Liuc Papers

Pubblicazione periodica dell'Università Carlo Cattaneo - LIUC

Numero 262, febbraio 2013

Serie

Financial markets and corporate governance 8

Federica Sottrici

Venticinque anni di private equity in Italia: evoluzione e caratteristiche dall'origine ai giorni nostri

Serie: Financial Markets and Corporate Governance

Liuc Papers

ISSN:1722-4667

Direttore Responsabile: Piero Cavaleri
Direzione, redazione, amministrazione: Università Carlo Cattaneo - LIUC
C.so Matteotti, 22 - 21053 Castellanza (Va) - Italia
tel. 0331-5721 - fax. 0331-572320

Registro stampa Tribunale di Busto Arsizio n. 11/93 del 11.06.93

Comunicazioni di carattere organizzativo vanno indirizzate a:
Piero Cavaleri, *LIUC Papers*, Università Carlo Cattaneo, Biblioteca «Mario Rostoni»
Corso Matteotti 22, 21053 Castellanza (VA), Tel. 0331-572.267 # E-mail pcavaler@liuc.it

VENTICINQUE ANNI DI PRIVATE EQUITY IN ITALIA: EVOLUZIONE E CARATTERISTICHE DALL'ORIGINE AI GIORNI NOSTRI

di Federica Sottrici

Indice

Indice 1
Introduzione 2
1. Lo scenario economico e il private equity a livello internazionale 4
1.1. L'emergere di nuove economie 4
1.2. La crescita del private equity negli anni 7
1.3. Il private equity oggi: tra crisi finanziaria e ripresa 10
2. Il mercato italiano del private equity e del venture capital 13
2.1. Gli operatori attivi sul mercato 13
2.1.1. L'evoluzione degli operatori di private equity 14
2.1.2. I principali operatori degli ultimi anni 15
2.2. La raccolta 16
2.2.1. L'evoluzione della raccolta 16
2.2.2. La crisi e i suoi effetti sulla raccolta 19
2.3. Gli investimenti 20
2.3.1. L'evoluzione degli investimenti 21
2.3.2. Il metodo dei multipli nel private equity 32
2.4. I disinvestimenti 33
2.4.1. L'evoluzione dei disinvestimenti 34
2.4.2. I rendimenti 39
5. Conclusioni 43
Bibliografia 46

Introduzione

Nel corso degli anni il private equity italiano è stato caratterizzato da una continua e profonda evoluzione strutturale, che ha consentito al mercato di raggiungere una posizione di assoluto rilievo all'interno del più ampio panorama internazionale, sia in quanto a dimensioni, che a livello qualitativo.

L'approfondimento svolto nel presente lavoro ha come oggetto un'analisi del mercato italiano del private equity e venture capital negli ultimi 25 anni.

È stata esaminata la storia del settore dagli inizi, caratterizzati dalla difficoltà di spiegare agli imprenditori cosa fosse il private equity, fino ai grandi deals degli anni precedenti alla crisi e ai notevoli cambiamenti sia quantitativi che qualitativi rilevati negli ultimi anni proprio a causa della recessione economica globale.

Il private equity è una di quelle industrie ad alto valore aggiunto, la cui peculiarità consiste nel fatto che i benefici creati non si ritrovano esclusivamente nei margini di profitto generati per i fattori produttivi impegnati, ma anche nel sistema economico in cui opera.

Il panorama del private equity è in continua evoluzione e la crisi economica degli ultimi anni, la pressione degli organi di controllo, le esigenze di trasparenza, gli andamenti erratici del mercato e la crescente competizione comportano la necessità, per i fondi di private equity, di ampliare la propria attività, al fine di cercare nuove opportunità.

Salita alla ribalta dell'opinione pubblica negli anni Ottanta, l'attività del capitale di rischio si è proposta da almeno tre decenni come uno strumento tra i più importanti della moderna economia, in grado di esser parte attiva nello sviluppo dei sistemi economici dei Paesi cui l'attività si rivolge.

Nel tempo, infatti, l'attività di private equity si è evoluta, pur rimanendo invariati i presupposti di fondo, diversificandosi in funzione del sistema imprenditoriale di riferimento e del grado di sviluppo dei diversi mercati, arrivando ad offrire una più variegata gamma di possibilità di intervento.

Nel corso degli ultimi 25 anni il mercato del private equity si è contraddistinto, a livello internazionale, per una crescita pressoché continua, non solo nei Paesi tradizionali, ma anche in quelli emergenti. Questo tema è stato trattato nella prima parte del lavoro, dove si è analizzato l'andamento del private equity a livello internazionale, mettendo in evidenza le principali tendenze sviluppatasi negli anni, come la sempre maggiore rilevanza acquisita dai Paesi emergenti sia all'interno dell'economia mondiale che per quanto riguarda il settore del private equity. I Paesi occidentali hanno, infatti, perso, nel corso dei decenni, la loro supremazia, diventando sempre meno competitivi su diversi fronti, tra cui quello manifatturiero, per via

dell'espansione dei sistemi produttivi a basso costo come quelli asiatici o dell'Est Europa. Proprio a seguito dei cambiamenti nella competizione internazionale, le imprese italiane, da sempre caratterizzate dalle piccole dimensioni, si trovano ad operare in un'arena competitiva più ampia e agguerrita che supera i confini nazionali.

Il secondo capitolo, che rappresenta il fulcro del lavoro, racchiude l'analisi e le relative riflessioni sull'evoluzione del mercato italiano del private equity e venture capital. In questa sezione sono stati studiati i principali cambiamenti che hanno interessato, a partire dal 1986 fino ad oggi, gli operatori di private equity, l'attività di raccolta, di investimento e di disinvestimento nel nostro Paese.

Particolare attenzione è stata, inoltre, riservata agli effetti della crisi finanziaria che ha colpito inizialmente Stati Uniti ed Europa, allargandosi in seguito al resto del mondo, e che ha sconvolto gli equilibri della finanza mondiale. Il settore del private equity, che nel quinquennio precedente si era posizionato al centro del boom economico, vivendo il suo periodo di massima espansione, è stato fortemente influenzato dagli effetti della crisi, i quali hanno portato cambiamenti rilevanti all'interno dello stesso, oltre ad una cospicua diminuzione dei volumi di attività, arrivati ai minimi storici.

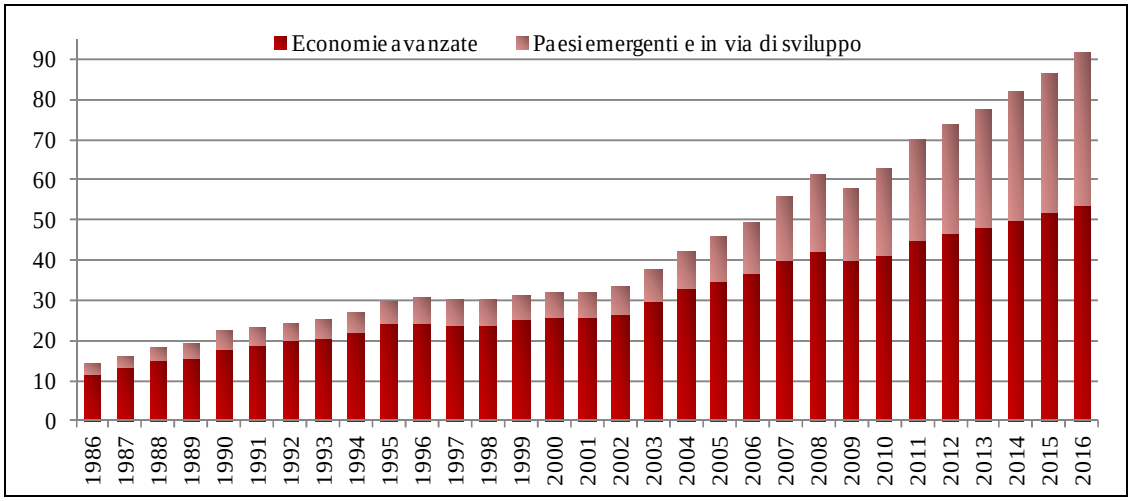
1. Lo scenario economico e il private equity a livello internazionale

Il private equity opera incisivamente sull'economia internazionale ormai da 25 anni e si è trasformato in parallelo ai cambiamenti intervenuti nello scenario economico e imprenditoriale.

1.1. L'emergere di nuove economie

Nel tempo si è assistito allo spostamento progressivo verso un nuovo equilibrio multipolare, nel quale la vecchia triade economica, USA, Europa e Giappone, non rappresenta più la principale fonte di consumi, talenti, capitale, risorse e idee. Allo stesso tempo, è cresciuto significativamente il peso di quelli che fino a ieri venivano chiamati Paesi in via di sviluppo o emergenti, oggi caratterizzati da una crescita duratura nel tempo, stimolata da favorevoli condizioni demografiche e dall'emergere di un'ampia classe media. Negli anni Novanta la quota di queste economie sul PIL mondiale si è sempre mantenuta al di sotto del 20%, mentre a partire dal 2003 si è osservata una crescita progressiva, fino a raggiungere nel 2011 il 36%. Questo trend[1] è destinato a rafforzarsi ulteriormente negli anni a venire, fino ad arrivare nel 2016 al 41% del PIL complessivo. La recente crisi economico-finanziaria, infatti, ha ulteriormente accelerato il processo di evoluzione sopra descritto, attribuendo ai Paesi emergenti un ruolo di assoluto rilievo per la crescita economica mondiale, mentre i Paesi il cui sviluppo è già consolidato fronteggiano problemi connessi alle dinamiche demografiche negative e all'alto livello di debito pubblico.

Grafico 1 – L'evoluzione della composizione del PIL mondiale



Fonte: elaborazione propria su dati FMI. Dal 2011 dati previsionali. Dati in Milioni di Miliardi di Dollari

La recessione del 2009 ha avuto un impatto significativo sull'intera economia mondiale e ha determinato tassi di crescita negativi per tutte le principali aree geografiche. L'area Euro, ad esempio, ha visto il PIL diminuire del 4,3% rispetto all'anno precedente, mentre i Paesi Asiatici, il Medio Oriente, il Nord Africa e l'Africa Sub-Sahariana sono stati immuni da questo processo e il loro sviluppo non si è arrestato nemmeno durante la crisi.

A trainare la ripresa del PIL mondiale, iniziata nella seconda parte del 2009, grazie a politiche economiche espansive messe in atto dai principali Paesi e alle condizioni favorevoli dei mercati finanziari, dunque, sono stati soprattutto Paesi quali Cina, India e Brasile, a fronte di una crescita lenta e limitata dell'area Euro. É importante sottolineare, inoltre, che le caratteristiche della crescita stanno cambiando, con i Paesi emergenti sempre meno dipendenti dalle esportazioni verso le economie occidentali, a causa del forte sviluppo della domanda interna e dei flussi commerciali con altre economie emergenti.

Tabella 1 – La recente evoluzione del PIL nei principali Paesi e aree geografiche

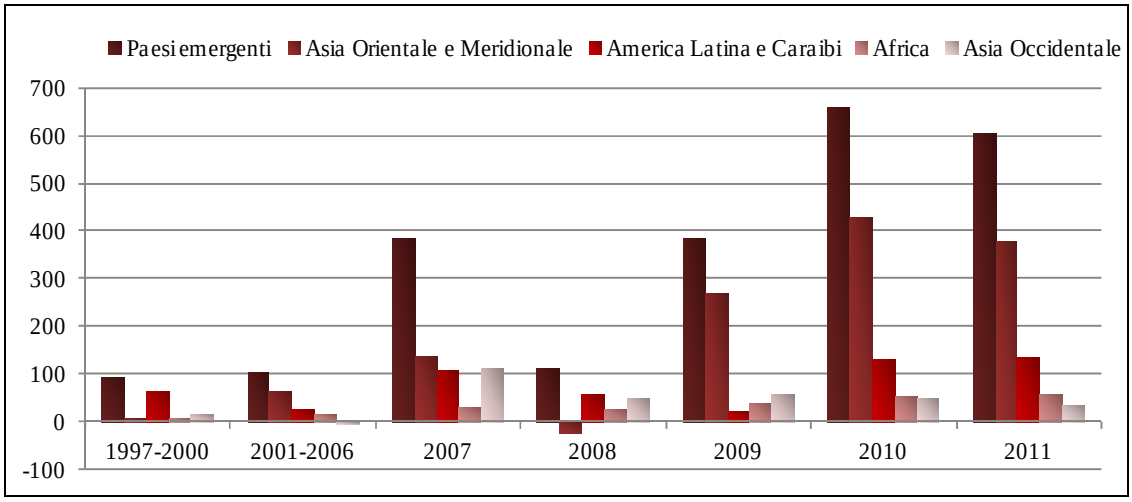
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Proiezioni	
							2012	2013
Stati Uniti	2,7	1,9	-0,3	-3,5	3	1,7	2,1	2,4
Italia	2	1,5	-1,3	-5,2	1,3	0,4	-1,9	-0,3
Germania	3,9	3,4	0,8	-5,1	3,6	3,1	0,6	1,5
Francia	2,7	2,2	-0,2	-2,6	1,4	1,7	0,5	1
Giappone	2	2,4	-1,2	-6,3	4	-0,7	2	1,7
Korea	5,2	5,1	2,3	0,3	6,2	3,6	3,5	4
Hong Kong	7	6,4	2,3	-2,7	7	5	2,6	4,2
Singapore	8,7	8,8	1,5	-0,8	14,5	4,9	2,7	3,9
Israele	5,6	5,5	4	0,8	4,8	4,7	2,7	3,8
Area Euro	**3,2**	**3**	**0,4**	**-4,3**	**1,8**	**1,4**	**-0,3**	**0,9**
Europa Centrale e Orientale	**6,4**	**5,5**	**3,1**	**-3,6**	**4,5**	**5,3**	**1,9**	**2,8**
Stati del Commonwealth	**8,9**	**8,9**	**5,3**	**-6,4**	**4,6**	**4,9**	**4,2**	**4,1**
Paesi asiatici in via di sviluppo	**10,3**	**11,5**	**7,7**	**7,2**	**9,5**	**7,8**	**8**	**8,6**
America Latina e Caraibi	**5,6**	**5,8**	**4,3**	**-1,7**	**6,1**	**4,5**	**3,4**	**4,2**
Medio Oriente e Nord Africa	**6**	**6,7**	**4,6**	**2,6**	**4,4**	**3,5**	**4,2**	**3,7**
Africa sub-Sahariana	**6,4**	**7,1**	**5,6**	**2,8**	**5,4**	**5,1**	**5,4**	**5,3**

Fonte: elaborazione propria su dati FMI

A partire dagli anni Novanta, secondo i dati del Fondo Monetario Internazionale, le economie emergenti hanno sperimentato un incremento degli afflussi netti di capitale sia per investimenti diretti che più strettamente finanziari, con picchi molto elevati nel 2007. In particolare, gli aumenti più importanti si sono riscontrati nell'Asia Orientale e Meridionale e nei Paesi dell'America Latina, aree che presentano buone prospettive di crescita e di ripresa dalla

crisi, e nell'Africa, soprattutto Sub-Sahariana, trainata non soltanto dallo sfruttamento delle risorse petrolifere e minerarie, ma anche dall'urbanizzazione, che ha modificato i consumi, favorito la crescita dell'edilizia, dei servizi, del commercio e del credito.

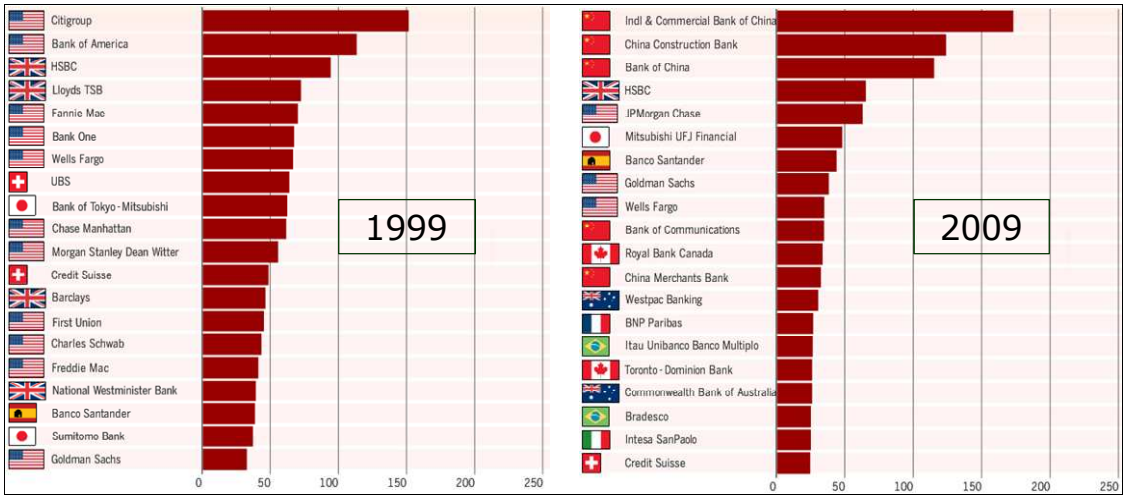
Grafico 2 – L'evoluzione dei flussi netti di capitale privato



Fonte: FMI. 2010-2011 dati previsionali

Un indicatore significativo del cambiamento avvenuto è quello relativo alla capitalizzazione delle principali banche mondiali. Confrontando i dati di un decennio, appare evidente nel 1999 la supremazia statunitense, con l'inclusione di ben undici banche americane nella classifica delle venti più importanti in termini di capitalizzazione a livello mondiale. Sono presenti, inoltre, banche inglesi, svizzere e giapponesi. Negli anni successivi la posizione della Cina si è consolidata e rafforzata, fino ad arrivare al 2009, anno in cui le banche cinesi ricoprivano i primi tre posti della classifica, nella quale rimanevano solo tre banche statunitensi. Da osservare che la crisi finanziaria globale ha investito in modo pesantissimo proprio il comparto bancario, generando una drastica riduzione della capitalizzazione in tutti i principali mercati mondiali.

