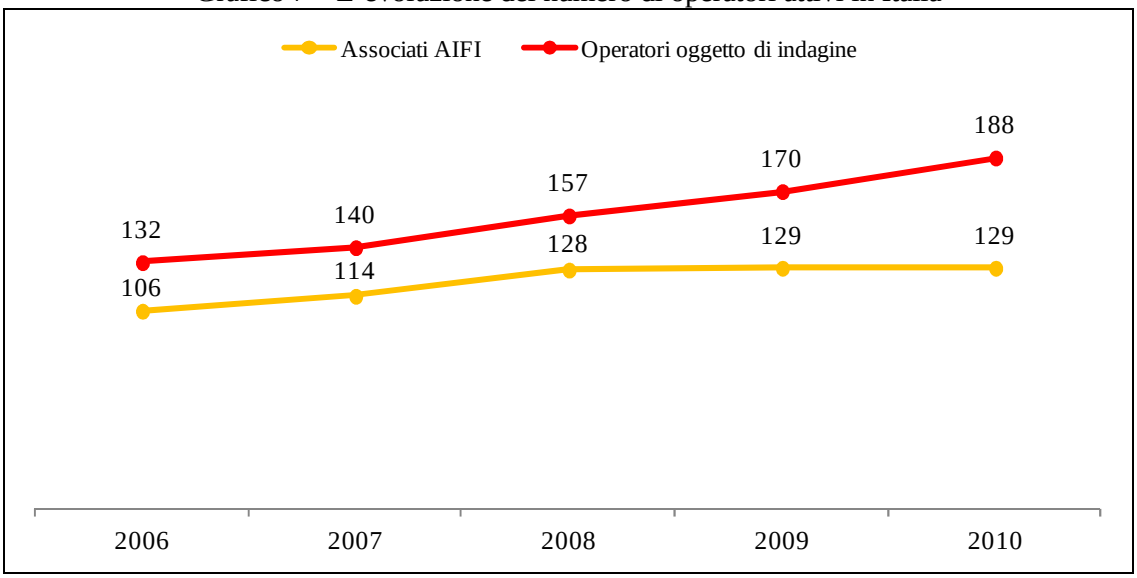


Fonte: AIFI-PwC

1.2. La mappa degli operatori

I dati sopra citati sono stati raccolti monitorando nel tempo una serie di operatori, associati ad AIFI e non, che hanno svolto professionalmente e continuativamente l'attività di private equity e venture capital in Italia. Questo numero è cresciuto negli anni attestandosi nel 2010 a quota 188, di cui 129 appartenenti alla compagine dell'Associazione.

Grafico 7 – L'evoluzione del numero di operatori attivi in Italia



Fonte: AIFI-PwC

Gli operatori che appartengono a questo campione, che rappresenta la quasi totalità del mercato italiano, hanno natura, caratteristiche e obiettivi eterogenei tra loro. Utilizzando una prima classificazione realizzata sulla base dei profili operativi e della struttura giuridica o organizzativa, si possono individuare, al 31 dicembre 2010:

- 10 banche italiane che investono in expansion e buy out;
- 13 fondi di early stage specializzati in seed e start up;
- 19 operatori regionali/pubblici focalizzati sulle operazioni di venture capital;
- 49 operatori pan-europei che si dedicano a operazioni di maggioranza;
- 97 fondi chiusi di diritto italiano (SGR) e altri *country fund* che non hanno una vera a propria specializzazione, ma coprono tutto lo spettro delle operazioni di private equity.

Tabella 1 – Le tipologie di operatori attivi in Italia al 31/12/2010

Tipo di investitore	Numero	Specializzazione	Amm. medio investito per operazione (Euro Mln)
Banche italiane	10	Expansion /Buy out	10,8
Fondi di early stage	13	Early stage	0,7
Operatori regionali/pubblici	19	Early stage / Expansion	0,8
Operatori pan-europei	49	Buy out	86,5
Fondi chiusi italiani (SGR) e altri *country fund*	97	Generalisti	8,1
Totale	**188**		

Fonte: AIFI-PwC

Focalizzandosi, invece, sull'attività svolta, è possibile rielaborare tale classificazione e arrivare alla definizione di una "mappa degli operatori". Tale mappa viene proposta al fine di identificare "per differenza" un gruppo di player che dedicano il proprio interesse e investono capitali nel mid market italiano. Partendo dai 188 operatori attivi in Italia, sono stati esclusi i fondi pan-europei e i fondi non aventi sede nel territorio italiano (52), che operano su un orizzonte continentale o mondiale (fondi di big buy out), gli operatori captive, quali banche (10) e operatori regionali/pubblici (19), che sono di prevalente proprietà pubblica o regionale, i fondi di early stage (13), focalizzati su imprese nelle prime fasi del ciclo di vita, e i fondi specializzati in turnaround (5), che si dedicano alle imprese in difficoltà, e in infrastrutture (4). Dopo aver proceduto con questa eliminazione, si è giunti all'identificazione di 85 operatori di mid market attivi in Italia.

Grafico 8 – La mappa degli operatori attivi in Italia

Fonte: AIFI-PwC

Grazie a questa divisione è possibile attribuire a ciascun gruppo di operatori il potenziale investibile ancora a disposizione. Tralasciando i capitali relativi agli operatori pan-europei, alle banche e ai soggetti pubblici captive, di cui è difficile fare una stima (mediamente essi hanno investito 2,5 miliardi di Euro all'anno nel periodo 2006-2010), i player attivi nel mercato italiano hanno a disposizione 8,1 miliardi di Euro da investire, pari a circa 1.500 operazioni potenziali4. Il segmento verso cui sarà dedicata, almeno a livello potenziale, la maggior parte di tali risorse è il mid market, con 5,2 miliardi di Euro distribuibili su circa 1.000 deal, seguito da quello delle infrastrutture, verso cui potranno essere allocati 1,9 miliardi di Euro, e da quello dell'early stage, che potrà attrarre 500 milioni di Euro.

Tabella 2 – Le risorse a disposizione degli operatori al 31/12/2010

Segmento	Potenziale investibile (Euro Mld)	Operazioni potenziali
Early stage	0,5	450
Mid market	5,2	1.000
Buy out	0,4	30
Turnaround	0,1	15
Infrastrutture	1,9	n.d.
Totale Mercato	**8,1**	**1.500**

Fonte: AIFI-PwC

1.3. Caratteristiche e attività degli operatori di mid market

Con riferimento alle peculiarità degli operatori di mid market, occorre innanzitutto sottolineare che circa il 90% degli stessi è generalista, vale a dire non focalizza la propria attività su una particolare categoria di operazioni di private equity. Il restante 10%, invece, è concentrato prevalentemente, ma non esclusivamente, sui comparti del turnaround, dei buy out, dell'expansion o delle infrastrutture.

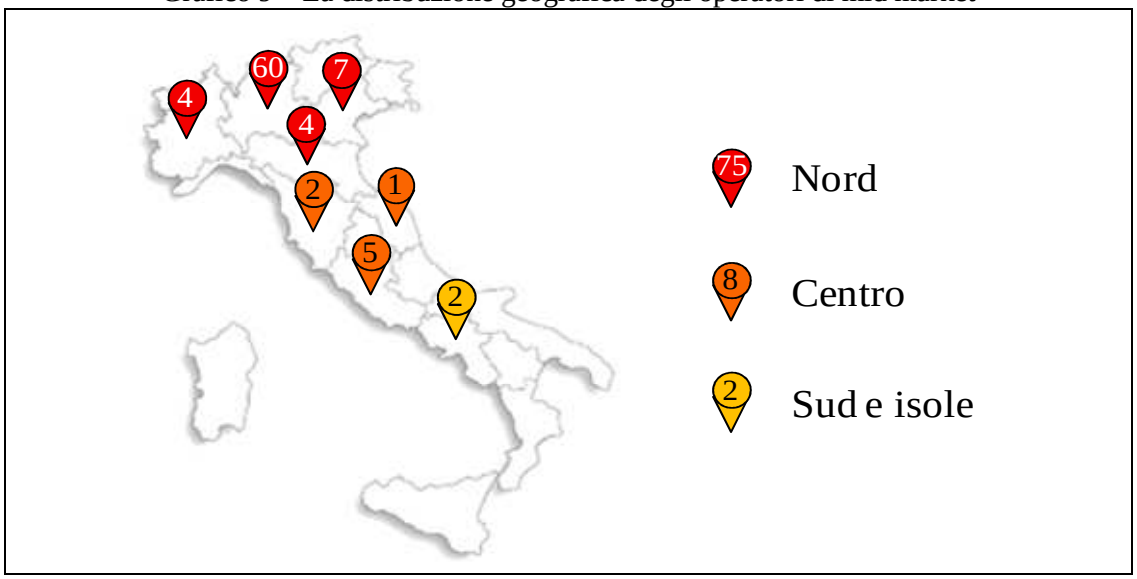
Anche considerando la specializzazione settoriale, dall'analisi dell'attività svolta dagli 85 operatori di mid market attivi in Italia, emerge come solamente il 9% sia specializzato, con particolare riferimento a settori quali infrastrutture, biotecnologie, automotive e ambiente, mentre il rimanente 91% non presenta alcun tipo di specializzazione.

In merito alla categoria giuridica, invece, il 51% degli operatori è riconducibile a SGR, mentre il restante 49% è rappresentato da *country fund* (investitori differenti dalle SGR focalizzati sull'Italia).

Per quanto concerne la posizione geografica, si nota che la maggior parte degli operatori è localizzata nel Nord Italia e, in particolare, in Lombardia, dove sono basati 60 degli 85 *player*

monitorati (71%), nelle regioni del Centro è localizzato il 9% degli operatori, mentre nel Sud è basato solamente il 2%.

