



Università  
Ca' Foscari  
Venezia

**Corso di Laurea magistrale  
(ordinamento ex D.M. 270/2004)  
in Economia e Finanza**

**Tesi di Laurea**

**I fondi di private equity ed il  
loro ruolo nello sviluppo  
delle imprese del nord-est**

—  
Ca' Foscari  
Dorsoduro 3246  
30123 Venezia

**Relatore  
Ch. Prof. Massimo Buongiorno**

**Laureando  
Nicola Barbiero  
Matricola 813847**

**Anno Accademico  
2012 / 2013**

***A tutte le persone che mi sono state vicine  
in particolare a quelle che non sono più tra noi***

# *I fondi di private equity ed il loro ruolo nello sviluppo delle imprese del nord-est*

pag.

<b>INCIPIT</b> .....	3
----------------------	---

## **Parte I: I fondi di private equity**

### 1. *Descrizione e struttura di un fondo di private equity*

1.1 . Introduzione.....	7
1.2. Struttura organizzativa.....	14
1.3. La gestione di un fondo chiuso.....	20
1.4. Gli investitori.....	34
1.5. I fondi di fondi e fondi puri.....	47
1.6. Politica di investimento.....	56
1.7. Quotazione dei fondi di <i>private equity</i> .....	68
1.8. AIFI & EVCA.....	80

### 2. *Il panorama italiano dei fondi di private equity*

2.1. Le realtà operanti.....	87
2.2. Gli attori collegati.....	103
2.3. Il Fondo Italiano di Investimento.....	110

## **Parte II: Casi analizzati**

### 3. *Entrata di Palladio Finanziaria nel capitale di Alajmo S.p.A.*

3.1. Caratteristiche della società target.....	122
3.2. Composizione del capitale pre-operazione.....	124
3.3. Motivazioni alla base dell'operazione.....	126
3.4. Modalità di conclusione dell'operazione e nuova composizione capitale.....	128
3.5. Sviluppo della società a seguito dell'operazione.....	130
3.6. Prospettive future.....	132

4. <i>Entrata di Amber Capital nel capitale di Sorgent.e Holding</i>	
4.1. Caratteristiche della società target.....	134
4.2. Composizione del capitale pre-operazione.....	138
4.3. Motivazioni alla base dell'operazione.....	140
4.4. Modalità di conclusione dell'operazione e nuova composizione capitale.....	142
4.5. Sviluppo della società a seguito dell'operazione.....	145
4.6. Prospettive future.....	147
5. <i>Entrata del Fondo Italiano di Investimento nel capitale di Rigoni d'Asiago S.pA..</i>	
5.1. Caratteristiche della società target.....	149
5.2. Composizione del capitale pre-operazione.....	152
5.3. Motivazioni alla base dell'operazione.....	154
5.4. Modalità di conclusione dell'operazione e nuova composizione capitale.....	156
5.5. Sviluppo della società a seguito dell'operazione.....	158
5.6. Prospettive future.....	160
6. <i>Nozioni acquisite dai casi studiati.....</i>	162

### ***Parte III: Conclusioni***

7. <i>Prospettive future.....</i>	172
<b><i>Appendice 1 – Analisi quantitativa dei casi studio.....</i></b>	180
<b><i>RINGRAZIAMENTI.....</i></b>	197
<b><i>BIBLIOGRAFIA.....</i></b>	199
<b><i>SITOGRAFIA.....</i></b>	200

# ***INCIPIT***

I fondi di *private equity* stanno assumendo un peso sempre maggiore nel panorama economico nazionale e internazionale per la loro funzione d'intervento a supporto di aziende di ogni dimensione al fine di sviluppare il loro *business*.

Proprio per questo motivo ho deciso di scrivere una tesi che descriva il ruolo di questi attori nel sostegno alle imprese, in particolare per il compito che gli stessi stanno svolgendo e potranno svolgere nel supporto delle realtà operanti nel nord-est.

E' a tutti noto che, a seguito della crisi finanziaria del 2008, le piccole imprese, e non solo, stanno riscontrando sempre maggiori problemi nel reperimento della liquidità, sia a titolo di finanziamento sia a titolo di capitale, necessaria per poter effettuare gli investimenti che permettano il mantenimento e lo sviluppo dell'attività. Mi sono focalizzato sulle piccole imprese a carattere familiare in quanto rappresentano circa il 90% delle aziende operanti nel nostro stato e, a differenza di altre nazioni che presentano numeri simili, generano una quota importante del PIL pari a circa 80%.

Se da un lato queste realtà permettono una grande flessibilità in termini di prodotti e di velocità decisionale da parte dell'imprenditore, dall'altra, proprio per la loro dimensioni, soltanto poche riescono a sopravvivere al ricambio generazionale e avere una crescita stabile. Si stima che soltanto il 50% delle aziende arriva alla seconda generazione e di queste soltanto il 30% alla terza (il 15% delle aziende iniziali) e di queste il 5% riesce a crescere svilupparsi e competere.

Queste imprese sono generalmente sotto capitalizzate e gli imprenditori aprono molto difficilmente la possibilità di entrata nel capitale a soggetti terzi per timore di perdere il controllo o l'autonomia gestionale e l'indipendenza decisionale. E' altresì vero che il sistema economico e legislativo non ha favorito l'apertura del capitale e, di conseguenza, l'indebitamento attraverso il sistema bancario risulta più agevole da ottenere; o meglio, lo era prima che gli istituti di credito attuassero una stretta senza precedenti nell'erogazione di finanziamenti. Le imprese hanno cercato, dove possibile, di fare ricorso all'autofinanziamento piuttosto che aprirsi ad investitori esterni limitando molto spesso il proprio sviluppo.

Detto ciò si capisce molto bene come questo sia un tema caldo, importante soprattutto in vista della necessità imprescindibile di crescere e di svilupparsi facendo ricerca, innovazione, dovendo internazionalizzarsi per poter competere ad affrontare un contesto ampio e difficile le cui sfide impongono di dotarsi di risorse economiche importanti in grado di supportare l'azienda in un percorso di crescita che possa portarla lontano dalla crisi e arrivare ad una situazione di maturità che possa permettere di raggiungere una stabilità economica e finanziaria.

Oggi il *private equity* costituisce un'importante opportunità per le imprese che, attraverso questi fondi, possono trovare la liquidità ricercata; liquidità di cui possono disporre nel medio periodo senza necessariamente dovere remunerare il capitale nel breve. Si può aprire lo spazio, di

conseguenza, a progetti di ricerca ed innovazione che, per loro natura, producono un risultato nel medio-lungo termine. Questo, vale la pena ricordarlo, anche grazie agli investimenti degli istituti di credito, delle fondazioni e delle casse di previdenza che sono tra i principali sottoscrittori dei fondi di P.E.. A questo punto viene naturale chiedersi per quale motivo gli istituti di credito, in particolare, siano così restii a concedere capitale sotto forma di finanziamento alle imprese che ne fanno richiesta mentre entrano nel capitale delle stesse aziende tramite la sottoscrizione di questi investimenti.