Grafico 3 – L'evoluzione della capitalizzazione delle principali banche nel mondo



Fonte: Financial Times

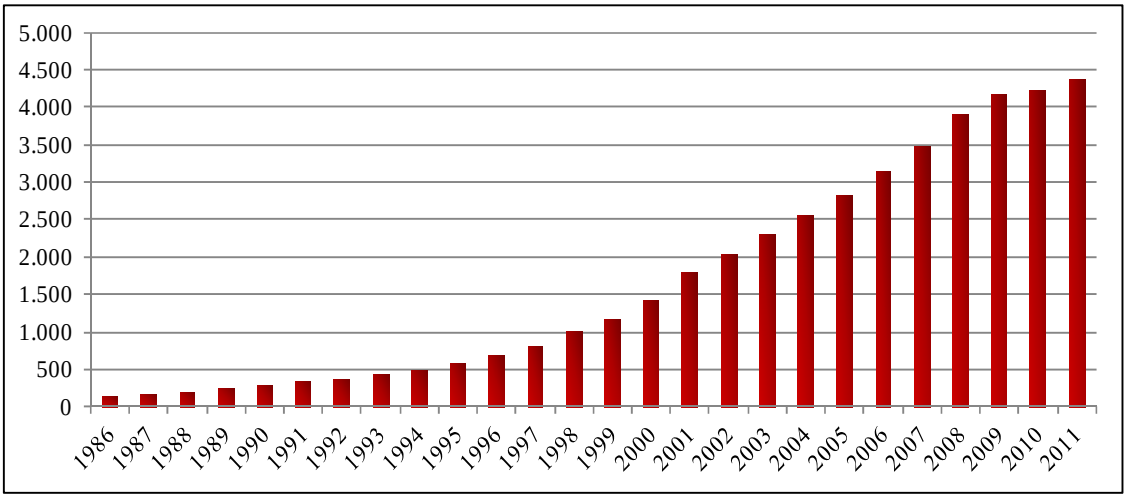
1.2. La crescita del private equity negli anni

All'interno di questo contesto volatile, il private equity nel corso degli anni si è invece contraddistinto, a livello internazionale, per una crescita pressoché continua, affermandosi come un fondamentale motore di sviluppo nel contesto del mercato finanziario e contribuendo a modificare le stesse caratteristiche dei sistemi economici di tutto il mondo.

L'attività di private equity rappresenta, infatti, un importante anello di congiunzione tra il sistema impresa e il mercato finanziario nel suo complesso. Sono numerose le evidenze empiriche che hanno dimostrato, nel corso degli anni, come i sistemi imprenditoriali possano beneficiare dell'attività svolta dal private equity e venture capital. Studi realizzati sia in Europa che negli Stati Uniti hanno testimoniato che le imprese partecipate da investitori in capitale di rischio non solo registrano performance in termini di risultati economici-finanziari superiori rispetto a quelle di imprese simili non in contatto con questi tipi di operatori, ma anche che tali investimenti hanno contribuito allo sviluppo del sistema imprenditoriale, creando nuovi posti di lavoro ed incentivando le esportazioni.

Per dare un'idea delle dimensioni attuali del fenomeno, risulta interessante notare come, a livello mondiale, nel corso degli ultimi 25 anni le società di private equity attive siano costantemente aumentate, passando da un numero di 139 nel 1986 a oltre 1.000 nel 1999, per poi arrivare ad un totale di 4.354 società attive nel 2011, con un trend di crescita che, pur rallentato, è continuato anche durante l'attuale crisi.

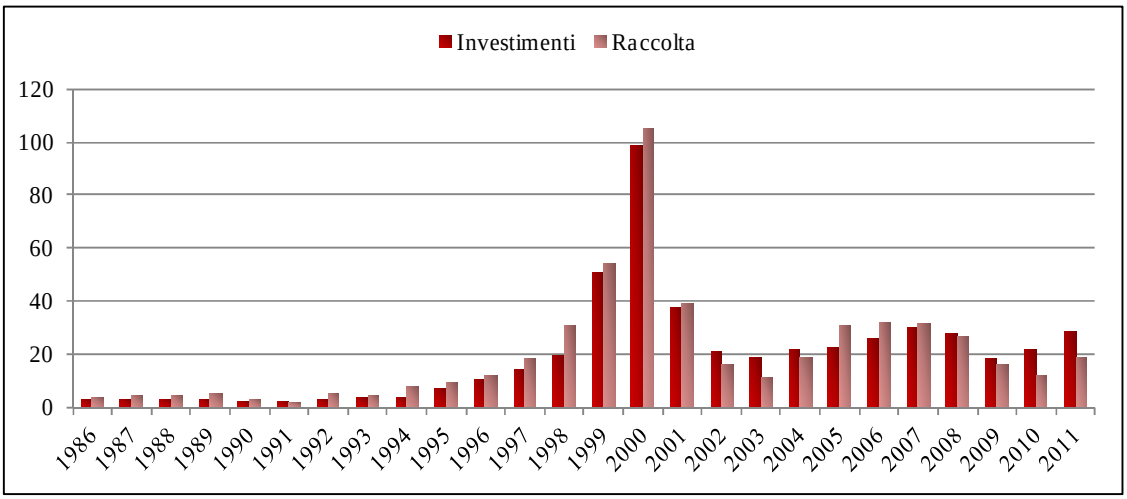
Grafico 4 – L'evoluzione del numero di operatori di private equity attivi a livello mondiale



Fonte: elaborazione propria su dati Preqin

L'analisi del private equity a livello internazionale non può prescindere da alcune considerazioni circa l'evoluzione del mercato degli Stati Uniti, Paese che vanta la tradizione maggiormente consolidata per quanto riguarda l'attività di investimento istituzionale nel capitale di rischio, con particolare riferimento a settori ad alto contenuto tecnologico. È nel corso degli anni Ottanta, infatti, che si sono delineati i primi segnali che hanno condotto, a fine decennio, alla creazione di un settore altamente diversificato sia sul fronte quantitativo che su quello qualitativo. La crescita di questo mercato, sia in termini di investimenti che di raccolta, ha raggiunto il suo apice nel 2000, in corrispondenza alla "bolla internet", grazie al fiorente sviluppo delle nuove tecnologie, specialmente in settori come quello dell'Information Technology, che hanno creato importanti opportunità, consolidando la posizione degli USA come leader mondiale in questo segmento di mercato. Dopo aver sfiorato i 100 miliardi di Dollari investiti nel 2000, lo scoppio della bolla speculativa ha determinato una contrazione dell'attività, con gli investimenti che si sono stabilizzati negli anni successivi intorno ai 20 miliardi di Dollari e la raccolta che ha subito un significativo rallentamento, pur recuperando livelli importanti (30 miliardi) nel 2005-2007. I dati relativi all'anno 2010, mostrano un ammontare investito pari a circa 22 miliardi di Dollari, mentre la raccolta ha risentito dell'attuale congiuntura, attestandosi a quota 12 miliardi. Nel corso del 2011, invece, si è assistito ad un incremento dei capitali raccolti, dopo ben quattro anni di rallentamento nell'attività. Nonostante ciò, per il quinto anno consecutivo, l'ammontare raccolto dai fondi nel 2011 è stato inferiore a quello destinato agli investimenti. Mentre gli investimenti sono aumentati del 36% dal 2010 al 2011, l'attività di raccolta ha mostrato ancora pesanti segnali di difficoltà.

Grafico 5 – L'evoluzione dell'attività di investimento e raccolta negli Stati Uniti

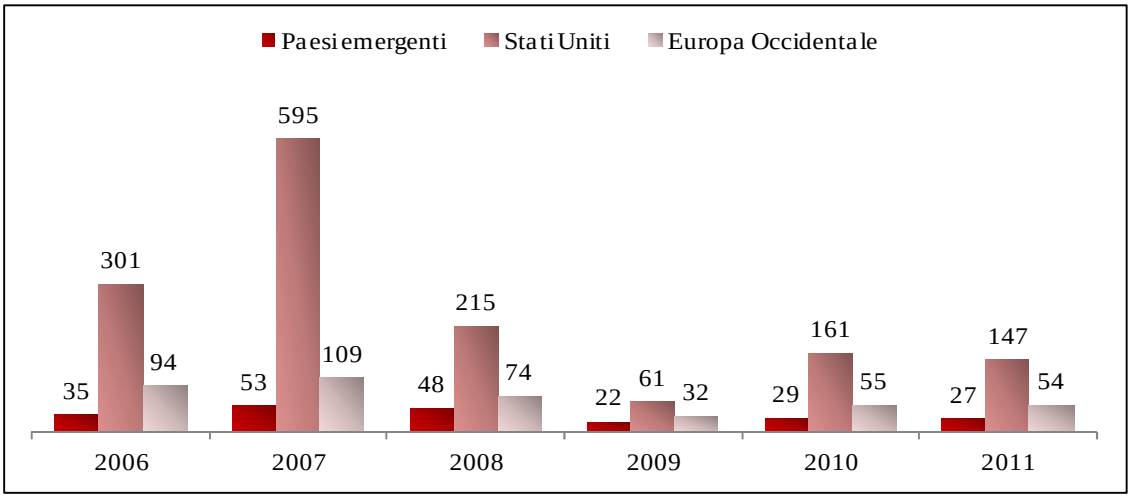


Fonte: NVCA. Dati in Miliardi di Dollari

Spostando l'attenzione sull'evoluzione del private equity nel panorama europeo, è il mercato britannico ad aver ricoperto nei 25 anni il ruolo di pioniere nel settore rispetto al resto del continente, con una posizione di leadership sia in termini di fondi raccolti che di ammontare investito annualmente. La Francia ha visto incrementare fortemente i volumi investiti nel corso degli anni, arrivando a superare nel 2002, per la prima volta nella storia dei dati europei, l'ammontare investito dal Regno Unito, con circa 7,5 miliardi di Euro. Altre nazioni che rivestono posizioni di rilievo nell'ambito europeo, accanto all'Italia, sono la Germania e la Spagna, che a partire dai primi anni 2000 è emersa nel settore, raggiungendo nel 2005 ottimi risultati in termini di attività di investimento. Anche i Paesi scandinavi si sono distinti, in particolar modo nell'attività di venture capital.

Un'ulteriore interessante tendenza sviluppatasi negli anni, e accentuata in modo evidente soprattutto a seguito dell'ultima crisi globale, è la forte attrazione suscitata dai Paesi emergenti per gli investimenti di private equity, con gli operatori in cerca di nuove opportunità e di tassi di crescita ormai impensabili nella maggior parte delle economie sviluppate. La sola Cina nell'ultimo decennio ha attratto 25,8 miliardi di Dollari, rappresentando il 60% del mercato asiatico e richiamando numerose società attive sullo scenario globale. Sta diventando sempre più importante, inoltre, l'interesse rivolto verso l'Africa, soprattutto Sub-Sahariana, che nel 2010 ha rappresentato il 6% della raccolta complessiva dei Paesi emergenti.

Grafico 6 – L'evoluzione degli investimenti di private equity nelle principali aree geografiche



Fonte: EMPEA. Dati in Miliardi di Dollari

1.3. Il private equity oggi: tra crisi finanziaria e ripresa

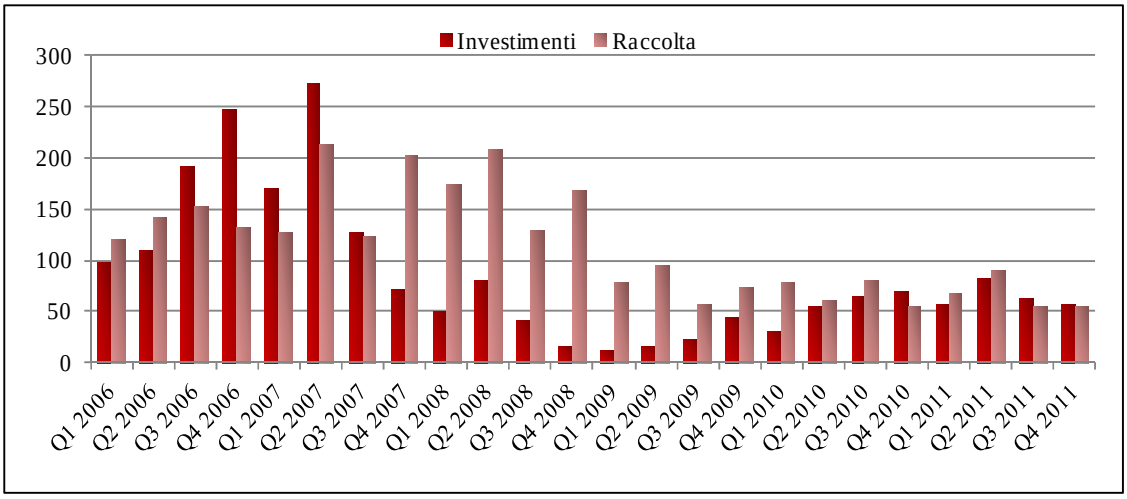
La crisi finanziaria internazionale ha indubbiamente determinato importanti cambiamenti nell'industria del private equity, provocando innanzitutto un rallentamento dell'attività, che ha colpito pressoché tutti i Paesi a partire dalla seconda metà del 2008. I dati relativi alla situazione internazionale del private equity, resi noti dalla società di ricerca Preqin, mostrano, a partire dal 2010, un andamento a due marce dell'industria, che vede un'attività di raccolta ancora difficile, a fronte di investimenti che offrono segnali incoraggianti.

Nel dettaglio, durante il secondo semestre del 2011, sono stati raccolti 109 miliardi di Dollari, dato che evidenzia una diminuzione del 30% rispetto alla raccolta registrata nei sei mesi precedenti. Complessivamente, il totale dei capitali raccolti nel 2011 è diminuito del 3,4% rispetto al 2010, a testimonianza dell'incertezza perdurante dei grandi investitori internazionali e della scarsa riserva di liquidità da poter destinare a favore di nuove sottoscrizioni.

Queste difficoltà, peraltro, hanno determinato, oltre ad una diminuzione della capacità di raccolta dei fondi, con il conseguente scostamento tra obiettivo di fundraising e capitali effettivamente ottenuti, una riduzione del numero di fondi ed un tempo più lungo impiegato per arrivare al closing.

Segnali positivi invece, provengono dall'attività di investimento, con le operazioni di buy out che, sempre a livello mondiale, si sono attestate nel corso del 2011 a quota 2.751, per un valore aggregato di 258,2 miliardi di Dollari, mostrando incrementi rispetto al 2010 sia in termini di numero che di ammontare investito. In particolare, nel secondo trimestre dell'anno è stato raggiunto il picco di attività dopo la crisi finanziaria, con 749 operazioni per un valore di 81,7 miliardi di Dollari, a testimonianza della ritrovata fiducia verso il settore.

Grafico 7 – La recente evoluzione dell'attività di private equity a livello mondiale



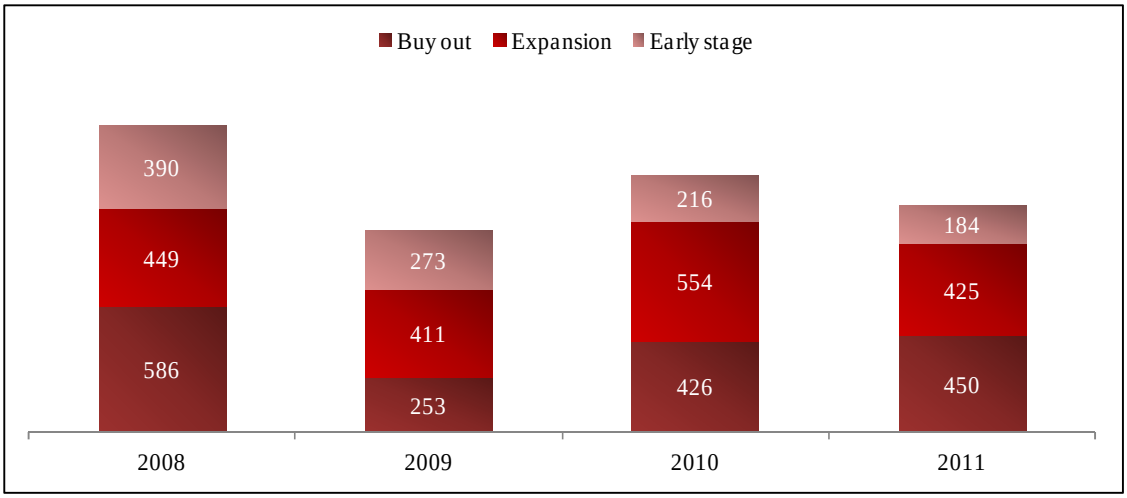
Fonte: Preqin. Dati in Miliardi di Dollari

Un andamento simile si osserva anche con riferimento al mercato europeo, dove gli investimenti, dopo la diminuzione riscontrata durante la crisi, sono tornati a crescere sia sul fronte del valore che del numero, mostrando una buona spinta soprattutto nel corso del primo semestre del 2011.

La crisi, peraltro, non ha modificato solamente i numeri dell'industria, ma ha generato importanti cambiamenti anche di natura qualitativa, determinando un ripensamento della struttura delle operazioni. Innanzitutto, ha spinto gli operatori di private equity a ritornare ai "fondamentali" dell'economia e a puntare sulla creazione di valore attraverso la crescita dell'azienda e la realizzazione degli obiettivi di sviluppo industriale piuttosto che mediante il ricorso alla leva e all'arbitraggio sui multipli di mercato, concentrandosi sulla ricerca di imprese piccole e medie, sane e leader di nicchia. In particolare, la scarsa disponibilità di debito e la conseguente difficoltà di ricorso alla leva finanziaria hanno rallentato le operazioni di buy out, che risultano il segmento maggiormente colpito dalla crisi finanziaria mondiale.

I dati relativi all'Europa, infatti, mostrano che il peso di queste operazioni rispetto al numero totale di investimenti è passato dal 41% del 2008 al 27% dell'anno successivo, per poi attestarsi al 36% nel 2010. Contemporaneamente, è aumentata l'attenzione nei confronti delle aziende di piccole e medie dimensioni, con una crescita del peso delle operazioni di minoranza, finalizzate a sostenere programmi di crescita, lasciando inalterata la guida imprenditoriale, il cui peso è passato dal 32% del 2008 al 46% del 2010. Da sottolineare, infine, che la ripresa del mercato del private equity e venture capital nell'ultimo anno è coincisa con un ritorno alla crescita anche delle operazioni di buy out, che complessivamente nel corso dell'anno hanno fatto segnare un +6% in termini di numero.

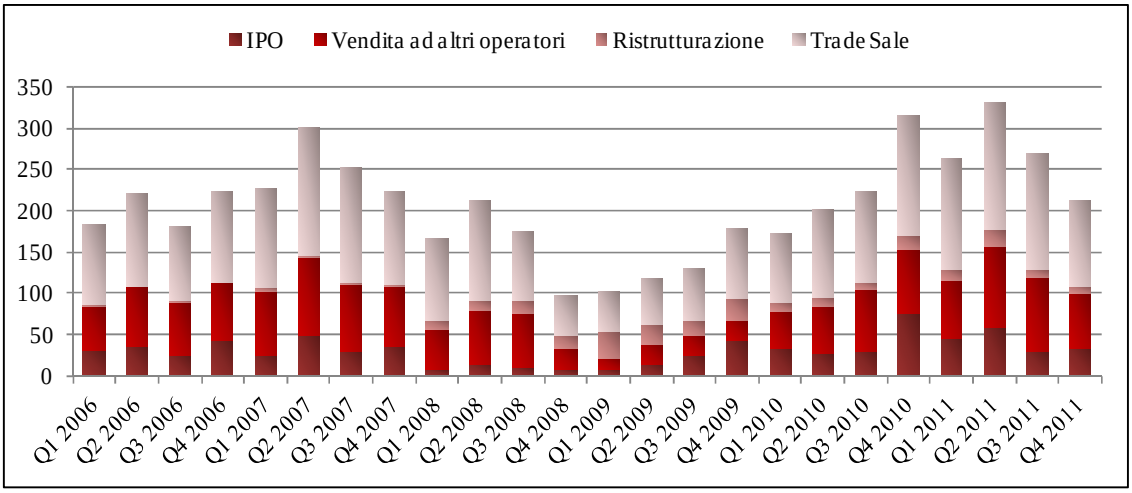
Grafico 8 – La recente evoluzione del numero di investimenti di private equity in Europa



Fonte: Unquote

Infine, per quanto riguarda la fase di disinvestimento, si nota ancora che a livello internazionale la seconda parte del 2011 ha risentito degli effetti della crisi, mostrando un notevole rallentamento, in particolar modo a livello di valore aggregato, a causa della mancanza di opportunità attraenti per l'uscita dagli investimenti da parte dei fondi. Dopo il record di 124,5 milioni di Euro di valore aggregato raggiunto nel secondo trimestre dell'anno, infatti, si è assistito ad un declino del 45% nel trimestre successivo, che si è protratto fino alla fine dell'anno. Nonostante ciò, nel corso dell'intero 2011, nel mondo si sono registrate 1.074 dismissioni per un valore complessivo di 302,5 miliardi di Dollari, con un aumento rispetto all'anno precedente sia in termini di numero che di ammontare.