Grafico 9 – La distribuzione geografica degli operatori di mid market

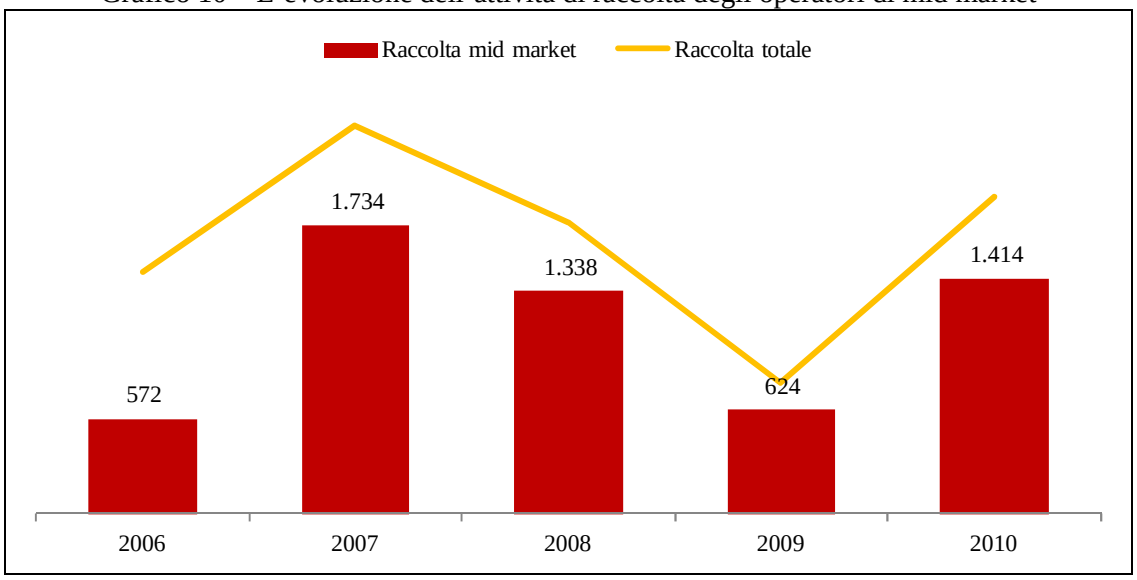


Fonte: AIFI

Grande importanza risiede, inoltre, nelle peculiarità che contraddistinguono l'attività svolta dagli operatori di mid market, con particolare riferimento alla raccolta effettuata negli ultimi anni, alle dimensioni e alle tipologie di intervento e alle caratteristiche delle imprese target.

Nel dettaglio, degli 85 operatori di mid market presi in considerazione, 50 hanno svolto attività di raccolta nel periodo 2006-2010, per un ammontare complessivo pari a 5.682 milioni di Euro, corrispondente al 69% della raccolta indipendente totale.

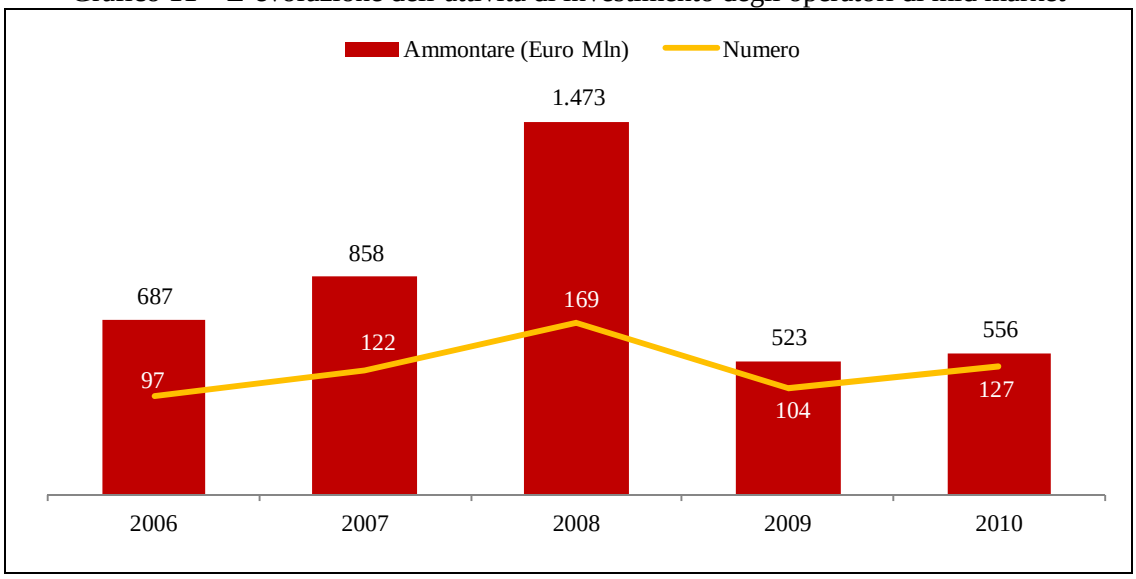
Grafico 10 – L'evoluzione dell'attività di raccolta degli operatori di mid market



Fonte: AIFI-PwC

Per quanto riguarda, invece, l'attività di investimento, nel periodo in oggetto gli operatori hanno realizzato 619 investimenti, pari al 40% del numero complessivo, per un ammontare di 4.096 milioni di Euro (22% dei capitali complessivamente investiti nel mercato italiano). Di conseguenza, l'ammontare medio investito è stato pari a 6,6 milioni di Euro.

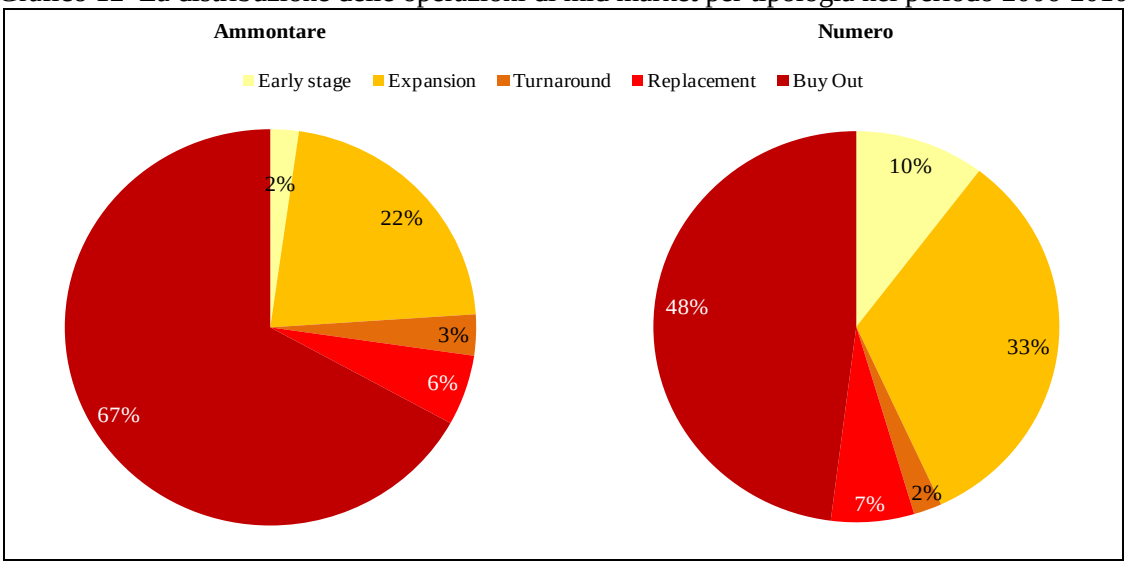
Grafico 11 – L'evoluzione dell'attività di investimento degli operatori di mid market



Fonte: AIFI-PwC

La maggior parte delle operazioni realizzate nel periodo 2006-2010 si è concentrata nel segmento dei buy out, che ha attratto circa la metà del numero complessivo (297 deal, pari al 48%) e il 67% dell'ammontare investito. Da notare che il valore medio per singola operazione si è attestato a 9,2 milioni di Euro, ben al di sotto della media complessiva del mercato che si è osservata in questo comparto nel medesimo periodo (27,9 milioni di Euro, grazie a deal di dimensioni significative realizzati da operatori pan-europei). Nonostante la rilevanza, la crisi degli ultimi anni ha ridotto il peso degli investimenti di buy out, passato dal 61% del 2006 al 34% del 2010. Contemporaneamente, sono cresciute le operazioni di expansion, che hanno attratto complessivamente, nel periodo 2006-2010, 890 milioni di Euro (22% dell'ammontare totale), distribuiti su 203 operazioni (33% del numero complessivo). Il peso di questi investimenti, tuttavia, è cambiato nel tempo, passando, in termini di numero, dal 26% del 2006 al 36% del 2010, a testimonianza di come si stia assistendo ad uno spostamento dell'attenzione verso gli interventi di minoranza.

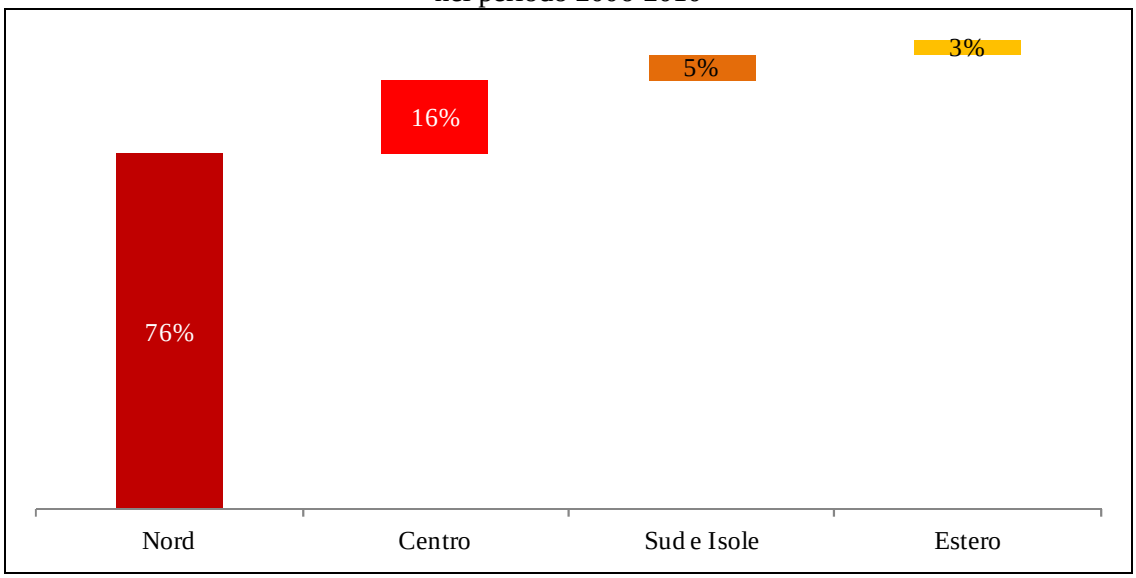
Grafico 12–La distribuzione delle operazioni di mid market per tipologia nel periodo 2006-2010



Fonte: AIFI-PwC

Per quanto riguarda le imprese target, in linea con i dati osservati a livello generale sul mercato italiano, la maggior parte dei capitali sono stati investiti in aziende operanti nel Nord del Paese, che hanno attratto 469 operazioni per un ammontare di 3.266 milioni di Euro. Ancora una volta, il primato in termini di numero spetta alla Lombardia, dove nel periodo 2006-2010 gli operatori di mid market hanno realizzato 210 investimenti (34% del totale). Il Centro e il Sud Italia, invece, fanno registrare dei valori notevolmente inferiori, rispettivamente con 98 operazioni per un ammontare di circa 565 milioni di Euro e 34 operazioni per un ammontare di circa 195 milioni di Euro. La parte restante è stata investita in imprese operanti all'estero.

