Liuc Papers

Pubblicazione periodica dell'Università Carlo Cattaneo - LIUC

Numero 270, gennaio 2014

Serie

Impresa e mercati finanziari 10

Alessia Muzio, Alice A. Pisano

L'impatto economico del private equity nel made in Italy

Serie: Impresa e mercati finanziari

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

L'IMPATTO ECONOMICO DEL PRIVATE EQUITY NEL MADE IN ITALY

di Alessia Muzio, Alice A. Pisano

Introduzione

Il private equity, ovvero "l'attività di investimento nel capitale di rischio di imprese non quotate, con l'obiettivo della valorizzazione dell'impresa oggetto di investimento ai fini della sua dismissione entro un periodo di medio-lungo termine"[1], da circa tre decenni si propone come uno degli strumenti più importanti dell'economia moderna, rappresentando parte attiva nello sviluppo dei sistemi economici dei Paesi cui l'attività si rivolge. Nel dettaglio, per la realizzazione del proprio scopo, vale a dire per la creazione di valore all'interno delle imprese, gli operatori di private equity investono nella crescita delle target apportando non solo risorse finanziarie, ma anche abilità manageriali, reti di contatti, fondamentali soprattutto a livello internazionale, e favoriscono i rapporti con gli istituti di credito. Tali fattori, cruciali per lo sviluppo, migliorano le performance delle aziende oggetto di investimento e, di conseguenza, le prestazioni dell'intero tessuto imprenditoriale.

La finalità di questo elaborato è quella di analizzare l'impatto economico delle operazioni di private equity nel contesto del Made in Italy, inteso come panorama di aziende i cui prodotti si contraddistinguono per l'artigianalità e l'originalità tipicamente italiane. In particolare, si vuole evidenziare il ruolo del private equity nella difficile congiuntura economica che sta interessando gran parte delle nazioni europee e non.

Nel primo capitolo verranno analizzate le caratteristiche del tessuto imprenditoriale italiano, soffermandosi su come nel corso degli anni si siano sviluppati alcuni valori, oggi ritenuti punti di forza, che vengono riconosciuti dagli stranieri come insiti nei prodotti italiani. Si traccerà, quindi, il profilo di quei prodotti che possono essere considerati Made in Italy, non soltanto perché prodotti nel nostro Paese, ma perché possiedono tutti i caratteri distintivi sinonimi dell'eccellenza italiana. Successivamente verranno descritti e analizzati i quattro settori che più degli altri rappresentano il Made in Italy.

Nel secondo capitolo, dopo una breve descrizione dell'andamento del mercato italiano del private equity e venture capital negli ultimi anni, verranno analizzate alcune ricerche sull'impatto economico di queste operazioni, fornendo una review della letteratura

sull'argomento, non soltanto italiana ma anche a livello internazionale. L'attenzione sarà rivolta soprattutto al contributo degli operatori alla crescita dei principali indicatori economico-finanziari e della produttività delle società target.

Nel terzo e ultimo capitolo, infine, verrà presentata una analisi delle operazioni di private equity che hanno interessato i settori tradizionali del Made in Italy. Dopo una spiegazione metodologica e una descrizione del campione di riferimento, saranno mostrati i risultati di questi investimenti sulle società target, sia a livello aggregato che per ciascun comparto di attività. Si vedrà come il settore del private equity, con il proprio apporto, in termini economici e di competenze, rappresenti uno strumento idoneo per supportare le aziende nei processi di crescita e internazionalizzazione, tutelando in questo modo anche il livello occupazionale, fondamentale in questo particolare momento storico.

1. Il comparto del Made in Italy: definizioni e caratteristiche

Sin dal secondo dopoguerra, il tessuto industriale italiano si è distinto da altre realtà europee per la grande presenza di piccole e medie imprese a conduzione familiare concentrate sull'alta qualità dei prodotti piuttosto che sull'internazionalizzazione, strategia cruciale per la crescita dimensionale. Tuttavia, quello che oggi può essere considerato un difetto, ha fatto sì che negli anni maturasse l'idea del Made in Italy come sinonimo di alti standard qualitativi, originati dal grande apporto artigianale.

Questo capitolo si pone l'obiettivo di analizzare le principali caratteristiche del Made in Italy, descrivendone i punti di forza e di debolezza e fornendo i criteri per identificare i comparti che lo costituiscono. Oltre ad una analisi generale, ci si focalizzerà in particolare sulle cosiddette 4 A del Made in Italy, in cui l'Italia primeggia per qualità della produzione e per richieste dall'estero, vale a dire Abbigliamento – accessori moda, Alimentare – vini, Arredo casa – design e Automazione – metalmeccanica.

1.1. Il tessuto imprenditoriale italiano

Il panorama imprenditoriale italiano è caratterizzato da un'alta concentrazione di piccole e medie imprese (PMI) principalmente a conduzione familiare. In Italia[2] il 94,4% delle imprese ha meno di 9 addetti, circa il 5% ne ha tra i 10 e i 49, lo 0,5% può essere considerato di medie dimensioni, comprendendo tra i 50 e i 249 addetti, mentre soltanto lo 0,1% ne conta più di 250. È quindi possibile affermare che l'economia italiana è trainata dalle micro imprese e che, essendo il dato aggregato per le PMI, ovvero per le imprese con meno di 250 addetti, pari al

99,9%, le grandi imprese rappresentano solamente una piccolissima parte del tessuto imprenditoriale italiano.

Per numero totale di imprese, l'Italia è prima tra i 27 Paesi europei; nel 2010 ne sono state registrate 3.765.825, superando la Francia, seconda in classifica, che ha registrato il 32% di aziende in meno. Come è già stato evidenziato precedentemente, il 94,4% delle imprese italiane occupa meno di 10 addetti, superando la media europea pari al 92,2%.

Rispetto alla Francia, ad esempio, che viene subito dopo l'Italia per numero complessivo di imprese, il nostro Paese conta il 33% di micro imprese in più e il 40% di grandi imprese in meno. Confrontando tali dati con la Germania la differenza è ancora più elevata: infatti, l'Italia registra il 56% in più di micro imprese e oltre il 68% di grandi imprese in meno.

Il lato negativo di questo dato è che tali microimprese contribuiscono relativamente poco all'occupazione e al valore aggiunto, proprio a causa della loro dimensione limitata. Infatti, nonostante in Italia si contino circa 1,7 milioni di PMI in più rispetto alla Germania, esse offrono 3 milioni di posti di lavoro in meno (12,2 milioni di persone occupate contro 15,2 milioni) e producono soltanto il 56% del valore aggiunto complessivo rispetto alle loro controparti tedesche.

A differenza delle altre economie avanzate, in cui le imprese di grandi dimensioni rappresentano la struttura portante dell'intero sistema, in Italia sin dagli anni '50 l'imprenditoria si è sempre concentrata sul miglioramento e sul mantenimento di standard qualitativi alti, relativi sia alle materie prime impiegate sia ai processi produttivi. Questo ha fatto sì che la crescita dimensionale conseguita attraverso l'espansione dei volumi di vendita passasse in secondo piano.

Tale scenario ha determinato due importanti conseguenze: da un lato non ha permesso alle aziende italiane di ottenere alti livelli di redditività[3], poichè si trovano di fronte a limiti di produttività e di efficienza determinati dalle ridotte dimensioni; dall'altro, ha sviluppato a livello nazionale, ma soprattutto all'estero, l'idea del Made in Italy come indicatore di eccellente qualità dei prodotti, un fattore positivo che ha permesso alle aziende italiane di esportare sempre più prodotti all'estero resistendo alla concorrenza di prezzo attuata dai Paesi emergenti.

1.2. Cos'è e come si definisce il Made in Italy

"Made in" è l'espressione inglese equivalente a quella italiana "fabbricato in" o "prodotto in", che viene apposta sulle etichette dei prodotti per indicarne la provenienza geografica, ovvero la nazione in cui quel bene è stato prodotto. Tuttavia, quando si parla di Made in Italy non ci si riferisce solo ad un'etichetta di origine applicata a tutti i prodotti fatti in Italia per

indicarne la provenienza, superando così l'aspetto puramente industriale. Infatti, rispetto alle altre etichette "Made in", quella italiana non è legata solamente all'immagine del prodotto, ma anche a fattori concreti: implica un'oggettiva differenza di qualità, legata al modo in cui il prodotto viene progettato e costruito. In un'ottica estensiva il concetto di Made in Italy è un insieme di valori che rimandano allo stile di vita italiano, è sinonimo di qualcosa di unico, fatto a mano, originale, di alta qualità e curato nel minimo dettaglio, innovativo e di grande stile. Comprare un prodotto Made in Italy nell'immaginario internazionale significa, quindi, acquistare stile ed eleganza unici, perché creati da mani esperte che magari da generazioni sono impegnate nella creazione e produzione di quel bene, e avere la certezza che persone competenti cureranno il cliente, fornendo adeguata assistenza in caso di problemi. Sebbene ogni prodotto realizzato nel nostro Paese possa essere formalmente etichettato come Made in Italy, si ritiene più opportuno definire il comparto in oggetto come formato da "i prodotti e i servizi in cui l'Italia vanta un effettivo grado di specializzazione e in cui il nostro Paese è rinomato in tutto il mondo relativamente a profili quali la qualità, l'innovazione, il design, l'assistenza ai clienti, la tempestività delle consegne, i prezzi competitivi"[4].

Per poter definire nella maniera verosimile i settori che esprimono il Made in Italy è possibile utilizzare due criteri[5]: uno qualitativo e uno quantitativo.

Il primo criterio, quello qualitativo, definisce i settori cardini del Made in Italy come le 4 A dell'eccellenza italiane: Abbigliamento – accessori moda, Arredo casa – design, Alimentare – vini e Automazione – metalmeccanica. Queste sono le macrocategorie di prodotti che rappresentano meglio l'arte del saper fare e la tradizione italiana. I marchi italiani della moda sono sin dagli anni '70 i più richiesti dal panorama internazionale. Anche la cucina, con tutte le specialità agro-alimentari annesse, è tra le più apprezzate di tutto il mondo, così come lo sono i prodotti e i marchi dell'arredamento italiano. Il quarto settore, quello della meccanica, si è sviluppato anche grazie ai primi tre. Infatti, per poter trasformare le materie prime, è stato necessario costruire le macchine che permettessero di farlo. Quindi, allo stesso tempo, si sono sviluppate la qualità delle lavorazioni e la qualità delle macchine impiegate nelle stesse. Alcuni settori della meccanica si sono sviluppati invece in maniera complementare agli altri settori, come le macchine per il dosaggio, il confezionamento e l'imballaggio dei prodotti finiti provenienti dai diversi settori.

Il secondo criterio, quello quantitativo, definisce invece i settori cardini del Made in Italy in base al grado di specializzazione in alcune produzioni. L'indice di specializzazione di un Paese può essere indicato attraverso il saldo commerciale "normalizzato" con l'estero dei diversi prodotti, calcolato come (export-import)/(export+import). Un Paese esportatore con importazioni pari a 0, è completamente specializzato e presenta un saldo "normalizzato" pari a

+1. Viceversa, un Paese importatore con esportazioni pari a 0, è completamente despecializzato e presenta un saldo "normalizzato" pari a -1.

Facendo riferimento ai dati ISTAT concernenti la bilancia commerciale dell'Italia, per categorie di prodotti, è quindi possibile determinare per quali tipologie l'Italia ha raggiunto un alto livello di specializzazione. Dalle elaborazioni fatte si può affermare che sono 47 le categorie che nel 2010 presentano un saldo normalizzato positivo, con le esportazioni maggiori delle importazioni. Considerando soltanto quelle che hanno un saldo normalizzato superiore a 0,33, capaci quindi di generare esportazioni con un valore pari ad almeno due volte quello delle importazioni, si osservano 17 gruppi di prodotti. Tra questi, sono rappresentate le 4 A del Made in Italy: infatti, troviamo "prodotti ceramici", "mobili; mobili medico-chirurgici; oggetti letterecci e simili; apparecchi per l'illuminazione non nominati né compresi altrove; insegne pubblicitarie, insegne luminose, targhette indicatrici luminose ed oggetti simili; costruzioni prefabbricate", "lavori di ghisa, ferro o acciaio", "lavori di pietre, gesso, cemento, amianto, mica o materie simili" e "oggetti d'arte, da collezione o di antichità", che rappresentano il settore dell'Arredo casa – design; per il settore Alimentare – vini si trovano "bevande, liquidi alcolici ed aceti", "preparazioni a base di cereali, di farine, di amidi, di fecole o di latte; prodotti della pasticceria" e "preparazioni di ortaggi o di legumi, di frutta o di altre parti di piante"; il settore dell'Automazione – metalmeccanica è rappresentato dalle categorie "reattori nucleari, caldaie, macchine, apparecchi e congegni meccanici; parti di queste macchine o apparecchi" e "impianti industriali"; mentre l'Abbigliamento – accessori moda rientra nelle prime diciassette con "ovatte, feltri e stoffe non tessute; filati speciali; spago, corde e funi; manufatti di corderia" e "tessuti impregnati, spalmati, ricoperti o stratificati; manufatti tecnici di materie tessili".