Grafico 9 – L'evoluzione del numero di disinvestimenti a livello mondiale



Fonte: Preqin

2. Il mercato italiano del private equity e del venture capital

Nel corso degli anni, il mercato italiano del private equity e venture capital, al pari di quanto accaduto in tutti i principali sistemi internazionali, ha fatto registrare profondi mutamenti sia sotto il profilo qualitativo che in termini quantitativi.

La nascita in Italia di un vero e proprio settore di operatori professionali e specializzati nell'attività di investimento nel capitale di rischio 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 Venture Capital[2]).

La crescita del mercato del private equity è stata particolarmente rapida a partire dagli anni Novanta, mentre nella prima fase, che comprende gli anni tra il 1986 e il 1996, il numero degli operatori che svolgeva attività di investimento in capitale di rischio risultava limitato e stabile.

Tra il 1997 e il 2001 la diffusione delle nuove tecnologie dell'ITC ha favorito un fiorente sviluppo e la nascita di nuovi operatori. Successivamente è seguito un periodo di relativa stabilità, interrotto, nel corso del 2005, da un nuova espansione del settore e, soprattutto, da segnali di rinnovata vivacità del segmento dell'early stage. Gli anni più recenti sono stati caratterizzati dalla crisi finanziaria globale, che ha influenzato lo scenario e le caratteristiche del settore del private equity, causandone un rallentamento. A partire dal 2010, comunque, sono emersi i primi segnali di ripresa e il 2011, nonostante sia stato ancora un anno impegnativo per molti segmenti dell'economia, ha registrato buoni risultati sia per quanto riguarda gli investimenti che per i disinvestimenti, a testimonianza della ritrovata fiducia degli operatori nei confronti del settore.

2.1. Gli operatori attivi sul mercato

Sul mercato italiano sono presenti diverse tipologie di operatori attivi nel settore del private equity e venture capital. Le principali categorie di investitori professionali, attraverso cui viene realizzata l'attività di investimento nel capitale di rischio, sono individuabili in:

- SGR generaliste ed investment companies;
- Fondi pan-europei;
- Operatori regionali/pubblici;
- Banche italiane;
- Operatori specializzati nell'early stage.[3]

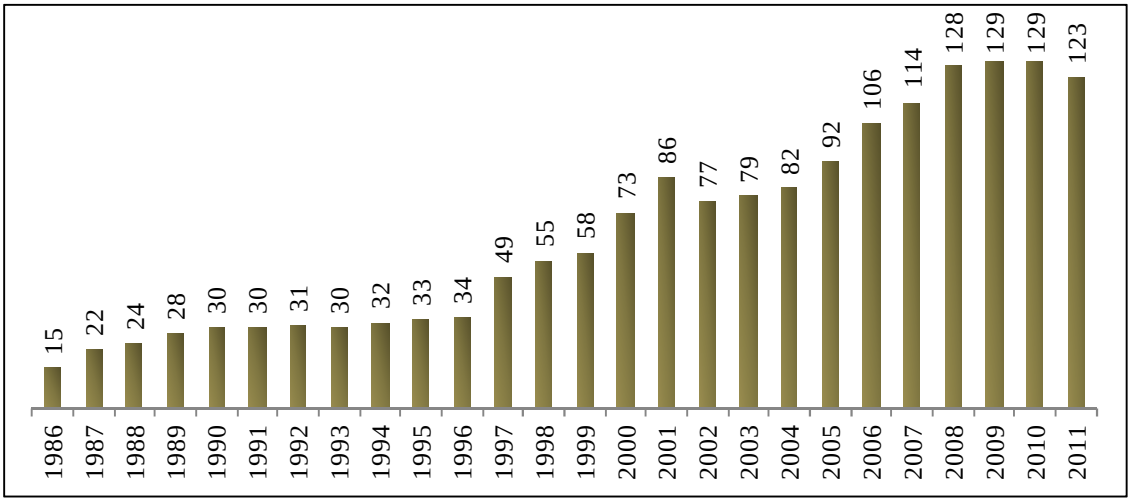
2.1.1. L'evoluzione degli operatori di private equity

Esaminando l'evoluzione degli operatori nel mercato italiano del capitale di rischio nel corso degli ultimi 25 anni, appare chiaro come il numero ed il loro profilo sia notevolmente cambiato, a seguito dei mutamenti del contesto economico e finanziario nazionale e del quadro normativo che ha disciplinato le strutture giuridiche utilizzate per svolgere l'attività di investimento nel capitale di rischio.

La variazione della presenza degli operatori attivi risulta particolarmente evidente analizzando l'evoluzione che ha contraddistinto gli Associati AIFI. Nel corso dei primi 10 anni di attività, infatti, il numero di player si è mantenuto piuttosto stabile e limitato, attestandosi sui 30 soggetti. Durante la successiva fase di sviluppo si è registrato il picco di 86 Membri Associati nel 2001. Dopo un periodo in cui il numero dei Membri è rimasto pressoché stabile, si è assistito ad un rinnovato interesse di alcuni operatori e, dopo venti anni dalla sua fondazione, AIFI ha superato i 100 soggetti attivi.

Negli anni più recenti, pur rimanendo gli Associati AIFI numerosi, si è registrato un rallentamento nella crescita a causa della crisi che ha investito l'economia globale e ha indotto sfiducia e incertezza negli investitori.

Grafico 10 – L'evoluzione del numero degli Associati AIFI



Fonte: AIFI

Dal punto di vista delle tipologie di operatori, gli anni di avvio dell'attività di private equity e venture capital sono stati caratterizzati dalla prevalenza di operatori locali, prevalentemente organizzati in finanziarie di investimento, private e industriali, i quali rappresentavano la quasi totalità dei soggetti attivi. Successivamente gli operatori internazionali, inizialmente assenti, hanno registrato una sempre maggiore diffusione e i fondi pan-europei rappresentano oggi il 29% dell'intero mercato, a testimonianza dell'apertura del nostro sistema nei confronti del

contesto europeo e statunitense. La metà degli anni Novanta ha visto la comparsa delle prime SGR di fondi mobiliari chiusi, a seguito della Legge n. 344 del 14 agosto 1993. Tali società, che nel 1998 rappresentavano appena l'1% del mercato, hanno consolidato la loro presenza nel corso degli anni, arrivando a costituire nel 2007 oltre il 30% degli operatori, mentre oggi, con il 51% dell'intero mercato, continuano ad essere i principali player.

Gli investitori di emanazione bancaria sono stati caratterizzati da una notevole diffusione alla fine degli anni Ottanta fino ad arrivare al 2000, anno in cui la presenza delle divisioni bancarie sul totale degli operatori ha cominciato a calare. Negli ultimi anni, però, tale tendenza si è interrotta in quanto le banche partecipano sempre più attivamente nel private equity, in veste di investitori nei fondi o di investitori diretti.

Analizzando l'evoluzione delle tipologie di operatori presenti sul mercato, distinguendo gli investitori tra captive ed indipendenti, si osserva come gli operatori captive, nella fase di iniziale sviluppo del mercato, abbiano rappresentato i soggetti prevalenti, mentre nel corso degli anni è cresciuto il peso degli operatori indipendenti.

2.1.2. I principali operatori degli ultimi anni

Nell'ambito del processo di evoluzione dell'offerta, si è osservata una diffusione sempre maggiore dei fondi chiusi di diritto italiano che fanno capo a SGR specializzate e che rappresentano, oggi, il veicolo più utilizzato per lo svolgimento dell'attività del private equity nel nostro Paese. Questo aspetto è evidenziato anche nella classifica stilata dal PEM® e racchiusa nel rapporto "10 anni di private equity in Italia", riguardante gli operatori più attivi nel periodo 2001-2010. Risulta opportuno ricordare che il PEM® fornisce una serie strutturata di informazioni riguardanti le caratteristiche dei deal, degli operatori coinvolti e delle aziende target, attraverso l'uso esclusivo di informazioni pubbliche reperibili attraverso archivi di giornali e riviste specializzate, pubblicazioni di settore, siti Internet, banche dati accessibili al pubblico, newsletter, presentazioni a convegni, nonché la collaborazione volontaria e diretta da parte degli operatori nel pieno rispetto dei diritti di privacy degli stessi e delle aziende target.[4]

Sono esclusi dalla rilevazione gli investimenti effettuati da società di investimento di matrice pubblica o para-pubblica, gli investimenti di seed e start up e i reinvestimenti in società già partecipate dall'operatore indicato.

L'analisi sottolinea che, nella classifica dei 12 principali operatori, in termini di numero di operazioni concluse, nel periodo 2001-2010, le SGR ricoprono un ruolo fondamentale. Le prime cinque posizioni sono, infatti, occupate da SGR e, in totale, esse costituiscono il 75% del totale di investimenti effettuati con 206 su 274 complessivi. Da segnalare, inoltre, come tali operatori

abbiano reagito positivamente alla crisi che, nonostante abbia ridotto la loro attività, non li ha intimiditi sul fronte degli investimenti.

Tabella 2 – Ranking degli operatori per numero di operazioni concluse (2001-2010)

INVESTITORI	TOTALE INVESTIMENTI	2001-2004	2005-2007	2008-2010
1 Cape-Natixis SGR	48	23%	46%	31%
2 MPS Venture SGR	33	30%	37%	33%
3 BS Private Equity SGR	27	67%	26%	7%
4 IGI SGR	23	48%	43%	9%
5 Imi Fondi Chiusi SGR	22	12%	50%	38%
6 3i	20	55%	40%	5%
7 Investitori Associati SGR	20	40%	55%	5%
8 Wise Venture SGR	17	29%	53%	18%
9 21 Investimenti	16	19%	38%	43%
10 Alto Partners	16	31%	31%	38%
11 Investindustrial	16	19%	44%	37%
12 Sviluppo Imprese Centro Italia SGR	16	56%	25%	19%

Fonte: PEM®

2.2. La raccolta

Il processo di raccolta è una fase delicata ed impegnativa che impegna gli investitori per un periodo di circa un anno e può essere suddivisa in sette fasi:

- Identificazione del mercato target;
- Pre-marketing;
- Strutturazione del fondo;
- Preparazione e distribuzione del materiale di marketing;
- Incontri con i potenziali investitori;
- Preparazione della documentazione legale;
- Chiusura.

2.2.1. L'evoluzione della raccolta

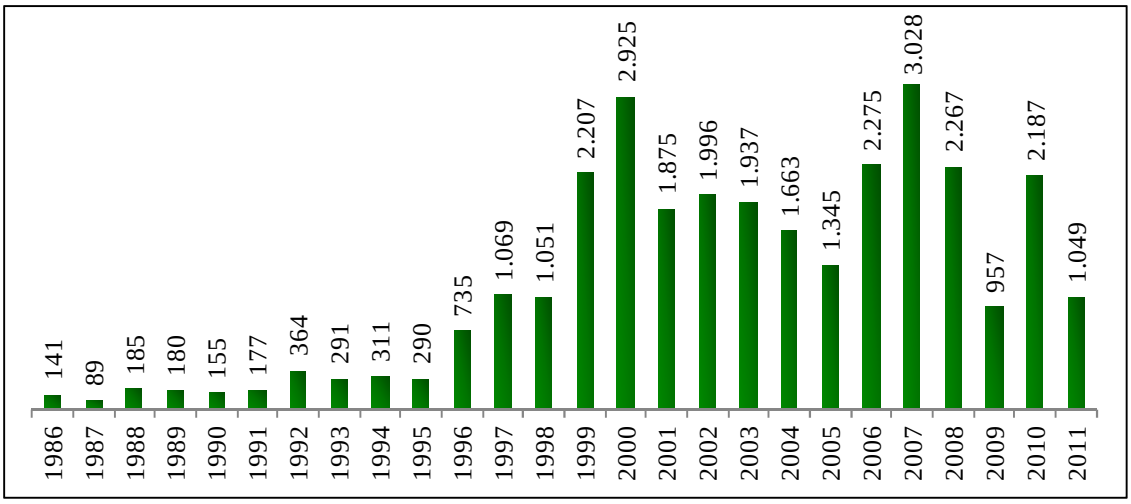
I capitali confluiti verso l'attività di investimento nel capitale di rischio hanno subito diversi cambiamenti nel corso degli ultimi 25 anni, riflettendo le principali tendenze del contesto macroeconomico e finanziario.

Durante la fase pionieristica del mercato del private equity si è registrata una crescita progressiva delle risorse raccolte, che sono passate da circa 68 milioni di Euro nel 1986 a oltre 700 milioni di Euro nel 1996. Successivamente, in concomitanza con la fase di sviluppo del

settore durata fino al 2000, la raccolta ha superato i volumi investiti, grazie all'ingresso nel circuito dei capitali internazionali. Durante questo periodo, il sistema di raccolta del nostro Paese ha registrato un trend in linea con quello dei principali Paesi europei. Negli anni seguenti questo andamento si è invertito, i capitali investiti hanno sorpassato le risorse raccolte annualmente e sono cominciate le prime difficoltà per l'attività di raccolta sul mercato.

Con lo scoppio della crisi finanziaria la situazione è andata ulteriormente peggiorando e, nonostante qualche debole segnale di ripresa osservato nel 2010, grazie anche all'avvio del Fondo Italiano di Investimento, nel 2011 c'è stato un ulteriore rallentamento del fundraising, che è rimasto, di fatto, il comparto più problematico per il private equity italiano.

Grafico 11 – L'evoluzione delle risorse raccolte in Italia

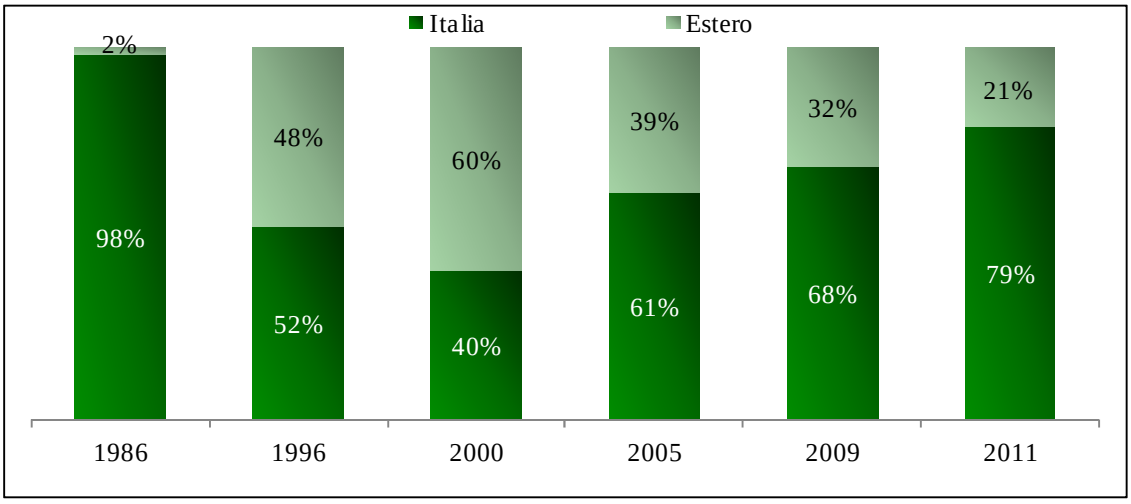


Fonte: AIFI-PwC. Dati in milioni di Euro.

Nota: i dati non comprendono le disponibilità dei fondi pan-europei e degli operatori captive e pubblici.

Con riferimento alla provenienza geografica dei fondi raccolti emerge come, durante i primi anni, la raccolta domestica fosse prevalente, arrivando a rappresentare, nel 1986, la fonte quasi assoluta di approvvigionamento. Successivamente si è assistito ad una netta contrazione del contributo degli operatori nazionali, che nel 2000 pesavano per meno del 50% del totale, a testimonianza della crescente attrattività suscitata dal mercato italiano nei confronti del contesto internazionale e, soprattutto, europeo. Nel 2005 questo trend si è interrotto e la raccolta domestica contava per il 60% dell'attività complessiva di fundraising. Gli anni successivi alla crisi sono stati caratterizzati dalla prevalenza del contributo degli operatori nazionali rispetto a quelli esteri. In particolare nel 2010 la raccolta estera era praticamente scomparsa e nel 2011 i capitali sono stati ancora prevalentemente di origine domestica, anche se la raccolta estera è aumentata rispetto all'anno precedente.