Gli imprenditori, però, non sfruttano ancora a sufficienza questo mezzo; gli stessi imprenditori, infatti, probabilmente a causa di retaggi culturali difficilmente modificabili si identificano con la propria impresa, la pensano e la vivono come una creatura propria e la conducono come se dovesse durare per sempre sotto il loro controllo e sotto la loro gestione. Con questa tipologia di visione è naturale che il semplice passaggio generazionale potrebbe rivelarsi un ostacolo difficilmente superabile e, come conseguenza di ciò, si arriva alla liquidazione dell'azienda stessa. Poche sono, come si è visto inizialmente, le imprese che riescono a sopravvivere nel tempo tra i diversi passaggi generazionali.

Questi imprenditori paventano qualsiasi intromissione in azienda e temono che l'ingresso di un *private equity* nella gestione possa comportare una maggior lentezza decisionale ed una minor libertà di manovra. Spesso l'estesa rete di relazioni e le sviluppate conoscenze che il proprietario d'azienda ha radicato nel territorio fa sì che l'imprenditore voglia mantenere l'immagine di pieno e unico capo.

I *private equity* vengono visti con sospetto anche per altre motivazioni oltre a quanto precedentemente elencato, l'investitore richiede normalmente di avere delle posizioni nell'ambito del C.d.A. cosa che è molto utile dal punto di vista del possibile supporto professionale ma, spesso, vengono interpretate dall'imprenditore come un'intromissione e vissute come una perdita di autonomia e di capacità decisionale anche a causa della burocrazia a cui si vedono costretti.

Se ci troviamo di fronte ad imprese di carattere familiare la visione di lungo termine dell'imprenditore contrasta con quella del fondo in quanto, pur se quest'ultimo non ha vincoli temporali all'investimento, deve rispettare quanto previsto dal regolamento del fondo e procedere, dopo un periodo determinato, a rientrare dall'investimento effettuato.

Altre perplessità e resistenze vengono create anche da alcune clausole: ad esempio la clausola che prevede, quando arriva il programmato momento del disinvestimento, che l'imprenditore ceda anche la sua quota di partecipazione, cosa comprensibile oggettivamente ma difficilmente digeribile per un imprenditore legato a doppio filo con la sua azienda.

Grazie a quanto visto sopra è chiaro come il *private equity* sia uno strumento utile e necessario alle piccole e medie imprese che vogliono svilupparsi ma non possiamo pretendere che il fenomeno si accresca nel nostro Paese con le stesse caratteristiche e modalità viste nel mondo anglosassone, l'ennesima occasione che, al momento, l'Italia e chi in Italia ci lavora ed investe direttamente in prima persona sta perdendo.

Dalle considerazioni sopra fatte risulta interessante studiare come la realtà del *private equity* sia intervenuta nel nostro territorio e capire i benefici/malefici che le aziende, all'interno delle quali è presente questo tipo di investitore, abbiano sostenuto/sopportato.

Al fine di studiare questo fenomeno ho suddiviso la tesi in tre parti: nella prima parte descrivo cosa sono e come sono strutturati i fondi di *private equity* focalizzando l'attenzione nel panorama italiano, nella seconda parte analizzo tre casi di aziende del coinvolte, negli ultimi anni, dall'entrata nel capitale di fondi di *private equity*. Naturalmente il *focus* geografico di questi casi è la realtà del nord-est particolarmente conosciuta, tra l'altro, per l'imprenditore che vive la propria vita per l'azienda che lui stesso ha ideato e portato al successo.

Ultima parte è dedicata alle prospettive future che immagino possano realizzarsi sulla base dell'analisi dei *cases study* visti nella parte precedente.

# ***PARTE I***

## ***I fondi di private equity***



# ***CAPITOLO 1***

## ***Descrizione e struttura di un fondo di private equity***

### ***1.1. Introduzione***

Con il termine *Private Equity* si indica l'attività di investimento nel capitale di rischio di società non quotate. I fondi di *private equity* sono fondi mobiliari chiusi che raccolgono capitali da privati e investitori istituzionali, come banche, fondazioni, compagnie di assicurazione e fondi pensione per investirli in imprese non quotate ad alto potenziale di crescita. L'obiettivo di questi prodotti finanziari è sostenere lo sviluppo delle società nei periodi critici del loro ciclo di vita per poi trarne profitto attraverso la quotazione in borsa. Gli investimenti dei fondi si possono presentare anche come operazioni negoziate, oggetto di processi di valutazione, strutturazione e *pricing* al di fuori del mercato azionario e del riferimento a prezzi quotati dove, con quest'ultimo termine, ci si riferisce al classico incontro tra domanda e offerta che avviene nei mercati di quotazione e che permette a tutti gli operatori coinvolti di poter, in brevissimo tempo, valutare un'azienda.

Da un punto di vista storico, possiamo collocare la nascita dei *private equity*, negli anni successivi alla fine della Seconda Guerra Mondiale. Il loro sviluppo si è presentato sotto forma di "ondate" suddividibile nelle seguenti fasi:

- 1946 – 1981: scarso volume di investimenti, strutture societarie primitive e poca conoscenza e familiarità con questo nuovo strumento;
- 1982 – 1991: sviluppo del *leveraged buy-out* dovuto ai *junk bond* e culminato con l'acquisizione di RJR Nabisco da parte del fondo KKR;
- 1992 – 2002: secondo ciclo, vedono la luce le prime società di *private equity* istituzionalizzate; periodo iniziato dalle crisi delle *saving & loans*, dagli scandali dell'*insider trading* si chiude con lo scoppio della bolla dot-com del 1999-2000;

- 2003 – 2007: terza fase, i bassi tassi d'interesse sono l'ottima condizione per lo sviluppo dei *buy out* che raggiungono dimensioni elevate, inizia con lo scoppio dell'ennesima bolla questa volta relativa la *New Economy* e si chiude con a quotazione dei *private equity* in borsa

I fondi chiusi sono stati introdotti nell'ordinamento italiano nel 1993 più precisamente con la legge n. 344 del 14/08/1993 la quale ha ricalcato la normativa precedente relativa i fondi comuni d'investimento aperti; in questa sede, il legislatore, non ha fornito una definizione esplicita di fondo chiuso ma ne ha disciplinato il ciclo di vita andando quindi a dare indicazioni precise circa l'istituzione del fondo, la partecipazione e la gestione e dettando regole precise relativamente la costituzione e l'attività delle società di gestione che vogliono istituire fondi chiusi. Sommarariamente il fondo mobiliare di tipo chiuso può essere visto come un fondo gestito da una S.G.R. autorizzata preventivamente dal Ministro del Tesoro (ora Ministro dell'Economia e delle Finanze) con un importo fisso di sottoscrizioni, raggiunto il quale le stesse si chiudono (e da qui la specifica di fondo chiuso distinguendo questo dai fondi aperti nei quali la sottoscrizione è possibile in qualsiasi momento di vita del fondo), riguardante investimenti ben definiti di cui è dichiarata fin dall'inizio dell'attività la dimensione e la qualità. Spetta al Ministro stesso, sentita la Banca d'Italia, autorizzare le società per azioni aventi ad oggetto esclusivo la gestione dei fondi comuni d'investimento collettivo in valori mobiliari, a istituire uno o più fondi comuni di investimento mobiliare di tipo chiuso.