Tabella 1 – I principali prodotti italiani in termini di esportazioni

Interscambio commerciale per nomenclatura combinata - Anno 2010 (valori in milioni di Euro)				
Categorie di prodotti	Export	Import	Saldo	Saldo norm.
Preparazioni a base di cereali, di farine, di amidi, di fecole o di latte; prodotti della pasticceria	3.211	1.093	2.118	0,49
Preparazioni di ortaggi o di legumi, di frutta o di altre parti di piante	2.546	974	1.572	0,45
Bevande, liquidi alcolici ed aceti	5.503	1.420	4.083	0,59
Prodotti dell'editoria, della stampa o delle altre industrie grafiche; testi manoscritti o dattiloscritti e piani	1.366	592	774	0,40
Ovatte, feltri e stoffe non tessute; filati speciali; spago, corde e funi; manufatti di corderia	1.174	496	678	0,41
Tessuti impregnati, spalmati, ricoperti o stratificati; manufatti tecnici di materie tessili	753	376	377	0,33
Lavori di pietre, gesso, cemento, amianto, mica o materie simili	2.232	853	1.379	0,45
Prodotti ceramici	3.628	742	2.886	0,66
Lavori di ghisa, ferro o acciaio	13.481	4.277	9.204	0,52
Lavori diversi di metalli comuni	2.648	1.169	1.479	0,39
Reattori nucleari, caldaie, macchine, apparecchi e congegni meccanici; parti di queste macchine o apparecchi	66.027	30.717	35.310	0,36
Navigazione aerea o spaziale	3.684	1.377	2.307	0,46
Armi, munizioni e loro parti ed accessori	973	219	754	0,63
Mobili; mobili medico-chirurgici; oggetti letterecci e simili; apparecchi per l'illuminazione non nominati né compresi altrove; insegne pubblicitarie, insegne luminose, targhette indicatrici luminose ed oggetti simili; costruzioni prefabbricate	9.810	2.758	7.052	0,56
Oggetti d'arte, da collezione o di antichità	218	104	114	0,35
Impianti industriali	44	22	22	0,33
Merci varie	2.304	709	1.595	0,53

Fonte: elaborazione propria su dati ISTAT

Pertanto è possibile affermare che i due criteri utilizzati per classificare i prodotti simbolo del Made in Italy producono risultati non discordanti.

I 4 settori rappresentativi del Made in Italy sopra definiti, pur sembrando molto lontani tra loro per i diversi materiali usati e lavorati, le diverse capacità necessarie, le differenti tecnologie e processi produttivi impiegati, hanno in comune alcuni caratteri quali la capacità di saper mescolare con gusto diversi materiali e stili, la combinazione dell'aspetto funzionale a quello estetico, l'alto apporto di manualità e, di conseguenza, l'artigianalità, che li rende facilmente adattabili alle diverse esigenze dei clienti. Quest'ultima caratteristica della personalizzazione della gamma di prodotti per soddisfare bisogni diversi, non è presente soltanto nel settore moda,

ma anche nel settore dell'arredo casa e persino nell'automazione meccanica, in cui molte aziende riescono a produrre impianti e macchinari customizzati. I quattro settori dell'eccellenza italiana, poi, hanno in comune le radici storiche e una serie di valori sociali.

1.3. Il ruolo del Made in Italy nelle esportazioni

Per comprendere meglio il peso che le esportazioni italiane hanno sull'intero commercio internazionale, risulta utile analizzare i risultati di uno studio condotto dall'Osservatorio Gea-Fondazione Edison, che ha prodotto "L'Indice delle eccellenze competitive nel commercio internazionale". Tale indice identifica il numero dei primi, secondi, terzi, quarti e quinti posti detenuti dall'Italia nell'export mondiale, mediante un particolare algoritmo, chiamato anche "Indice Fortis-Corradini" dal nome dei suoi autori. L'indice ha rilevato che nel 2009, nonostante la grave crisi internazionale, l'Italia era prima esportatrice mondiale di 249 prodotti, per un valore complessivo di circa 71 miliardi di Dollari, seconda esportatrice di 347 prodotti, per un valore complessivo di circa 56 miliardi, terza esportatrice di altri 387 beni, per un valore complessivo di circa 48 miliardi, quarta esportatrice di 317 beni, per un valore complessivo di circa 49 miliardi, e quinta esportatrice di 293 beni, per un valore complessivo di circa 29 miliardi di Dollari.

Analizzando i prodotti per cui l'Italia si classifica ai primi posti nell'export mondiale, emerge una grande varietà: si va, infatti, dalle macchine e dalle tecnologie per l'agricoltura ai prodotti alimentari e alle bevande. Ad esempio, l'Italia è leader assoluto nell'export di pasta, derivati del pomodoro e altri prodotti alimentari, mentre detiene un secondo posto per quanto riguarda i vini. Grazie a questi primati, si è molto sviluppata l'industria collegata delle macchine per la produzione di alimenti, raggiungendo anche in questo campo un ruolo di spicco nell'export mondiale. I primati riguardano anche il settore della moda, con molti prodotti dell'abbigliamento, della pelletteria, delle calzature e dell'occhialeria, e dell'arredo per la casa, la cucina e l'ufficio. L'Italia, inoltre, è al primo posto per l'esportazione di prodotti dell'industria metallurgica, per le macchine per lavorare il legno e i minerali non metalliferi, come le ceramiche e le pietre ornamentali, oltre che per diverse tipologie di prodotti in metallo e macchinari della meccanica high-tech, come le macchine per l'imballaggio, per la lavorazione di metalli e per le materie plastiche.

1.4. I punti di forza e di debolezza delle imprese del Made in Italy

I punti di forza del Made in Italy sono principalmente la flessibilità e la dinamicità delle PMI e dei distretti industriali in cui spesso operano, le tradizioni artigiane che costituiscono le fondamenta dei centri produttivi locali, lo sviluppo delle innovazioni di processo e di prodotto e

le leadership di nicchia inattaccabili in alcuni casi anche dalle economie emergenti. Tutto questo in un contesto in cui spesso è difficile operare, a causa della rigidità del mercato del lavoro, della burocrazia complicata e di conseguenza costosa, della pressione fiscale troppo pesante e di alcune inefficienze del sistema italiano, quali ad esempio il mercato finanziario poco sviluppato e la rete di trasporti inadeguata.

Le protagoniste del successo del Made in Italy sono le migliaia di imprese di piccole e medie dimensioni che, anche di fronte ad alcune entità molto più grandi, riescono ad avere successo grazie alla flessibilità e dinamicità. È merito della loro creatività e della capacità di diversificazione delle specializzazioni che, producendo centinaia di tipologie di prodotti diversi, sono in grado di progettare e creare beni "sartoriali" in settori solitamente standardizzati come la meccanica o i mezzi di trasporto (si pensi agli yacht di lusso).

In più, la forma organizzativa dei distretti, tipica di molti settori industriali italiani, favorisce la valorizzazione delle tradizioni artigiane, spesso molto antiche. Il know-how di certe tipologie di produzione diventa altissimo anche grazie ai rapporti che si instaurano nel network e alla circolazione delle informazioni, oltre che di semilavorati, tecnologie e servizi che le aziende si scambiano vicendevolmente. Le piccole e medie imprese e i distretti, come dimostrato negli anni, sono capaci di adattarsi abbastanza facilmente alle dinamiche dei mercati in continuo mutamento e proprio per questa capacità riescono a competere anche con gruppi multinazionali più grandi.

La dimensione ridotta, inoltre, è sinonimo di essenzialità, in quanto nelle piccole aziende gli obiettivi sono sempre in primo piano e tutte le funzioni sono dirette al loro raggiungimento, a differenza di quanto accade nelle grandi imprese, dove a volte alcuni reparti o alcune funzioni si estraniano dalla realtà aziendale. Questo vale anche nei distretti, dove sopravvivono solo le aziende effettivamente "utili", ovvero necessarie per il funzionamento dell'intero sistema.

Altro punto di forza del Made in Italy è la capacità di innovare, sia in termini di processi sia in termini di prodotti. Nonostante la scarsa disponibilità di capitali da investire in R&S, dovuta soprattutto alle dimensioni ridotte delle aziende che operano nel sistema, le imprese italiane sono sempre riuscite ad applicare con grande abilità le scoperte di base e a realizzare importanti innovazioni di processo e di prodotto.

Tuttavia, alcune attività in cui il valore aggiunto è più basso, fanno fatica a contrastare la concorrenza dei Paesi in via di sviluppo che, adottando alcune tecnologie non particolarmente sofisticate, e soprattutto grazie al basso costo della manodopera, riescono a mettere in commercio gli stessi beni a prezzi molto inferiori. Questo fenomeno rappresenta una minaccia per le imprese italiane, tanto che molte hanno scelto la strada della delocalizzazione della produzione in altri Paesi, trasferendo all'estero alcune o tutte le fasi del ciclo produttivo. La

burocrazia e l'alta pressione fiscale sono altri due fattori che incidono negativamente sulla competitività delle imprese e in particolar modo su quelle di piccole dimensioni. Ma anche le carenze delle infrastrutture e dei servizi non aiutano il sistema produttivo. L'Italia, sia nei grandi poli industriali sia nelle zone meno industrializzate, possiede una rete stradale e ferroviaria ormai insufficiente alle esigenze delle aziende che compongono il ciclo produttivo.

Il carattere familiare di molte imprese che costituiscono il tessuto imprenditoriale italiano, inoltre, da un lato comporta vantaggi in termini di capacità di reazione e flessibilità, dall'altro, però, manifesta problematiche di ricambio generazionale e finanziamento dell'innovazione.

2. Il ruolo del private equity e il supporto alle aziende

Da circa trent'anni le operazioni di private equity e venture capital rappresentano uno strumento efficace per la crescita e lo sviluppo delle imprese. Rivolgendosi sia ad aziende nelle prime fasi di vita o che vogliono crescere e internazionalizzarsi, sia ad aziende mature, attraverso l'apporto di capitali, capacità manageriali ed esperienza nel campo strategico, svolgono un ruolo cruciale nel contesto economico italiano ed internazionale. In particolare, si sono rivelate decisive soprattutto per il salto dimensionale e l'innovazione che le piccole e medie imprese italiane non riescono di solito a sostenere con i propri mezzi, perché rimangono intrappolate nei loro stessi limiti di grandezza.

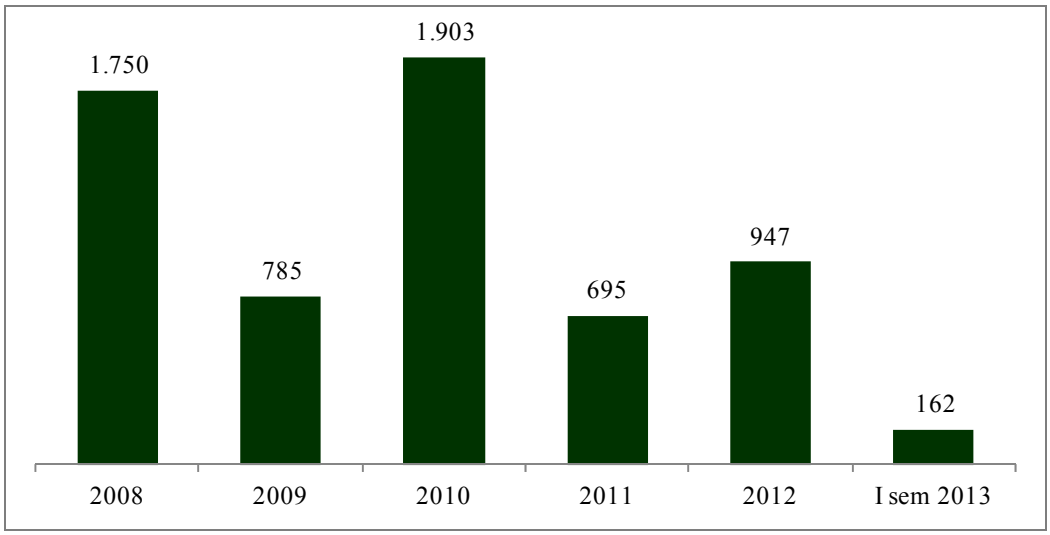
In questo capitolo verrà inizialmente delineato il quadro attuale del mercato italiano del private equity e venture capital, analizzando i trend che sono emersi negli ultimi anni. L'attenzione si focalizzerà poi sull'impatto economico di queste operazioni, inteso come crescita di alcuni indicatori relativi alle società oggetto di investimento, attraverso la descrizione dei principali studi in materia, sia a livello italiano sia internazionale.