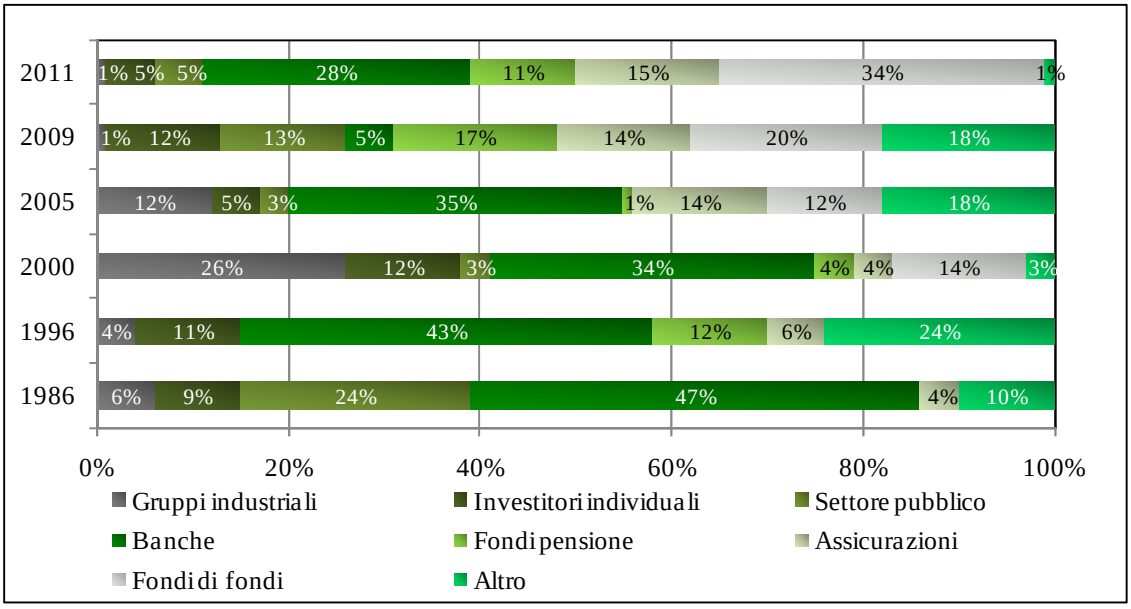
Grafico 12 – L'evoluzione dell'origine geografica dei capitali raccolti sul mercato



Fonte: AIFI-PwC

Analizzando l'evoluzione della raccolta in base alle diverse tipologie di fonte, risulta evidente la prevalenza delle risorse provenienti dal sistema bancario che, durante i primi anni, ha ricoperto il ruolo di maggior fornitore di capitali. Nel corso degli anni hanno rivestito un'importanza via via crescente i fondi di fondi, che nel 2011 sono stati la prima fonte di capitali con il 34% della raccolta totale, grazie prevalentemente all'avvio dell'attività indiretta del Fondo Italiano di Investimento. Un andamento simile ha caratterizzato fondi pensione e compagnie assicurative, che inizialmente avevano scarso rilievo, ma hanno consolidato la loro posizione con il passare del tempo.

Grafico 13 – L'evoluzione dell'origine dei capitali raccolti sul mercato per tipologia di fonte



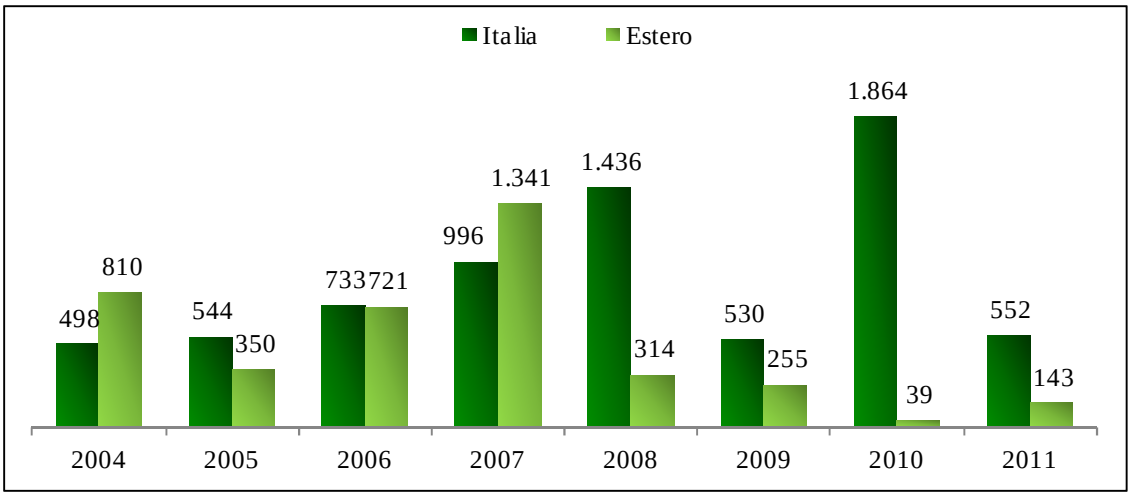
Fonte: elaborazione propria su dati AIFI-PwC

2.2.2. La crisi e i suoi effetti sulla raccolta

La recente crisi internazionale ha fatto sentire i suoi effetti anche sull'attività di raccolta di capitali, causandone un forte rallentamento, dopo le cifre record fatte segnare nel 2007.

Nonostante negli ultimi anni siano emersi segnali di ripresa incoraggianti e il 2011 sia stato caratterizzato da buoni risultati in termini di investimenti e disinvestimenti, è stata ancora una volta confermata la situazione difficile di raccolta di capitali, su cui influisce l'incertezza dei grandi investitori e la scarsa riserva di liquidità. A soffrire è stata, soprattutto, la componente estera che, se negli anni ante crisi rappresentava oltre la metà del totale di capitali raccolti con 10 operatori all'anno che, in media, raccoglievano all'estero, nei quattro anni successivi ha sperimentato una drastica riduzione. Il peso della raccolta internazionale è passato dal 54% del periodo 2004-2007 al 15% degli ultimi quattro anni e il numero dei fondi in raccolta sui mercati internazionali si è ridotto a cinque, soprattutto in considerazione delle diffuse perplessità che nutrono gli investitori internazionali nei confronti della nostra economia. Tali riserve verso il sistema economico italiano si riscontrano anche sul versante dell'ammontare raccolto all'estero, che è calato considerevolmente, passando da 3.222 milioni di Euro negli anni pre-crisi a 751 milioni di Euro nei quattro anni successivi.

Grafico 14 – Gli effetti della crisi sulla raccolta internazionale



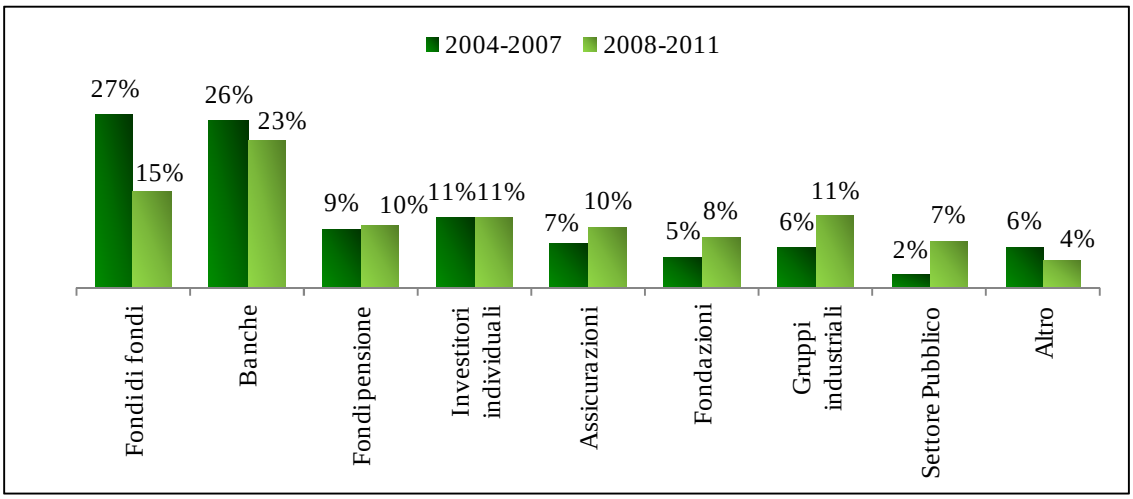
Fonte: AIFI-PwC. Dati in milioni di Euro.

Un altro cambiamento indotto dalla crisi, nell'ambito del fundraising, ha riguardato le fonti da cui derivano i capitali. A seguito della recessione globale si è osservata una riduzione dell'importanza dei fondi di fondi, che è passata dal 27% al 15% con una raccolta complessiva che è diminuita da 1.621 milioni di Euro nel periodo 2004-2007 a 777 milioni nel periodo 2008-2011. Il contributo dei fondi di fondi internazionali, che negli anni pre-crisi era di 1.556 milioni, è sceso a soli 344 milioni in quelli post-crisi. Per quanto riguarda, invece, i fondi di fondi attivi

sul territorio nazionale, grazie anche all'avvio del Fondo Italiano di Investimento, è stata registrata una crescita nel loro apporto al fundraising, aumentato da 64 milioni di Euro nel periodo ante crisi a 433 milioni di Euro. Inoltre, le banche, mentre negli anni di avvio dell'attività di private equity e venture capital rappresentavano il principale fornitore di risorse, hanno ora ridimensionato i loro investimenti nel settore, con un peso che dal 26% si è contratto al 23% sulla raccolta complessiva, muovendosi da 1.565 milioni di Euro a 1.187 milioni. In particolare, le banche estere hanno visto una diminuzione significativa, passando da 426 milioni di Euro raccolti negli anni precedenti alla crisi a 87 milioni nei quattro anni più recenti.

Al contrario, hanno assunto un'importanza crescente, nel periodo 2008-2011, i gruppi industriali ed il settore pubblico, che negli anni antecedenti la crisi avevano un'incidenza marginale sulla raccolta complessiva (rispettivamente il 6% e il 2%), mentre nel periodo 2004-2007 sono passati all'11% e 7% sul totale. Nel dettaglio, sul lato della raccolta domestica, il contributo al fundraising da parte dei gruppi industriali è aumentato da 245 milioni di Euro a 548 milioni e da parte del settore pubblico da 36 milioni di Euro a 342 milioni.

Grafico 15 – Il cambiamento delle fonti del fundraising



Fonte: AIFI-PwC

2.3. Gli investimenti

Per comprendere meglio le diverse tipologie di intervento risulta utile distinguere, sul fronte prettamente terminologico, il termine venture capital dal termine private equity, solitamente utilizzati come sinonimi. Secondo la prassi più diffusa, infatti, il venture capital deve essere interpretato come una particolare attività di private equity, che si rivolge al finanziamento dell'impresa durante le sue prime fasi del ciclo di vita. Le partecipazioni acquisite sono tendenzialmente di minoranza e, all'interno di questa attività, è possibile individuare due

sottoclassi, quali early stage financing, che indica il finanziamento delle imprese durante i primi stadi di vita (operazioni di seed e start-up financing) e expansion financing o development financing, ovvero interventi a favore di imprese già sviluppate e mature, che necessitano di capitali per consolidare la crescita.

Le altre tipologie di operazioni di private equity, non comprese in quelle precedentemente descritte, includono il replacement capital, che si pone l'obiettivo di sostituire parte dell'azionariato non più coinvolto nell'attività aziendale, senza incrementare il capitale sociale dell'impresa, e management buy out/buy in, cioè interventi finalizzati al cambiamento totale della proprietà dell'impresa a favore di manager interni/esterni alla stessa società. Infine, è possibile distinguere le operazioni di turnaround, con le quali si indicano investimenti di ristrutturazione di imprese in crisi.

E' comunque possibile individuare delle fasi comuni a tutte le tipologie di investimento, che possono essere riassunte in:

- Individuazione dell'impresa target;
- Valutazione del profilo imprenditoriale e/o del management team;
- Valutazione approfondita dell'azienda e della struttura dell'operazione;
- Trattativa e definizione del prezzo;
- Monitoraggio dell'operazione;
- Disinvestimento.[5]

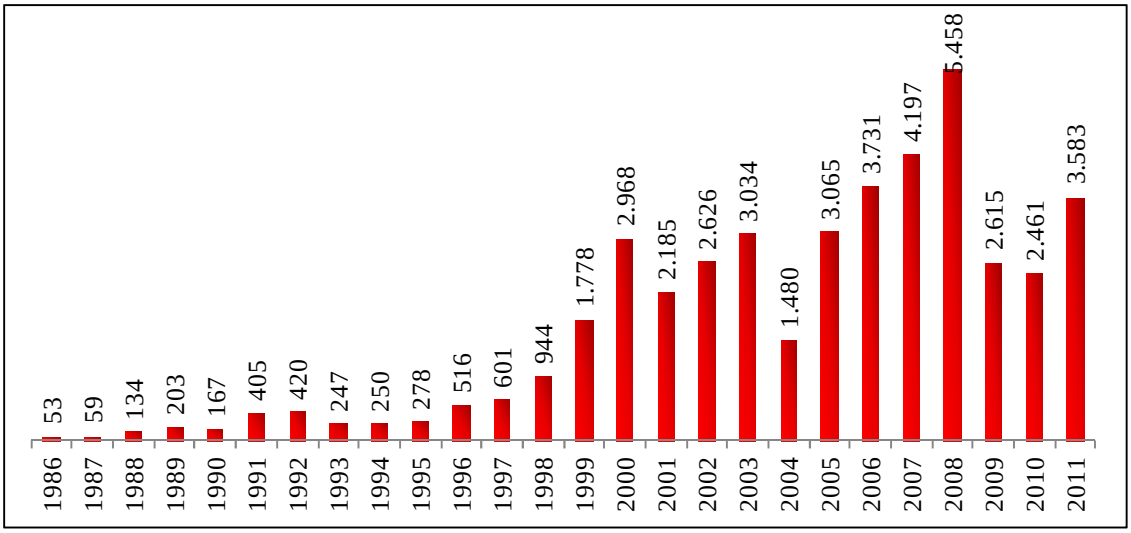
2.3.1. L'evoluzione degli investimenti

Con riferimento all'evoluzione del mercato dal punto di vista dei volumi di attività, è possibile osservare come questa sia stata caratterizzata da una crescita progressiva analoga a quella che ha contraddistinto le diverse fasi di sviluppo del settore del private equity e venture capital.

Nel corso dei primi anni del mercato, il volume di attività, a livello di ammontare investito, ha registrato un trend positivo che, partendo nel 1986 da un corrispettivo di circa 50 milioni di Euro, dopo 10 anni ha raggiunto la soglia dei 500 milioni di Euro ed è proseguito fino a diventare, nel 2005, un mercato di oltre tre miliardi di investimenti. Questo andamento crescente si è protratto anche per i successivi tre anni, raggiungendo il picco di 5.458 milioni di Euro investiti nel corso del 2008. Il 2009, e la recessione globale che lo ha accompagnato, ha visto una vertiginosa contrazione dell'attività di investimento e dei suoi volumi, che si sono ridotti a 2.615 milioni di Euro. Anche il 2010 ha risentito degli effetti della crisi, con l'ammontare investito che ha registrato un'ulteriore diminuzione, mentre, nel corso del 2011, sono emersi i primi segnali positivi di ripresa, che hanno fatto osservare una crescita del 46%

rispetto all'anno precedente, a testimonianza della ripresa del settore e della ritrovata fiducia degli investitori.

Grafico 16 – L'evoluzione dell'ammontare investito



Fonte: AIFI-PwC. Dati in milioni di Euro.

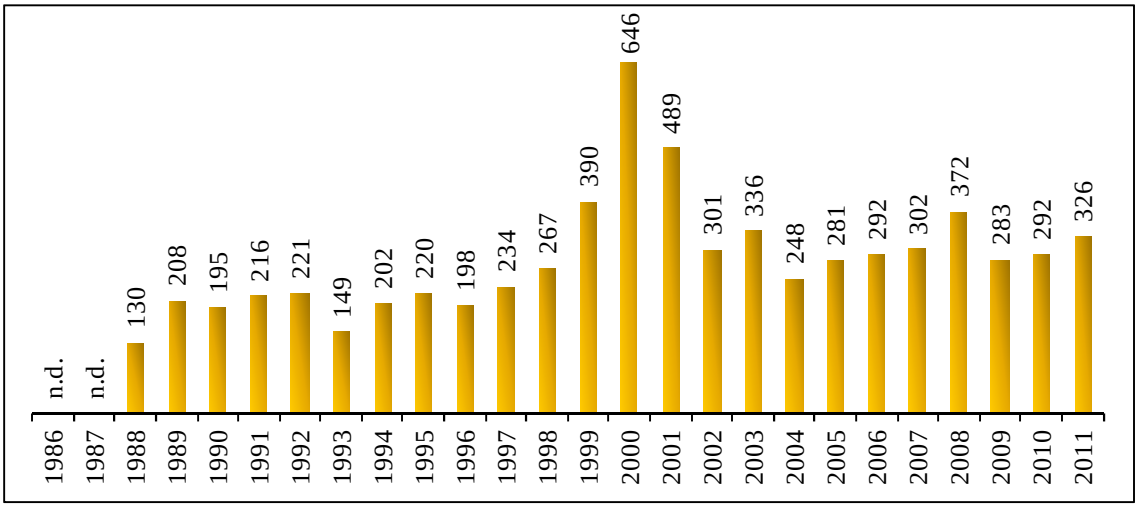
Passando ad analizzare l'evoluzione che ha caratterizzato il numero di investimenti realizzati, si segnala che il picco si è registrato nell'anno 2000, con un numero di operazioni pari a circa 650.

Nel corso degli anni precedenti[6], si nota come il numero di investimenti sia stato piuttosto variabile, anche se tendenzialmente crescente. A partire dal 2000, invece, si è assistito, da un lato, ad una contrazione del numero delle operazioni, che si sono attestate su valori di molto inferiori, dall'altro alla comparsa di numerosi mega deals che hanno provocato un incremento del taglio medio per singolo investimento.

Gli anni successivi sono stati caratterizzati da un numero di investimenti relativamente stabile che ha visto una riduzione in seguito alla crisi e un rallentamento dei grandi buy out, che erano stati predominanti negli anni precedenti alla recessione. Il 2011 ha però visto un aumento del 12% del numero di operazioni rispetto all'anno precedente e la presenza di tre operazioni di ammontare superiore ai 300 milioni di Euro (mega deal).

Sul fronte dell'evoluzione del numero di operazioni realizzate, va precisato che non è possibile evidenziare un trend di crescita paragonabile a quello che ha caratterizzato l'ammontare investito, in quanto l'aumento del numero degli investimenti non è altrettanto significativo a causa della variazione che ha contraddistinto il taglio medio delle operazioni, cresciuto a seguito dell'evoluzione che ha riguardato i volumi complessivi e la riduzione dell'interesse, durante alcuni anni, nei confronti degli interventi di start up.

Grafico 17 – L'evoluzione del numero di investimenti



Fonte: AIFI-PwC

Spostando l'attenzione sulla tipologia di investimento, si nota come le prime operazioni nel capitale di rischio effettuate in Italia hanno, inizialmente, seguito il modello anglosassone e, pertanto, gli operatori si sono orientati soprattutto verso imprese in fase di avvio attraverso interventi di early stage financing. Tuttavia, già a partire dal 1988 l'interesse verso questa tipologia di investimento ha cominciato a scemare, a causa delle deludenti performance ottenute. Durante i primi anni Novanta l'attenzione si è così rivolta verso imprese già sviluppate e consolidate e le operazioni di expansion sono diventate, nel nostro Paese, la tipologia di investimento preferita dagli operatori, allineandosi al trend del mercato europeo.