Sebbene la legge del 1993 avesse avuto il grande merito di introdurre anche in Italia questa tipologia di fondo (ben in ritardo rispetto agli altri paesi), era troppo restrittiva avendo al suo interno numerosi vincoli e divieti: ai sensi della normativa, il fondo chiuso doveva investire in titolo rappresentativi del capitale di rischio di imprese di società non quotate un importo compreso tra il 40 e 80% del patrimonio gestito. Inoltre l'investimento in azioni quotate in borsa o in altro mercato non poteva superare il 20% del valore complessivo del fondo, inoltre in tema di limitazione di concentrazione del rischio, la norma in esame, sanciva il divieto assoluto di assumere e mantenere nel patrimonio del fondo azioni o quote con diritto di voto emesse da una stessa società non quotata in borsa per un valore nominale superiore al 30% del capitale sociale. La durata massima del fondo chiuso era di dieci anni; naturalmente questa previsione ha limitato notevolmente la nascita di quei fondi i cui investimenti vengono adeguatamente ricompensati solamente dopo molti anni (penso ad esempio agli investimenti nel settore dell'*high tech* o ai fondi specializzati in operazioni di *early stage financing*). Con tale normativa è chiaro che l'autonomia dei gestori nello scegliere le attività oggetto d'investimento sia fortemente limitata, e le politiche di portafoglio erano rigidamente vincolate e non era possibile compiere operazioni nelle quali è strategicamente determinante l'assunzione della maggioranza o del controllo del pacchetto azionario.

Oggi il quadro completo della disciplina dei fondi chiusi è rinvenibile nel testo unico della finanza (TUF), il quale ne dà la seguente definizione: fondo comune d'investimento, costituito da un patrimonio autonomo, suddiviso in quote, di pertinenza di una pluralità di partecipanti gestito in monte, in cui il diritto al rimborso delle quote viene riconosciuto ai partecipanti solamente a determinate scadenze. Questo istituto è inserito nella disciplina relativa agli organismi d'investimento collettivo del risparmio (OICR), insieme ai fondi aperti e alle società di investimento a capitale variabile (SICAV) e rientra nel fenomeno, previsto dal legislatore, di gestione collettiva del risparmio, attività che, ai sensi dell'articolo 33 D.Lgs 58/98 è riservata alle società di gestione del risparmio e alle SICAV.

Quanto previsto dal TUF (d.lgs 24 febbraio 1998) ha sostanzialmente abrogato il preesistente quadro normativo e lasciato a Banca d'Italia e Consob il compito di disciplinare la materia nel dettaglio. I due istituti di vigilanza hanno dettato regole maggiormente flessibili introducendo maggiori margini operativi ai gestori. Con l'attuale disciplina sono istituiti in forma chiusa i fondi comuni il cui patrimonio è investito in strumenti finanziari non quotati in un mercato regolamentato diversi dalle quote di OICR aperti in misura superiore al 10%, in beni immobili e diritti reali immobiliari, in crediti e titoli rappresentativi di crediti e in altri beni per i quali esiste un mercato e che abbiano un valore determinabile con certezza con periodicità almeno semestrale. E' evidente come la nuova disciplina si ispiri al principio di flessibilità sia per le modalità di raccolta sia per quelle di impiego delle risorse; ciò è reso ancor più in maniera chiara dalla possibilità riconosciuta alle SGR di istituire fondi riservati oltre ai tradizionali fondi *retail*. Vengono così chiamati quei fondi che hanno ereditato parte dei vincoli presenti nella normativa del 1993 come il divieto di investire in strumenti finanziari non quotati dello stesso emittente in misura superiore al 20% del patrimonio oppure l'obbligo di effettuare i versamenti dei sottoscrittori in un'unica soluzione ed in tale occasione emettere completamente le quote .

Con i fondi riservati, la normativa permette alle società di gestione di istituire fondi chiusi la cui partecipazione è riservata ad investitori qualificati specificando le categorie di investitori ai quali il fondo è riservato ed inoltre, nel regolamento, possono prevedere limiti agli investimenti diversi da quelli stabiliti per i fondi *retail*. Ulteriore elemento di rottura viene individuato dalla possibilità che viene riconosciuta ai sottoscrittori di fare il versamento (solitamente denominato richiamo) non appena le richieste d'investimento lo richiedano. Quest'ultima previsione non è di poco conto in considerazione anche del fatto che gli importi investiti dai singoli sottoscrittori possono arrivare a cifre molto importanti. Senza questa modifica il gestore, nella fase iniziale di vita del fondo, si sarebbe trovato in una situazione complessa in quanto aveva a disposizione sottoforma di liquidità tutto il patrimonio del fondo senza avere la necessità di investirlo a breve giro. Si configurava così una raccolta di risorse non necessarie le quali potevano restare in giacenza nel conto corrente senza essere investite. Il processo di selezione delle imprese sulle quali investire risulta complesso e oneroso di conseguenza la pratica del *draw dow* (così viene chiamata la possibilità di effettuare richiami lungo la vita del fondo) può consentire l'ottimizzazione dei flussi finanziari.

I fondi chiusi si collocano nel mercato finanziario come concorrenti di altri intermediari attivi nel settore dell'offerta del capitale di rischio alle aziende non quotate: le società di *venture capital* e le *merchant banks*.

Le società di *venture capital* offrono capitale di rischio a imprese non quotate con elevata potenzialità di sviluppo per tempi medio lunghi. Le stesse differiscono dai fondi chiusi oggetto della mia analisi sotto diversi aspetti: innanzi tutto dal punto di vista formale in quanto il patrimonio che gestiscono coincide con il patrimonio della società. Ogni investitore è socio della stessa società di *venture capital*. Da un punto di vista operativo le operazioni attuate da queste ultime società si traducono nella partecipazione duratura al capitale di nuove imprese sia nella prima fase del ciclo di sviluppo sia successivamente. I fondi chiusi, invece, avendo una durata limitata, orientano i propri investimenti verso imprese di dimensioni ridotte più solide, che hanno già superato un livello minimo di sviluppo. In questi casi è chiaro come i fondi chiusi non possano cercare combinazioni di rischio-rendimento perseguite dalla società di *venture capital*, poiché finanziandosi presso il pubblico, hanno precisi vincoli temporali.

Con il termine *merchant banking* si intende l'attività svolta da istituzioni finanziarie di matrice bancaria o industriale che si sostanzia nell'acquisto di partecipazioni di minoranza di imprese di medio-grandi dimensioni per organizzare operazioni finanziarie di particolare complessità, le cosiddette operazioni di finanza straordinaria, come fusioni, acquisizioni, operazioni di *buy-out* e quotazioni. Rispetto al *venture capital*, le *merchant banking* agiscono in una fase successiva di ciclo di vita delle imprese; il loro ingresso ha come fine il sostegno finanziario dell'azienda quando sono richiesti capitali per attuare una ristrutturazione finanziaria quanto economica al fine di mantenere un livello adeguato di competitività e sviluppo. Come i *venture capital*, nelle *merchant banking* il capitale è dato dal conferimento dei soci e ciò li distingue in maniera netta dai fondi chiusi; ulteriore importante differenza tra le società analizzate in precedenza ed i fondi comuni riguarda la leva finanziaria infatti, mentre i fondi non possono usare questa possibilità, le istituzioni di cui sopra possono, attraverso l'indebitamento, fare leva.