2.1. Il mercato italiano del private equity e venture capital: il quadro attuale

L'attuale crisi, scoppiata negli Stati Uniti nel 2007 e diffusasi nel resto del mondo a partire dal 2008, ha inevitabilmente influenzato anche il settore del private equity e venture capital, dopo un periodo di forte espansione caratterizzato da grande disponibilità di debito a basso prezzo. Le conseguenze emerse dalla crisi, prima tra tutte la scarsa liquidità presente nel sistema, che ha portato le banche a restringere i canali di credito, hanno determinato enormi difficoltà nell'attività di raccolta, mentre a livello di investimenti si è osservata una riduzione della leva finanziaria, che ha spostato l'attenzione degli operatori verso aziende medio-piccole. Contemporaneamente, le difficoltà di dismissione e la quasi chiusura del canale borsistico, hanno generato un allungamento del periodo medio di detenzione delle partecipazioni.

Focalizzandosi sull'Italia e analizzando nel dettaglio le singole attività, emerge innanzitutto che il comparto della raccolta risulta quello più problematico, a causa della carenza di liquidità da parte dei grandi investitori, soprattutto internazionali, che in passato destinavano molti capitali ai fondi del nostro Paese. Secondo i dati elaborati da AIFI e PricewaterhouseCoopers, negli ultimi anni l'ammontare raccolto è sceso in modo significativo, passando da 3.028 milioni di Euro nel 2007 a 957 milioni nel 2009, punto minimo dal 1997. L'incremento pari al 129% registrato nel 2010 (con 2.187 milioni di Euro raccolti), non ha rappresentato un vero e proprio segnale di ripresa, in quanto il dato è stato fortemente influenzato dall'entrata nel panorama italiano di un importante operatore, il Fondo Italiano di Investimento. Anche la crescita del 29% registrata nel 2012 risulta chiaramente determinata dall'attività di un singolo player. Gli ultimi dati pubblicati, relativi al I semestre 2013, infatti, mostrano una situazione ancora difficile, tanto che la raccolta indipendente si è attestata a 162 milioni di Euro, di cui solamente il 7% di provenienza estera.

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

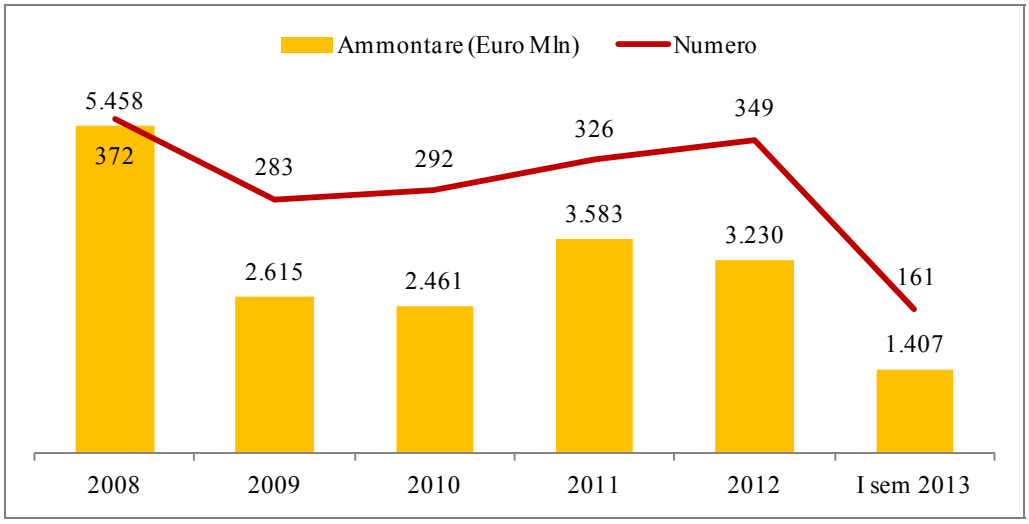


Fonte: AIFI-PwC

Per quanto concerne l'attività di investimento, il mercato italiano, dopo il picco del 2008, ha visto diminuire in modo significativo l'attività, sia in termini di numero di operazioni che di ammontare investito. Dopo i cenni di ripresa che hanno caratterizzato il 2011, l'ammontare complessivo è sceso nel 2012 del 10% rispetto all'anno precedente, passando da 3.583 milioni di Euro investiti a 3.230 milioni. Dall'altro lato, il numero di operazioni è cresciuto del 7%, segno di una riduzione dell'ammontare medio investito per singola operazione. Segnali positivi, invece, si sono osservati nel I semestre del 2013: rispetto allo stesso periodo del 2012, infatti,

sono state censite 161 nuove operazioni, con un incremento del 10%, mentre l'ammontare è cresciuto del 62% con 1,4 miliardi di Euro.

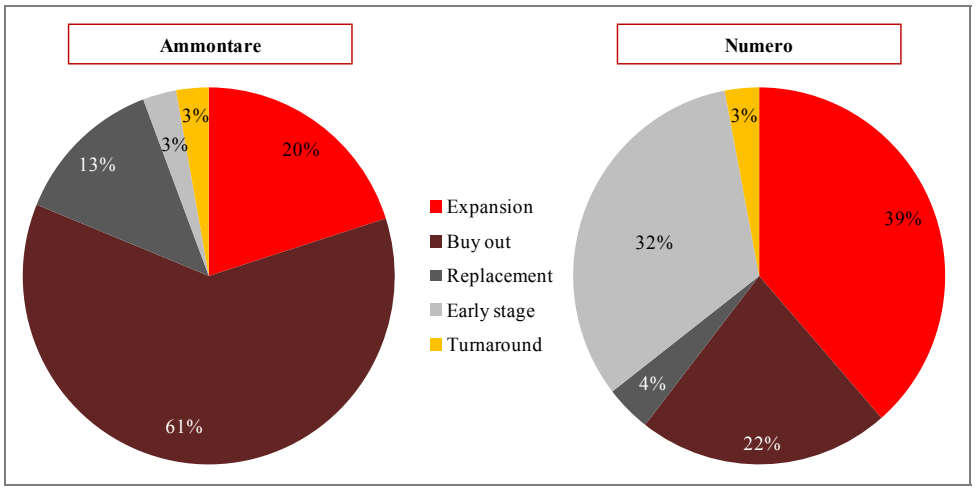
Grafico 2 – L'evoluzione dell'attività di investimento in Italia



Fonte: AIFI-PwC

A livello di tipologia di investimento, la maggior parte dei capitali continua ad essere investita in operazioni di maggioranza o totalitarie (buy out), anche se il peso di questo comparto è diminuito con l'avvento della crisi finanziaria, che ha determinato un inasprimento delle condizioni di accesso al credito e una conseguente riduzione dell'utilizzo della leva finanziaria, tipica soprattutto delle grandi acquisizioni. Dall'altro lato, è cresciuto il ruolo degli investimenti per lo sviluppo (expansion), rivolti prevalentemente ad aziende di piccole e medie dimensioni. Inoltre, va sottolineato il peso del comparto dell'early stage, rivolto alle aziende nelle prime fasi di vita (seed e start up), cresciuto anche durante gli anni peggiori per l'industria del private equity, tanto da attrarre, per la prima volta nel 2012, il maggior numero di operazioni, superando l'expansion.

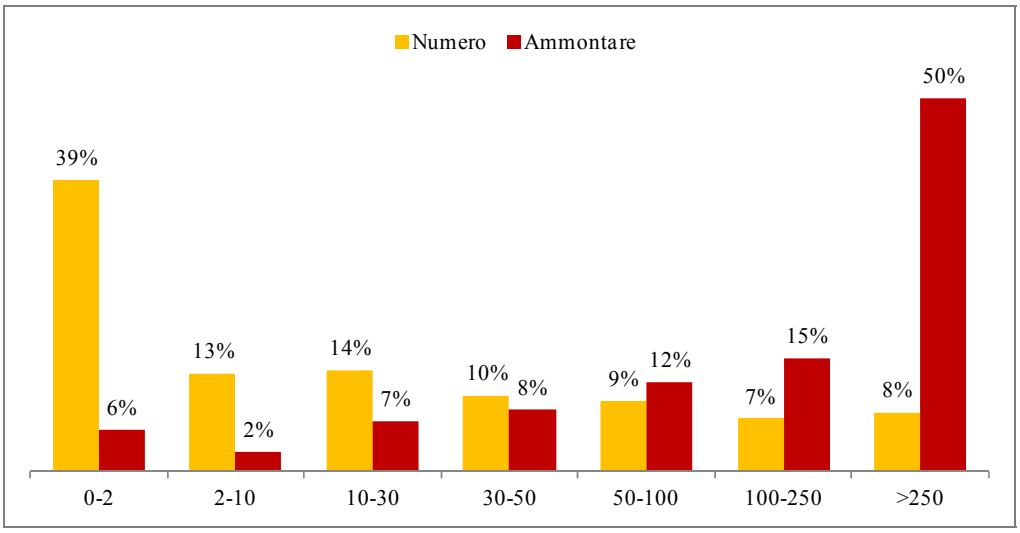
Grafico 3 – La distribuzione delle operazioni realizzate in Italia nel periodo 2008-I sem 2013 per tipologia



Fonte: AIFI-PwC

La maggior parte degli investimenti, in linea con la struttura imprenditoriale italiana, si rivolge ad imprese di piccole e medie dimensioni: analizzando il periodo 2008-I semestre 2013, emerge che il 76% delle operazioni realizzate nel mercato italiano ha avuto ad oggetto aziende con un fatturato inferiore ai 50 milioni di Euro. Tale dato, se riferito alla sola prima metà del 2013, risulta addirittura pari all'86%, segno, come detto, di uno spostamento dell'attenzione degli operatori verso imprese dimensionalmente più piccole.

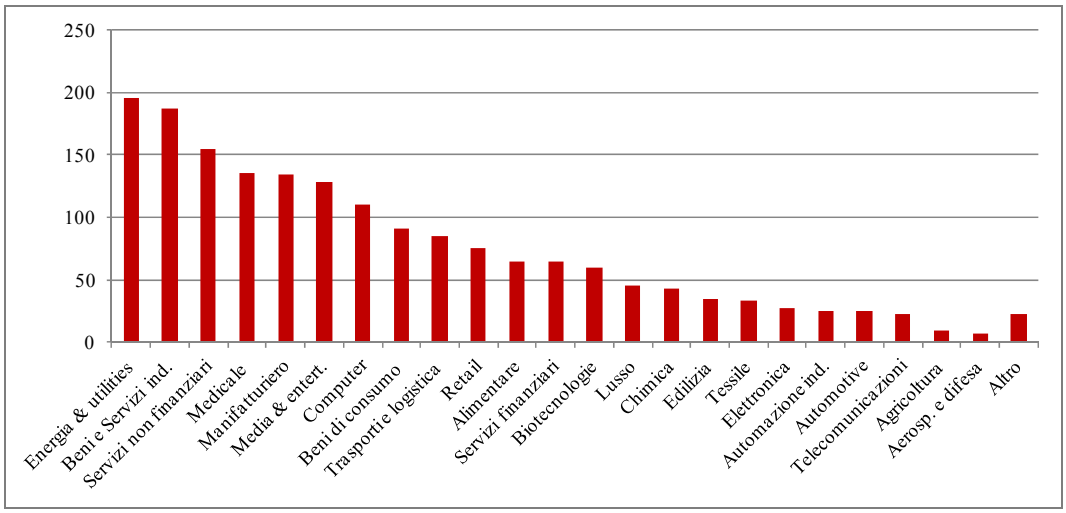
Grafico 4 – La distribuzione delle operazioni realizzate in Italia nel periodo 2008-I sem 2013 per fatturato (Euro Mln) delle società target



Fonte: AIFI-PwC

A livello settoriale, storicamente la maggior parte degli investimenti realizzati in Italia ha riguardato i comparti tradizionali, con particolare riferimento alla produzione di beni e servizi industriali e, in generale, al manifatturiero. Negli ultimi anni, inoltre, va segnalata la crescita del settore dell'energia & utilities, che nel 2011 e 2012 si è classificato al primo posto per numero di investimenti attratti, mentre nel primo semestre del 2013 hanno prevalso le operazioni nel comparto dei servizi di natura non finanziaria.