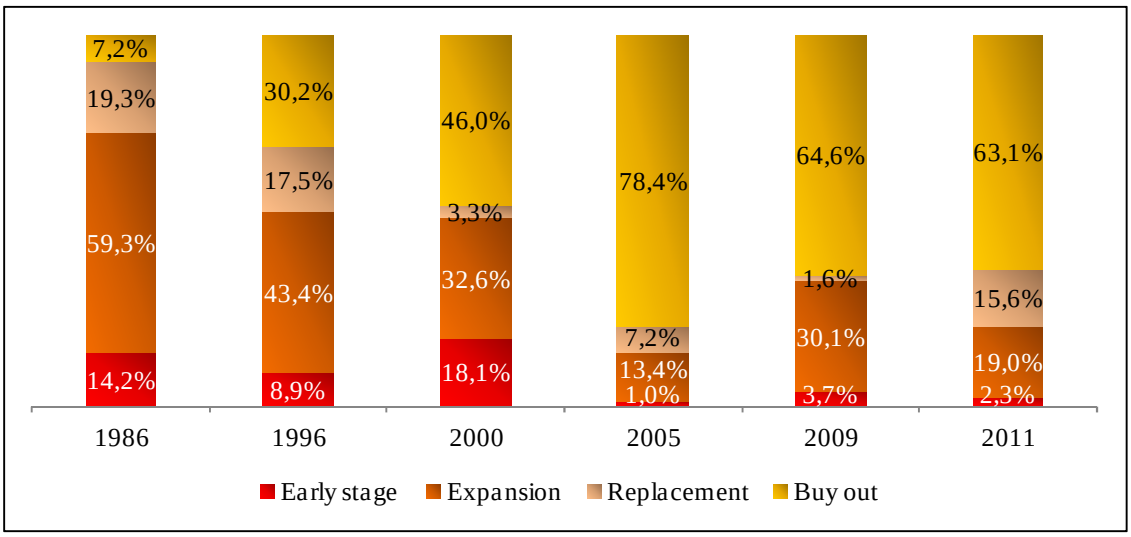
Questa tendenza è stata confermata nel corso degli anni, a fronte della costante diminuzione delle operazioni di early stage, cominciata in seguito alla bolla speculativa degli anni 2000-2001.

Per quanto riguarda le operazioni di buy out, si è assistito ad un cambiamento del ruolo svolto da questa forma di intervento e, parallelamente a quanto avvenuto negli altri Paesi europei, anche l'Italia ha cercato di emulare l'esempio anglosassone, seppure con alcuni anni di ritardo. Nei primi anni Novanta tali operazioni avevano un peso piuttosto marginale rispetto alle altre tipologie di interventi, a causa dell'alto grado di difficoltà e dell'incerto quadro normativo vigente.

Dal 2000, invece, sono subentrate evidenti trasformazioni all'interno del mercato italiano, le quali hanno fatto affluire la maggior parte delle risorse finanziarie degli operatori verso acquisizione di maggioranza o totalitarie. Le operazioni di venture capital, che fino a qualche anno prima erano state predominanti, hanno ceduto il posto agli interventi di buy out che, soprattutto all'interno di processi di ricambio generazionale e di sostituzione del management

operativo, hanno cominciato, in quegli anni, ad attrarre elevati volumi di investimento. A partire dalla fine degli anni Novanta, sono stati realizzati anche i primi mega deals, che hanno contribuito ad incrementare i volumi complessivi. Negli anni successivi la situazione è rimasta pressoché stabile, con i buy out che hanno continuato a rappresentare il segmento di mercato verso il quale è confluita la maggior parte delle risorse investite. La crisi ha avuto un impatto negativo sugli investimenti, che si sono ridotti sia in termini di ammontare che di numero di operazioni realizzate. Nel 2011 però, a seguito dei segnali positivi registrati nell'ambito degli investimenti, sono riapparsi sul mercato i grandi buy out che avevano caratterizzato gli anni pre-crisi e hanno provocato, nel corso dell'anno, un aumento nell'ammontare totale investito nelle acquisizioni di maggioranza. L'ammontare investito in large e mega deal é, infatti, passato da 1.980 milioni di Euro nel 2007 a 498 milioni di Euro nel 2009, per poi aumentare nuovamente nel corso del 2011 a 1.116 milioni di Euro, rappresentando il 31% sul totale del mercato.

Grafico 18 – L'evoluzione della distribuzione percentuale dell'ammontare investito per tipologia



Fonte: AIFI-PwC

Un altro fenomeno emerso a seguito della crisi economica è stato il rafforzamento del segmento del turnaround all'interno del private equity italiano. Lo sviluppo di questa tipologia di operazioni è stato tardivo in Italia e ciò può essere ricondotto all'alto livello di rischio ad esse associato e alla normativa passata, che risultava particolarmente penalizzante. A partire dai primi anni 2000 sono emersi alcuni importanti segnali di attenzione, per lo più da parte di nuovi operatori specializzati, che hanno fatto raggiungere il picco, in termini di ammontare investito in interventi di turnaround, nel corso del 2009, anno in cui la crisi finanziaria ha amplificato il bisogno di intervento delle imprese in difficoltà e sono state poste in essere nove operazioni di ristrutturazione. Lo sviluppo di questo sotto-segmento del mercato del capitale di rischio è molto importante, soprattutto alla luce del sempre maggior numero di imprese che presentano

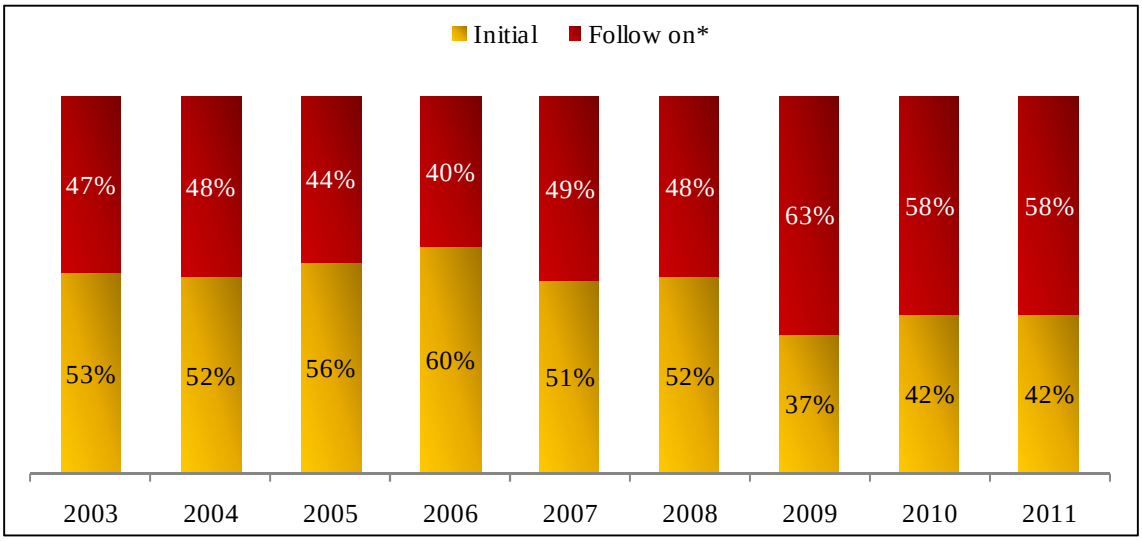
tensioni finanziarie. Nonostante ciò, il segmento del turnaround rappresenta, ancora oggi, una nicchia del settore del private equity e non ha ancora conquistato le quote di mercato ipotizzate in passato.

Dal "Rapporto Italia 2004-2010" condotto dal TaM®-Osservatorio Turnaround Monitor dell'Università Carlo Cattaneo, emerge come l'incidenza media annua del segmento sul totale delle operazioni, mappate per il medesimo periodo di riferimento dal PEM®, sia risultata pari al 5%. In termini aggregati, la ricerca ha individuato 38 società target partecipate nel periodo preso in analisi e sono risultati pochi i fondi specializzati in turnaround che hanno svolto la propria attività d'investimento in modo continuativo e sistematico, a cui è comunque riconducibile la leadership di mercato.

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. Questa ripartizione evidenzia che, a seguito della crisi, sono aumentati considerevolmente i follow on. Nel 2006, infatti, questi rappresentavano il 40% del totale del numero di investimenti, mentre nel 2009 hanno raggiunto ben il 63% e, anche nel corso degli anni più recenti, gli investimenti a favore di aziende già partecipate dallo stesso operatore o da altri investitori nel capitale di rischio hanno rappresentato la maggioranza sia in termini di numero che di ammontare.

Nel periodo 2009-2011 i follow on hanno rappresentato il 59% del numero totale di investimenti, a dimostrazione del fatto che gli operatori, con l'avvento della crisi, si sono concentrati maggiormente sulle imprese in portafoglio, sostenendole anche nei momenti difficili, al fine di accompagnarle nella crescita.

Grafico 19 – Evoluzione della distribuzione del numero di investimenti tra initial e follow on



* Inclusi i secondary buy out

Fonte: AIFI-PwC

Rivolgendo l'attenzione alla distribuzione geografica, Lombardia e Piemonte, con il 26% delle operazioni ciascuno, e, a seguire, Emilia Romagna con il 13%, hanno complessivamente assorbito il 65% del mercato. L'andamento delle procedure concorsuali riflette la distribuzione sul territorio del tessuto imprenditoriale ed industriale italiano, in quanto, a fronte di una forte presenza di imprese nel Nord Italia, si rileva anche una maggiore criticità in termini di imprese in difficoltà, mentre il Centro e il Sud, essendo aree in cui la presenza di imprese decresce progressivamente, appaiono come zone non particolarmente problematiche di fronte all'aumentato livello di ricorso alle procedure concorsuali degli ultimi anni.

Lo studio ha, inoltre, sottolineato come, indipendentemente dalle scelte dei fondi di investimento, il tessuto imprenditoriale nazionale rimanga ancora fortemente ancorato al tradizionale meccanismo del fallimento, evidenziando la scarsa propensione ad intervenire in tempi in cui la propria impresa non risulti ancora in stato di insolvenza.

Per quanto riguarda l'early stage, emerge come, a partire dal 1988, il numero di investimenti sia progressivamente aumentato fino a raggiungere il livello massimo nel 2000, con 339 operazioni realizzate, corrispondenti al 52,5% del totale. Negli anni seguenti, caratterizzati dalla scoppio della bolla speculativa, si sono ridotte sia le risorse investite che le operazioni portate a termine dal ristretto numero di operatori attivi nel segmento. A partire dal 2005, però, il numero di tale tipologia di operazioni ha ricominciato a crescere e, dopo una leggera flessione nel 2009 causata dalla crisi globale, ha raggiunto 106 operazioni nell'anno seguente, numero che si è mantenuto stabile anche nel corso del 2011.

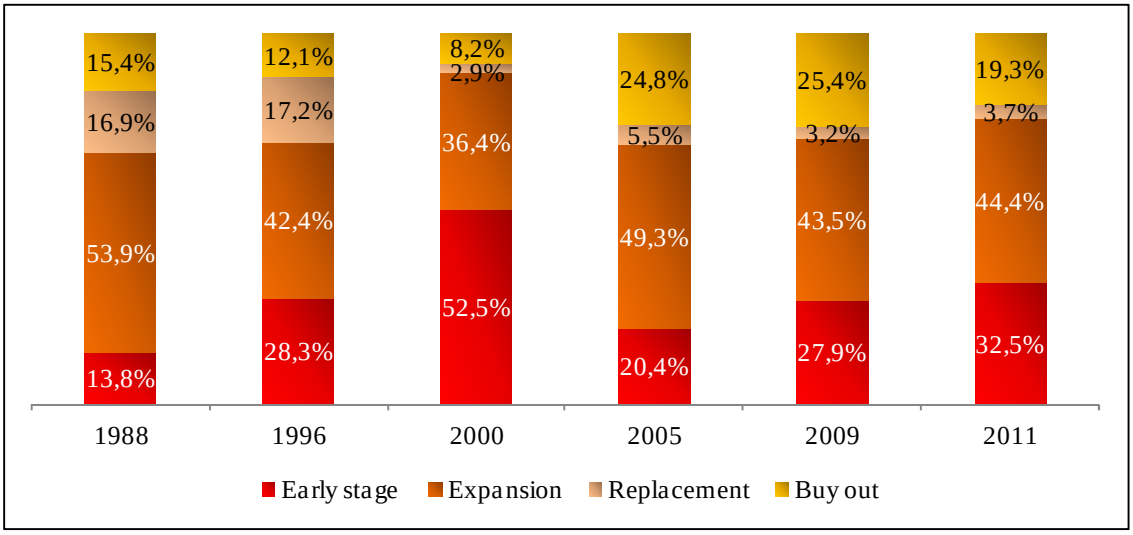
Nel confronto con gli altri mercati europei il segmento dell'early stage e, in particolare, degli investimenti in nuove imprese ad alta tecnologia, risulta poco sviluppato a fronte di una progressiva crescita delle operazione indirizzate verso imprese mature o in fase di crescita, di medie dimensioni.

A tale proposito, spostandosi sul fronte degli expansion, si nota come, ormai da diversi anni, questi rappresentino la maggioranza degli investimenti in termini di numero. La crisi finanziaria che ha colpito l'economia mondiale ha provocato una flessione delle operazione di sviluppo, ma nel corso del 2011 si è registrata una crescita del 28% rispetto all'anno precedente. Nonostante dopo la crisi sia diminuito l'ammontare medio per operazione, che da 6,3 milioni di Euro nel 2007 è passato a 4,9 milioni di Euro, si è potuta osservare la rinnovata attenzione per il mid market, che è ulteriormente aumentata nel corso degli ultimi anni, tanto da far crescere il peso del segmento sul totale del mercato dal 34% del 2007 al 43% del 2011.

Altra incidenza rilevante, sia per ammontare sia per numero, è rivestita dai buy out, il cui cospicuo ricorso è in parte legato alle caratteristiche strutturali delle PMI italiane e al loro ciclo di vita: sempre più spesso, infatti, queste imprese si trovano a dover fronteggiare delicati processi di ricambi generazionali. Dato l'elevato ammontare medio per operazione che caratterizza gli interventi di maggioranza, il peso del numero di operazioni sul totale del mercato risulta minore rispetto a quello delle risorse investite.

La grande importanza dei buy out non è, tuttavia, tipica solo del mercato italiano, ma si riscontra anche in altri Paesi, quali Germania e Francia.

Grafico 20 – L'evoluzione della distribuzione percentuale del numero di investimenti per tipologia



Fonte: AIFI-PwC

Il cambiamento nelle preferenze per le differenti tipologie di intervento ha inevitabilmente influenzato anche il focus settoriale degli investimenti.

Da due decenni il capitale di rischio del private equity sostiene le imprese operanti nei comparti tradizionali della nostra economia, aiutandole a superare difficoltà di accesso al credito e sottocapitalizzazione, oltre che contribuendo al loro percorso di crescita dimensionale e di internazionalizzazione. I settori del made in Italy, quali la meccanica, la produzione di beni industriali, l'automazione, l'alimentare, il tessile/abbigliamento, infatti, hanno storicamente attratto centinaia di investimenti ogni anno.

Negli ultimi anni, accanto a questi comparti, si sta sviluppando anche in Italia l'interesse per settore relativamente nuovi per l'industria del private equity, ma che in un futuro prossimo potranno dimostrarsi cruciali non solo per il mercato del capitale di rischio, ma più in generale per l'economia italiana.

Nei primi anni di attività le aziende target erano principalmente quelle operative nei settori tradizionali e maturi, come quello manifatturiero e quello dei beni di consumo, piuttosto che le imprese ad alto contenuto tecnologico. Nel corso degli anni hanno attratto un sempre maggior numero di investimenti le imprese operanti nel settore medicale, dei computer e dei media & entertainment. Da segnalare, inoltre, la progressiva crescita del peso delle operazioni riguardanti le imprese attive nel settore dell'energia & utilities, che nel corso del periodo 2010-2011 hanno rappresentato il principale target di investimento in termini di numero di operazioni, grazie anche alle tariffe incentivanti in vigore in Italia per le energie rinnovabili.

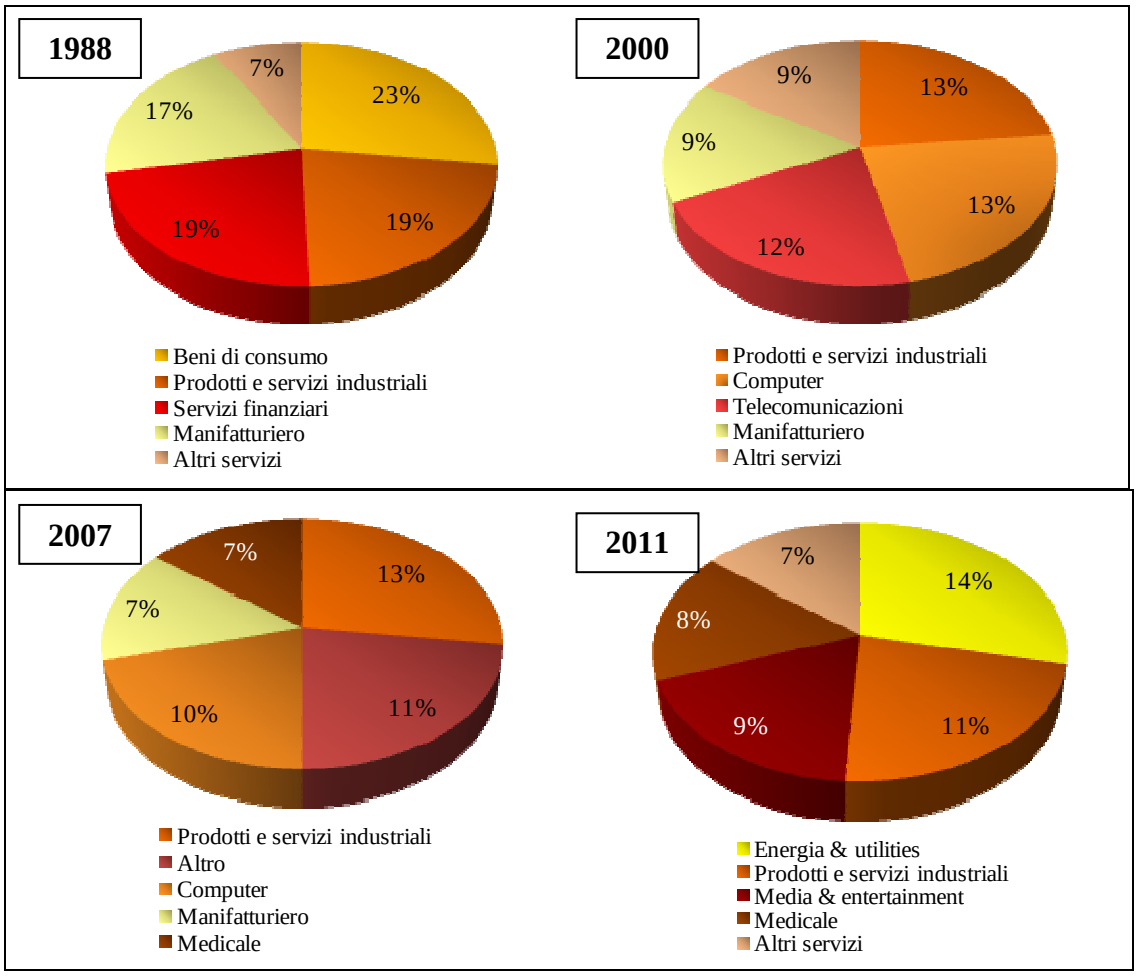
Sono, inoltre, aumentate le iniziative rivolte alle reti di telecomunicazioni e ai trasporti, con interventi in autostrade, porti, aeroporti e in altre partnership pubblico-private di piccole e medie infrastrutture locali. Questi investimenti sono spesso sollecitati dai primi processi di apertura al privato da parte di Comuni e Province, spinti dalla necessità o di recuperare risorse tramite cessioni, o di realizzare nuove infrastrutture da anni attese, ma frenate dalla mancanza di capitali.