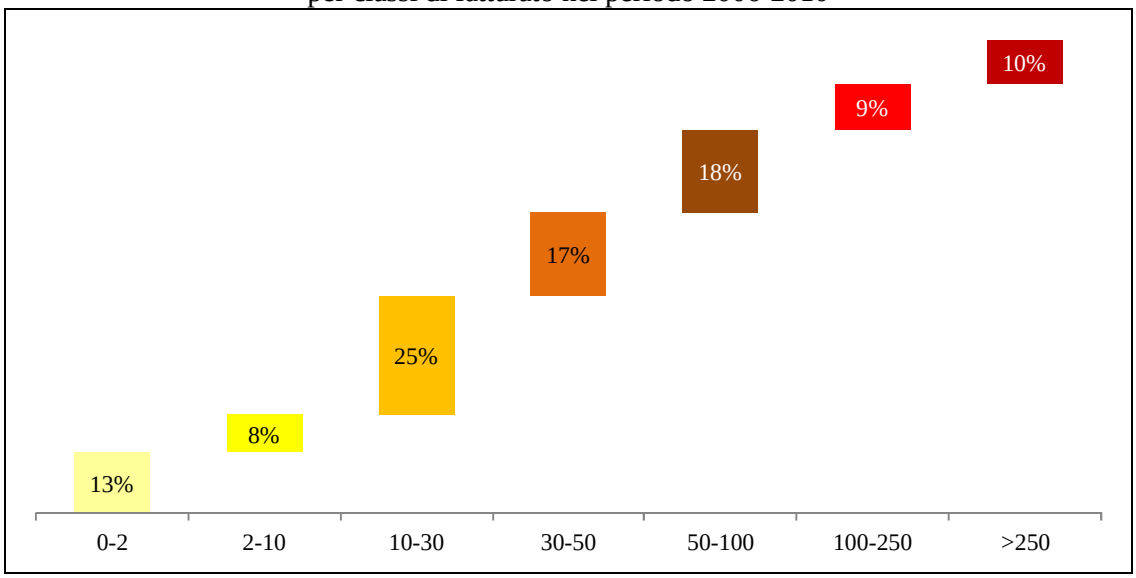
Grafico 13 – La distribuzione geografica del numero di investimenti di mid market nel periodo 2006-2010



Fonte: AIFI-PwC

Sempre con riferimento alle caratteristiche delle società target, la maggior parte degli investimenti si sono concentrati in imprese di medie dimensioni, caratterizzate da un fatturato compreso tra 10 e 100 milioni di Euro. In questa fascia, infatti, sono state realizzate 373 operazioni (60% del numero complessivo), per un corrispondente ammontare pari a 2.397 milioni di Euro (59% del totale). Gli altri investimenti hanno interessato quasi equamente imprese con fatturato inferiore ai 10 milioni di Euro (21%) e superiore ai 100 milioni di Euro (19%).

Grafico 14 – La distribuzione del numero di investimenti di mid market per classi di fatturato nel periodo 2006-2010



Fonte: AIFI-PwC

Infine, con riferimento ai settori prevalenti, la distribuzione relativa agli operatori di mid market risulta in linea con l'andamento complessivo del mercato, con la prevalenza di deal nei settori tradizionali.

2. Analisi della domanda: le medie imprese e il ruolo del manifatturiero

Il tessuto industriale italiano risulta da sempre caratterizzato da una prevalenza di imprese di piccole e medie dimensioni, operanti soprattutto nel settore manifatturiero che, anche in un contesto di difficoltà, continua a ricoprire una notevole importanza nel nostro Paese, configurandosi come il principale motore dell'economia italiana. In particolare, le medie imprese hanno assunto nel tempo un ruolo da protagoniste in questo contesto, grazie a strategie differenti da quelle tradizionali, alla qualità dei prodotti offerti e alla stabilità organizzativa.

Questo capitolo si pone l'obiettivo di analizzare innanzitutto le caratteristiche delle imprese italiane, concentrandosi soprattutto su quelle di medie dimensioni. Verranno analizzate, inoltre, le peculiarità del settore manifatturiero in Italia, al fine di giungere ad un quadro dettagliato delle aziende che potenzialmente possono rappresentare un target per l'industria del private equity.

2.1. La struttura del tessuto imprenditoriale italiano e le medie imprese

Dai dati più recenti relativi alla struttura industriale italiana[5] emerge che nel nostro Paese sono operanti nei settori dell'industria, delle costruzioni, del commercio e dei servizi 3.765.825 imprese, per un numero totale di addetti di poco superiore ai 15 milioni. Complessivamente queste aziende producono un valore aggiunto pari a circa 652 miliardi di Euro.

Nel dettaglio, la maggior parte delle imprese italiane presenta dimensioni micro[6], tanto che le aziende con meno di 9 addetti rappresentano il 94,5% del numero totale. Complessivamente le piccole e medie imprese hanno un peso del 99,9% in termini di numero, mentre considerando il numero di addetti e il valore aggiunto le percentuali risultano pari rispettivamente a 81,4% e 71,3%.

Tabella 3 – La struttura industriale italiana

Tipologia impresa	Numero di imprese	Numero di addetti	Valore aggiunto (Euro Mld)
Micro	3.557.818	7.134.461	213
Piccole	186.027	3.275.667	153
Medie	19.076	1.854.280	99
PMI	**3.762.921**	**12.264.408**	**465**
Grandi	2.904	2.803.386	187
Totale	**3.765.825**	**15.067.794**	**652**

Fonte: Small Business Act

Effettuando un confronto con la struttura mediamente osservabile a livello europeo[7], si nota innanzitutto una ridotta differenza per quanto concerne il numero di piccole e medie imprese: questo dato, tuttavia, deriva da una percentuale di micro imprese più alta in Italia rispetto alla media europea, a fronte di un peso inferiore delle piccole aziende. Significative differenze, inoltre, emergono con riferimento ai valori dell'occupazione e del valore aggiunto. Le PMI italiane, infatti, impiegano, in proporzione, una quota superiore di forza lavoro rispetto alla media europea (81,4% contro 66,9%) e rappresentano una percentuale notevolmente superiore del valore aggiunto complessivo (71,3% contro il 58,4% europeo). Di contro, le grandi imprese, oltre ad occupare in media un numero inferiore di addetti rispetto a quanto si verifica in Europa,

incidono per meno del 30% sulla formazione del valore aggiunto complessivo nazionale, mettendo in luce una distanza molto ampia dai principali *competitor* europei.

Tabella 4 – Il peso percentuale delle PMI in Italia a confronto con l'Europa

Tipologia impresa	Numero di imprese		Numero di addetti		Valore aggiunto	
	Italia	UE 27	Italia	UE 27	Italia	UE 27
Micro	94,5	92,1	47,3	29,8	32,6	21,6
Piccole	4,9	6,6	21,7	20,4	23,5	18,9
Medie	0,5	1,1	12,3	16,8	15,2	17,9
PMI	**99,9**	**99,8**	**81,4**	**66,9**	**71,3**	**58,4**
Grandi	0,1	0,2	18,6	33,1	28,7	41,6

Fonte: Small Business Act

La grande importanza delle piccole e medie imprese in termini occupazionali fa in modo che le dimensioni medie delle imprese italiane (in termini di numero di dipendenti) siano al di sotto della media europea, in tutte le classi considerate. Le nostre aziende, infatti, non solo sono piccole, ma lo sono ancora di più rispetto a quelle degli altri principali Paesi europei. Per fare soltanto alcuni esempi, il numero medio di dipendenti delle PMI italiane è pari a 3,3, contro 3,4 della Francia, 3,9 della Spagna e 7,3 della Germania.

Tabella 5 – Il numero medio di addetti per tipologia di impresa

Tipologia impresa	Italia	Francia	Spagna	Germania
Micro	2,0	1,5	2,1	2,8
Piccole	17,6	19,8	19,8	18,8
Medie	97,2	103,6	97,7	99,9
PMI	**3,3**	**3,4**	**3,9**	**7,3**
Grandi	965,4	1195,4	1004,0	947,1
Totale	**4,0**	**5,7**	**5,1**	**11,9**

Fonte: elaborazione propria su dati Small Business Act

Nel dettaglio, è importante sottolineare che, sebbene le medie imprese rappresentino una quota più bassa in termini di numero rispetto a quanto si verifica in generale in Europa, esse hanno un impatto molto significativo sull'economia italiana. Pur essendo solamente circa 19.000, infatti, queste aziende impiegano oltre il 12% della forza lavoro, producendo il 15,2% del valore aggiunto. A livello di fatturato, inoltre, esse contribuiscono alla realizzazione di quasi il 20% del valore complessivo nazionale e si prevede in tal senso una crescita nei prossimi anni superiore rispetto alla media delle imprese del nostro Paese.

Tabella 6 – Alcune caratteristiche delle medie imprese italiane

	Indicatori	% sul totale Italia	Crescita % prevista medie imprese 2010-2012	Crescita % prevista totale imprese 2010-2012
Investimenti lordi	16.198	16,3	3,2	4,7
Fatturato	539.685	19,6	8,1	6,6
Retribuzioni	49.941	20,1	4,9	4,5

Fonte: Small Business Act

Con riferimento alle caratteristiche economico-finanziarie, è utile fare riferimento alle analisi elaborate da Mediobanca8 su un campione di quasi 4.000 medie imprese industriali italiane. Dai dati, innanzitutto, emerge che nel periodo 1999-2008 il fatturato di tali aziende è aumentato del 70,1%, contro il 50,2% delle grandi imprese. Contemporaneamente, le esportazioni sono cresciute del 96,6%, a fronte del 73,1% riscontrabile per il campione di aziende di dimensioni più elevate.