Grafico 5 – La distribuzione delle operazioni realizzate in Italia nel periodo 2008-I sem 2013 per settore delle società target



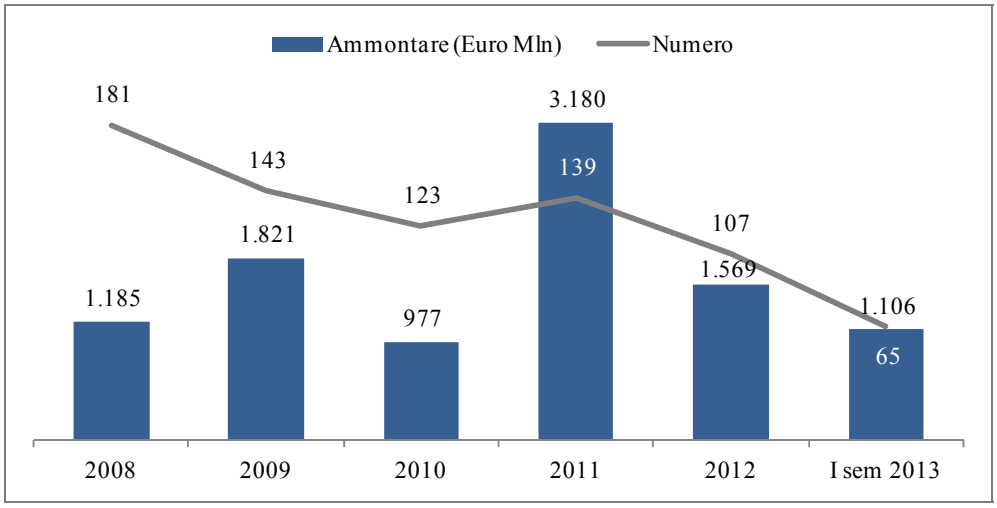
Fonte: AIFI-PwC

Passando ad analizzare le caratteristiche dell'attività di disinvestimento, le difficoltà di smobilizzo delle partecipazioni hanno determinato un allungamento del loro periodo di detenzione, a causa sia delle difficoltà del mercato dell'M&A, nel quale il private equity ha storicamente ricoperto un ruolo fondamentale, sia della quasi totale chiusura del canale borsistico, che ha visto ridursi in modo significativo il numero di IPO.

L'anno peggiore per l'attività di disinvestimento è stato senza dubbio il 2009: nonostante i dati mostrino una crescita rispetto all'anno precedente, va sottolineato, infatti, che l'85% dell'ammontare ha riguardato i cosiddetti write off, vale a dire svalutazioni totali o parziali delle società in portafoglio, con conseguente riduzione della quota detenuta o uscita definitiva dalla compagine azionaria. Mentre il 2011 ha visto importanti segnali di ripresa, nel 2012 sono state dismesse 107 partecipazioni, un numero che segna un calo del 23% rispetto al 2011. L'ammontare disinvestito, calcolato al costo storico di acquisto, invece, è passato da 3.180 milioni di Euro a 1.569 milioni di Euro. Nel corso del I semestre 2013, infine, sono state

dismesse 65 partecipazioni (+48% rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente), per un ammontare pari a 1.106 milioni di Euro (+683%).

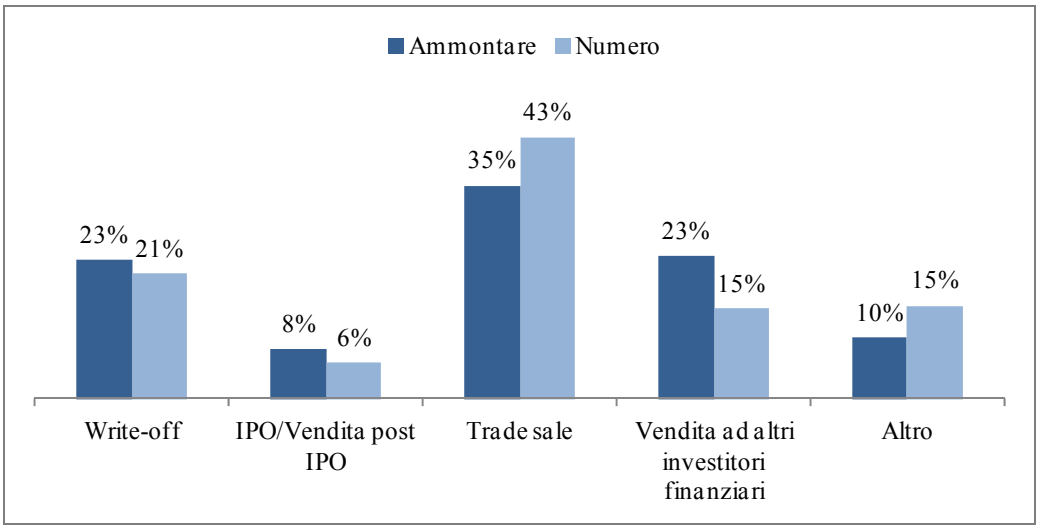
Grafico 6 – L'evoluzione dell'attività di disinvestimento in Italia



Fonte: AIFI-PwC

La tipologia di disinvestimento preferita dagli operatori, sempre considerando il periodo 2008-I semestre 2013, è la vendita a soggetti industriali, che rappresenta il 43% del numero complessivo di exit e il 35% dell'ammontare ceduto. Gli ultimi dati disponibili, relativi alla prima metà del 2013, mostrano che oltre un terzo dei disinvestimenti è stato realizzato proprio tramite questa modalità, che in termini di ammontare ha rappresentato il 34% del valore complessivo.

Grafico 7 – La distribuzione dei disinvestimenti realizzati in Italia nel periodo 2008-I sem 2013 per tipologia

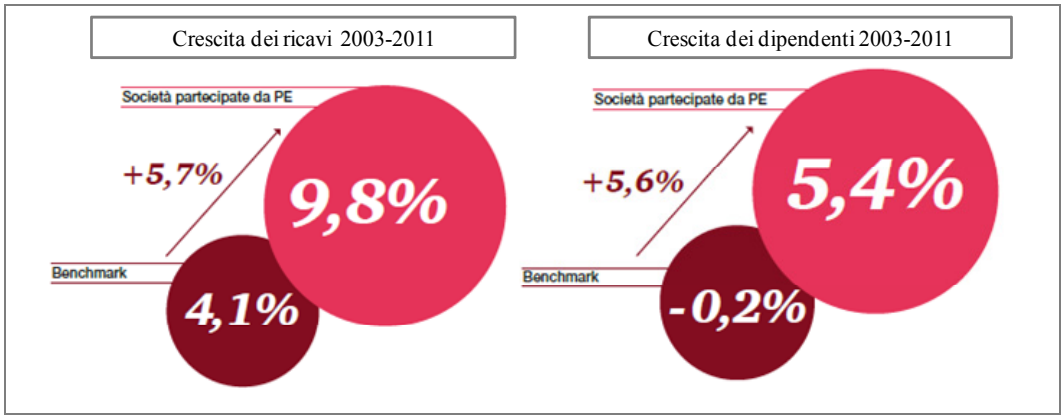


Fonte: AIFI-PwC

2.2. Il supporto del private equity alle aziende: analisi del mercato italiano

Lo studio "L'impatto economico del Private Equity e Venture Capital in Italia", realizzato da PricewaterhouseCoopers nel marzo 2013, dimostra che le aziende partecipate da fondi di private equity o venture capital hanno registrato performance migliori rispetto alle altre aziende italiane in termini di ricavi delle vendite e delle prestazioni, EBITDA e occupazione. Tale ricerca ha tenuto conto di un campione di 360 disinvestimenti, di cui 198 di venture capital (early stage ed expansion) e 162 di buy out, realizzati in Italia dal 2003 al 2011. All'interno dello studio le performance vengono indicate attraverso la media dei CAGR (tasso di crescita annuale composto) registrati da ogni azienda inclusa nel campione[6] e poi confrontate con il benchmark[7] di riferimento. L'analisi ha rilevato che le imprese partecipate dai fondi di private equity e venture capital sono state caratterizzate da una crescita annua dei ricavi pari al 9,8%, oltre il doppio rispetto a quella delle aziende italiane prese come benchmark. Tale tasso di crescita è stato inoltre significativamente superiore alla crescita del prodotto interno lordo italiano, che si è attestato intorno al 2,4%. Per quanto riguarda il tasso occupazionale, a differenza del decremento pari allo 0,2% registrato nel campione di riferimento, le società partecipate da operatori di private equity o venture capital hanno registrato un aumento annuale del 5,4%.

Grafico 8 – L'impatto economico delle operazioni di private equity e venture capital



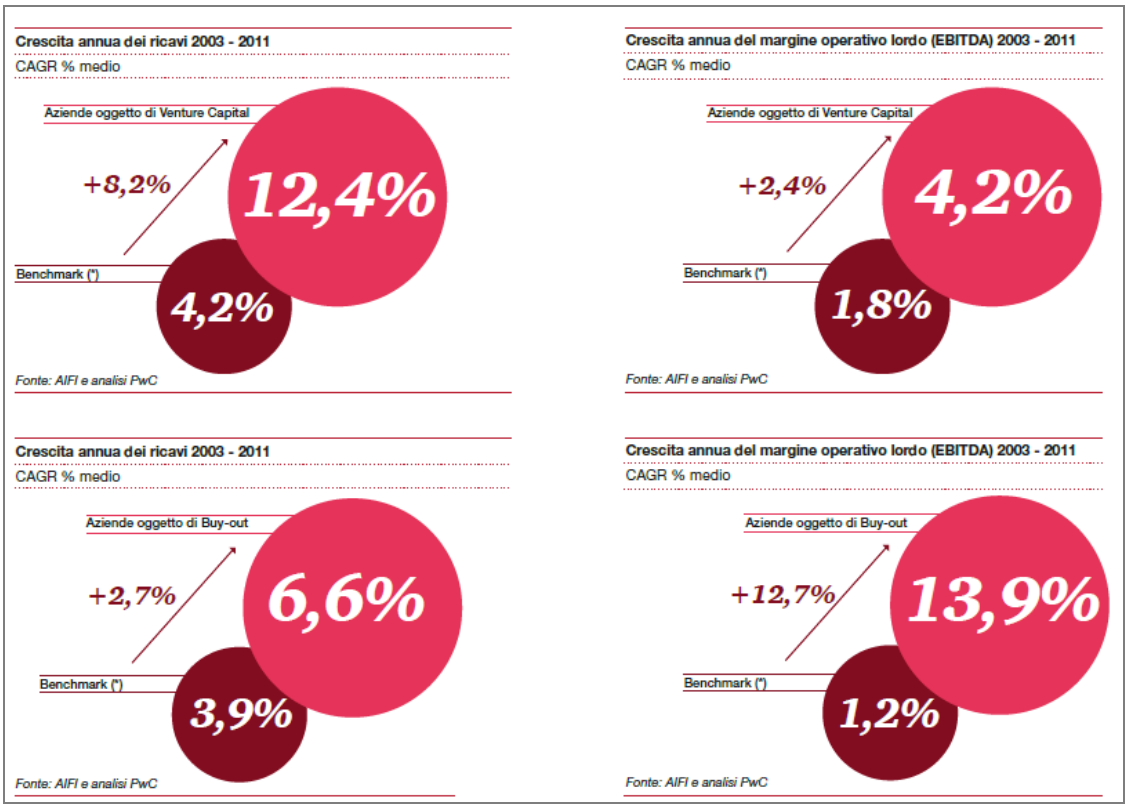
Fonte: PricewaterhouseCoopers

Nel dettaglio, analizzando le operazioni di venture capital, dai dati emerge che le società oggetto di investimento sono state caratterizzate da un tasso di crescita dei ricavi pari al 12,4%, contro il 4,2% del campione di riferimento. Allo stesso modo, la crescita in termini di margine operativo lordo (EBITDA) è stata del 4,2%, a fronte dell'1,8% riscontrabile per il benchmark.

Anche prendendo in considerazione i dati dello stesso studio riferiti però alle sole operazioni di buy out, i valori sono positivi. Infatti, la crescita annua dei ricavi delle aziende partecipate dagli operatori di private equity è stata pari al 6,6%, contro il 3,9% del benchmark di riferimento. Il dato più significativo riguarda la crescita annua dell'EBITDA delle aziende

oggetto dello studio, che si è attestata al 13,9%, ovvero il 12,7% in più rispetto a quella registrata dal campione.