Nel dettaglio, nel corso del 2000, tra i cinque principali settori delle società oggetto di investimento, sono rientrati il comparto dei computer e le telecomunicazioni, a testimonianza della tendenza che ha visto gli operatori rivolgere la propria attenzione verso nuovi settori del tessuto industriale italiano. In seguito, per diversi anni, al primo posto, per numero di operazioni, si sono classificati i prodotti e servizi industriali e si è, inoltre, assistito alla crescita del peso di altri settori high tech, come ad esempio il medicale, che nel 2007 presentava un'incidenza del 7%.

Nel 2011, così come avvenuto nel 2010, le imprese attive nel settore dell'energia & utilities hanno rappresentato il principale target di investimento in termini di numero di operazioni, con una quota, in entrambi gli anni, del 14%, seguite dal comparto dei prodotti e servizi industriali.

Da segnalare la crescita del peso delle operazioni riguardanti il settore dei media & entertainment, che si è collocato al terzo posto, con una quota del 9%.

Grafico 21 – La distribuzione settoriale del numero di investimenti (%)

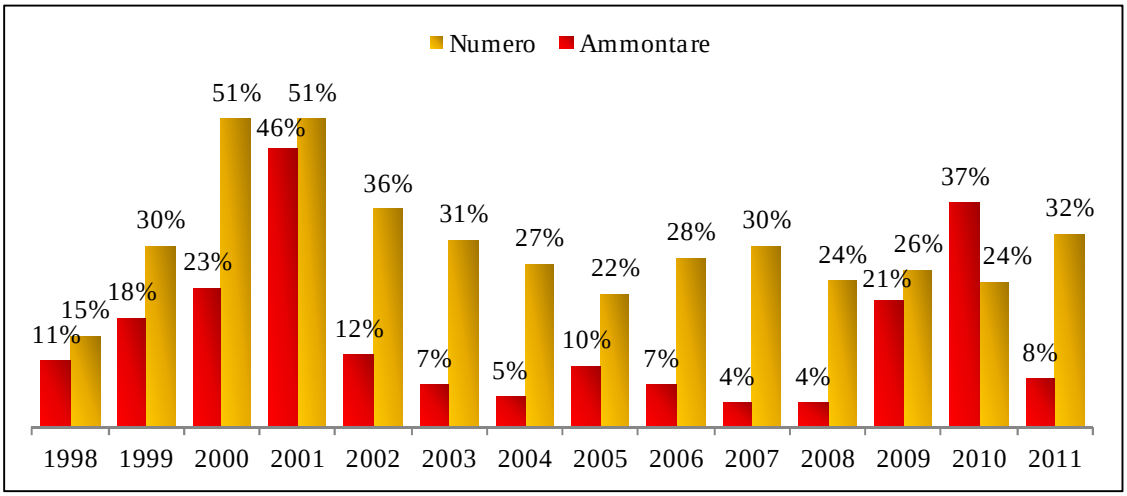


Fonte: elaborazione propria su dati AIFI-PwC

Focalizzandosi sull'analisi dell'evoluzione degli investimenti che hanno riguardato imprese high tech, si registra un trend decrescente: in particolare, la quota di capitale di rischio dedicata all'innovazione e all'alta tecnologia, a partire dal picco massimo del 46% toccato nel 2001, si è progressivamente contratta. Da notare, invece, come negli anni di crisi l'ammontare destinato alle imprese tecnologiche sia sensibilmente aumentato, tanto da raggiungere nel 2010 il 37% grazie alla realizzazione di alcune operazioni di dimensioni significative in imprese ad alto contenuto tecnologico. Nel 2011 tali operazioni si sono ridotte all'8% in termini di ammontare, mentre è aumentata al 32% la loro incidenza sul numero totale di operazioni. Nel dettaglio, i

sottocomparti in cui si è evidenziato il maggior numero di operazioni sono il segmento del medicale, dei media & entertainment, dei computer e delle biotecnologie.

Grafico 22 – L'evoluzione del peso percentuale degli investimenti in imprese high tech



Fonte: elaborazione propria su dati AIFI-PwC

Negli ultimi anni si è assistito, a livello internazionale, ad una crescita impetuosa di settori produttivi per i quali l'innovazione è organicamente incardinata sulla scienza e sulla tecnologia, quali le biotecnologie, le nanotecnologie e l'ICT. Soprattutto all'indomani della crisi, risulta necessario realizzare un circolo virtuoso, che veda l'innovazione alimentata dalla ricerca, dalla disponibilità di capitale umano qualificato e dalla capacità di assimilare nuova conoscenza come fattore determinante per lo sviluppo. Nonostante situazioni di criticità e ritardi rispetto agli altri Paesi, nei recenti anni si è potuto notare in Italia un miglioramento dell'attitudine innovativa, con segnali di conservazione della competitività nazionale nei confronti delle economie emergenti, tramite innovazioni di prodotto e processo in linea con gli altri Paesi.

È divenuto, quindi, prioritario, per sostenere lo sviluppo competitivo italiano, avviare un'inversione di tendenza tesa a supportare la ricerca applicata e i processi di trasferimento tecnologico verso le imprese, ampliando gli spazi di intervento da parte degli operatori di venture capital, che rappresentano delle figure indispensabili per sostenere la nascita e la crescita di imprese high tech.[7]

L'Italia si pone, tuttavia, tra i Paesi caratterizzati da un'innovazione modesta, con il gap rispetto agli altri Paesi europei nei settori ad alta tecnologia[8], che appare evidente soprattutto nella carenza di investimenti nelle risorse umane e nella scarsa collaborazione tra imprese, problemi entrambi connessi anche alle ridotte dimensioni della struttura industriale italiana. Considerando, però, i settori a media tecnologia, tale scostamento si riduce in maniera evidente, evidenziando come l'Italia presenti una situazione in linea con l'Europa, che scaturisce, in parte,

da consolidate specializzazioni nella meccanica, nei mezzi di trasporto e nella tecnologia spaziale.

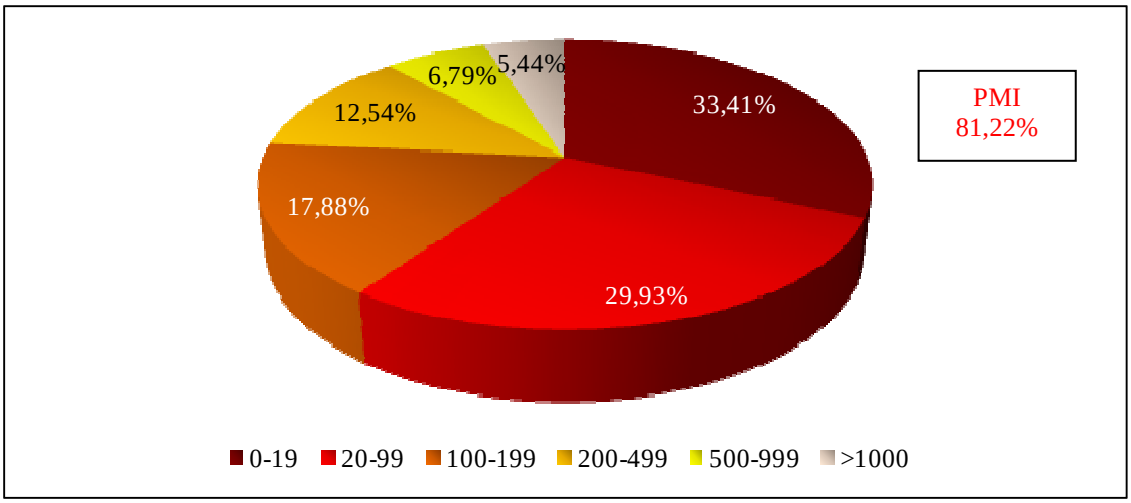
L'analisi delle dimensioni medie delle imprese target evidenzia come, nel corso degli anni, la maggior parte delle operazioni si sia concentrata su aziende di taglio medio-piccolo. Già a partire dagli anni Novanta, infatti, le imprese con meno di 250 dipendenti sono state il principale oggetto degli interventi degli operatori, i quali si sono sempre concentrati su aziende con le caratteristiche tipiche del tessuto industriale italiano.

L'evoluzione della distribuzione del numero di investimenti per dimensione delle aziende target evidenzia come questi, nel corso della storia del private equity e venture capital italiano, si siano rivolti prevalentemente verso aziende con un numero di dipendenti compreso tra i 0 e i 19.

I dati disponibili a partire dal 1996 evidenziano come le PMI (in questo caso considerate le imprese con un numero di dipendenti inferiore a 200 per coerenza con i dati passati, a differenza della definizione elaborata dalla Commissione Europea[9] secondo la quale vengono definite imprese medio-piccole quelle con meno di 250 addetti) abbiano rappresentato l'81,22% dei 5.094 interventi realizzati in private equity e venture capital. Questa cifra, inoltre, risulterebbe maggiore, se le PMI fossero intese in base alla definizione della Commissione Europea.

Focalizzando l'attenzione sulle imprese target degli ultimi sette anni, è emerso come imprese con meno di 250 addetti abbiano rappresentato l'82% delle 1.951 operazioni complessive dal 2005 ad oggi.

Grafico 23 – Distribuzione % del numero di investimenti per classi di dipendenti delle aziende target nel periodo 1996-2011



Fonte: elaborazione propria su dati AIFI-PwC

Per quanto riguarda la distribuzione geografica degli investimenti sul territorio italiano, si è riscontrato, fin dagli inizi della storia del private equity e venture capital del nostro Paese, una situazione di squilibrio, che ha visto le regioni del Nord attrarre la maggior parte dei capitali investiti e vantare il più importante numero di imprese oggetto di investimento. Con il passare degli anni, tuttavia, la dinamica degli investimenti ha suggerito una maggiore attenzione degli operatori verso le imprese localizzate nelle regioni del Centro e del Sud. Grazie agli interventi degli ultimi anni, tra cui il cosiddetto Fondo Sud HT, che opera a beneficio degli investimenti nel settore digitale nel Mezzogiorno, si è assistito ad un crescente peso del Sud Italia sugli investimenti e, in particolare, nel settore dell'early stage.

Tabella 3 – La recente evoluzione degli investimenti nel Sud e Isole

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Ammontare totale Sud e Isole (Mln Euro)	30	89	102	70	108	60	108
N. investimenti totale Sud e Isole	15	13	18	12	12	23	34
Peso % su totale Italia (numero)	6%	5%	7%	4%	5%	8%	11%

Fonte: AIFI-PwC

2.3.2. Il metodo dei multipli nel private equity

Negli ultimi 15 anni si è registrata, anche in Italia, una crescente diffusione del metodo dei multipli per effettuare valutazioni d'azienda. Tale metodologia, basata sui dati e sulle risultanze di mercato, ha avuto un sempre maggior successo grazie alla sua rapidità di applicazione, alla costruzione agevolata di benchmarks di settore e alla facilità di determinare il prezzo delle opzioni e earn outs.

Il metodo dei multipli è stato utilizzato, sempre più di frequente, da parte dei fondi di private equity, che lo trovano un valido strumento attraverso cui prefigurare un valore di uscita dall'investimento.

Analizzando i multipli, contenuti nel rapporto "Il mercato dell'M&A e il trend dei multipli" di Fineurop Soditic S.p.A., corrisposti dai fondi di private equity nell'orizzonte temporale 1999-2011 suddivisi tra operazioni di minoranza e di maggioranza, si può osservare come si presentino ampie oscillazioni delle medie annuali.

Nel periodo esaminato il parametro EV/EBITDA[10], per le operazioni di maggioranza, ha registrato un minimo di 4,5x EBITDA nel 2000 e un massimo di 7,8x nel 2007. Per le operazioni di minoranza i multipli si sono mossi in un range tra 4,8x nel 2000 e 8,2x nel 2008.

I multipli del private equity mostrano una maggiore variabilità rispetto alla media generale del mercato, in quanto la loro dinamica dipende dalla congiuntura del mercato del debito e, in generale, dalla liquidità a disposizione da parte dei fondi di private equity. Inoltre, con riferimento alle operazioni di minoranza, i multipli risentono anche della situazione e delle prospettive del mercato delle IPO.

Per le maggioranze, il multiplo 2011 si è mostrato sostanzialmente allineato con il dato del 2010 e pare aver assorbito lo shock scatenatosi a fine 2008 e nel 2009, anni in cui la scarsa disponibilità di leva aveva minato alla base numerosi buy out. Per il 2012 non sono previste rilevanti variazioni di tale situazione.

Sul fronte delle minoranze, invece, il 2011 ha rappresentato un anno di multipli in crescita, dovuto, in gran parte, al forte interesse dei fondi nei confronti di progetti di capitale di sviluppo. Per il 2012 sono previsti multipli sulle minoranze in leggero calo, in particolare alla luce della scarsissima dinamica del mercato delle IPO.

Tabella 4 – Multipli medi nelle operazioni di private equity in Italia

	MBO E MAGGIORANZE (EV/EBITDA)	MINORANZE (EV/EBITDA)
MEDIA 1999	6,5x	6,9x
MEDIA 2000	4,5x	4,8x
MEDIA 2001	6,9x	5,7x
MEDIA 2002	6,1x	6,7x
MEDIA 2003	5,9x	6,3x
MEDIA 2004	7,3x	6,3x
MEDIA 2005	6,9x	6,5x
MEDIA 2006	7,2x	6,5x
MEDIA 2007	7,8x	7,9x
MEDIA 2008	5,8x	8,2x
MEDIA 2009	6,1x	6,0x
MEDIA 2010	7,0x	5,7x
MEDIA 2011	6,9x	6,9x

Fonte: Fineurop Soditic S.p.A.

2.4. I disinvestimenti

La fase del disinvestimento costituisce il momento conclusivo della sequenza del processo di investimento, nonché uno dei più importanti e delicati, in quanto, da una profittevole cessione della partecipazione, deriva un guadagno di capitale, che rappresenta lo scopo ultimo dell'investitore istituzionale nel capitale di rischio ed è in grado di alimentare una nuova raccolta proficua.

Gli elementi fondamentali che caratterizzano il processo di disinvestimento, e ne possono influenzare l'esito, sono l'individuazione del momento più idoneo per realizzare la dismissione e la definizione del canale di disinvestimento più adeguato.

Questi due aspetti sono estremamente interrelati tra loro e in grado di influenzarsi reciprocamente e di risentire, in forma congiunta, dell'effetto di variabili sia di natura esogena, che endogena.

Per quanto riguarda i canali attraverso cui è possibile, per gli investitori di private equity, dismettere la partecipazione, possono dipendere dal tipo di società, dalla tipologia di operazione precedentemente posta in essere e dai risultati ottenuti.[11] È possibile classificare le diverse modalità di disinvestimento in cinque categorie:

- IPO, Initial Public Offering: nel caso di cessione della partecipazione attraverso offerta pubblica di vendita su un mercato regolamentato;
- Trade sale: cessione della partecipazione a nuovi soci di natura industriale;
- Secondary buy out: acquisto della società partecipata da parte di un altro operatore di private equity o venture capital;
- Buy back: riacquisto della partecipazione da parte del socio originario, rimasto, con quote di maggioranza o di minoranza, nella compagine azionaria per l'intera durata dell'operazione;
- Write off: abbattimento totale o parziale del valore della partecipazione detenuta da un investitore nel capitale di rischio, a seguito della perdita di valore permanente della società partecipata ovvero della sua liquidazione o fallimento, con conseguente riduzione della quota detenuta o uscita definitiva dalla compagine azionaria.
- Infine, è fondamentale individuare dei meccanismi che permettano di concludere il processo di dismissione nei tempi e nei modi precedentemente stabiliti, evitando, perciò, ogni possibile opposizione o rallentamento proveniente da altri soci.

Infine, è fondamentale individuare dei meccanismi che permettano di concludere il processo di dismissione nei tempi e nei modi precedentemente stabiliti, evitando, perciò, ogni possibile opposizione o rallentamento proveniente da altri soci.

2.4.1. L'evoluzione dei disinvestimenti

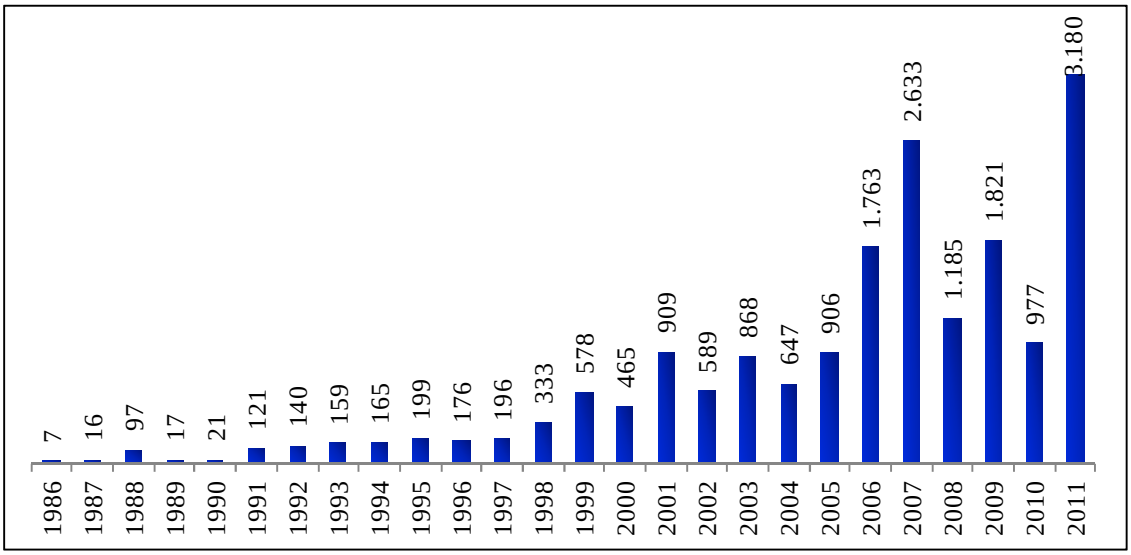
Dopo i primi anni di avvio, anche l'attività di disinvestimento, così come per gli investimenti, ha presentato, nel corso degli anni, importanti segnali di vivacità ed evoluzione, pur essendo stata caratterizzata da un trend spesso inverso rispetto a quello registrato nell'ambito degli investimenti.

Dopo il raggiungimento, nel 2001, di un buon risultato in termini di ammontare disinvestito, con 909 milioni di Euro, l'attività di dismissione ha seguito un andamento altalenante, per lo più riconducibile alle maggiori o minori opportunità offerte, a livello generale, dai mercati finanziari nazionali ed internazionali.