Al fianco di questi intermediari si sono sviluppati anche fenomeni di investitori individuali chiamati *business angels*. Queste persone in veste di operatori informali intervengono con forme di finanziamento che permettono di far fronte alla necessità di risorse finanziarie nella fase di avvio di nuove imprese. Generalmente sono *managers* con esperienze gestionali o imprenditoriali i quali partecipano al capitale di rischio di aziende con elevata potenzialità di sviluppo offrendo sia la disponibilità economica sia la loro esperienza professionale, la loro capacità organizzativa e la rete di conoscenze sviluppata in anni di attività imprenditoriale. A differenza degli investitori istituzionali, i *business angels* non sono troppo attivi nel monitoraggio delle aziende e raramente assumono il controllo della partecipata; questi individui, infatti, non hanno alle loro spalle una struttura organizzata e strutturata specializzata per operare nel mercato del *venture capital*.

Spesso, per i loro investimenti, si avvalgono di un intermediario che mette in relazione questi individui aventi importanti capacità economiche con imprenditori giovani e meno esperti bisognosi di finanziamento.

Da queste poche righe riusciamo a capire come i singoli attori non siano in competizione tra loro in quanto operanti in settori complementari: da una parte i fondi chiusi possono rappresentare un ottimo canale di disinvestimento delle partecipazioni detenute dai *venture capital* o dai *business angels*, dall'altra parte gli stessi fondi chiusi possono disinvestire le proprie partecipazioni in favore delle *merchant banks* e dei fondi azionari aperti.

### *Ciclo di vita del finanziamento aziendale*

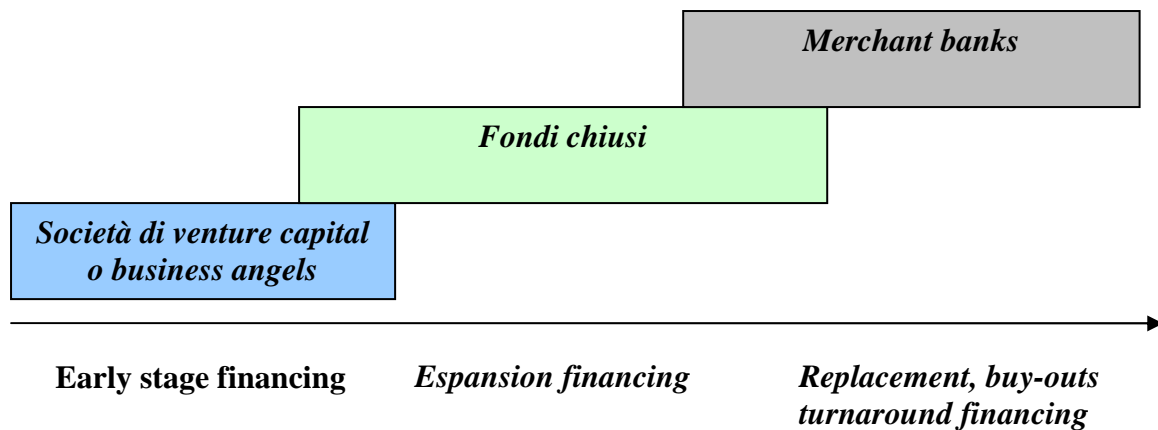


Figura 1.1 Ciclo di vita del finanziamento aziendale

L'attività dei fondi chiusi è collocabile nel mezzo di una catena immaginaria del finanziamento del capitale di rischio, ai cui estremi sono situate, da un lato le società di *venture capital* o *business angels* e, dall'altro, le *merchant banks* interessate alle esigenze del capitale di grandi imprese. La coesistenza di questi intermediari finanziari rappresenta una condizione indispensabile per lo sviluppo di moderni mercati finanziari. Da qui vediamo come queste istituzioni siano a servizio dell'economia reale nell'aiuto finanziario, e non solo, che viene apportato da professionisti ad imprenditori che necessitano del loro *know-how*. Qui la finanza diventa motore di sviluppo delle aziende e di crescita del territorio e non è più fine a se stessa, abbiamo visto come un'azienda possa essere sostenuta dall'inizio alla sua crescita definitiva attraverso la quotazione in mercati azionari ed in questo percorso i fondi chiusi svolgono una funzione molto importante giocando la parte di sostegno e portando l'azienda al famoso stato di maturità raggiungibile solo quando la società ha consolidato il suo *business* e può vantare una clientela tale da poter fare piani di sviluppo nel lungo periodo.

Oggi il ruolo dei *private equity* diventa ancora più importante lì dove ci imbattiamo in imprese che, pur in presenza di fondamentali ottimi, si trovano in difficoltà in quanto la banca non concede finanziamenti oppure, nel caso di aziende che operano con lo Stato o con enti statali, non possono riscuotere i loro crediti nei tempi stabiliti a causa della burocrazia del creditore. A questo punto l'intervento di un fondo chiuso può ripristinare il normale funzionamento e fare da volano per un successivo sviluppo stimolato anche dell'apporto di conoscenze ed esperienze garantito dai nuovi *managers*.

Se volessimo ricercare le origini del fenomeno dei *private equity* dobbiamo fare riferimento all'ondata di acquisizioni ostili di imprese quotate in borsa che si sviluppò soprattutto negli anni Ottanta del Novecento, da parte di finanziari d'assalto. Molte di queste operazioni si sono svolte con un livello di indebitamento molto alto, mettendo a punto quegli schemi di *Leverage Buy Out* che sono ancora oggi alla base delle operazioni di *private equity* e che, sostanzialmente, consistono nell'acquisizione di un'impresa finanziando tale operazione con un alto livello di indebitamento che verrà poi rimborsato con le stesse disponibilità liquide dell'impresa acquisita. Dai primi anni Novanta e per tutto il decennio il fenomeno è rimasto un po' in sordina mentre è esploso nel nuovo millennio sino a raggiungere negli ultimi anni dimensioni rilevanti.

Per dare un'idea 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 ad oltre 1.000 nel 1999, per arrivare a più di 4.000 società nel primo decennio del nuovo millennio con un trend di crescita che, pur rallentato dalla crisi, è in continua crescita. In particolare in Italia, il numero delle SGR operanti in tale settore è passato da 11 del 2000 a 68 nel 2010 e quello dei fondi operativi è passato da 7 a 126. Nello stesso periodo l'attivo dei fondi gestiti è cresciuto da 580 milioni a 5,8 miliardi di euro; considerando anche gli importi sottoscritti dagli investitori e richiamabili dai fondi per nuovi investimenti (quasi 9 miliardi di

euro), nel complesso le masse gestite facenti capo ai fondi di *private equity* di diritto italiano sono pari a 14,3 miliardi di euro nell'ipotesi di completo versamento degli impegni assunti dagli investitori nei confronti dei gestori<sup>1</sup>

---

<sup>1</sup> Dati pubblicati da Banca d'Italia nel *paper* "Il *private equity* in Italia: una analisi sulle "imprese target"

## 1.2. *Struttura organizzativa*

Successivamente alla necessaria introduzione al mondo dei *private equity* appare opportuno iniziare un primo approfondimento per capire come meglio come viene solitamente strutturata questa tipologia di fondi.