Per quanto concerne la struttura finanziaria delle medie imprese, dai dati a fine 2008 emerge che il capitale investito tangibile risulta finanziato per il 47% dal capitale netto, mentre la parte restante dai debiti finanziari (32% a breve termine, 21% a lungo termine). Nonostante tale struttura indichi una patrimonializzazione superiore rispetto a quella delle multinazionali europee, il peso del patrimonio netto delle aziende di medie dimensioni risulta inferiore rispetto a quello riscontrabile nel campione di imprese più grandi.

Tabella 7 – La struttura finanziaria delle medie imprese italiane

Tipologia impresa	Medie imprese italiane	Imprese italiane medio-grandi	Multinazionali europee	Maggiori multinazionali italiane
% sul capitale investito tangibile				
Debiti finanziari a breve	32,5	24,3	26,4	26,0
Debiti finanziari a medio/lungo	20,7	22,4	48,0	45,1
Capitale netto tangibile	46,8	53,3	25,6	28,9

Fonte: Mediobanca

2.2. Il ruolo del manifatturiero

Il manifatturiero in Italia ricopre un ruolo fondamentale nella crescita del Paese. I benefici che apporta sono molteplici e interessano molte aree vitali del sistema economico: oltre a generare reddito e influire positivamente sull'occupazione creando posti di lavoro qualificati, contribuisce a creare guadagni in termini di produttività grazie all'intensa attività di ricerca sviluppata e, non da ultimo, origina ben oltre i due terzi degli incassi derivanti dalle

esportazioni. Secondo le più recenti stime[9], questa industria coinvolge circa il 12% delle imprese italiane, occupa più di 4 milioni di addetti (28% del totale) e in essa viene prodotto più del 30% del valore aggiunto totale.

Tabella 8 – Il peso del settore manifatturiero

Principali indicatori	Italia		UE-27	
	Valori assoluti	% sul totale	Valori assoluti	% sul totale
Numero di imprese	464.598	12,3	2.167.037	10,4
Numero di addetti	4.196.619	27,9	31.648.953	24,2
Valore aggiunto	207.012	31,8	1.631.780	27,3

Fonte: Small Business Act

Il peso del manifatturiero, tuttavia, va al di là dell'apporto in termini di valore aggiunto: simulando un calo dell'attività manifatturiera del 10%, infatti, si avrebbe una riduzione del PIL pari al 3,4%, invece dell'1,7% sulla base dell'impatto delle produzioni manifatturiere (anche l'incidenza sull'occupazione sarebbe della stessa entità)[10]. Ciò significa che il suo valore effettivo è ben due volte rispetto a quello legato alla quota diretta sul valore aggiunto totale.

La crisi globale e i suoi effetti, comunque, non hanno tardato a farsi sentire anche in questo settore, acuiti dalla lenta ripresa che ha caratterizzato il Paese. Dal 2007 a oggi, infatti, l'industria manifatturiera italiana ha subito una netta flessione, vedendo contrarre del 6% medio annuo il livello di produzione (a prezzi e dollari costanti), ed ha perso posizioni nella mappa manifatturiera globale, cedendo il passo ai Paesi emergenti. Nello specifico, India e Corea del Sud hanno sopravanzato l'Italia, attestandosi ad una quota percentuale sulla produzione mondiale superiore (rispettivamente il 3,7% e 3,5%, contro il 3,4% del nostro Paese).

Tabella 9 – I principali Paesi per produzione manifatturiera

Posizione 2010	Paesi produttori	Quota % di produzione mondiale 2007	Quota % di produzione mondiale 2010	Δ posizione 2007-2010
1°	Cina	14,1	21,7	+1
2°	Stati Uniti	18,2	15,6	-1
3°	Giappone	9,0	9,1	-
4°	Germania	7,5	6,0	-
5°	India	2,9	3,7	+4
6°	Corea del Sud	3,9	3,5	+1
7°	**Italia**	**4,5**	**3,4**	**-2**
8°	Brasile	2,6	3,2	+2
9°	Francia	3,9	3,0	-3
10°	Regno Unito	3,0	2,0	-2

Fonte: Centro Studi Confindustria

Ciononostante, analizzando tale diminuzione all'interno dei singoli comparti, emerge che i settori tradizionali del made in Italy hanno registrato cali leggermente inferiori. Con particolare riferimento alle cosiddette "4 A11", infatti, si può notare che nel comparto dei mobili l'Italia è passata dall'11,4% al 10,0%, mantenendo la terza posizione a livello mondiale, mentre nell'abbigliamento, pur perdendo il 2,5%, ha conservato la seconda posizione. Anche nel settore dei macchinari e delle apparecchiature meccaniche l'Italia non è scesa nella classifica, pur subendo una diminuzione pari al 2%. Il comparto dell'alimentare, infine, attestandosi al settimo posto, ha perso una posizione a causa della riduzione della quota dal 4,3% al 3,5%.

Tabella 10 – L'andamento di alcuni settori del *made in Italy*

Settore	Quota % di produzione mondiale 2007	Quota % di produzione mondiale 2010	Posizione 2010	Δ posizione 2007-2010
Arredamento	11,4	10,0	3°	-1
Abbigliamento	10,6	8,1	2°	-
Automazione meccanica	7,3	5,3	5°	-
Alimentare	4,3	3,5	7°	-1

Fonte: Centro Studi Confindustria

3. Le medie imprese manifatturiere italiane a confronto con il target del private equity

Data l'importanza in Italia delle medie imprese operanti nel settore manifatturiero e considerato il contributo che il private equity può dare al loro sviluppo, appare di grande interesse comprendere quante società presenti nel nostro Paese costituiscono ad oggi un target potenziale per gli operatori, avendo caratteristiche in linea con quelle normalmente ricercate.

Questo capitolo, di conseguenza, si pone l'obiettivo di esaminare alcuni indicatori di natura economico-finanziaria di un campione di aziende italiane appartenenti al segmento del mid market, confrontandoli con quelli riscontrati in società comparabili oggetto di investimento di private equity negli anni passati, sulla base dei dati raccolti dall'osservatorio Private Equity Monitor - PEM® dell'Università Carlo Cattaneo - LIUC di Castellanza[12]. Verranno analizzati, in particolare, tre dei principali comparti del manifatturiero italiano in termini di produzione, vale a dire l'alimentare, l'abbigliamento e l'automazione meccanica, al fine di isolare, con riferimento a ciascuno, il numero di società che si presentano come candidate potenziali per il private equity. Tale analisi sarà preceduta da un quadro introduttivo relativo all'andamento del settore e dalla descrizione, basata sui dati AIFI-PricewaterhouseCoopers, delle caratteristiche degli investimenti in capitale di rischio in esso realizzati negli ultimi anni.

3.1. La metodologia utilizzata

Sin da principio, lo strumento di cui ci si è avvalsi per identificare il set di informazioni necessarie e per svolgere le successive elaborazioni è la banca dati AIDA-Bureau Van Dijk[13].

Il database creato, sul quale è stata svolta l'analisi della domanda, si compone di due parti distinte: la prima si caratterizza per un campione di imprese partecipate in passato da fondi attraverso operazioni di minoranza, la seconda caratterizzata da un campione, riferito all'anno 2009[14], di imprese target potenziali per gli operatori di private equity e venture capital. I campioni al loro interno, inoltre, sono suddivisi per ognuno dei tre settori selezionati.

Nel dettaglio, la prima parte si compone di un campione di imprese non quotate che sono state partecipate da operatori di private equity e venture capital nel periodo 2000-2008, ad oggi dismesse e non più presenti in portafoglio. Nello specifico, si fa riferimento solamente ad operazioni di expansion, intraprese da operatori e imprenditori per agevolare la crescita delle imprese, contribuire al rafforzamento della struttura patrimoniale e favorire i processi di internazionalizzazione. Per poter identificare tali expansion, sono stati utilizzati i dati presenti nel database del Private Equity Monitor. Si sono prese in considerazione solamente aziende con un fatturato compreso tra i 10 e i 100 milioni di Euro, con riferimento all'anno precedente all'ingresso dell'operatore nel capitale della target. Per ciascuna impresa identificata sono stati estrapolati una serie di indicatori economico-finanziari, quali ricavi delle vendite, EBITDA, utile netto, patrimonio netto, posizione finanziaria netta, *Debt/Equity ratio*, dipendenti. Dopo di che, il dato relativo a ciascun indicatore è stato moltiplicato per un coefficiente Istat[15], differente a seconda dell'anno considerato, che lo traducesse in un valore corretto e valido per un istante "t[16]" comune per tutti. Infine, è stata calcolata la mediana per ciascuna tipologia di indicatore, in modo da poter disporre di valori aggregati e confrontabili tra i due campioni.

In merito alla definizione della seconda parte, invece, si è proceduto ad identificare un campione di imprese non quotate aventi un fatturato, per l'esercizio 2009, sempre compreso tra 10 e 100 milioni di Euro. Per poter giungere ai valori aggregati calcolati per i campioni precedenti, i passaggi sono stati i medesimi, con la moltiplicazione per il coefficiente Istat relativo all'anno 2009.

Il confronto tra i due campioni è stato svolto prendendo in considerazione ricavi delle vendite, EBITDA, utile netto, patrimonio netto e dipendenti. Le evidenze derivanti da questa contrapposizione hanno permesso di comprendere quali sono gli indicatori del primo gruppo di imprese che si distanziano maggiormente da quelli del secondo e di enucleare le imprese non partecipate che, invece, sono in linea con le private equity *backed*.

3.2. Il settore alimentare

Il settore alimentare rappresenta il secondo comparto manifatturo del Paese, con 124 miliardi di Euro di fatturato nel 2010 e oltre 400 mila addetti distribuiti su 6.500 imprese[17]. Nonostante il 2009 sia stato un anno difficile, la produzione è calata dell'1,5% su dati grezzi rispetto all'anno precedente, a fronte di un significativo -17,5% dell'industria nel suo complesso, a testimonianza del carattere anticiclico che caratterizza tale comparto. Nel 2010 l'industria alimentare ha evidenziato incoraggianti segnali di ripresa, facendo segnare un incremento dell'1,8% della produzione. A testimonianza del ruolo di questo settore, i dati relativi al periodo 2000-2010 mostrano una crescita complessiva della produzione alimentare pari al 12,1%, mentre l'industria nazionale ha registrato un valore negativo pari al -15,4%.