Dal 2005 si è osservata una progressiva crescita delle risorse disinvestite, che hanno raggiunto nel 2007 una cifra pari a 2.633 milioni di Euro, con la prevalenza di dismissioni tramite il canale del trade sale e il peso dei write off corrispondente solo all'1%.

Nel corso del 2008 l'attività di disinvestimento è stata condizionata dalle turbolenze dei mercati finanziari, che hanno reso più difficili le dismissioni delle partecipate agli operatori. Nonostante il dato del 2009 faccia trasparire un incremento dei capitali disinvestiti rispetto all'anno precedente, va segnalato che l'85% dell'ammontare complessivo ha riguardato svalutazioni, totali o parziali, delle società in portafoglio, con conseguente riduzione della quota detenuta o uscita definitiva dalla compagine azionaria. Nel 2010, invece, questa modalità di exit è diminuita e si sono osservati i primi segnali di ripresa, successivamente confermati dall'ottimo risultato del 2011 che, raggiungendo il valore massimo di 3.180 milioni di Euro, ha visto un incremento del 225% rispetto all'anno precedente e un'ulteriore riduzione dell'incidenza dei write off.

Grafico 24 – L'evoluzione dell'ammontare disinvestito

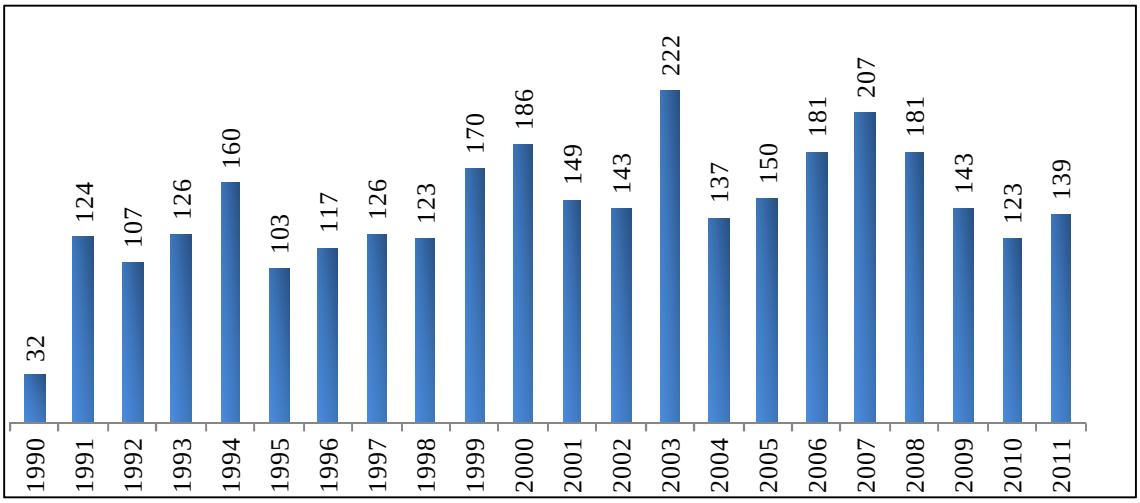


Fonte: AIFI-PwC. Dati in milioni di Euro

Spostando l'attenzione sul numero di disinvestimenti realizzati, si può notare un andamento piuttosto variabile, che ha raggiunto il picco nel 2003 con un totale di 222 dismissioni effettuate.

In particolare, la crisi finanziaria degli ultimi anni ha rallentato il processo di crescita iniziato nel 2004 e ha visto l'aumento dell'incidenza dei write off anche in termini di numero di disinvestimenti. A partire dal 2010, però, sono emersi i primi segnali di ripresa, con le svalutazioni che hanno subito un importante calo rispetto all'anno precedente, passando dal 39% all'11%. I risultati positivi dell'attività di disinvestimento sono stati confermati anche nel corso del 2011, quando si è registrato un aumento del numero di dismissioni pari al 13% rispetto all'anno precedente, passando da 123 a 139.

Grafico 25 – L'evoluzione del numero di disinvestimenti



Fonte: AIFI-PwC

In termini di modalità di cessione delle partecipazioni, emerge una netta prevalenza della vendita ad altri soggetti industriali (trade sale) che, nei primi anni di attività del mercato del private equity e venture capital, rappresentava la quasi totalità del disinvestimento.

Analizzando i dati del 1991 si può notare come l'uscita attraverso il mercato borsistico e il mercato secondario non presentassero significative opportunità di disinvestimento in Italia.

Con il passare degli anni, si è assistito ad una sensibile crescita delle vendite ad altri investitori istituzionali, la quale è riconducibile alla sempre maggiore diffusione registrata nelle operazioni di releveraged buy out, ovvero di acquisto della totalità o maggioranza di aziende già precedentemente oggetto di buy out da parte di altri operatori di private equity. Risultano, inoltre, poco praticate le IPO e vendite post IPO, a causa della difficoltà di superamento delle convinzioni di tipo familiaristico degli imprenditori italiani, dei costi, percepiti troppo elevati rispetto ai vantaggi e delle dimensioni medie delle partecipate. Nonostante ciò, con il passare degli anni, si è osservata un'importante crescita delle dismissioni effettuate attraverso il mercato borsistico, che nel 2007 hanno rappresentato l'8% sul totale del numero di disinvestimenti. Analizzando l'evoluzione delle IPO in Italia a partire dal 2003, viene evidenziata una

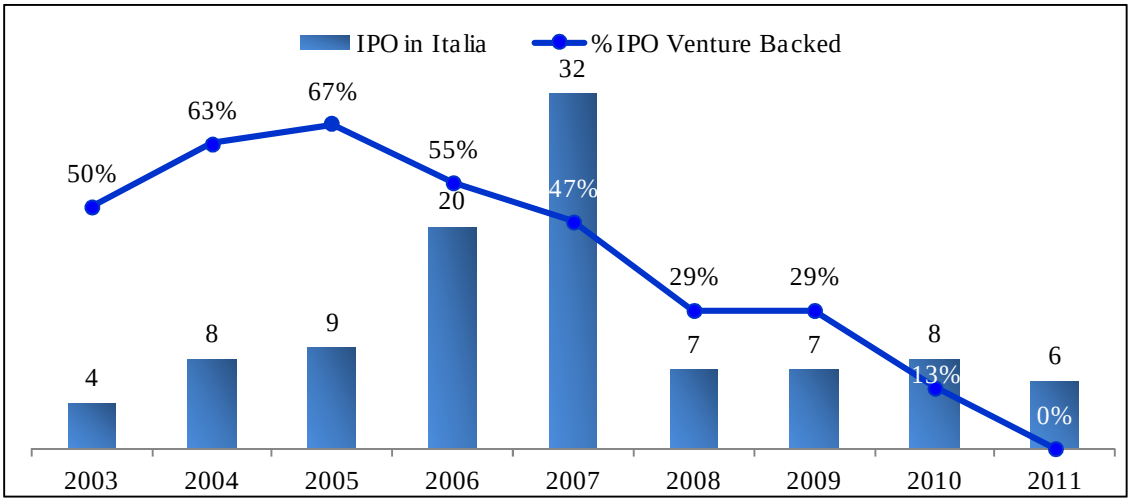
progressiva crescita del numero di queste, che hanno raggiunto il livello massimo di 32 nel corso del 2007. La crisi finanziaria ha determinato una forte contrazione del numero di imprese che si sono rivolte al mercato borsistico, le quali sono state solo 7 nel corso del 2009, e anche gli ultimi anni sono stati caratterizzati da una scarsa dinamicità delle quotazioni.

In particolare, le IPO venture backed hanno ricoperto un peso rilevante (67%) nel 2005, per poi decrescere gradualmente e raggiungere nel 2011 un'incidenza nulla sulle 6 IPO totali registrate nel nostro Paese.

Per fare un confronto, risulta interessante evidenziare come negli Stati Uniti, storicamente, vengano concretizzate circa 50 IPO venture backed all'anno, che rappresentano il 40% del totale delle quotazioni.

Nonostante i dati italiani sottolineino lo scarso ricorso al mercato borsistico delle nostre imprese, uno studio condotto da Borsa Italiana e AIFI, in collaborazione con PEM®, che ha analizzato il portafoglio dei fondi di private equity attivi in Italia al 31 dicembre 2010, al fine di una preliminare individuazione delle imprese quotabili sui mercati gestiti da Borsa Italiana, ha rilevato che, su un campione di 401 imprese, 75 società presenti nei portafogli dei fondi sono risultate soddisfare i requisiti quantitativi di quotabilità.[12] A tale proposito, è opportuno ricordare che la presenza di un socio istituzionale nella compagine azionaria riduce gli effetti in un certo senso "traumatici" e, nel medesimo tempo, rende più facile l'avvicinamento dell'azienda al mercato. Le regole, spesso informali, di corporate governance richieste dall'investitore nel capitale di rischio al momento della sua entrata in azienda, per esempio, anticipano la maggior parte degli adempimenti formali richiesti dai regolamenti di tutte le Borse mondiali.

Grafico 26 – L'evoluzione delle IPO venture backed



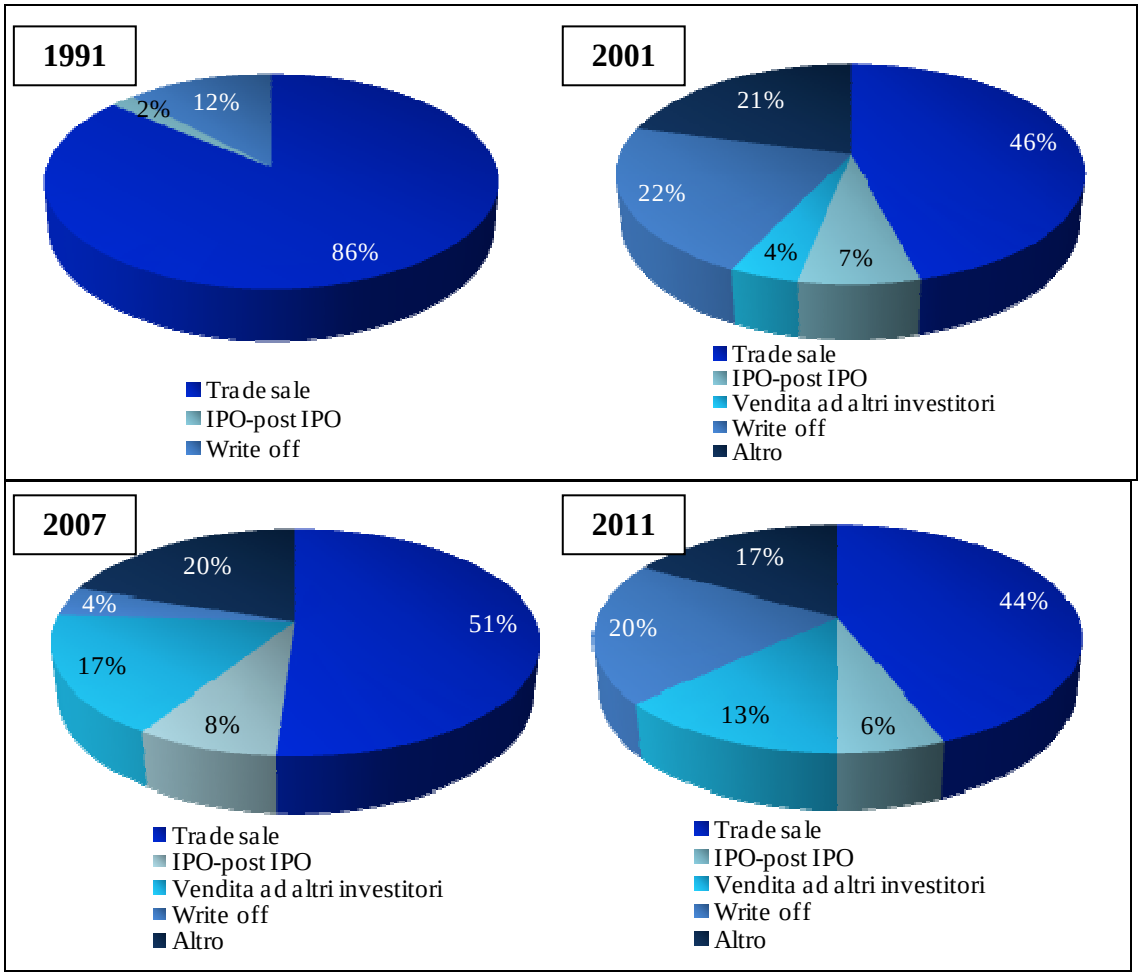
Fonte: AIFI-PwC, Borsa Italiana

Da segnalare è, anche, l'incremento delle forme di disinvestimento rientranti nella categoria "Altro" in cui vengono inclusi i riacquisti da parte dei vecchi azionisti, l'acquisto da parte del management, l'acquisto di azioni proprie.

L'avvento della crisi ha provocato un aumento vertiginoso del peso dei write off, che nel 2009 ha raggiunto l'85% in termini di ammontare e il 39% di numero. Successivamente, si è registrato un calo dell'incidenza delle svalutazioni, fino ad arrivare nel 2011 ad una quota del 20% sul numero totale di disinvestimenti e al 5% sull'ammontare disinvestito complessivo.

Il 2011 è, inoltre, stato caratterizzato da un aumento del ricorso al mercato borsistico, che ha visto un incremento sia nel numero che nell'ammontare disinvestito. Nello stesso anno, considerando i diversi canali utilizzati per dismettere partecipazioni di minoranza e di maggioranza, emerge come per l'expansion sia molto utilizzato il buy back, mentre per i buy out prevalga nettamente il ricorso al trade sale.

Grafico 27 – L'evoluzione della distribuzione % del numero di disinvestimenti per tipologia

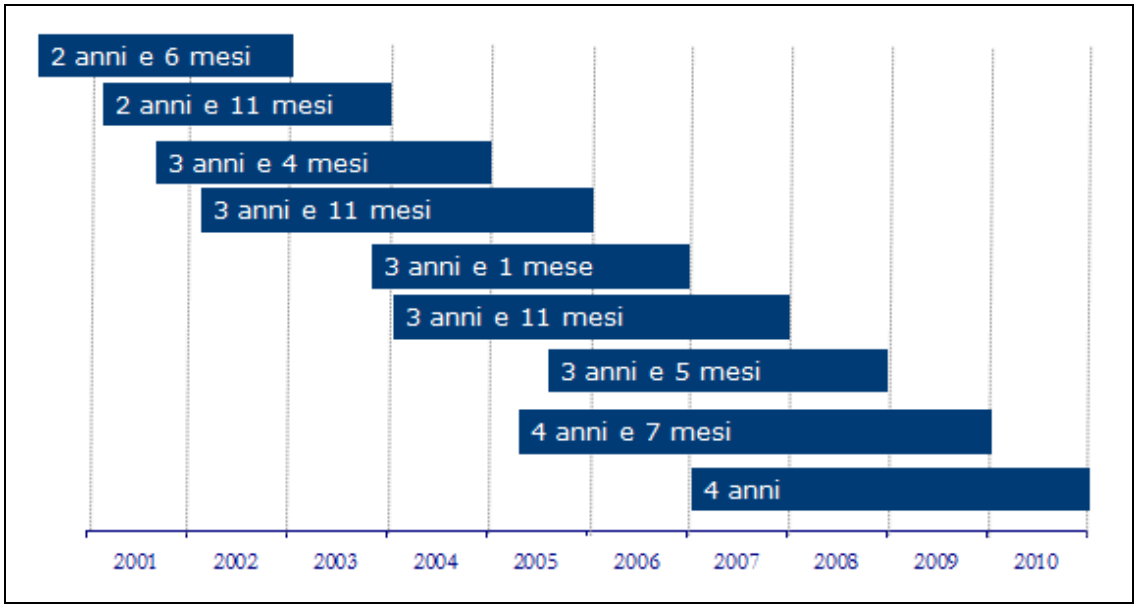


Fonte: elaborazione propria su dati AIFI-PwC

Nonostante le difficoltà che si sono presentate negli ultimi anni anche nell'attività di disinvestimento, il private equity non ha mai abbandonato le imprese in difficoltà. La principale conseguenza dovuta alla crisi è stata l'allungamento dell'holding period che, se prima, grazie a exit markets favorevoli, aveva durate brevi (2-3 anni), si è dilatato fino ad essere compreso tra i 4 e i 6 anni.

Questo fenomeno emerge chiaramente osservando l'analisi sull'evoluzione dell'holding period medio nel periodo 2001-2010[13]. Nel 2002, infatti, si attestava a 2 anni e 6 mesi e fino al 2006 il dato è sempre stato di poco superiore ai 3 anni. Successivamente si è assistito ad una crescita progressiva della lunghezza di tale periodo che, nel corso del 2009, ha raggiunto il picco di massima durata di detenzione delle partecipazioni di 4 anni e 7 mesi, a testimonianza che le difficoltà dei mercati hanno reso difficile lo smobilizzo, portando gli operatori ad essere maggiormente concentrati sulle aziende in portafoglio.

Grafico 28 – L'evoluzione dell'holding period medio



Fonte: PEM®

2.4.2. I rendimenti

Dai primi anni Novanta ad oggi, il private equity si sta configurando, a livello mondiale, come una delle principali asset class alternative per gli investitori istituzionali. Il motivo principale che giustifica tale tendenza è l'elevata potenzialità di rendimento che si è andata confermando nel corso degli anni attraverso i rendimenti registrati. Negli ultimi vent'anni è, infatti, stato dimostrato che il private equity ha raggiunto risultati superiori rispetto sia ai titoli azionari che alle obbligazioni.

La performance di un investimento da parte di un investitore istituzionale viene misurata attraverso il tasso interno di rendimento (IRR)[14]. L'IRR, solitamente calcolato sulla base dei flussi mensili, individua quindi il rendimento annuo medio derivante da una qualsiasi attività di investimento ed è in grado di individuare in un unico valore di sintesi la performance registrata dall'operazione, oltre che tenere conto del valore monetario del tempo.

All'interno dell'indagine annuale svolta da KPMG Corporate Finance e da AIFI sulle performance del capitale di rischio, risulta particolarmente significativo ed interessante soffermarsi sul cosiddetto IRR aggregato lordo "since inception" riguardante la totalità delle operazioni effettuate dal 1986 al 2011. L'analisi prende in considerazione il campione delle operazioni presenti nel database storico, che include tutte le partecipazioni acquisite e successivamente dismesse (parzialmente o totalmente) negli ultimi 25 anni, partendo dal primo anno di attività di AIFI.[15]

La performance degli oltre 1.000 disinvestimenti monitorati è pari al 26,3% e, focalizzandosi sulla tipologia di operazioni, i migliori rendimenti sono stati registrati dai buy out, che si sono confermati i top performer del mercato con risultati del 43,4%.

Considerando le classi di IRR, nell'orizzonte temporale di riferimento, quasi la metà delle transazioni ha registrato un IRR negativo o inferiore al 10%, mentre quelle con IRR compreso tra il 10% ed il 30% si attestano a circa il 22% del campione complessivo. Le transazioni che presentano performance elevate, in cui l'IRR è compreso tra il 30% e il 50%, e performance outstanding, con IRR maggiore del 50%, hanno rappresentato rispettivamente circa il 12% ed il 18%.