La formula più comune per finanziare e gestire gli investimenti in PE è quella del fondo comune, come già visto in fase di introduzione. Sulla base del contesto istituzionale in cui sono presenti, i fondi possono assumere caratteristiche societarie e contrattuali differenti. Di seguito si farà riferimento a due modelli: quello delle *Investment Company* (vedi il caso italiano in cui il ruolo di Investment Company è affidato alla SGR gestore del fondo) e quello della *Limited Partnership* (modello diffuso negli Stati Uniti e nei paesi anglosassoni). Nonostante i modelli descritti presentino caratteristiche profondamente diverse, come di seguito avremmo modo di vedere, è interessante notare come ci siano alcune particolarità che possiamo riscontrare in entrambi i modelli operativi; è il caso dei principi che regolano il rapporto tra gestore e investitore. In particolare possiamo osservare il ricorso ad appositi schemi di incentivo per stimolare le *performance* e allineare gli interessi di entrambi gli attori coinvolti (gestori e investitori) ad esempio: la tutela degli interessi patrimoniali degli investitori con clausole di privilegio nel ritorno del capitale investito e nel rendimento minimo; la remunerazione del gestore avviene in parte significativa attraverso le commissioni di *performance* in modo tale che la società sia stimolata nella ricerca degli investimenti ritenuti maggiormente remunerativi. In questo modo gli investitori possono godere di maggiori guadagni e la società gestore può iscriverne a bilancio importi più elevati a titolo di commissioni (solitamente calcolata sul 20% dell'utile fatto registrare dal fondo). Un ultimo esempio a favore di quanto detto può essere individuato nell'investimento, seppur minimo, nel fondo da parte degli stessi soggetti gestori in questo modo ottengono un duplice risultato: da una parte il fatto di investire risorse monetarie proprie comporta la necessità di remunerare adeguatamente l'investimento dall'altra, ed in stretta relazione alla prima, tramite la partecipazione diretta si dimostra ad ogni potenziale investitore che il gestore crede nel buon andamento futuro del fondo tanto che è disponibile a rischiare in prima persona.

Tornando ai modelli attraverso i quali si strutturano i fondi di *private equity*, possiamo iniziare ad analizzare l'opzione che risulta maggiormente diffusa ossia la *Limited Partnership*: in questo caso il punto di partenza è costituito dal fatto che una persona, o un numero limitato di persone, facenti capo ad un gruppo di PE, fondano una *limited liability partnership* (LLP) e raccolgono capitale da un gruppo di investitori. La LLP ha una vita limitata, solitamente dura un decennio, ed è in sostanza un fondo chiuso di investimento.

I *managers* del fondo generalmente sono definiti *general partners* (gp), mentre gli investitori sono conosciuti come *limited partners* (lp).



Tra gli investitori si trovano tutti i soggetti che, sulla base della loro capacità finanziaria, possono sottoscrivere il fondo come ad esempio fondi pensione, banche e società di assicurazione. Normalmente le operazioni vengono finanziate con una parte di capitale e quattro parti di finanziamento; in questo caso i prestiti vengono raccolti presso banche e altre istituzioni finanziarie specializzate in questo genere di operazioni. I fondi di PE normalmente prendono una quota di controllo nel capitale delle singole iniziative con una parte offerta anche ai *managers*, che successivamente provvedono a vendere (in genere entro pochi anni) ad altre imprese, altre società di PE, oppure a piccoli investitori attraverso la quotazione in borsa e la conseguente suddivisione del capitale in piccole quote.

I gp possono generare guadagni a favore della loro società in due modi: attraverso l'addebito sul fondo di commissioni periodiche a titolo di commissioni di gestione o di altre commissioni sul capitale che gestiscono come ad esempio i *carried interest* (una forma di profitto riconosciuta al gestore quando vengono raggiunti determinati obiettivi di redditività d tutto il fondo). In generale, dopo che il fondo ha restituito agli investitori il capitale investito inizialmente, i profitti vengono divisi in modo che 80% vada ai lp ed il 20% al gp. Tale ripartizione dovuta proprio alle commissioni di *performance* prelevate dal fondo a favore del gestore nella misura del 20% dei profitti come sopra già anticipato.

I *managers* di questi fondi vengono trasformati in azionisti delle imprese acquisite. In questo modo, oltre a guadagnare di più (essi non devono rendere pubblici i loro compensi) sono incentivati al fine di ottimizzare la gestione dell'impresa.

Da quanto letto sopra diventa naturale paragonare il modello del *limited partnership* a quello di una società in accomandita al cui interno sono presenti due categorie di soci: i soci accomandatari (a responsabilità illimitata) che si possono paragonare ai *general partners* e i soci accomandanti (a responsabilità limitata più vicini ai *limited partners*).

I vantaggi di una *limited partnership* sono da ricercare nella struttura organizzativa della stessa in quanto viene considerata la formula più efficace per offrire agli investitori le migliori condizioni contrattuali, in particolare farebbe emergere uno stile di gestione pro-attivo. E' questo aspetto differenziale importante rispetto alla situazione europea e alle sue strutture di *investment company*: si rileva come, in questo secondo caso, sia molto più frequente uno stile reattivo, più simile a quello dei gestori dei fondi in generale.

Di seguito viene presentato uno schema riepilogativo della struttura di una *limited partnership*