Anche l'export, dopo la flessione negativa registrata nel 2009, è tornato a crescere nel 2010, con un +10,5% rispetto all'anno precedente e un valore pari a 21 miliardi di Euro. Negli ultimi 10 anni la crescita è stata pari al 66,9%, a fronte del +28,5% totale.

Tabella 11 – L'andamento del settore alimentare

Anni	Produzione (quantità)	Var. % tendenziale	Totale industria	Var. % tendenziale
2001	103,8	3,8	99,1	-0,9
2002	105,3	1,4	97,9	-1,2
2003	107,5	2,1	96,8	-1,1
2004	108,5	0,9	97,7	0,9
2005	109,8	1,2	96,0	-1,7
2006	111,6	1,6	99,0	3,1
2007	112,4	0,7	101,8	2,8
2008	111,8	-0,6	98,6	-3,0
2009	110,1	-1,5	80,3	-18,6
2010	112,1	1,8	84,7	5,5

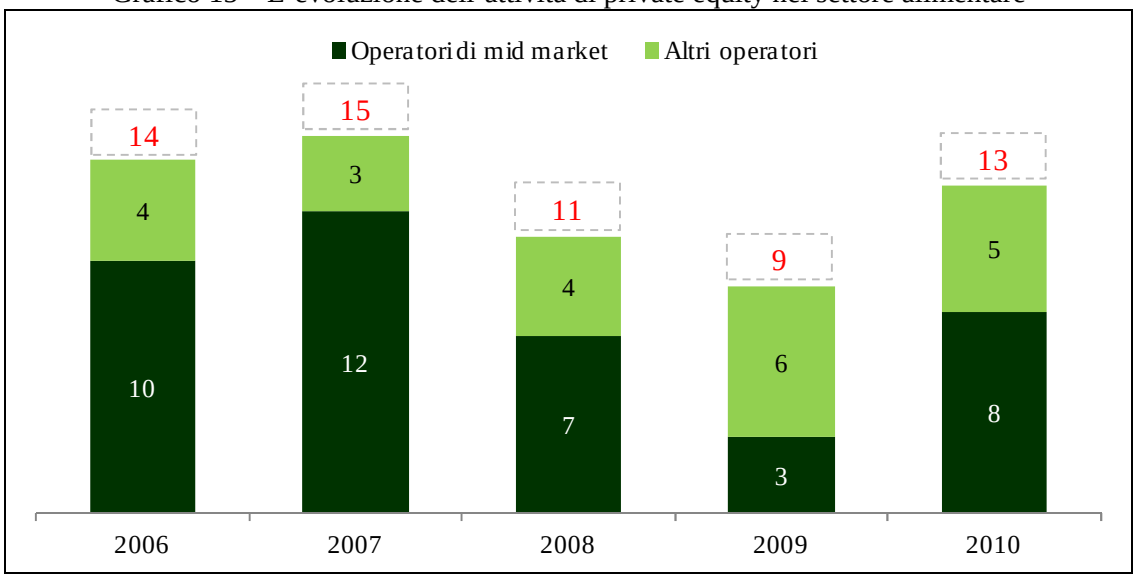
Fonte: Federalimentare

3.2.1. Il ruolo del private equity nel settore alimentare

Negli ultimi cinque anni in Italia sono state realizzate nel settore alimentare complessivamente 62 operazioni, pari al 4% del numero totale di investimenti. Proprio in un momento difficile, come quello che l'industria ha attraversato a cavallo tra il 2009 e il 2010, si sono osservati numerosi *deal* in questo settore, che ha visto, inoltre, la nascita di nuovi operatori specializzati. Nel dettaglio, i buy out hanno rappresentato il 45% degli investimenti nel settore in oggetto, mentre il peso dell'expansion è stato pari al 35%. Da sottolineare, tuttavia, che il ruolo degli interventi di minoranza è cresciuto nel tempo, passando dal 21% del 2006 al 54% del 2010.

Analizzando solamente l'attività degli operatori di mid market, il peso del numero di operazioni in questo comparto rispetto al totale sale al 6%, con 40 operazioni concluse nel periodo 2006-2010. Questo significa che tali soggetti hanno realizzato il 65% del numero complessivo di interventi di private equity e venture capital nel settore alimentare. Anche in questo caso merita di essere evidenziato il peso dell'expansion, cresciuto molto negli ultimi anni e addirittura pari al 63% nel 2010.

Grafico 15 – L'evoluzione dell'attività di private equity nel settore alimentare



Fonte: AIFI-PwC

3.2.2. Il confronto tra i due campioni

Esaminando le caratteristiche di un campione di operazioni di expansion realizzate in questo settore, emerge prima di tutto che l'ammontare medio investito è pari a 7,5 milioni di Euro, per una quota acquisita del 37%. Le imprese scelte dagli operatori sono caratterizzate da circa 140 dipendenti, un fatturato attorno ai 35 milioni di Euro e un rapporto EBITDA/*Sales* del 12%.

Tabella 12 – Gli indicatori del campione di imprese partecipate

Indicatori	Mediana al tempo "t"
Ricavi delle vendite	€ 34.720.567
EBITDA	€ 4.198.652
Utile Netto	€ 602.928
Patrimonio Netto	€ 12.738.073
Posizione finanziaria netta	€ 23.102.747
Debt/Equity ratio	1,61
Dipendenti	140

Fonte: elaborazione propria su dati PEM e AIDA-BvD

Con riferimento al campione di imprese italiane che potenzialmente potrebbero rappresentare un target per il private equity, invece, si nota innanzitutto che sono caratterizzate da poco meno di 50 dipendenti, ricavi delle vendite pari a circa 21 milioni di Euro, un rapporto EBITDA/*Sales* pari a 6,7%. Per quanto riguarda le modalità con cui si sono finanziate, invece, il patrimonio netto è pari a circa 5,5 milioni di Euro, mentre il *Debt/Equity ratio* è pari a 1,07.

Tabella 13 – Gli indicatori del campione di imprese non partecipate

Indicatori	Mediana al tempo "t"
Ricavi delle vendite	€ 20.970.249
EBITDA	€ 1.406.366
Utile Netto	€ 199.787
Patrimonio Netto	€ 5.507.183
Posizione finanziaria netta	€ 4.514.660
Debt/Equity ratio	1,07
Dipendenti	44

Fonte: elaborazione propria su dati AIDA-BvD

Il confronto tra i campioni mette in luce come la marginalità operativa, il patrimonio netto e i dipendenti sono alcune tra le componenti economico-finanziarie del primo gruppo che più si distanziano da quelle del secondo. Analizzando singolarmente gli indicatori corrispondenti, infatti, rispettivamente solo 175, 225 e 124 imprese su 1.214 risultano essere in linea con il benchmark delle venture backed. In termini complessivi, invece, prendendo in considerazione la totalità degli indicatori, il dato si attesta a 35 imprese, pari al 2,88%.

Tabella 14 – Il confronto tra i campioni

Indicatori	Imprese PE backed	Imprese non partecipate	Numero di società in linea	Percentuale sul totale
Ricavi delle vendite	€ 34.720.567	€ 20.970.249	321	26,4
EBITDA	€ 4.198.652	€ 1.406.366	175	14,4
Utile Netto	€ 602.928	€ 199.787	347	28,6
Patrimonio Netto	€ 12.738.073	€ 5.507.183	225	18,5
Dipendenti	140	44	124	10,2
Percentuale di società non partecipate con tutti gli indicatori in linea con quelli delle private equity *backed*				**2,88**

Fonte: elaborazione propria su dati PEM e AIDA-BvD

3.3. Il settore abbigliamento

Il comparto dell'abbigliamento o, per la precisione, del tessile-moda, rappresenta da sempre uno dei settori di eccellenza del *made in Italy*, con una quota pari all'8,8% del valore aggiunto complessivo del settore manifatturiero. All'interno di questo comparto operano oltre 53 mila

aziende, per un numero complessivo di addetti superiore a 450 mila unità[18]. Nel 2009 l'abbigliamento ha accusato gli effetti della crisi internazionale, acuiti dalla comparsa di numerosi *competitor* stranieri, facendo registrare un calo del 15,4% in termini di fatturato rispetto all'anno precedente. Nel 2010, invece, ha invertito positivamente la propria rotta, con circa 50 miliardi di fatturato e una crescita del 7,2%.

Segnali positivi sono provenuti soprattutto dalle esportazioni, tornate a crescere dopo la diminuzione del 19,7% osservata nel 2009. Nel 2010, infatti, l'export ha fatto segnare un +12,0%, con un valore pari a 25 miliardi di Euro e un rapporto Export/Fatturato pari a 49,4 (47,3 nel 2009).

Tabella 15 – L'andamento del settore abbigliamento

Dati in Euro Mln	2006	2007	2008	2009	2010	Δ % 2010/2009
Fatturato	54.408	55.947	54.718	46.312	49.660	7,2
Valore della produzione	39.645	40.779	39.646	33.044	35.193	6,5
Esportazioni	27.603	28.199	27.316	21.923	24.550	12,0
Importazioni	17.484	17.949	17.437	15.563	18.205	17,0
Numero aziende	59.750	58.056	56.610	54.493	53.086	-2,6
Numero addetti (migliaia)	516,7	513,0	508,2	482,3	458,6	-4,9

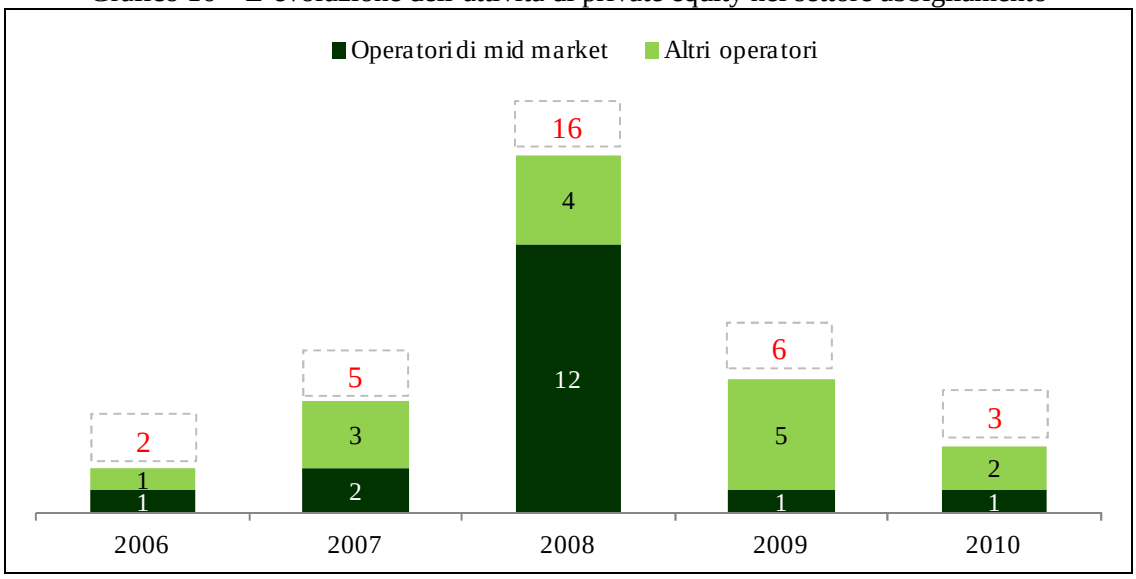
Fonte: elaborazione propria su dati SMI Sistema Moda Italia

3.3.1. Il ruolo del private equity nel settore abbigliamento

In questo comparto gli operatori di private equity hanno effettuato nel periodo 2006-2010 32 investimenti, tra cui si possono riscontrare alcune acquisizioni di importanti marchi del settore. Il picco di attività è stato raggiunto nel 2008, quando sono stati portati a termine 16 investimenti. Complessivamente, circa la metà delle operazioni (47%) ha riguardato il segmento dell'expansion, seguito dai buy out (31%) e dall'early stage (12%).