Rivolgendo l'attenzione alla quota di capitale investita per operazione, emerge che i deal finalizzati all'acquisizione di quote di controllo (>50%) fanno rilevare performance tendenzialmente migliori rispetto agli investimenti di minoranza con quote <50%, con rendimenti rispettivamente del 38,9% e 21,4%.

Altro aspetto che merita una particolare attenzione è la segmentazione per holding period dell'investimento, per la quale i rendimenti maggiori sono correlati a periodi di detenzione delle partecipazioni minori. La correlazione inversa tra holding period e performance dell'investimento è confermata dai dati di KPMG, che evidenziano come si passi da operazioni con durata minore di due anni con IRR pari all'82%, a quelle con durata di 3-4 anni che raggiungono il 51,4%, fino a quelle che superano i 7 anni con rendimenti del 6,6%.

Al fine di comprendere l'andamento recente delle performance di mercato, risulta utile focalizzare l'attenzione sull'IRR lordo aggregato "from inception". Questa analisi evidenzia come, dopo il biennio 2009-2010 contraddistinto da performance fortemente negative, il 2011 è stato caratterizzato dal ritorno ad un valore positivo uguale a 12,6%, dovuto principalmente a

rendimenti complessivamente positivi delle partecipazioni dismesse e alla riduzione dell'impatto dei write off, in particolare in termini di ammontare. Da segnalare è, inoltre, la netta ripresa che ha coinvolto le operazioni di buy out, con rendimenti del 15,3%, mentre quelle di sviluppo hanno visto performance lievemente negative pari a -0,3% e quelle di early stage hanno confermato risultati largamente negativi che hanno raggiunto addirittura -82,5%.[16]

Confrontando la performance netta del mercato italiano, considerando tutti gli investimenti effettuati indipendentemente dal fatto che essi siano stati disinvestiti o risultino ancora in portafoglio, con riferimento all'orizzonte di lungo periodo, con quella europea, emerge come il dato italiano si attesti all'8% nel 2011 e al 7,3% nel 2010. Tali valori, così come quelli degli anni precedenti, dimostrano che i rendimenti del nostro Paese sono mediamente in linea, se non leggermente superiori, rispetto al benchmark europeo.

Grafico 29 – IRR netto: un confronto con il benchmark europeo

IRR netto al 31 Dicembre 2008 (10 anni)

	IRR
Italia	11,8%
Europa	9,3%

IRR netto al 31 Dicembre 2009 (10 anni)

	IRR
Italia	8,0%
Europa	8,8%

IRR netto al 31 Dicembre 2010 (10 anni)

	IRR
Italia	7,3%
Europa	5,1%

IRR netto al 31 Dicembre 2011 (10 anni)

	IRR
Italia	8,0%
Europa	5,6%

Fonte: KPMG, EVCA

I risultati illustrati mostrano rendimenti positivi aggregati sia a livello europeo che italiano e, pertanto, segnalano i benefici che ne derivano sia a favore degli investitori che delle imprese partecipate. Un ritorno elevato a fronte di un investimento comporta, infatti, la creazione di valore per la società target e, per perseguire tale obiettivo, si può ricorrere alla leva finanziaria e a quella operativa. Negli anni passati gli operatori tendevano ad utilizzare il leverage e l'arbitraggio sui multipli, mentre negli anni più recenti, a causa della crisi che ha ridotto la disponibilità del debito e ha accentuato le difficoltà sui mercati, si stanno concentrando in misura maggiore sull'ottimizzazione delle aree strategiche e operative, che si traduce in un miglioramento dell'EBITDA.

Un recente studio di Ernst&Young condotto su un campione di 381 disinvestimenti relativi a partecipazioni acquisite in società target europee nel periodo 2005-2010, mette in luce come la leva operativa stia rivestendo un ruolo di sempre maggior rilievo nella creazione di valore. Il

miglioramento della marginalità deriva, in particolare, dalla crescita organica che è riconducibile al cambiamento nel modello di business e di strategia e, più dettagliatamente, si fa riferimento al lancio di nuovi prodotti, all'espansione geografica e a variazioni dell'offerta. Il passaggio dalla leva finanziaria a quella operativa, quindi, ha portato ad una valorizzazione del portafoglio e, di conseguenza, a benefici per le imprese partecipate e ha comportato un significativo cambiamento a livello internazionale, che ha visto l'indebolimento dell'aspetto finanziario a favore dell'accresciuto peso della componente industriale. Lo stretto legame tra rendimenti e creazione di valore mostra, quindi, come esista un filo diretto tra gli investitori istituzionali, che allocano i propri capitali nel private equity, e le imprese target, che li ricevono veicolati dagli operatori: gli investitori si configurano come il punto di partenza e quello di arrivo del processo di investimento del private equity, rivelandosi una figura chiave. Pertanto, un costante afflusso di capitali da parte di questi soggetti verso gli operatori e, di conseguenza, le target, potrà far sì che tale processo diventi un ciclo virtuoso, in grado di premiare tutti gli attori che vi partecipano attraverso elevati rendimenti e creazione di valore.

5. Conclusioni

Da ormai 25 anni, il private equity opera in modo incisivo a livello internazionale, trasformandosi in parallelo ai cambiamenti che hanno avuto luogo nello scenario economico e imprenditoriale.

Il segmento del capitale di rischio è stato contraddistinto da una crescita internazionale continua, che ha favorito lo sviluppo del mercato finanziario e del sistema imprenditoriale globale.

Un'interessante tendenza sviluppatasi negli anni, e accentuata in modo evidente a seguito dell'ultima crisi globale, è stata la forte attrazione che i Paesi emergenti hanno suscitato per gli investimenti di private equity, giustificata dal fatto che gli operatori sono in cerca di nuove opportunità e sono positivamente richiamati dai tassi di crescita di tali Paesi, ormai impensabili nella maggior parte delle economie sviluppate.

L'evoluzione che ha contraddistinto il mercato del private equity e venture capital italiano negli ultimi 25 anni ha dimostrato come vi sia stato un impegno costante nel tentativo di migliorare e accrescere il segmento del capitale di rischio. Nel corso degli anni, sono stati raggiunti ottimi risultati, che hanno permesso al nostro Paese, partito in posizione di svantaggio rispetto ai mercati che per primi avevano conosciuto la nascita e la crescita di tale attività, di allinearsi a quanto avveniva nelle altre realtà europee, facendo registrare profondi mutamenti sia sotto il profilo qualitativo che in termini quantitativi.

Sul versante della raccolta, si è osservata, durante la fase pionieristica del mercato del private equity, una crescita progressiva delle risorse raccolte e, in concomitanza con il massimo sviluppo del settore, la raccolta ha superato i volumi investiti, per poi ridursi bruscamente con lo scoppio della crisi finanziaria, rimanendo oggi il comparto più problematico per il private equity italiano.

I principali cambiamenti intercorsi nell'attività di fundraising hanno riguardato la provenienza geografica, che durante i primi anni era prevalentemente domestica, mentre, in seguito, ha subito una netta contrazione in favore della raccolta estera. Successivamente il trend si è nuovamente invertito, accentuato dalla crisi finanziaria, che ha avuto un impatto negativo pesantissimo sulla componente estera. Un altro aspetto rilevante riguarda l'evoluzione delle diverse tipologie di fonte di capitali raccolti, che ha evidenziato la prevalenza delle risorse provenienti dal settore bancario che, durante i primi anni, ha ricoperto il ruolo di maggior

fornitore di capitali. Nel corso degli anni hanno, però, rivestito un'importanza sempre maggiore i fondi di fondi, che oggi rappresentano la prima fonte di capitali. Nonostante ciò, a seguito della crisi, si è osservata una riduzione dell'importanza dei fondi di fondi e anche le banche hanno ridimensionato i loro investimenti nel settore. Al contrario, hanno assunto un'importanza crescente i gruppi industriali ed il settore pubblico, che negli anni antecedenti la crisi avevano un'incidenza marginale sulla raccolta complessiva.

L'analisi dell'attività di investimento ha messo in luce una crescita progressiva, a livello di volumi di attività, analoga a quella che ha contraddistinto le diverse fasi di sviluppo del settore del private equity e venture capital.

Le prime operazioni nel capitale di rischio sono state rivolte ad imprese in fase di avvio, ma, già a partire dagli anni Novanta, l'attenzione degli operatori si è rivolta verso gli interventi di expansion. Le operazioni di buy out, che inizialmente rivestivano un ruolo marginale, sono cresciute nel tempo e, dopo pochi anni, sono comparsi i primi mega deals, successivamente ridotti dalla crisi. Un altro fenomeno emerso a seguito della crisi economica è stato il rafforzamento del segmento del turnaround.

Ulteriore cambiamento interessante riguarda il focus settoriale degli investimenti che, se nei primi anni si rivolgeva ai settori tradizionali e maturi, come quello manifatturiero e dei beni di consumo, si è poi spostato verso settori ad alto contenuto tecnologico, quali medicale, computer, media & entertainment e energia & utilities.

La crisi è stata fonte di cambiamenti importanti osservati negli ultimi anni:

- Sono aumentati i follow on, a testimonianza del sostegno offerto dal private equity alle imprese in portafoglio;
- È diminuita la dimensione media degli investimenti, passato da 13,9 milioni di Euro nel 2006-2008 a 9,6 milioni nel 2009-2011;
- Sono cresciute le operazioni di minoranza e, nel frattempo, si è ridotto il peso dei buy out;
- Si è accentuata la crescita dei settori non tradizionali;
- Si è allungato l'holding period, che negli anni precedenti la crisi si attestava a 3-4 anni, contro i quasi 5 anni attuali;
- È diminuita la leva finanziaria, da sempre caratterizzata da livelli contenuti in Italia, e ulteriormente ridotta dal 2009;

- Tra i driver di creazione di valore la leva operativa (aumento dell'EBITDA) è stata caratterizzata da un'importante crescita in termini relativi, mentre è diminuito il ruolo dei multipli.

L'evoluzione dei disinvestimenti ha evidenziato segnali di vivacità e crescita, anche se spesso si è registrato un trend inverso a quello degli investimenti. Le turbolenze dei mercati finanziari durante la crisi hanno condizionato pesantemente l'attività di disinvestimento, rendendo difficili le dismissioni delle partecipate agli operatori, ma, nel 2011, si sono osservati buone avvisaglie di ripresa.

Analizzando le modalità di cessione delle partecipazioni è emersa la prevalenza, nei primi anni di attività del mercato, della vendita ad altri soggetti industriali, mentre, nel corso degli anni, si è assistito ad una sensibile crescita delle vendite a investitori istituzionali e al ricorso al mercato borsistico, anche se le IPO venture backed hanno subito una riduzione graduale a seguito della crisi. Altro effetto provocato dalla recessione globale è stato il vertiginoso aumento del peso dei write off, che nel 2009 hanno rappresentato l'85% sul totale di disinvestimenti in termini di ammontare; nonostante ciò, durante l'ultimo anno, questa incidenza si è notevolmente ridotta.

Alla luce di tutte le considerazioni esposte finora, è emerso come, a partire dalle origini del mercato, il settore del capitale di rischio in Italia sia cresciuto e si sia sviluppato, facendo registrare ottimi risultati che, negli anni di massima espansione, hanno permesso al nostro Paese di allinearsi agli altri Paesi europei. Nonostante ciò, esistono ancora diversi ostacoli, recentemente accentuati dalla crisi, che limitano la diffusione e l'utilizzo del capitale di rischio come fonte di finanziamento complementare al debito e fanno registrare significative differenze, in termini qualitativi e quantitativi, con il private equity delle altre nazioni europee.

Bibliografia

AIFI, *Capitale per lo sviluppo: un quadro internazionale*, «Il Sole 24 Ore Libri», varie edizioni.

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, *Yearbook*, Banca Editrice, varie edizioni.

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

AFIC, *Les rapports annuels sur l'activité du Capital Investissement en France*, edizioni varie.

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

Barucci A. (2005), *Il private equity in Italia*, Giappichelli, Torino.

Bracchi G., Gervasoni A. (2006), *Venti anni di private equity*, Egea, Milano.

Carlotti M. (2012), *Tecniche di private equity - Il fondo, le SPAC e l'origination, l'investimento, la gestione e il disinvestimento*, Egea, Milano.

Centro Studi Confindustria (2012), *Effetti della crisi, materie prime e rilancio manifatturiero. Le strategie di sviluppo delle imprese italiane*, «Scenari Industriali», 2, giugno 2011.

Confindustria (2012), *Mappa delle competenze delle imprese in Ricerca & Innovazione*, gennaio 2012.

Darek K. (2012), *Private equity in emerging markets: the new frontiers of international finance*, Palgrave Macmillan, New York.

Direttiva 2011/61/UE del Parlamento Europeo e del Consiglio dell'8 giugno 2011 sui gestori di fondi di investimento alternativi (GU L 174, 1.7.2011).

EMPEA, *EM PE Industry Statistics*, varie edizioni.

Fineurop Soditic S.p.A. (2012), *Il mercato dell'M&A e il trend dei multipli*, aprile 2012.

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

Gervasoni A., Bollazzi F., Del Giudice R., Sartori M. (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. (2008), *Private equity e venture capital: manuale di investimento nel capitale di rischio*, Guerini Studio, Milano.

KPMG (2012), *Le performance del mercato italiano del Private Equity e Venture Capital*, maggio 2012.

International Monetary Fund (2012), *World Economic Outlook Database*.

Lerner J., Leamon A., Hardymon F. (2012), *Venture Capital, Private Equity & Financing of Entrepreneurship*, John Wiley & Sons, Inc.

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.

National Venture Capital Association, *Yearbook*, varie edizioni.

PEM® (2010), *10 anni di private equity in Italia*.

Preqin, *The Preqin quarterly-Private Equity*, varie edizioni.

TaM® (2010), *Turnaround Monitor: Rapporto Italia 2004-2010*.

Unquote, *Private Equity Barometer*, varie edizioni.

Note

[1] Previsioni del Fondo Monetario Internazionale.

[2] AIFI è stata costituita nel 1986 con l'obiettivo di rappresentare gli interessi degli investitori istituzionali nel capitale di rischio. Tra le attività svolte dall'associazione, finalizzate a supportare lo sviluppo del mercato sia in Italia che all'estero, oltre ad un continuo sforzo per migliorare il quadro normativo attraverso l'interazione con gli organi legislativi e un costante impegno per migliorare la percezione e lo sviluppo dell'attività di investimento in capitale di rischio, vi è la predisposizione delle periodiche ricerche volte ad analizzare l'andamento dell'attività di investimento sul territorio nazionale.

[3] Per ulteriori approfondimenti si veda A. Gervasoni, F. Sattin (2008), "Private equity e venture capial – Manuale di investimento nel capitale di rischio", Guerini Studio.

[4] 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.

[5] Per un approfondimento si rimanda a A. Gervasoni, F. Sattin, "Private equity e venture capital-Manuale di investimento nel capitale di rischio", Guerini Studio, marzo 2008.

[6] Ricordando che i primi dati disponibili risalgono al 1988.

[7] In tale contesto ricoprono un ruolo fondamentale i distretti industriali e le reti di impresa.

[8] Dati dello studio "Innovation Union Scoreboard" della Commissione Europea.

[9] European Commission, The New SME Definition-User guide and model declaration, Enterprise and industry publications. Tale guida si basa sull'unica fonte autentica per la determinazione delle condizioni che qualificano una SME, quale Official Journal of the European Union L 124, p.36 of 20 May 2003.

[10] Si intende il rapporto tra il prezzo pagato per il 100% del capitale azionario più indebitamento finanziario netto (=debiti bancari + altri debiti finanziari – cassa) e il Margine Operativo Lordo.

[11] Si veda M. Carlotti, "Tecniche di private equity", Egea, marzo 2012.

[12] All'insieme delle imprese individuate sono stati applicati 3 filtri di tipo economico-finanziario che, sulla base di rilevazioni statistiche di Borsa Italiana, costituiscono un criterio preliminare di selezione di società quotabili: EBITDA Margin 2008 > 10%; Δ EBITDA 2008 – 2007 > 10%; PFN/EBITDA 2008 < 6.

[13] Dati PEM®.

[14] Definito come il tasso di sconto che eguaglia i flussi di cassa in uscita avuti in un investimento con i flussi di cassa in entrata realizzati durante l'investimento e in fase di uscita dall'investimento.

[15] L'indagine considera esclusivamente le partecipazioni dismesse, senza alcun riferimento ad eventuali performance implicite relative ad investimenti ancora in portafoglio.

[16] È opportuno segnalare che storicamente le operazioni di early stage rappresentano un campione ridotto, con dimensioni di investimento limitate e che le performance di tale cluster risultano da sempre contraddistinte da un andamento molto volatile.

Sommario

Nel corso degli anni il mercato del private equity si è contraddistinto, a livello internazionale, per una crescita pressoché continua, non solo nei Paesi tradizionali, ma anche in quelli emergenti.

Il nostro Paese, partito in posizione di svantaggio rispetto alle altre nazioni europee, ha mostrato una buona crescita nel settore, allineandosi, con il tempo, alle altre realtà e facendo registrare profondi mutamenti sia sotto il profilo qualitativo che in termini quantitativi.

La crisi che ha sconvolto gli equilibri della finanza mondiale ha comportato, anche all'interno del settore del private equity italiano, una drastica diminuzione dei volumi di attività e profondi cambiamenti.

Il presente lavoro si pone l'obiettivo di analizzare come, a partire dalle origini del mercato, il settore del capitale di rischio in Italia sia cresciuto e si sia sviluppato, facendo registrare ottimi risultati. Nonostante ciò, esistono ancora diversi ostacoli, recentemente accentuati dalla crisi, che limitano la diffusione e l'utilizzo del capitale di rischio come fonte di finanziamento complementare al debito e fanno registrare significative differenze con il private equity delle altre nazioni europee.

Abstract

Over the years, the international private equity market has been characterized by an almost continuous growth, not only in traditional countries but also in emerging markets.

Our country, showed good growth in the sector and recorded big changes both in qualitative and in quantitative terms.

The recent international crisis that has upset the balance of world finance has also involved, the Italian private equity market, causing a drastic decrease in business volumes and lots of changes.

This paper aims at analyze how, starting from the beginning of the market, the venture capital sector in Italy has grown and has developed, recording excellent results. Nevertheless, there are still several obstacles, recently enphasized by the crisis, limiting the use of venture capital and causing significant differences with the private equity of other European countries.

Nota biografica sugli autori

Federica Sottrici

Federica Sottrici si è laureata con lode nel 2012 in Economia Aziendale, con specializzazione in Economia e Direzione di impresa, presso l'Università Carlo Cattaneo – LIUC. Sta svolgendo il Dottorato di Ricerca in Gestione Integrata d'Azienda presso l'Università Carlo Cattaneo. Collabora con l'Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital, dove svolge attività di ricerca in materia di venture capital e private equity.