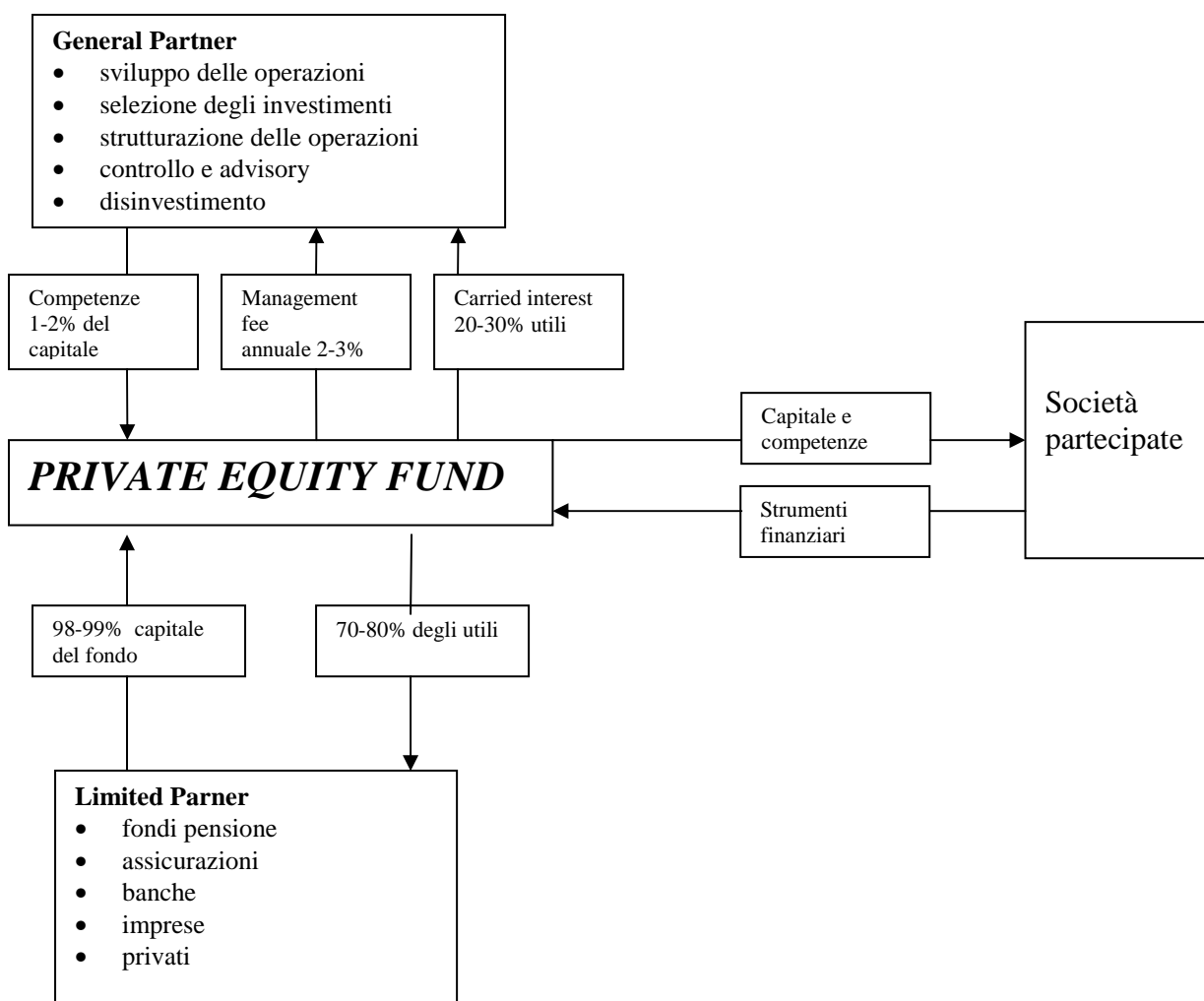


Figura 1.2 La struttura di una *limited partnership*

Il secondo modello organizzativo che un fondo di *private equity* può seguire, è lo schema dei fondi chiusi (tipico della realtà italiana), di seguito ne viene data evidenza attraverso la figura 1.3.

Come si capisce dallo schema sotto riportato vediamo come sia necessaria l'esistenza di una società di gestione la quale promuove e gestisce i fondi stessi. I fondi gestiti avranno caratteristiche diverse in termini di *focus* sugli investimenti per cui ciascun fondo avrà il proprio portafoglio di società *target*. Gli operatori che scelgono di aderire a un fondo promosso da una determinata società di gestione, potranno decidere dove impegnare i loro investimenti sulla base del prospetto informativo messo a disposizione prima della sottoscrizione e nel quale vengono descritte le principali caratteristiche del fondo stesso.

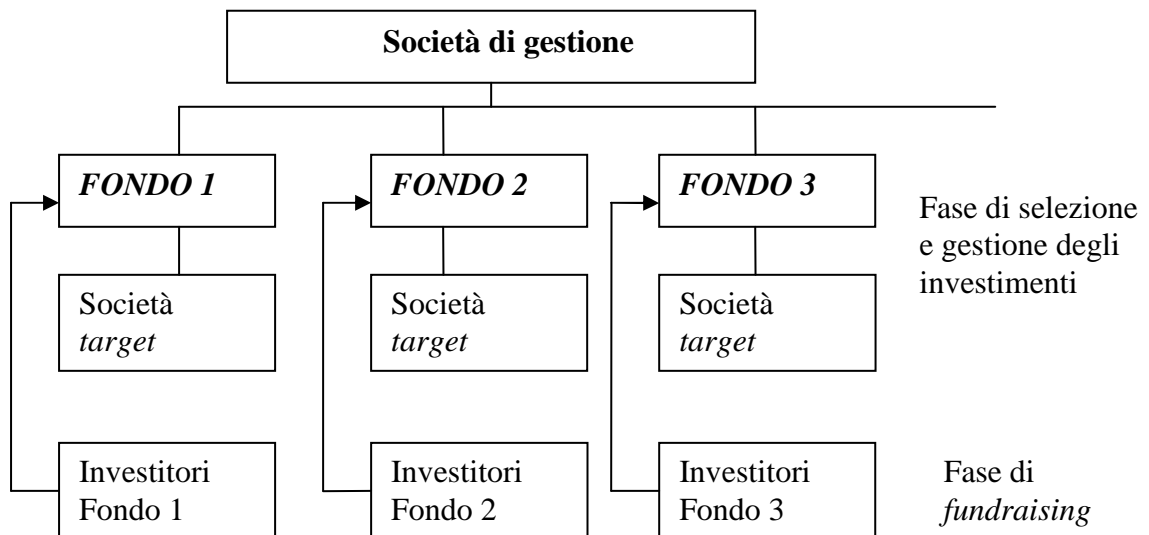


Figura 1.3 Struttura di un fondo comune chiuso

La principale differenza tra il primo ed il secondo modello riguarda la netta separazione tra il capitale della società di gestione, quello dei fondi e, all'interno di ciascuno di essi, di ciascun investitore. Mentre nel primo caso gli investitori entravano a titolo di soci a responsabilità limitata nel patrimonio del fondo, in questo caso al momento della sottoscrizione dell'impegno, agli investitori viene attribuito un numero di quote e, sulla base delle quote detenute è determinata la percentuale di appartenenza al fondo.

La società di gestione può, a sua volta, essere un investitore del fondo dalla stessa promosso; il profilo commissionale è simile a quanto già visto nel caso delle *limited partnership*, in questo caso le *management fee* vengono prelevate dal fondo a favore della società di gestione, stessa cosa si può dire per le commissioni di *performance*. In questo modo agli investitori viene riconosciuta una percentuale delle plusvalenze del fondo pari al 70-80% similmente a quanto accadeva ai *limited partner*. In questo secondo modello la società di gestione non è obbligata ad entrare nel capitale del fondo, cosa che risulta, invece, implicita nel primo modello; sicuramente, come già visto, la partecipazione della società di gestione stessa aumenta la credibilità degli obiettivi indicati nella nota informativa.

Abbiamo già ampiamente detto che in Italia la struttura dei fondi chiusi si articola con il secondo modello, ora vediamo meglio l'iter che necessariamente deve essere seguito per ottenere l'autorizzazione ad operare.

L'autorizzazione all'istituzione del fondo è di competenza della Banca d'Italia, sentita la Consob, ed è concessa quando è garantita una sana e prudente gestione. Il nuovo TUF impone dei requisiti

formali e patrimoniali oltre all'accertamento dell'onorabilità e della professionalità dei componenti degli organi amministrativi, direttivi e di controllo, nonché all'onorabilità dei partecipanti al capitale al fine di poter rilasciare il provvedimento autorizzativo. La Banca d'Italia valuta sul piano tecnico la sussistenza delle condizioni di idoneità del gruppo di appartenenza della società richiedente. Le società di gestione del risparmio autorizzate in Italia sono iscritte presso un apposito albo tenuto dalla stessa Bankit.