Grafico 9 – L'impatto economico delle operazioni di private equity e venture capital suddiviso per tipologia di operazione



(*) Il benchmark utilizzato è ponderato sullo stesso periodo di possesso delle aziende incluse nel campione analizzato, quindi può variare tra Buy-out e Venture Capital.

Fonte: PricewaterhouseCoopers

Un'altra recente analisi realizzata dall'Università Carlo Cattaneo – LIUC dal titolo "Venture capital, imprese innovative ed interventi di politica industriale: un'analisi empirica del mercato italiano"[8] si è focalizzata sull'impatto del venture capital su un campione di 56 imprese oggetto di operazioni di early stage nel periodo 1996-2010. Tale analisi rappresenta un aggiornamento di due precedenti studi, condotti dagli stessi autori (Gervasoni et al., 2006; Gervasoni e Bollazzi, 2011), con l'obiettivo di verificare l'impatto generato a livello socio-economico dall'ingresso dell'investitore istituzionale in imprese innovative in fase di start up.

Di seguito sono riportati i principali risultati emersi dall'indagine:

1. ad ogni milione di Euro investito in capitale di rischio dagli investitori istituzionali è possibile ricondurre un investimento in capitale immobilizzato di circa 1,55 milioni al termine dei primi tre anni di operatività;

2. ad ogni milione di Euro di capitale di rischio investito in azienda, è associabile una produzione di valore aggiunto pari a circa 0,85 milioni, sempre al termine dei primi tre anni di operatività;

3. a livello occupazionale, è possibile ricondurre ad ogni milione di Euro investito la creazione di circa 13 nuovi posti di lavoro, ancora una volta al termine dei primi tre anni di operatività.

Tabella 2 – L'impatto economico delle operazioni di early stage: confronto dei risultati con i precedenti studi condotti dagli autori

	2006	**2011**	**2013**
Investimenti in capitale immobilizzato (*)	1,65 Euro/ml	1,5 Euro/ml	1,55 Euro/ml
Produzione di valore aggiunto (*)	0,6 Euro/ml	0,7 Euro/ml	0,8 Euro/ml
Nuovi addetti (*)	12 unità	11 unità	13 unità

(*) In rapporto ad ogni milione di Euro investito in capitale di rischio dagli investitori istituzionali in operazioni di early stage financing.

Fonte: Università Carlo Cattaneo – LIUC

I benefici apportati dalla partnership operatore-impresa sul mercato italiano emergono in modo evidente anche da uno studio condotto da Banca d'Italia e AIFI nel 2009, realizzato raccogliendo informazioni relative a 57 operazioni. I risultati indicano che gli operatori hanno fornito un supporto prevalentemente sugli aspetti finanziari e sulla definizione delle strategie. Inoltre, hanno svolto un ruolo di "certificazione", facilitando la raccolta di mezzi da altri finanziatori e migliorato i rapporti con le banche. Al contrario, risulta ridotto il contributo in termini di sviluppo tecnico del prodotto, gestione delle risorse umane, politiche di marketing e miglioramento dell'accesso a fornitori e distributori.

Tabella 3 – Il coinvolgimento del private equity nell'attività di impresa

TIPO DI COINVOLGIMENTO	**Tutte le imprese**	**Di cui: Seed/Start up**	**Di cui: Expansion**
Sono state avviate operazioni all'estero	67%	63%	80%
Consulenza su aspetti tecnico-operativi	11%	14%	0%
Consulenza su aspetti finanziari	84%	82%	64%
Definizione delle strategie	81%	92%	50%
Gestione delle risorse umane	41%	36%	36%
Consulenza sul marketing	26%	30%	10%
Miglioramento dell'accesso a fornitori/distributori	27%	31%	27%
Miglioramento del rapporto con altri finanziatori (es. banche)	76%	85%	60%
Maggiori possibilità di accesso al mercato di Borsa	70%	40%	64%

Fonte: Banca d'Italia – AIFI

2.3. Una review della letteratura internazionale sull'impatto economico del private equity e venture capital

Nel corso degli ultimi dieci anni sono state realizzate numerose ricerche aventi come obiettivo l'analisi del contributo delle operazioni di private equity e venture capital alla crescita economica. La maggior parte di questi studi è riassunta in un documento prodotto nel 2013 da Frontier Economics per EVCA (European Venture Capital Association)[9], che si focalizza sull'impatto delle operazioni in termini di innovazione, produttività e internazionalizzazione.

Innanzitutto, il private equity è in grado di incrementare l'innovazione, non solo fornendo capitali per la ricerca e sviluppo, ma anche, ad esempio, aiutando l'azienda a focalizzarsi sui propri punti di forza. Tipicamente, tale impatto viene misurato attraverso il numero di brevetti: Popov e Rosenboom[10], ad esempio, utilizzano dati su 21 Paesi europei nel periodo 1977-2004 e dimostrano come il 12% dell'innovazione industriale privata derivi proprio all'attività di private equity. Sempre secondo gli autori, 116.000 brevetti sono imputabili a società private equity backed, per un corrispondente valore di 350 miliardi di Euro negli ultimi 5 anni[11]. Inoltre, un'analisi del 2011 di Lerner, Sørensen e Strömberg su 495 leveraged buy out realizzati a livello internazionale tra il 1980 e il 2005, evidenzia come gli operatori aiutino le aziende a focalizzarsi sulle aree che consentono loro di produrre maggior innovazione.

Fondamentale è anche l'impatto delle operazioni di private equity e venture capital sulla produttività delle società target: le imprese ottengono risultati positivi grazie a differenti interventi realizzati dall'operatore. Tra questi si segnalano i miglioramenti strategici e gestionali, le economie di scala, gli incentivi ai dipendenti, che portano ad un risparmio di tempo, e la maggior capacità di sfruttare le opportunità di business. Uno studio condotto da EY nel 2012 analizza 473 investimenti realizzati in Europa nel periodo 2005-2011 e dimostra come le società target siano caratterizzate da una crescita media dell'EBITDA per dipendente del 6,9%. Risultati simili emergono da uno studio di Davis et al. (2009) che, utilizzando un campione di società statunitensi oggetto di investimento, mette in luce un differenziale in termini di incremento della produttività rispetto ad aziende comparabili del 5,2%. Secondo Kaserer (2011)[12] circa due terzi delle performance complessive sono imputabili ad attività strategiche ed operative, mentre l'utilizzo della leva finanziaria incide solamente su un terzo dei risultati. Cressy et al. (2007) esaminano 122 leveraged buy out realizzati nel mercato britannico tra il 1995 e 2000, evidenziando che la redditività operativa delle società target del private equity risulta, nei primi tre anni dopo l'investimento, più alta del 4,5% rispetto alle aziende non partecipate. Un altro indicatore di produttività utilizzato in molte analisi è legato al grado di fallimento: alcuni recenti studi accademici, tra cui quello di Tykvovà e Mariela del 2012[13], affermano che l'intervento dell'operatore non incrementa le possibilità di default. A

testimonianza di questo, Thomas (2010) dimostra che il tasso di fallimento delle società private equity backed è fino al 50% più basso rispetto a un campione di società comparabili. Un altro argomento di grande interesse è senza dubbio l'impatto del private equity e venture capital sul livello di occupazione: lo studio di EY sopra citato evidenzia una crescita annua del numero di dipendenti nelle società target del 2,2%, contro un valore europeo che ha oscillato nel periodo 2007-2011 tra il -1,8% e il +1,8%. Al di là dell'incremento del livello di occupazione, i dipendenti delle imprese partecipate risultano anche più soddisfatti, come si legge in uno studio di Gospel del 2010.

Il terzo campo di analisi sull'impatto economico del private equity è legato ai benefici in termini di competitività: in particolare, numerosi studi dimostrano il contributo ai processi di internazionalizzazione, spesso molto difficoltosi per le aziende più piccole o giovani. L'aiuto si sviluppa secondo due filoni: innanzitutto c'è un supporto nella definizione delle migliori strategie per accedere a nuovi mercati. Inoltre, vengono forniti i capitali necessari per implementare tali strategie. Basandosi sui dati di 340 aziende, uno studio di Locket et al., ad esempio, mostra che tale sostegno per le società in fase di early stage risulta basato soprattutto sulla creazione di una propensione all'export, mentre per le società in una fase successiva si basa in particolare sul monitoraggio delle attività. Da uno studio di George et al. sulle aziende svedesi (2005), infine, emerge la maggior inclinazione all'internazionalizzazione di quelle con "proprietari esterni", come nel caso del private equity.

3. L'impatto del private equity sulle imprese del Made in Italy

Da sempre il private equity ricopre un ruolo fondamentale nel supporto alle aziende operanti nel Made in Italy, con particolare riferimento alle cosiddette 4 A, che rappresentano alcuni tra i target preferiti degli operatori del nostro Paese. L'obiettivo di questo capitolo è quello di comprendere l'impatto di tali investimenti sui principali indicatori economico-finanziari delle società oggetto di investimento, per capire quali sono i risultati della partnership operatore-imprenditore, soprattutto alla luce della recente crisi. A tal fine è stata realizzata un'analisi empirica su un campione di oltre 200 operazioni di private equity realizzate negli ultimi anni nelle 4 A del Made in Italy.

Dopo una premessa metodologica, che descrive la modalità di analisi e le fonti utilizzate, verranno presentate le principali caratteristiche degli investimenti di private equity realizzati nel comparto del Made in Italy e la loro evoluzione negli anni più recenti. Nell'ultima parte del capitolo, invece, saranno spiegati i risultati della ricerca condotta. Soffermandosi su alcuni dei principali indicatori dell'impatto economico, vale a dire fatturato e livello occupazionale, verrà

dimostrato come le aziende partecipate abbiano registrato risultati migliori rispetto a quelli complessivi di ogni specifico settore.

3.1. Premessa metodologica

Lo studio è stato condotto sulle operazioni di private equity effettuate in Italia dal 2007 al 2012. Le operazioni sono state individuate nei rapporti annuali pubblicati dal Private Equity Monitor – PEM® dell'Università Cattaneo, che prende in considerazione solo "i nuovi investimenti realizzati da investitori istituzionali nel capitale di rischio di matrice privata, in tutte le fasi successive a quelle di avvio di impresa, escludendo, quindi, gli investimenti realizzati da operatori di matrice pubblica o para-pubblica, quelli indirizzati alle start up e i reinvestimenti in società partecipate dallo stesso operatore, ovvero i cosiddetti follow on"[14].

Per quanto concerne le analisi settoriali, sono stati analizzati i dati ISTAT facenti riferimento soltanto alle categorie merceologiche che costituiscono i 4 settori del Made in Italy definiti nel precedente capitolo. Le categorie considerate, utilizzando i nomi della classificazione Ateco 2007, sono: "le industrie alimentari" e "l'industria delle bevande" per il settore Alimentare – vini; "le industrie tessili", "confezione di articoli di abbigliamento, confezione di articoli in pelle e pelliccia", "fabbricazione di articoli in pelle e simili" e "fabbricazione di gioielleria, bigiotteria e articoli connessi, lavorazione delle pietre preziose" per il settore Abbigliamento – accessori moda; "fabbricazione di materiali da costruzione in terracotta", "fabbricazione di altri prodotti in porcellana e in ceramica" e "fabbricazione di mobili" per il settore Arredo casa – design; "fabbricazione di tubi, condotti, profilati cavi e relativi accessori in acciaio esclusi quelli in acciaio colato", "fabbricazione di altri prodotti della prima trasformazione dell'acciaio", "produzione di metalli di base preziosi e altri metalli non ferrosi, trattamento dei combustibili nucleari", "fabbricazione di elementi da costruzione in metallo", "fabbricazione di cisterne, serbatoi, radiatori e contenitori in metallo", "fabbricazione di generatori di vapore, esclusi i contenitori in metallo per caldaie per il riscaldamento centrale ad acqua calda", "fabbricazione di articoli di coltelleria, utensili e oggetti di ferramenta", "fabbricazione di altri prodotti in metallo", "fabbricazione di componenti elettronici e schede elettroniche", "fabbricazione di strumenti e apparecchi di misurazione, prova e navigazione, orologi", "fabbricazione di apparecchiature per illuminazione", "fabbricazione di apparecchi per uso domestico", "fabbricazione di altre apparecchiature elettriche", "fabbricazione di macchinari ed apparecchiature nca", "fabbricazione di autoveicoli, rimorchi e semirimorchi" e "fabbricazione di altri mezzi di trasporto" per il settore Automazione – metalmeccanica.