Gli operatori di mid market hanno realizzato il 53% del numero di investimenti nel comparto tessile degli ultimi 5 anni, con 17 operazioni, 7 delle quali nel segmento dell'expansion e 9 in quello dei buy out. Nonostante la prevalenza delle operazioni di maggioranza, va sottolineato che entrambi i *deal* realizzati negli ultimi 2 anni hanno riguardato interventi di minoranza, volti a supportare lo sviluppo di imprese esistenti.

Grafico 16 – L'evoluzione dell'attività di private equity nel settore abbigliamento



Fonte: AIFI-PwC

3.3.2. Il confronto tra i due campioni

Secondo il campione di imprese private equity backed, gli operatori hanno investito in media per ciascun deal del settore tessile 3 milioni di Euro, acquisendo una quota del 31%. Le aziende scelte sono piuttosto simili a quelle osservate nel settore alimentare: il numero medio di dipendenti, infatti, è attorno alle 140 unità, il fatturato è di circa 33 milioni di Euro, mentre la marginalità, pari all'8% dei ricavi, è leggermente inferiore.

Tabella 16 – Gli indicatori del campione di imprese partecipate

Indicatori	Mediana al tempo "t"
Ricavi delle vendite	€ 32.930.264
EBITDA	€ 2.739.272
Utile Netto	€ 552.050
Patrimonio Netto	€ 6.317.861
Posizione finanziaria netta	€ 7.818.642
Debt/Equity ratio	1,96
Dipendenti	144

Fonte: elaborazione propria su dati PEM e AIDA-BvD

Considerando il campione di imprese operanti nel settore e potenziali target per il private equity, invece, si può notare come i ricavi si attestano a poco più di 18 milioni di Euro, a fronte di una marginalità operativa di poco inferiore al milione di Euro, mentre il numero di occupati è pari a circa 70 unità. Sul lato patrimoniale, da notare il Debt/Equity ratio pari a 0,84, che mette

in luce come la componente di capitale di rischio utilizzata è superiore a quella di debito, con il patrimonio netto che si attesta ad un valore pari a circa 6 milioni di Euro.

Tabella 17 – Gli indicatori del campione di imprese non partecipate

Indicatori	Mediana al tempo "t"
Ricavi delle vendite	€ 18.354.832
EBITDA	€ 976.744
Utile Netto	€ 52.439
Patrimonio Netto	€ 5.917.176
Posizione finanziaria netta	€ 4.084.854
Debt/Equity ratio	0,84
Dipendenti	72

Fonte: elaborazione propria su dati AIDA-BvD

Il confronto, anche in questo caso, evidenzia grandi differenze in termini di EBITDA, utile netto e numero di occupati. Tali differenze si ripercuotono sul numero di potenziali target identificabili, che vedono, proprio in questi ambiti, un esiguo numero di imprese con indicatori in linea, pari rispettivamente a 120, 163 e 155 su un campione di 707 aziende. Come per il settore alimentare, anche per l'abbigliamento il dato complessivo è decisamente basso e si attesta al 3,68% (26 aziende) del totale delle imprese analizzate.

Tabella 18 – Il confronto tra i campioni

Indicatori	Imprese PE backed	Imprese non partecipate	Numero di società in linea	Percentuale sul totale
Ricavi delle vendite	€ 32.930.264	€ 18.354.832	170	24,0
EBITDA	€ 2.739.272	€ 976.744	120	17,0
Utile Netto	€ 552.050	€ 52.439	163	23,1
Patrimonio Netto	€ 6.317.861	€ 5.917.176	341	48,2
Dipendenti	144	72	155	21,9
Percentuale di società non partecipate con tutti gli indicatori in linea con quelli delle private equity *backed*				**3,68**

Fonte: elaborazione propria su dati PEM e AIDA-BvD

3.4. Il settore automazione meccanica

L'automazione meccanica ha da sempre accompagnato la nascita e la crescita dell'industria manifatturiera italiana, grazie soprattutto ad una strategia che si distingue per creatività e personalizzazione dell'offerta, fattori che hanno consentito al nostro Paese di raggiungere un

posto di rilievo nel panorama internazionale. L'industria italiana della macchina utensile, in particolare, si colloca al quarto posto nella classifica mondiale dei produttori e al terzo posto in quella degli esportatori, ricoprendo, dunque, un ruolo fondamentale soprattutto per il commercio estero.

Queste posizioni sono state confermate anche nel 2009, nonostante la crisi abbia avuto un impatto significativo sul settore, generando un calo del 29,6% della produzione domestica19. Il 2010, invece, ha visto un ritorno alla crescita, sia in termini di produzione che di export: il rapporto Export/Produzione, in particolare, ha raggiunto la quota del 65%.

Tabella 19 – L'andamento del settore automazione meccanica

Dati in Euro Mln	**2007**	**2008**	**2009**	**2010**	**Δ % 2010/2009**
Produzione	5.330	5.352	3.770	3.789	0,5
Esportazioni	2.969	3.206	2.399	2.462	2,6
Importazioni	1.403	1.470	642	691	7,6
Consumo	3.764	3.617	2.013	2.018	0,2
Saldo commerciale	1.566	1.735	1.757	1.771	0,8
Import/Consumo	37,3%	40,6%	31,9%	34,2%	
Export/Produzione	55,7%	59,9%	63,6%	65,0%	

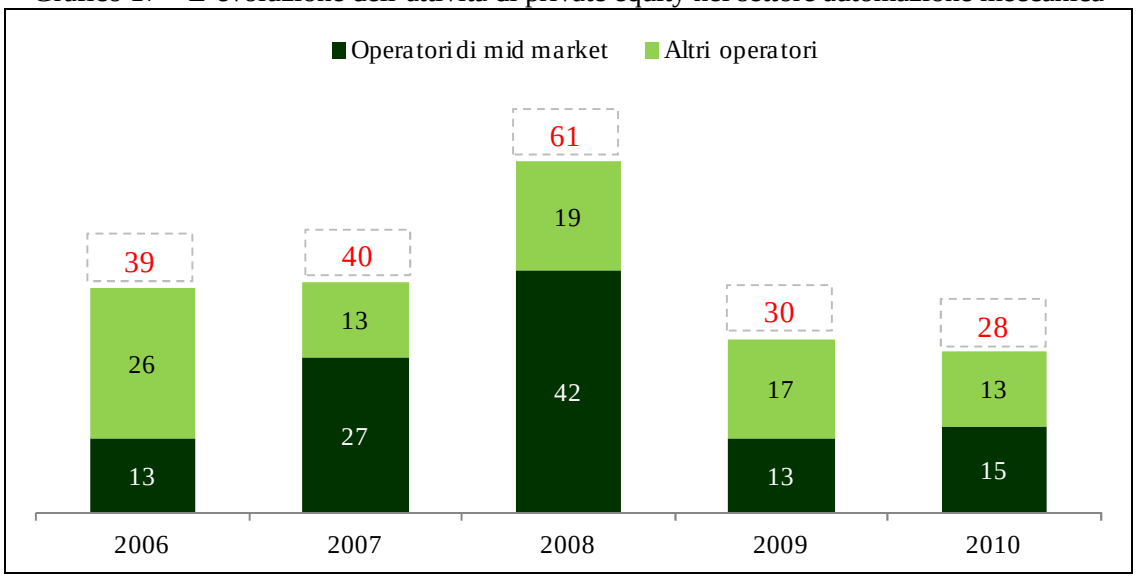
Fonte: UCIMU – Sistemi per Produrre

3.4.1. Il ruolo del private equity nel settore automazione meccanica

Nel periodo 2006-2010 gli investimenti realizzati dal private equity nel comparto dell'automazione industriale sono stati 19, ma diventano 198 se si considera, più in generale, la produzione di beni e servizi industriali. Tale cifra corrisponde al 13% del numero totale di operazioni di private equity realizzate nel periodo. Per quanto concerne la tipologia, hanno prevalso gli interventi di expansion, che hanno rappresentato il 41% del numero complessivo, seguiti a breve distanza dai buy out, con un peso del 36%.

Circa la metà degli investimenti che hanno riguardato i comparti dell'automazione e dei beni e servizi industriali sono stati realizzati da operatori specializzati nel mid market (56%), che hanno posto in essere 110 investimenti, di cui 60 nel segmento dei buy out e 36 in quello dell'expansion.

Grafico 17 – L'evoluzione dell'attività di private equity nel settore automazione meccanica



Fonte: AIFI-PwC

3.4.2. Il confronto tra i due campioni

Il campione di imprese oggetto di operazioni di private equity negli ultimi anni, utilizzato per il confronto con le aziende potenzialmente oggetto di investimento, mostra dimensioni un po' più elevate rispetto a quelle riscontrate nei settori alimentare e dell'abbigliamento, con circa 240 dipendenti e un fatturato attorno ai 40 milioni di Euro. Di conseguenza, anche l'equity investito è maggiore rispetto ai casi sopra descritti, con un valore medio di 5,9 milioni di Euro, per una quota del 25%.