La SGR deve redigere il regolamento del fondo d'investimento chiuso, che deve essere approvato da Banca d'Italia, e soltanto successivamente a questa approvazione il fondo sarà correttamente istituito e la società di gestione potrà iniziare a raccogliere il risparmio collocando i propri certificati di partecipazioni. Tale regolamento definisce le caratteristiche del fondo, ne disciplina il funzionamento, indica la società promotrice, la banca depositaria, definendone gli specifici compiti e regolando i rapporti intercorrenti tra questi soggetti ed i partecipanti al fondo. In ogni caso la durata del fondo, che deve essere coerente con la natura degli investimenti, non può essere superiore a trent'anni e non può superare il termine di durata della SGR che li ha promossi e istituiti.

Ai sensi dell'articolo 36 del TUF il fondo comune d'investimento è gestito dalla società di gestione del risparmio che lo ha istituito o da altra società di gestione del risparmio. Quest'ultima può gestire sia fondi di propria istituzione sia fondi istituiti da altre società. La nuova disciplina ammette una possibile scissione tra SGR promotrice, SGR gestore, SGR integrate; queste ultime promuovono, istituiscono e gestiscono contemporaneamente uno o più fondi.

La società promotrice ed il gestore assumono solidalmente verso i partecipanti al fondo gli obblighi e le responsabilità del mandatario. Le SGR che gestiscono fondi comuni di investimento di tipo chiuso, non destinati a particolari categorie di investitori, sono tenute ad acquistare in proprio una quota almeno pari al 2% del patrimonio di ciascun fondo. Qualora l'attività di gestione e quella di promozione del fondo siano svolte da SGR distinte, ciascuna società deve acquisire una quota pari a 1% del patrimonio del fondo medesimo. Come possiamo vedere, questa previsione, ci permette di collegare idealmente le *limited partnership* ai nostri fondi di investimento dove, nel caso italiano, viene tenuto ben distinto il patrimonio della società da quello del fondo.

Al fine di evitare che la società di risparmio ponga in essere comportamenti fraudolenti, il TUF dispone che la custodia delle disponibilità liquide e degli strumenti finanziari, in cui è investito il patrimonio del fondo, sia affidata ad una banca, detta banca depositaria, la quale è tenuta ad eseguire le istruzioni della società di gestione del risparmio. Esigenze di certezza e di garanzia a tutela dei partecipanti richiedono che la banca incaricata della custodia dei beni di ciascun fondo sia unica e in possesso di determinati requisiti di natura patrimoniale e organizzativa. Nell'esercizio delle proprie funzioni la banca depositaria accerta la legittimità delle operazioni di emissioni e rimborso delle quote del fondo, il calcolo del loro valore e la destinazione dei redditi del fondo. La banca depositaria è responsabile nei confronti della società di gestione del risparmio e dei partecipanti al fondo di ogni pregiudizio da essi subito in conseguenza dell'inadempimento degli obblighi assunti.

Gli investitori che decidono di sottoscrivere quote del fondo non hanno alcun potere di gestione nei confronti del relativo patrimonio, ma hanno diritto di vedere investite le somme versate conformemente alle politiche d'investimento e agli scopi del fondo e in linea con il livello teorico di rendimento-rischio illustrato nel regolamento del fondo stesso. Questa previsione era già implicita sulla base degli argomenti sviluppati sopra; un singolo investitore, al momento della sottoscrizione, delega la società ad effettuare le scelte d'investimento che più ritiene opportune. Tali decisioni hanno ripercussioni sul patrimonio del fondo nella sua interezza e, di conseguenza, non su uno specifico quotista. Se l'investitore volesse avere un potere sulle scelte di gestione del patrimonio dovrebbe sottoscrivere una gestione patrimoniale a lui dedicata e non un fondo comune. Di contro la società deve, pur vantando ampia discrezionalità, effettuare degli investimenti che siano coerenti con quanto indicato nel regolamento del fondo. E' sulla base di questo fondamentale documento, infatti, che il risparmiatore orienta la sua scelta a favore di un fondo piuttosto di un altro sulla base, tra le altre cose, dei settori che ritiene in più remunerativi nel lungo periodo.

Ciascun partecipante acquista il diritto alla restituzione delle quote di partecipazione secondo le modalità indicate nel regolamento; queste sono rimborsate alla scadenza della durata del fondo e non possono essere restituite anticipatamente, come invece avviene per i fondi aperti. Se il regolamento lo prevede, la società di gestione può avvalersi della facoltà di effettuare, nell'interesse degli investitori, rimborsi parziali pro-quota a fronte di disinvestimenti nel portafoglio del fondo. Tali rimborsi non prevedono l'annullamento delle quote ma, soltanto, il riconoscimento ai quotisti di parte del loro investimento iniziale e può essere fatto a titolo di capitale o a titolo di provento. Nel primo caso viene liquidato parte del capitale inizialmente investito e ciò non rappresenta una effettiva remunerazione; nel secondo caso vengano distribuiti proventi effettivamente conseguiti dal fondo nella normale attività dello stesso. Questi presentano un effettivo rendimento del capitale inizialmente investito ed è poi la base per distinguere il rendimento ottenuto da ciascun fondo.

Come più volte indicato, il patrimonio del fondo chiuso è autonomo e distinto a tutti gli effetti sia dai patrimoni della società di gestione sia da quelli di ciascun partecipante. Tale indipendenza è sancita dal divieto di compiere su di esso ogni tipo di azione esecutiva da parte dei creditori della società di gestione del risparmio e della banca depositaria; le azioni dei creditori dei singoli investitori sono ammesse, ma nei limiti delle rispettive quote di partecipazione. Le SGR non possono in alcun caso utilizzare, nell'interesse proprio o di terzi, i beni di pertinenza dei fondi gestiti.

### **1.3. La gestione di un fondo chiuso**

A questo punto della trattazione risulta utile, per poter capire al meglio il funzionamento di un fondo chiuso, analizzare il ciclo di vita dello stesso dalla fase di raccolta delle risorse finanziarie, il successivo investimento nelle aziende selezionate ed il conclusivo disinvestimento dalle stesse per liquidare i sottoscrittori.

Il patrimonio viene sottoscritto in un'unica soluzione al momento dell'emissione delle quote, tutte di uguale valore nominale e con gli stessi diritti e devono essere sottoscritte entro diciotto mesi dalla data di approvazione del regolamento del fondo da parte di Banca d'Italia; decorso il termine se la sottoscrizione risulta differente dall'offerta, la SGR può modificare il patrimonio a condizione che questa possibilità fosse inizialmente già prevista nel regolamento e ne venga data comunicazione all'istituzione vigilante.

La raccolta è legata a doppio filo con le strategie di investimento che il gestore intende adottare: i gestori devono far convergere gli obiettivi di equilibrio economico e finanziario del fondo chiuso con il livello di rischio-rendimenti che gli investitori si aspettano di raggiungere. Questa tipologia di investimento è caratterizzata per sua natura da un elevato livello di rischio a cui corrisponde un altrettanto alto livello di rendimento atteso ma da un livello di liquidità decisamente ridotto.

Gli aspetti istituzionali dei fondi chiusi eliminano i normali problemi di equilibrio finanziario: il passivo risulta stabile e sia le sottoscrizioni delle quote che il relativo riscatto sono vincolate a determinate scadenze; a questo si aggiunge l'impossibilità di incorrere nell'indebitamento. Di conseguenza le politiche di raccolta sono finalizzate al reperimento delle risorse necessarie a sottoscrivere per intero il patrimonio prefissato.