Per studiare l'impatto economico del private equity sulle aziende target operanti nel Made in Italy, sono stati analizzati i parametri economici più generali, ma indicativi della gestione e

delle performance delle aziende, ovvero i ricavi delle vendite e delle prestazioni e il livello occupazionale dell'azienda, inteso come numero di dipendenti per anno. I dati relativi alle società sono stati reperiti tramite la banca dati AIDA – Bureau Van Dijk. Infine, i risultati dello studio, espressi in termini di CAGR, sono stati confrontati con quelli rilevati dall'ISTAT nello stesso periodo temporale per tutte le aziende italiane, tenendo conto dei vari settori di appartenenza, con l'obiettivo di misurare se le performance registrate dal campione analizzato fossero maggiori o inferiori a quelle del mercato di riferimento.

Il confronto è stato effettuato relativamente al periodo 2008-2010, ultimo anno disponibile per i dati ISTAT. È stato comunque possibile fare qualche considerazione sul 2011, utilizzando le informazioni di bilancio per le società target del private equity e i dati delle associazioni di settore o altre fonti come benchmark di riferimento[15].

3.2. Le operazioni di private equity nei settori del Made in Italy

Nel periodo 2007-2012 le operazioni mappate dal Private Equity Monitor – PEM® dell'Università Cattaneo sono state 529, di cui 214 destinate ad aziende operanti nei quattro settori del Made in Italy, vale a dire circa il 40% di quelle totali. Questo dimostra come tale comparto dell'economia italiana rivesta un ruolo particolarmente importante, come testimoniato anche dalla quantità di persone occupate nelle aziende target: quasi 106.000 dipendenti nei cinque anni oggetto dello studio. Nel dettaglio, dei 214 investimenti nel Made in Italy, 52 sono stati realizzati nel settore Abbigliamento – accessori moda, 34 nel comparto Alimentare – vini, 97 in quello dell'Automazione – metalmeccanica e 31 in quello dell'Arredo casa – design.

Per quanto riguarda la tipologia, il maggior numero di operazioni ha riguardato il segmento dei buy out, tranne nel caso del 2009, in cui hanno prevalso gli investimenti di expansion. Nella maggior parte dei casi considerati, quindi, il fondo di private equity ha fatto sì che il management team diventasse proprietario dell'azienda target, garantendo le risorse necessarie per l'acquisto della partecipazione. Analizzando la deal origination, ovvero la ragione in base alla quale è stata realizzata l'operazione, dai dati raccolti dal PEM® emerge che la stragrande maggioranza degli investimenti dal 2007 al 2012 rientra nella categoria "Family & private", ovvero aziende di matrice privata a gestione prettamente familiare. Per quanto concerne la distribuzione geografica delle società target, si nota che il private equity italiano è ancorato nelle regioni del nord Italia, mentre è quasi assente al Sud. In totale sono quindici le regioni che sono state interessate da operazioni nel Made in Italy, con la Lombardia in testa in termini di numero nel 2007, 2008, 2010 e 2012 e il Veneto e l'Emilia Romagna che hanno prevalso rispettivamente nel 2009 e nel 2011.

Tabella 4 – Le operazioni di private equity nel comparto del Made in Italy e le principali caratteristiche[16]

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Totale
Num. totale operazioni	117	127	51	68	85	81	529
Num. operazioni Made in Italy	56	52	15	23	39	29	214
% su totale operazioni	48%	41%	29%	34%	46%	36%	40%
Num. dipendenti	33.310	19.511	16.519	5.760	24.312	6.486	105.901
Investment stage	Buy out	Buy out	Expansion	Buy out	Buy out	Buy out	Buy out
Deal origination	Family & private						
Regione	Lombardia	Lombardia	Veneto	Lombardia	Emilia Romagna	Lombardia	Lombardia

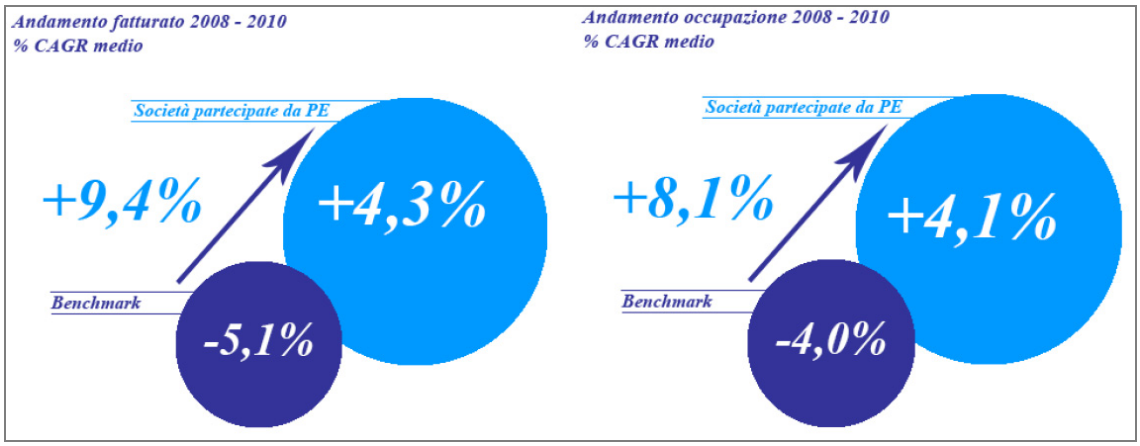
Fonte: elaborazione propria su dati Private Equity Monitor

3.3. L'impatto economico delle operazioni di private equity nel Made in Italy

Analizzando i dati delle società attive nei comparti del Made in Italy, emerge che tra il 2008 e il 2010 le aziende partecipate dal private equity hanno registrato una crescita del fatturato pari al 4,3%, mentre i dati ISTAT relativi allo stesso periodo e agli stessi settori mostrano una diminuzione del 5,1%. Anche in confronto al PIL, che ha registrato un decremento dell'1,9% tra il 2008 e il 2010, le performance delle società partecipate da fondi di private equity sono certamente molto positive. Risultati analoghi caratterizzano il livello occupazionale: lo studio, infatti, mostra un andamento positivo con un CAGR del +4,1% per le aziende oggetto di investimento, che hanno superato il benchmark di riferimento, caratterizzato da un -4,0%.

Sia nel caso del fatturato che del livello occupazionale, dall'analisi emerge che le società partecipate dagli operatori hanno registrato un trend crescente in tre dei quattro settori nel periodo compreso tra il 2008 e il 2010, mentre i dati che fanno riferimento a tutte le aziende italiane operanti negli stessi comparti hanno evidenziato performance negative.

Grafico 10 – L'impatto economico delle operazioni di private equity nel Made in Italy



Fonte: elaborazione propria

3.3.1 Abbigliamento – accessori moda

Tra tutti gli investimenti realizzati tra il 2007 e il 2012, quelli selezionati per lo studio che hanno interessato il settore dell'Abbigliamento – accessori moda sono 52. Per numero di operazioni questo settore è il secondo dei quattro comparti del Made in Italy, dopo quello dell'Automazione – metalmeccanica. Dal 2007 al 2012 si è registrato un calo pari al 50% del numero di investimenti in tale settore, a fronte di una diminuzione di circa il 30% degli investimenti totali in Italia. Infatti, si è passati da 13 e 15 operazioni nel suddetto settore rispettivamente nel 2007 e nel 2008 a 7 operazioni nel 2009 e nel 2011, 4 nel 2010 e 6 nel 2012.

Il numero medio di dipendenti di queste aziende è pari a 1.116: le imprese scelte, quindi, sono generalmente di grandi dimensioni, in controtendenza con la quasi totalità delle aziende italiane che hanno meno di 250 dipendenti.

Tabella 5 – Le operazioni di private equity nel comparto Abbigliamento – accessori moda

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Totale
Num. totale operazioni	13	15	7	4	7	6	52
% su operazioni Made in Italy	23%	29%	47%	17%	18%	21%	24%
% su totale operazioni	11%	12%	14%	6%	8%	7%	10%

Fonte: elaborazione propria su dati Private Equity Monitor

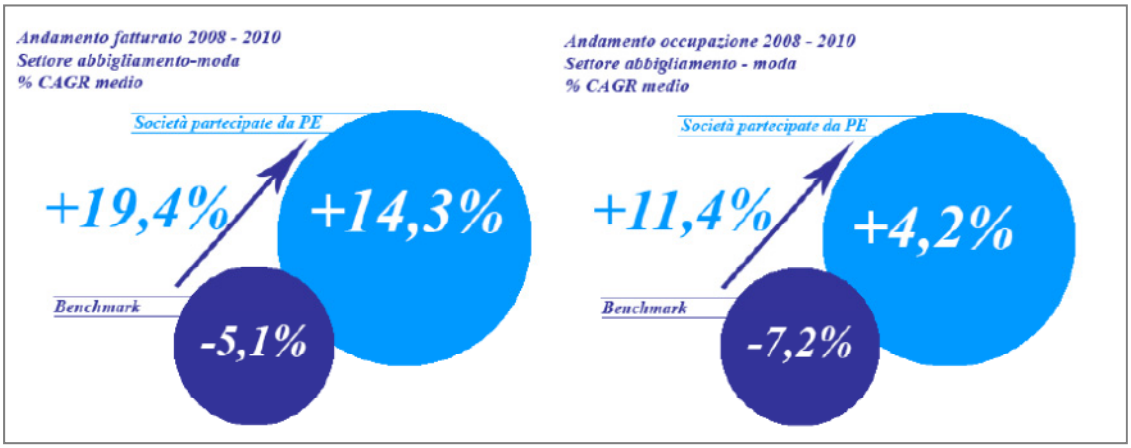
Dallo studio è emerso che le imprese partecipate da operatori di private equity attive in questo settore hanno registrato tra il 2008 e il 2010 un incremento del fatturato pari al 14,3%,

battendo del 19,4% il benchmark delle aziende non partecipate, che ha visto un andamento negativo, pari al -5,1%.

In particolare, il fatturato delle target è cresciuto del 17% nel 2009, del 12% nel 2010 e del 19% nel 2011. Confrontando questi valori con i dati SMI, anche per quanto riguarda quest'ultimo anno, le aziende hanno sovraperformato del 14,2%[17].

Considerando il fronte occupazionale, le aziende target hanno superato il settore nel complesso, con uno scarto dell'11,4%. Infatti, mentre le aziende italiane registravano un decremento del numero di dipendenti nel settore pari al 7,2%, quelle partecipate da operatori di private equity vedevano aumentare nello stesso periodo il tasso occupazionale del 4,2%.

Grafico 11 – L'impatto economico delle operazioni di private equity nel settore Arredamento – accessori moda



Fonte: elaborazione propria

3.3.2 Alimentare – vini

Le operazioni che hanno riguardato il settore Alimentare – vini nel periodo 2007-2012 sono 34: per numero questo comparto è il terzo dei quattro del Made in Italy, dopo l'Automazione – metalmeccanica e l'Abbigliamento – accessori moda. Dal 2007 al 2012 il numero di investimenti si è mantenuto abbastanza costante, con 8/9 operazioni annue, ad eccezione del 2009 in cui non si sono osservati investimenti. Tenendo conto del calo di circa il 30% degli investimenti totali in Italia, l'attenzione del private equity verso il settore alimentare è cresciuta negli ultimi anni.

Il numero di dipendenti medio delle aziende operanti nel comparto e oggetto di analisi è pari a 129, quindi si tratta di imprese prevalentemente medio-piccole.

Tabella 6 – Le operazioni di private equity nel comparto Alimentare – vini

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Totale
Num. totale operazioni	9	5	0	5	8	7	34
% su operazioni Made in Italy	16%	10%	0%	22%	21%	24%	16%
% su totale operazioni	8%	4%	0%	7%	9%	9%	6%

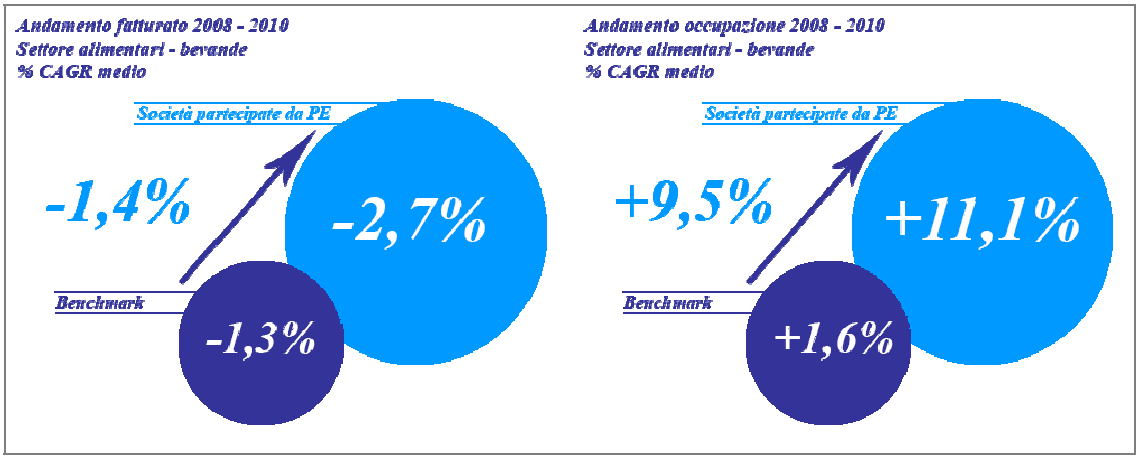
Fonte: elaborazione propria su dati Private Equity Monitor

Tra il 2008 e il 2010 le società partecipate da operatori di private equity, attive nel settore alimentare, sono state caratterizzate da un calo del fatturato pari al 2,7%, sottoperformando in questo caso il benchmark. In particolare, tale dato è imputabile prevalentemente alla diminuzione dell'11% nel 2009, mentre nel 2010 si registra una crescita del 5%.