Tabella 20 – Gli indicatori del campione di imprese partecipate

Indicatori	Mediana al tempo "t"
Ricavi delle vendite	€ 37.241.204
EBITDA	€ 3.756.031
Utile Netto	€ 461.724
Patrimonio Netto	€ 7.121.118
Posizione finanziaria netta	€ 10.420.875
Debt/Equity ratio	2,44
Dipendenti	239

Fonte: elaborazione propria su dati PEM e AIDA-BvD

Allo stesso modo, l'altro campione, relativo alle imprese del settore potenzialmente interessanti per gli operatori, mette in luce un valore relativo agli addetti, pari a circa 90 unità, nettamente superiore a quello dei due settori precedentemente esposti. Anche il dato riguardante l'aspetto patrimoniale si differenzia, in quanto la componente di equity utilizzata per finanziare l'attività è quasi il doppio rispetto a quella di debito. I valori di fatturato e marginalità operativa,

invece, non si discostano da quelli delle elaborazioni precedenti, attestandosi rispettivamente a circa 20 e 1 milione di Euro.

Tabella 21 – Gli indicatori del campione di imprese non partecipate

Indicatori	Mediana al tempo "t"
Ricavi delle vendite	€ 20.156.708
EBITDA	€ 1.308.020
Utile Netto	€ 177.137
Patrimonio Netto	€ 6.768.967
Posizione finanziaria netta	€ 2.006.129
Debt/Equity ratio	0,54
Dipendenti	93

Fonte: elaborazione propria su dati AIDA-BvD

In linea sostanzialmente con le analisi dei precedenti settori, il confronto tra i due campioni per l'automazione meccanica denota grandi difficoltà in termini di ricavi delle vendite e di marginalità operativa e una componente dimensionale in termini di addetti ben al di sotto del benchmark di riferimento. Ciò determina un numero di potenziali target pari a 54 su un campione di 1.342 imprese, corrispondente al 4,02%.

Tabella 22 – Il confronto tra i campioni

Indicatori	Imprese PE backed	Imprese non partecipate	Numero di società in linea	Percentuale sul totale
Ricavi delle vendite	€ 37.241.204	€ 20.156.708	317	23,6
EBITDA	€ 3.756.031	€ 1.308.020	268	20,0
Utile Netto	€ 461.724	€ 177.137	498	37,1
Patrimonio Netto	€ 7.121.118	€ 6.768.967	646	48,1
Dipendenti	239	93	179	13,3
Percentuale di società non partecipate con tutti gli indicatori in linea con quelli delle private equity *backed*				**4,02**

Fonte: elaborazione propria su dati PEM e AIDA-BvD

4. Conclusioni

Come più volte sottolineato, il tessuto imprenditoriale italiano risulta dominato da imprese di piccola e media dimensione, che rappresentano sostanzialmente la totalità delle aziende operanti nel nostro Paese. Questa struttura, fortemente radicata sul territorio e molto flessibile, presenta indubbiamente dei vantaggi, che negli anni passati hanno consentito di sostenere con successo la competitività dell'Italia. La specializzazione in settori tradizionali e il continuo successo mostrato nei comparti del *made in Italy*, nonostante la crescente concorrenza dei Paesi

emergenti, caratterizzati da una manodopera a basso costo, mostrano come le nostre aziende siano in grado di mantenere comunque una *leadership*, grazie a una costante innovazione dei prodotti e dei processi.

Oggi, tuttavia, questi elementi non sono più sufficienti e l'eccessiva frammentazione del nostro sistema rappresenta un limite alla crescita della produttività. Per sostenere un'intensa attività di ricerca e sviluppo, operare in settori ad alta tecnologia e accedere ai mercati esteri, infatti, è necessario raggiungere elevate dimensioni aziendali, al fine di sfruttare le economie di scala.

Le imprese italiane, inoltre, presentano un problema, ormai divenuto cronico, di sottocapitalizzazione, come dimostrato dal campione di aziende analizzate. Il rapporto mezzi propri sul totale delle passività risulta per le aziende del nostro Paese ben al di sotto di quanto si verifica per i concorrenti europei, e questo vale in particolar modo per le imprese di dimensioni ridotte. La struttura finanziaria italiana si caratterizza per livelli di indebitamento, soprattutto a breve termine, molto elevati e il fabbisogno di finanziamenti bancari rimane in Italia tra i più significativi d'Europa[20]. Nel 2010, ad esempio, questa componente pesava sul totale dei debiti finanziari per il 67%, contro il 27% del Regno Unito, dove i mercati finanziari sono storicamente più sviluppati e rappresentano una fonte importante per il reperimento dei capitali. La crisi finanziaria, peraltro, ha generato un notevole inasprimento delle condizioni di offerta del credito, i cui effetti si sono manifestati soprattutto nei confronti delle PMI.

Inoltre, l'accesso sistematico ai mercati esteri, fondamentale nell'attuale scenario, prevede una solida struttura organizzativa e ingenti investimenti, che spesso le piccole e medie imprese non riescono a realizzare. Di conseguenza, l'internazionalizzazione rappresenta un ulteriore elemento di difficoltà per le nostre imprese: la dipendenza dell'Italia dalle importazioni di prodotti energetici e il ruolo centrale del settore manifatturiero fanno in modo che un robusto flusso di esportazioni sia essenziale per competere a livello internazionale. Tuttavia, come emerge dallo Small Business Act, elaborato dalla Commissione Europea con l'obiettivo di valorizzare le aziende di minori dimensioni, il livello di internazionalizzazione del nostro Paese risulta al di sotto della media europea. La percentuale di fatturato derivante dalle esportazioni, ad esempio, in Italia è pari al 3,5%, contro il 5,6% della media europea.

Il carattere familiare che contraddistingue la maggior parte delle imprese italiane non fa che acuire questi problemi: la coincidenza del patrimonio tra azienda e famiglia proprietaria, unita alla scarsa managerializzazione, non può che avere riflessi negativi sulle possibilità di sviluppo e di crescita. A questo si aggiunge un problema di natura culturale di "personalizzazione" dell'azienda, che gli imprenditori in molti casi hanno creato, hanno visto svilupparsi nel tempo e dalla quale non hanno alcuna intenzione di separarsi. È evidente, infatti, la riluttanza a

condividere con altri soci o manager professionisti il controllo dell'attività, così come ad aprire la *governance* a soggetti estranei alla cerchia familiare.

Il private equity può sicuramente rappresentare uno strumento fondamentale per aiutare le imprese a superare questi ostacoli, grazie anche alle ingenti risorse ancora a disposizione in un momento economico in cui appare davvero difficile trovare imprenditori in grado di investire adeguati capitali di rischio, a causa delle risorse liquide scarse a livello di sistema. Secondo i dati AIFI-PwC, complessivamente gli operatori italiani hanno ancora a disposizione circa 8 miliardi di Euro da investire nei prossimi anni, senza contare quanto normalmente destinato al nostro Paese da parte di fondi pan-europei, che storicamente hanno realizzato ogni anno in Italia operazioni per oltre 2 miliardi di Euro. Il solo *dry powder* degli operatori di mid market ammonta a circa 5 miliardi di Euro.

Il supporto dell'investitore istituzionale, inoltre, non si esaurisce nella mera fornitura di capitale, ma determina ulteriori vantaggi grazie al *know how* manageriale che mette a disposizione dell'azienda per raggiungere importanti obiettivi di sviluppo. L'operatore possiede una profonda esperienza basata su una moltitudine di realtà imprenditoriali diverse, a cui l'impresa può accedere, ricavandone un supporto alla crescita, grazie anche a una maggiore tempestività di accesso in nuovi settori o mercati[21]. Il mercato del capitale di rischio, inoltre, può contribuire al superamento del problema del ricambio generazionale, tipico del contesto italiano, dove le imprese familiari rappresentano circa il 90% del numero complessivo di aziende, garantendo la continuità di gestione in tutti quei casi in cui la famiglia ha esaurito la spinta propulsiva iniziale[22].

L'analisi effettuata mostra, dal lato dell'offerta, un elevato numero di operatori di mid market che operano nel nostro Paese, con team di gestione dotati di grande esperienza e professionalità, in grado di svolgere un'importante attività a sostegno di un'ampia platea di medie imprese italiane. Il lato della domanda delle imprese, tuttavia, sembra non corrispondere ai "criteri minimi" su cui gli investitori fondano la prima fase di analisi volta a individuare potenziali target all'interno di un mercato di interesse. L'indagine realizzata, infatti, mostra che solamente poche aziende al momento presentano i requisiti richiesti dagli operatori di private equity nei loro investimenti passati. Soltanto 115 delle 3.263 imprese complessivamente considerate nell'analisi (pari al 3,5%), infatti, si caratterizzano per valori degli indicatori patrimoniali, economici e reddituali in linea con quelli che caratterizzano le aziende partecipate da fondi di private equity e venture capital nel periodo 2000-2008.

Appare necessario, dunque, che le aziende italiane "accorcino la distanza" che le separa dal target medio del private equity, ponendosi degli obiettivi di crescita dimensionale e patrimoniale e di propensione all'internazionalizzazione. A questo proposito, lo Small Business

Act può rappresentare un utile strumento di sostegno, essendo volto a promuovere la crescita delle PMI, nella consapevolezza che oltre il 96% delle imprese europee ha meno di 249 addetti. Tale documento, infatti, si basa sul principio che un contesto favorevole alle piccole e medie imprese dipende innanzitutto dal riconoscimento che gli imprenditori contribuiscono alla crescita dell'occupazione e della prosperità economica. Tale iniziativa, quindi, è tesa alla risoluzione di alcune delle criticità strutturali presenti nelle PMI, quali il razionamento del credito, la complessità dei rapporti con le pubbliche amministrazioni e l'elevata pressione fiscale.

La speranza è che questo strumento, affiancato da altre misure di politica economica che possano favorire la ricapitalizzazione, l'internazionalizzazione e lo sviluppo tecnologico, possa ampliare il novero delle target potenziali, consentendo all'industria del private equity di allocare i propri capitali in modo efficiente, contribuendo così al rilancio dell'economia italiana.

Glossario

AIFI – Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital, che dal 1986 riunisce gli investitori istituzionali nel capitale di rischio presenti in Italia. Oltre a rappresentare i propri associati, AIFI svolge un importante ruolo di diffusione, verso le imprese, della cultura del capitale di rischio e delle opportunità ad esso collegate.

Buy out – Tecnica finanziaria diretta all'acquisizione di un'impresa mediante il ricorso prevalente al capitale di debito che verrà per lo più rimborsato con l'utilizzo dei flussi di cassa positivi generati dall'impresa stessa.

Dry powder – Parte del commitment ancora a disposizione per investimenti.

Early stage – Investimento in capitale di rischio effettuato nelle prime fasi di vita di un'impresa (comprendente sia le operazioni di seed che quelle di start up).

Expansion – Investimento in capitale di rischio effettuato nelle fasi di sviluppo dell'impresa, realizzato attraverso un aumento di capitale e finalizzato ad espandere (geograficamente, merceologicamente, …) un'attività già esistente.

Fondo mobiliare chiuso – Strumento finanziario che raccoglie capitali presso investitori istituzionali (quali banche, fondazioni, compagnie assicurative, fondi pensione, …) e presso privati, per investirli nel capitale di rischio di imprese non quotate.

Investitore captive – Operatore nel capitale di rischio posseduto per una quota di maggioranza da un'istituzione finanziaria o industriale, che ne definisce le linee strategiche e operative, e gli fornisce i capitali necessari per l'attività di investimento. Si contrappone all'investitore "indipendente".

Investitore indipendente – Operatore nel capitale di rischio non riconducibile, in termini sia di emanazione che di provenienza dei capitali utilizzati, ad un'altra istituzione finanziaria o industriale, mantenendo, pertanto, totale autonomia strategica e gestionale.

Media impresa – Impresa che impiega meno di 250 persone e il cui fatturato annuo e totale di bilancio non superano rispettivamente i 50 e 43 milioni di Euro.

Micro impresa – Impresa che impiega meno di 10 persone e il cui fatturato annuo o totale di bilancio non supera i 2 milioni di Euro.

Mid market – Segmento di mercato relativo ad aziende con un fatturato indicativamente compreso tra 10 e 100 milioni di Euro.

Piccola impresa – Impresa che impiega meno di 50 persone e il cui fatturato annuo o totale di bilancio non supera i 10 milioni di Euro.

Private equity – Termine utilizzato per indicare, in modo generale, l'attività dell'investitore nel capitale di rischio.

Private Equity/Venture backed company – Impresa che è stata oggetto di investimento da parte di un operatore di capitale di rischio.

Replacement – Investimento finalizzato alla riorganizzazione della compagine societaria di un'impresa, in cui l'investitore nel capitale di rischio si sostituisce, temporaneamente, a uno o più soci non più interessati a proseguire l'attività.

Seed – Investimento nella primissima fase di sperimentazione dell'idea di impresa, quando è ancora da dimostrare la validità tecnica del prodotto/servizio.

Start up – Investimento finalizzato all'avvio di un'attività imprenditoriale, quando non si conosce ancora la validità commerciale del prodotto/servizio, ma esiste già almeno un prototipo.

Turnaround – Operazione con la quale un investitore nel capitale di rischio acquisisce un'impresa in dissesto finanziario, al fine di ristrutturarla e renderla nuovamente profittevole.

Venture Capital – Attività di investimento in capitale di rischio realizzata da operatori professionali e finalizzata alla realizzazione di operazioni di early stage ed expansion.

Bibliografia

AIFI (2008), *Alcune domande e risposte sul come e perché investire in fondi di Private Equity*, Pubblicazione Interna.

AIFI (2004), *Il Private Equity come motore di sviluppo*, «Quaderni sull'Investimento nel Capitale di Rischio», Egea, Milano.

AIFI (2004), *Private Equity e Corporate Governance delle Imprese*, Pubblicazione Interna.

AIFI (anni vari), *Yearbook*, Bancaria Editrice.

AIFI-PwC (anni vari), *The Economic Impact of Private Equity and Venture Capital in Italy*.

Associazione Studi e Ricerche per il Mezzogiorno, a cura di (2010), *Dossier Unione Europea – Studi e Ricerche*, «Rassegna di Economia e Finanza Territoriale», n.2

Associazione Studi e Ricerche per il Mezzogiorno, a cura di (2010), *Il Sud in competizione. La varietà dei modelli dimensionali esistenti e la scelta allocativa delle imprese*, Giannini Editore, Napoli.

Banca d'Italia (2009), *Il private equity in Italia*, in *Questioni di Economia e Finanza (Occasional papers)*, n.41, febbraio 2009.

Banca d'Italia (2010), *La situazione economico-finanziaria delle imprese italiane nel confronto internazionale*, in *Questioni di Economia e Finanza (Occasional papers*', n.66, aprile 2010.

Banca d'Italia (anni vari), *Relazione annuale*, Roma.

Bracchi G. (2011), *Private equity ed economia italiana*, «Quaderni sull'Investimento nel Capitale di Rischio», Egea, Milano.

Centro Studi Confindustria (2011*), Effetti della crisi, materie prime e rilancio manifatturiero. Le strategie di sviluppo delle imprese italiane*, «Scenari Industriali» n.2, giugno 2011

Commissione Europea (2011), *Are EU SMEs recovering from the crisis?*, «Annual Report on EU Small and Medium sized Enterprises 2010/2011», Ecorys, Rotterdam, Cambridge.

Commissione Europea (2011), *Report from the Commission to the Council and the European Parliament. Minimizing regulatory burden for SMEs. Adapting EU regulation to the needs of micro-enterprises*, Bruxelles.

Commissione Europea (2005), *The new SME definition – User guide and model declaration*, Bruxelles.

Confindustria Piccola Industria (2010), *Le nuove rotte delle PMI*, XII Forum Piccola Industria, SIPI, Roma.

Gervasoni A., Bechi A. (2007), *I fondi chiusi di private equity nell'esperienza italiana – Aspetti economici e giuridici*, Il Mulino, Bologna.

Gervasoni A. *et al.* (2006), *Venture capital e sviluppo economico*, Guerini e Associati, Milano.

Gervasoni A., Del Giudice R. (2002), *Finanziarsi con il venture capital*, Etas, Milano.

Gervasoni A., Sattin F.L. (2008), *Private Equity e Venture Capital. Manuale di investimento nel capitale di rischio*, Guerini e Associati, Milano.

Istat (anni vari), *Rapporto annuale*, Roma.

Mediobanca – Unioncamere (2011), *Le medie imprese industriali italiane (1999-2008)*, Milano.

Ministero dello Sviluppo Economico (2011), *Small Business Act. Le iniziative a sostegno delle PMI in Italia e nell'Europa a 27*, Rapporto 2010.

PEM® (anni vari), *Private Equity Monitor*.

Peveraro S. (2007), *Private Equity e aziende familiari. Dieci storie raccontate dai protagonisti*, Egea, Milano.

Sadun A. (2010), *L'Italia nell'economia internazionale dal dopoguerra ad oggi*, UniCredit Group.

TaM®, Turnaround Monitor, 'Rapporto Italia 2004-2010'.

Siti internet

www.aidaf.it

www.aifi.it

www.bancaditalia.it

www.confindustria.it

www.ec.europa.eu

www.federalimentare.it

www.istat.it

www.sistemamodaitalia.it

www.ucimu.it

Note

[1] Da delibera del Consiglio Direttivo di AIFI del 22 luglio 2004.

[2] Si vedano in proposito i dati del Turnaround Monitor, Osservatorio dell'Università Carlo Cattaneo, che mostrano come il 39% di un campione di circa 8 mila imprese italiane con un fatturato compreso tra 20 e 200 milioni di Euro presenta livelli di indebitamento a rischio.

[3] Con riferimento all'intervista ad Anna Gervasoni in 'Dossier Unione Europea – Studi e Ricerche', Rassegna di Economia e Finanza Territoriale numero 2, 2010, a cura dell'Associazione Studi e Ricerche per il Mezzogiorno (pp. 71-78).

[4] Numero di operazioni potenziali calcolato in base all'ammontare medio investito nel periodo 2008-2010.

[5] I dati relativi alla dimensione delle imprese italiane ed europee contenuti in questo paragrafo sono tratti dallo 'Small Business Act', documento elaborato dalla Commissione Europea con l'obiettivo di valorizzare le aziende di minori dimensioni. La fonte di tali dati è Eurostat.

[6] Secondo la Commissione Europea si definiscono micro le aziende con meno di 10 dipendenti, piccole quelle con un numero di addetti compreso tra 10 e 49 unità, medie quelle con 50-249 dipendenti.

[7] Con riferimento a UE-27.

[8] Mediobanca – Unioncamere, 'Le medie imprese industriali italiane (1999-2008)'. Nell'indagine vengono considerate 3.921 società di capitali la cui forza lavoro è compresa tra 50 e 499 dipendenti, con un volume di vendite non inferiore a 15 e non superiore a 330 milioni di Euro.

[9] Dati tratti dallo 'Small Business Act'. I dati relativi all'Unione Europea sono contenuti in 'Are EU SMEs recovering from the crisis?', Annual Report on EU Small and Medium sized Enterprises 2010/2011, 2011.

[10] Centro Studi Confindustria, 'Effetti della crisi, materie prime e rilancio manifatturiero. Le strategie di sviluppo delle imprese italiane', Scenari Industriali n.2, giugno 2011.

[11] Arredamento, abbigliamento, automazione meccanica e alimentare.

[12] L'Osservatorio svolge un'attività di monitoraggio permanente sugli investimenti in capitale di rischio realizzati nel nostro Paese, concentrandosi sulle operazioni di expansion, buy out, replacement e turnaround. Ad oggi, il database contiene informazioni relative a 1.075 investimenti posti in essere a partire dal 1998.

[13] Il database AIDA contiene bilanci, informazioni finanziarie, anagrafiche e commerciali di circa un milione di società italiane.

[14] Bilanci più recenti a disposizione.

[15] I coefficienti utilizzati servono per tradurre valori relativi ad anni passati in valori validi per un determinato istante "t".

[16] Aprile 2010.

[17] Dati Federalimentare.

[18] Dati SMI Sistema Moda Italia.

[19] Dati UCIMU – Sistemi per Produrre.

[20] Banca d'Italia, 'La situazione economico-finanziaria delle imprese italiane nel confronto internazionale - Questioni di Economia e Finanza (Occasional papers)' n. 66, aprile 2010.

[21] Banca d'Italia, 'Il private equity in Italia - Questioni di Economia e Finanza (Occasional papers)' n. 41, febbraio 2009.

[22] Dati Centro Studi sull'impresa di famiglia "Di padre in figlio".