Nel 2011 il trend è ancora positivo, con un aumento pari al 21%, motivo per cui la percentuale degli investimenti nel settore alimentare sta crescendo. L'andamento del fatturato registrato dalle aziende inserite nello studio ha sovraperformato il settore del 20,5%[18].

In termini di numero di dipendenti, invece, le aziende target hanno battuto il benchmark con uno scarto del 9,5%. Infatti, mentre le aziende italiane registravano un incremento del numero di dipendenti nel settore pari all'1,6%, quelle partecipate da operatori di private equity vedevano aumentare nello stesso periodo il tasso occupazionale dell'11,1%.

Grafico 12 – L'impatto economico delle operazioni di private equity nel settore Alimentare – vini



Fonte: elaborazione propria

3.3.3 Arredo casa – design

Tra tutte le operazioni realizzate tra il 2007 e il 2012 e monitorate dal PEM®, quelle selezionate per lo studio che hanno interessato il settore dell'arredamento e del design sono 31. Per numero di operazioni questo settore è l'ultimo dei quattro del Made in Italy. Dal 2007 al 2012 si è registrato un calo drastico del numero di investimenti in tale comparto, a fronte di un calo di circa il 30% degli investimenti totali in Italia. Infatti, si è passati da 13 operazioni nel 2007 a 2 sole operazioni nel 2012.

Il numero di dipendenti medio delle aziende operanti nel settore in oggetto è pari a 657, quindi è possibile affermare che le imprese scelte sono generalmente di grandi dimensioni, in controtendenza con la quasi totalità delle aziende italiane.

Tabella 7 – Le operazioni di private equity nel comparto Arredo casa – design

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Totale
Num. totale operazioni	13	6	1	5	4	2	31
% su operazioni Made in Italy	23%	12%	7%	22%	10%	7%	14%
% su totale operazioni	11%	5%	2%	7%	5%	2%	6%

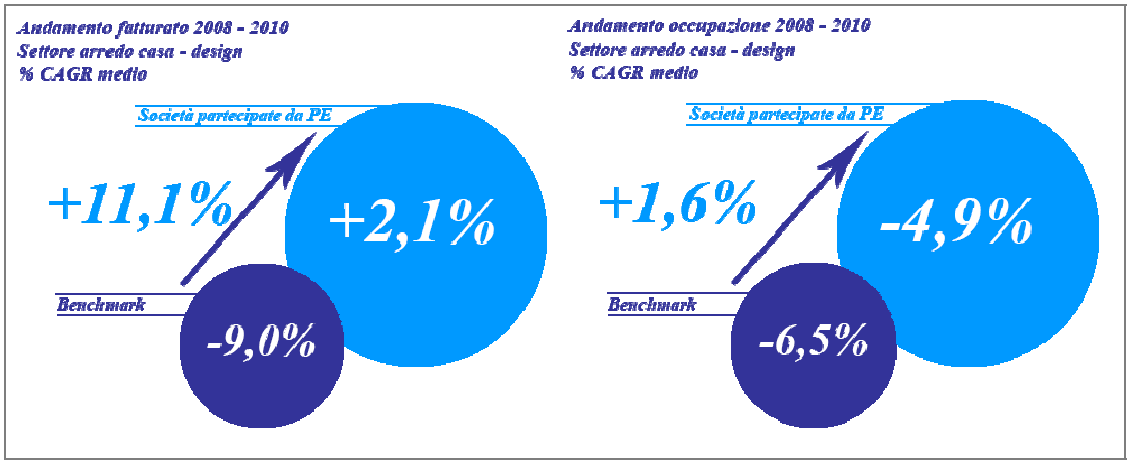
Fonte: elaborazione propria su dati Private Equity Monitor

Analizzando i principali indicatori, dallo studio è emerso che le società partecipate hanno registrato tra il 2008 e il 2010 un incremento del fatturato pari al 2,1%, battendo dell'11,1% il benchmark, caratterizzato da un andamento negativo (-9,0%).

In particolare, il fatturato delle target è calato del 18% nel 2009, mentre è cresciuto del 22%[19] nel 2010 e del 16% del 2011. L'andamento dalle aziende inserite nello studio ha sovraperformato in quest'ultimo anno il settore del 21%.[20]

Sul fronte occupazionale, le aziende target hanno superato il benchmark dell'1,6%. Infatti, mentre le imprese italiane registravano un decremento del numero di dipendenti nel settore pari al 6,5%, quelle partecipate da operatori di private equity vedevano decrescere nello stesso periodo il numero dei dipendenti in misura minore, ovvero del 4,9%.

Grafico 13 – L'impatto economico delle operazioni di private equity nel settore Arredo casa – design



Fonte: elaborazione propria

3.3.4 Automazione – metalmeccanica

Nel periodo 2007-2012 l'Osservatorio PEM® ha censito 97 operazioni realizzate nel settore dell'Automazione – metalmeccanica. In termini di numero, si tratta del primo dei quattro comparti del Made in Italy. Dal 2007 al 2012 si è registrato un calo pari al 30% del numero di investimenti in tale settore, in linea con la situazione complessiva del mercato italiano. Infatti, si è passati dalle 21 e 26 operazioni rispettivamente nel 2007 e nel 2008 alle 7 operazioni nel 2009, 9 nel 2010, 20 nel 2011 e 14 nel 2012.

Il numero medio di dipendenti delle aziende operanti in questo settore è pari a 339, a testimonianza delle dimensioni medio-grandi che caratterizzano il comparto.

Tabella 8 – Le operazioni di private equity nel comparto Automazione – metalmeccanica

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Totale
Num. totale operazioni	21	26	7	9	20	14	97
% su operazioni Made in Italy	38%	50%	47%	39%	51%	48%	45%
% su totale operazioni	18%	20%	14%	13%	24%	17%	18%

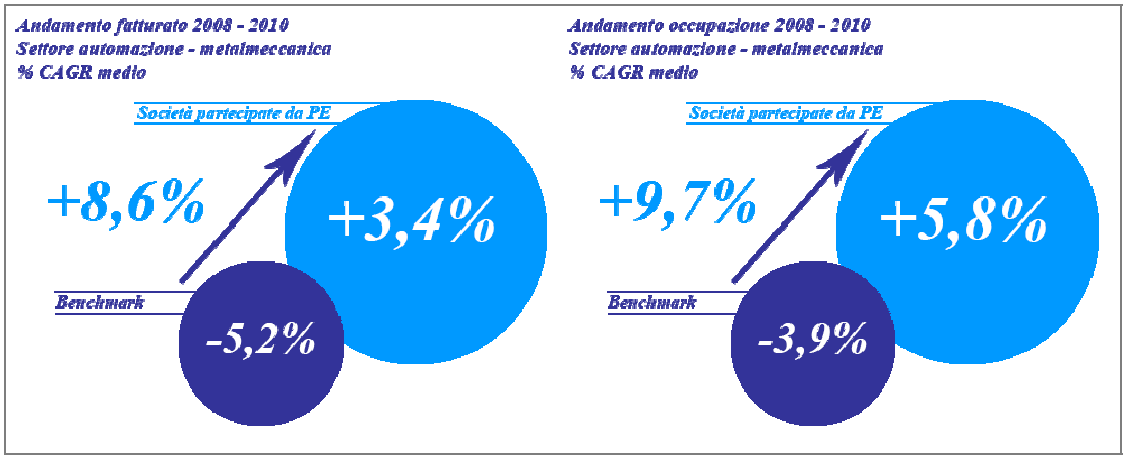
Fonte: elaborazione propria su dati Private Equity Monitor

Dallo studio è emerso che le aziende partecipate del settore dell'Automazione – metalmeccanica hanno registrato tra il 2008 e il 2010 un incremento del fatturato pari al 3,4%, battendo dell'8,6% il settore nel complesso, che ha visto un andamento negativo, pari al -5,2%.

In particolare, il fatturato delle target è cresciuto dello 0,5% nel 2009, del 6,2% nel 2010 e del 9,2%[21] nel 2011[22].

Anche sul fronte occupazionale le aziende partecipate da fondi di private equity hanno battuto il benchmark, con uno scarto del 9,7%. Infatti, mentre le imprese italiane registravano un decremento del numero di dipendenti nel settore pari al 3,9%, quelle partecipate da operatori di private equity vedevano aumentare nello stesso periodo il tasso occupazionale del 5,8%.

Grafico 14 – L'impatto economico delle operazioni di private equity nel settore Automazione – metalmeccanica



Fonte: elaborazione propria

4. Conclusioni

I settori del Made in Italy hanno da sempre attratto l'attenzione degli operatori di private equity, che nel corso degli anni hanno realizzato numerose operazioni, in particolare nelle cosiddette 4 A. Il nostro Paese, infatti, eccelle nei comparti dell'abbigliamento, dell'alimentare, dell'arredamento e dell'automazione, esportando i propri prodotti di qualità e prestigio in tutto il mondo: come ampiamente sottolineato, circa il 40% delle operazioni di private equity degli ultimi anni ha riguardato imprese attive proprio in questi settori.

Attraverso le diverse tipologie di investimenti, gli operatori agiscono in maniera differente, ma nel complesso le performance aziendali ottengono dei benefici notevoli. Le operazioni di expansion, ad esempio, possono rappresentare una buona spinta per lo sviluppo delle imprese di piccole e medie dimensioni, che hanno come obiettivo quello di rafforzare e/o accrescere la propria presenza competitiva, attivando processi di internazionalizzazione. Attraverso le operazioni di replacement, invece, gli operatori possono rappresentare una garanzia di stabilità

degli equilibri societari nel caso in cui uno o più soci abbiano deciso di cedere la propria partecipazione. Con le operazioni di turnaround, ristrutturando l'azienda al fine di renderla nuovamente profittevole, l'impatto dell'operato del private equity è molto delicato e importante, in quanto il raggiungimento degli obiettivi, oltre al profitto per l'operatore, permette di salvaguardare l'azienda e gli interessi di tutti gli stakeholders (dipendenti, fornitori, clienti, etc.). I buy out, vale investimenti di maggioranza volti al cambiamento della proprietà dell'azienda, invece, giocano un ruolo fondamentale per favorire i processi di ricambio generazionale e l'acquisizione da parte di investitori finanziari si configura sempre più frequentemente come l'unica opportunità per le imprese di una certa dimensione di mantenere l'headquarter in Italia, rafforzando il ruolo dei manager italiani che le guidano.

Più in generale, indipendentemente dalla tipologia di operazione realizzata, le competenze e le risorse apportate alle società target abbracciano numerosi ambiti e rappresentano molteplici opportunità. Lo studio oggetto del presente paper, riferito alle 4 A del Made in Italy, dimostra che le aziende partecipate dagli operatori hanno nella grande maggioranza dei casi sovraperformato il benchmark di riferimento, per cui è possibile evidenziare il positivo contributo di tali interventi.

Da un lato, dunque, il settore del private equity riesce a ricavare buoni profitti dagli investimenti realizzati in aziende operanti nei quattro settori "tradizionali" del Made in Italy. Infatti, come è stato visto precedentemente, le caratteristiche tipo delle imprese italiane si prestano per una buona riuscita delle strategie che solitamente vengono attuate dagli operatori, motivo per cui si continuano a scegliere queste aziende. Dall'altro lato, i settori del Made in Italy beneficiano non solo dei capitali, ma anche delle competenze del private equity, tanto che riescono ad ottenere risultati superiori rispetto ad aziende comparabili. Con questo meccanismo, oltre ai profitti realizzati dai fondi, numerosi sono i benefici che interessano l'intera economia del Paese. Infatti, il miglioramento delle performance delle aziende partecipate concorre all'andamento generale dell'economia. Per tale motivo, si auspica un miglioramento delle condizioni del mercato del private equity italiano, sia in termini di raccolta che di disinvestimenti, in maniera da rendere possibile un numero ancora più alto di operazioni realizzate e quindi un maggiore contributo all'intero sistema economico italiano.

Bibliografia

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

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

Becattini, G. (1998), *Distretti industriali e made in Italy: le basi socioculturali del nostro sviluppo economico*, Bollati Boringhieri, Torino

Bertoli, G., Busacca, B., Molteni, L. (2005), *Consumatore, marca ed "effetto made in": evidenze dall'Italia e dagli Stati Uniti*, Università degli Studi di Brescia, paper numero 47

Bollazzi F., Gervasoni A., *Venture capital, imprese innovative ed interventi di politica industriale: un'analisi empirica del mercato italiano*, XXV Convegno annuale di Sinergie, L'innovazione per la competitività delle imprese, Ancona

Cavazza G., Dell'Osso, L. (1993), *Prodotti, tecnologia e mercati del made in Italy*, Franco Angeli, Milano

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

Corbellini, E., Saviolo, E. (2004), *La scommessa del made in Italy e il futuro della moda italiana*, Etas, Milano

Cressy, R., Munari, F. & Malipiero, A. (2007), *Playing to their strengths? Evidence that specialization in the private equity industry confers competitive advantage*, Journal of Corporate Finance

Davis, S. et al. (2009), *Private Equity, Jobs and Productivity. Globalisation of Alternative Investments* World Economic Forum, Working Papers, Volume 2

Ernst & Young (2012), *Branching out: How do private equity investors create value? A study of European exits*, pubblicazione interna

Fortis, M. (1998), *Il made in Italy*, Il Mulino, Bologna

Fortis, M. (2005), *Le due sfide del made in Italy: globalizzazione e innovazione. Profili di analisi della Seconda Conferenza Nazionale sul Commercio con l'Estero*, Collana della Fondazione Edison

Frontier Economics (2013), *Exploring the impact of private equity on economic growth in Europe. A report prepared for the EVCA*, pubblicazione interna

Fusaro, G., Muzio, A. (2012), *Domanda e offerta di private equity in Italia: il segmento del mid market*, LIUC Paper numero 245

Gambardella A., Harhoff D., Verspagen B. (2008), *The value of European patents*, European Management Review

George, G., Wiklund, J. & Zahra, S. A. (2005), *Ownership and the Internationalization of Small Firms*, Journal of Management

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

Gospel, H. et al. (2010), *The impact of investment funds on restructuring practices and employment levels*, Luxembourg, Publications Office of the European Union

Guerini C. (2004), *Made in Italy e mercati internazionali. La valorizzazione del made-in nelle strategie di marketing delle imprese italiane*, Egea, Milano

Kaserer, C. (2011), *Return Attribution in Mid-Market Buy-Out Transactions – New Evidence from Europe*, Center for Entrepreneurial and Financial Studies

Lanza, A. (2006), *Le dinamiche competitive del made in Italy: risorse, eterogeneità, performance*, Pearson education, Milano

Lerner, J., Sørensen, M. & Strömberg, P., (2011), *Private Equity and Long-Run Investment: The Case of Innovation*, The Journal of Finance

Lockett, A. et al. (2008), *The export intensity of venture capital backed companies*, Small Business Economics

Merlo E. (2003), *Moda italiana. Storia di un'industria dall'Ottocento a oggi*, Marsilio, Venezia

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

Popov, A. & Roosenboom, P. (2009), *Does private equity investment spur innovation? Evidence from Europe*, European Central Bank, Working Paper Series n. 1063

PricewaterhouseCoopers (2013), *L'impatto economico del Private Equity e del Venture Capital in Italia*, pubblicazione interna

Rullani E. (2000), *Crescita e innovazione nel Made in Italy*, in Quadrio Curzio A., Fortis M. (a cura di), *Il made in Italy oltre il 2000*, Il Mulino, Bologna

Tykvová, T. & Mariela, B. (2012), *Do private equity owners increase risk of financial distress and bankruptcy?*, Journal of Corporate Finance

VICO project (2008), *VICO – Financing Entrepreneurial Ventures in Europe: impact on innovation, employment growth, and competitiveness*. (Online) Available at: http://www.vicoproject.org/ (Accessed April 2013)

Siti internet

http://exportonline.org

http://madeinitaly.org

http://produttoriitaliani.org

http://stats.oecd.org

http://www.aifi.it

http://www.databank.it

http://www.distretti.org

http://www.fondazioneedison.it

http://www.gazzettaufficiale.it

http://www.governo.it

http://www.infocamere.it/movimprese

http://www.istat.it

http://www.mise.gov.it

http://www.oecd-ilibrary.org

http://www.osservatoriodistretti.org

http://www.osservatoriomadein.it

http://www.privateequitymonitor.it

http://www.sistemamodaitalia.com

Note

[1] Definizione da delibera del Consiglio Direttivo di AIFI del 22 luglio 2004.
[2] Dati Ministero dello Sviluppo Economico.
[3] Secondo i dati OECD, la produttività del lavoro in termini di PIL per ora lavorata risulta in Italia molto più bassa rispetto agli altri Stati appartenenti al G8: in particolare, il valore è inferiore del 5% circa rispetto a quello dell'area Euro.
[4] Definizione di Marco Fortis in *Il Made in Italy*, 1998, pag. 8.
[5] Gli stessi metodi utilizzati in Fortis M., *Il Made in Italy*, Il Mulino, Bologna, 1998.
[6] Il campione è stato determinato escludendo dall'universo dei disinvestimenti totali avvenuti nel periodo 2003-2011 quelle società: (i) di cui non fossero disponibili o rintracciabili il nome e i dettagli anagrafici significativi; (ii) che non fossero operative, che fossero partecipate da operatori di natura pubblica o che fossero oggetto di operazioni di turnaround; (iii) di cui non fossero disponibili i dati economico-finanziari del periodo e (iv) che non fossero state oggetto di un reale disinvestimento (mero trasferimento delle azioni all'interno del sindacato di azionisti che aveva effettuato l'investimento o write-off). A causa della mancanza di informazioni specifiche, non è stato possibile analizzare separatamente la crescita organica ed inorganica. Tuttavia si evidenzia che il campione analizzato è comparabile con il benchmark selezionato in quanto anche quest'ultimo include l'impatto delle acquisizioni (Fonte: PricewaterhouseCoopers).
[7] Il benchmark selezionato è stato estrapolato dalle informazioni incluse nella ricerca *Dati cumulativi di 2032 società italiane*, una ricerca svolta dall'Ufficio Studi di Mediobanca. Al fine di migliorare la comparabilità dei dati è opportuno sottolineare che: (i) le aziende pubbliche sono state escluse dal benchmark e (ii) il benchmark è basato sullo stesso periodo di possesso delle aziende incluse nel campione analizzato e quindi può variare tra Buy-out e Venture Capital (Fonte: PricewaterhouseCoopers).
[8] Di Anna Gervasoni e Francesco Bollazzi.
[9] Frontier Economics, *Exploring the impact of private equity on economic growth in Europe*, a report prepared for the EVCA, maggio 2013.
[10] Studio del 2009.
[11] Stima realizzata da Gambardella et al. (2008).
[12] Analisi di 322 buy out europei di medie dimensioni realizzati in Europa nel periodo 1991-2007.
[13] Su un campione di 1.842 buy out realizzati in 15 Paesi membri dell'Unione Europea tra il 2000 e il 2008.
[14] www.privateequitymonitor.it
[15] Sono stati utilizzati dati SMI, Federalimentare e Centro Studi Cosmit/FederlegnoArredo.
[16] Il numero di dipendenti è la somma degli anni considerati, mentre per investment stage, deal origination e regione prevalente si considera il numero di operazioni.
[17] Confronto con dati SMI, che indicano per il 2011 una crescita del 4,8% del fatturato del settore moda.
[18] Confronto con dati Federalimentare.
[19] I dati relativi al 2009 e al 2010 non includono due operazioni caratterizzate da un andamento eccezionale, che avrebbe alterato la significatività delle medie.
[20] Dati Centro Studi Cosmit/FederlegnoArredo.
[21] Nel calcolare il CAGR non è stato incluso un deal in quanto avrebbe influenzato troppo il dato medio.
[22] Non sono disponibili analisi di confronto per questo settore.

Sommario

Da oltre trent'anni le operazioni di private equity rappresentano uno strumento efficace per lo sviluppo e la crescita delle imprese. Numerosi studi, italiani e internazionali, dimostrano che le società oggetto di investimento riescono ad ottenere risultati superiori al mercato grazie non solo ai capitali degli investitori, ma anche alle loro esperienze e competenze.

L'obiettivo di questo paper è analizzare il ruolo del private equity nel comparto del Made in Italy, costituito da aziende riconosciute in tutto il mondo per la qualità eccellente dei propri prodotti. Il mercato italiano, infatti, ha da sempre dedicato grande attenzione a queste imprese, effettuando numerosi investimenti soprattutto nelle cosiddette 4 A: Abbigliamento – accessori moda, Alimentare – vini, Arredo casa – design e Automazione – metalmeccanica.

Analizzando oltre 200 operazioni nel Made in Italy, viene dimostrato come le aziende partecipate dal private equity abbiano registrato risultati migliori, in termini di occupazione e fatturato, rispetto al mercato nel complesso, contribuendo in questo modo alla crescita economica del Paese.

Abstract

Since more than thirty years private equity has been representing an efficient instrument for supporting companies' growth. Both Italian and international analysis demonstrate that private equity backed companies have higher performances as compared to other similar companies and investors provide not only financial resources, but also expertise and know-how.

This paper aims at understanding the role of private equity in the so-called Made in Italy sector, composed of excellent companies, that export high quality products all over the world. The Italian private equity industry has always paid great attention on this kind of enterprises, especially operating in the so-called 4 F: Fashion, Furniture, Food and wines and Fabricated metal products and machinery.

A study on more than 200 deals in the Made in Italy sector, shows that companies' growth, in terms of revenue and employment, outperformed the same sector as a whole, thus fostering the economic growth of our Country.

Nota biografica sugli autori

Alessia Muzio

Alessia Muzio si è laureata con lode in Economia e Finanza Internazionale presso l'Università Cattolica del Sacro Cuore di Milano. Dal 2008 collabora con l'Ufficio Studi e Ricerche dell'Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital, di cui è responsabile dal novembre 2010, svolgendo attività di ricerca in materia di venture capital e private equity. Coordina i lavori della Commissione Buy Out, che ha l'obiettivo di supportare lo sviluppo e la corretta e positiva percezione delle operazioni di buy out in Italia. È membro dell'Operational Board dello European Data Cooperative, comitato istituito tra le National Venture Capital Association al fine di sviluppare statistiche europee. È membro del Comitato Scientifico del Private Equity Monitor – PEM® dell'Università Carlo Cattaneo.

Alessia Muzio has a Master's Degree in International Economics and Finance from Università Cattolica del Sacro Cuore in Milan. She joined the Italian Private Equity and Venture Capital Association (AIFI) in 2008 and since 2010 she is responsible for the Research Office activity, providing statistics and analysis concerning the private equity and venture capital market. She is the coordinator of the Buy Out Committee, aimed at promoting a correct and positive perception of the buy out industry in Italy. She is member of the Operational Board of the European Data Cooperative, created by the National Venture Capital Associations, in order to develop European statistics, and of the Scientific Board of Private Equity Monitor – PEM® at Carlo Cattaneo University.

Alice A. Pisano

Alice A. Pisano dopo aver conseguito il diploma di laurea in Economia presso l'Università di Catania, si é laureata con lode in Economia & Management, con specializzazione in "Banche, mercati e finanza di impresa", presso l'Università LIUC - Carlo Cattaneo di Castellanza (VA). Successivamente ha frequentato il Master in "Private Equity e Fondi di Investimento" in Lussemburgo, organizzato dalla Camera di Commercio Italo-Lussemburghese (CCIL) in collaborazione con l'Institut de Formation Bancaire en Luxembourg (IFBL) e PricewaterhouseCoopers (PwC).

Alice A. Pisano after the bachelor's degree in Economics achieved at Università di Catania, got the master's degree cum laude in Economics and Management, with specialisation in "Banks, financial markets and corporate finance", achieved at Università LIUC - Carlo Cattaneo in Castellanza (VA). Afterwards she attended a postgraduate master's degree in "Private Equity and Investment Funds" in Luxembourg, organized by the Italian chamber of commerce in Luxembourg (CCIL) in collaboration with the Institute of Banking Training in Luxembourg (IFBL) and PricewaterhouseCoopers (PwC).