Sulla base di quanto sopra abbiamo visto come Banca d'Italia non abbia dato direttive specifiche circa le modalità di raccolta e lascia al regolamento di ciascun fondo disciplinare le modalità più adeguate in relazione agli obiettivi del fondo stesso.

Possiamo, a grandi linee, suddividere le modalità di raccolta in tre macro-gruppi: la prima modalità si ha quando le quote vengono sottoscritte ed il loro valore viene interamente versato all'inizio della vita del fondo. In questo caso le sottoscrizioni vengono chiuse subito e agli investitori non sono richiesti successivi esborsi.

Nella seconda fattispecie il regolamento del fondo prevede dei *closing* successivi a quello iniziale: entro le date previste per ciascun *closing* nuovi investitori possono decidere di entrare nel fondo versando come conguaglio gli importi che sono già stati richiamati ed eventuali interessi per ritardato pagamento. La numerosità di questi *closing* deve essere limitata e prevista in modo specifico da regolamento; spesso le quote non sono emesse, nel senso fisico del termine, fino a quando non si è giunti all'ultimo dei *closing* previsti.

L'ultima delle possibilità solitamente prevista dalle SGR in fase di promozione del fondo è quella di prevedere una raccolta degli impegni da parte degli investitori all'inizio della vita del fondo stesso ed effettuare i richiami di capitale al momento in cui il gestore del fondo ha la necessità di avere liquidità disponibile per poter effettuare gli investimenti che ritiene più opportuni.

In questo modo viene richiesto ai detentori delle quote di effettuare diversi versamenti durante tutta la durata del fondo e gli stessi, si impegnano ad avere sempre a disposizione il capitale richiamato.

Il processo di raccolta risulta essere un momento fondamentale della vita del fondo che possiamo paragonare alla nascita dello stesso; questa fase risulta essere molto impegnativa dal punto di vista delle risorse e del tempo. Definita anche attività di *fund raising*, essa impegna l'SGR per un periodo di circa un anno, un anno e mezzo (come abbiamo visto all'inizio del paragrafo essere il tempo massimo previsto da Banca d'Italia).

Secondo l'EVCA (*European Private Equity and Ventur Capital*) è possibile suddividere il processo di raccolta in sette fasi:

1. identificazione del mercato *target*;
2. *pre-marketing*;
3. strutturazione del fondo;
4. preparazione e distribuzione del materiale di *marketing*;
5. incontri con i potenziali investitori;
6. preparazione della documentazione legale;
7. chiusura

Con il primo passo l'operatore identifica quali sono i mercati più promettenti per la sua raccolta; è importante, prima di rivolgersi ad investitori internazionali, che l'SGR acquisti stima e riscontri positivi nel mercato nazionale. La fase successiva è l'avvio dell'attività di *pre-marketing* che rappresenta l'estensione logica alla ricerca del *target* a cui rivolgere l'offerta. La scelta dei primi investitori cui rivolgersi viene realizzata soprattutto per attrarre altri di dimensioni maggiori e originare, in questo modo, un circolo virtuoso. In questo aspetto svolgono un'importanza vitale, soprattutto per i fondi chiusi di piccole dimensioni, i *gatekeepers*; questi soggetti sono rappresentati da consulenti, gestori di portafogli di fondi e *managers* di grandi investitori istituzionali che rappresentano a loro volta un alto numero di investitori. Il loro ruolo è di dare una sorta di "marchio di garanzia" per altri investitori e permettono di accedere ad alcuni mercati geograficamente lontani dalla realtà in cui il fondo di *private equity* nasce. La garanzia che offrono è data sia dall'esperienza maturata da questi soggetti sia dalle rigorose e standardizzate procedure di *due diligence* che gli stessi mettono in atto.

Naturalmente prima di iniziare l'attività di raccolta è necessario che la società promotrice del fondo provveda allo studio completo in ogni minimo dettaglio relativamente l'attività dello stesso (profilo fiscale, tecnico e legale), avvalendosi o meno di una specifica rete di *advisor*. In questo modo è possibile preparare un documento di presentazione (definito *placement memorandum*) che costituisce, a tutti gli effetti il documento da visita del fondo a favore dei soggetti terzi; spesso questo testo rappresenta la prima ed unica opportunità di attrarre nuovi investitori: un piano di

*marketing* sbagliato può indurre gli investitori a tralasciare un progetto d'investimento che, seppur buono, risulta mal presentato (esattamente come avviene per tutte le imprese quando, attraverso la campagna pubblicitaria, cercano di attrarre nuovi clienti).

Nel memorandum il soggetto gestore del fondo deve riuscire a riassumere le caratteristiche principali dello stesso ma non solo, deve dare pubblicità a ciò che è stato fatto in passato con evidenza delle *performance* ottenute e le modalità con cui ha intenzione di agire per migliorare o mantenere i risultati ed inoltre rendere noto qual è il punto di forza rispetto ad altri operatori (uno *spot* comparativo a tutti gli effetti per indirizzare la scelta degli investitori verso il proprio fondo).

Un completo *placement memorandum* deve contenere la descrizione di tutte le condizioni ed i termini includendo:

- dimensione del fondo;
- dimensione delle quote di partecipazione;
- durata del fondo;
- politiche di distribuzione dei proventi;
- *management fee*;
- costi di organizzazione e di struttura;
- altri costi;
- attività di *report* verso gli investitori

Possiamo paragonare questo documento in tutto e per tutto alla nota informativa obbligatoria per poter effettuare la raccolta di risparmio tra il pubblico di tutti gli strumenti finanziari (obbligazioni, azioni e fondi) emessi da una determinata società (società di capitali nei primi due casi, SGR nel terzo caso).

Tutto ciò che viene prodotto fino a questo punto è propedeutico all'incontro con gli investitori, durante il quale essi valutano se proseguire i contatti o se interromperli, nel caso non siano soddisfatti da quanto offerto.

Da ultimo deve essere predisposta la documentazione legale, rappresentata da tutti gli atti e i contratti necessari per la conclusione dell'investimento, quando ormai la scelta dell'investitore è ormai fatta e siglati gli stessi l'attività di *fund raising* può definirsi conclusa.

Tradizionalmente i principali investitori in *private equity* risultano essere investitori istituzionali; per lo più fondi pensione (nelle realtà in cui tali soggetti svolgono un ruolo di primaria importanza come nel mondo anglosassone), istituzioni bancarie (soprattutto in Europa, nella realtà italiana le banche investono sia direttamente sia per il tramite delle loro fondazioni o delle fiduciarie), impossibilitati a svolgere in modo autonomo questa attività ma interessati ai ritorni ottenibili nel medio-lungo periodo.



Un ruolo sempre maggiore nella categoria degli investitori internazionali lo stanno assumendo i fondi di fondi; si tratta di fondi con disponibilità di capitali molto elevata, spesso promossi da banche di investimento, che impiegano le risorse da loro raccolte prevalentemente in quote di altri fondi di *private equity* invece che direttamente in partecipazioni in imprese.

Di seguito viene presentato un grafico con evidenza dei dati relativi la raccolta espressa in milioni di euro per il periodo 1996 – 2012.

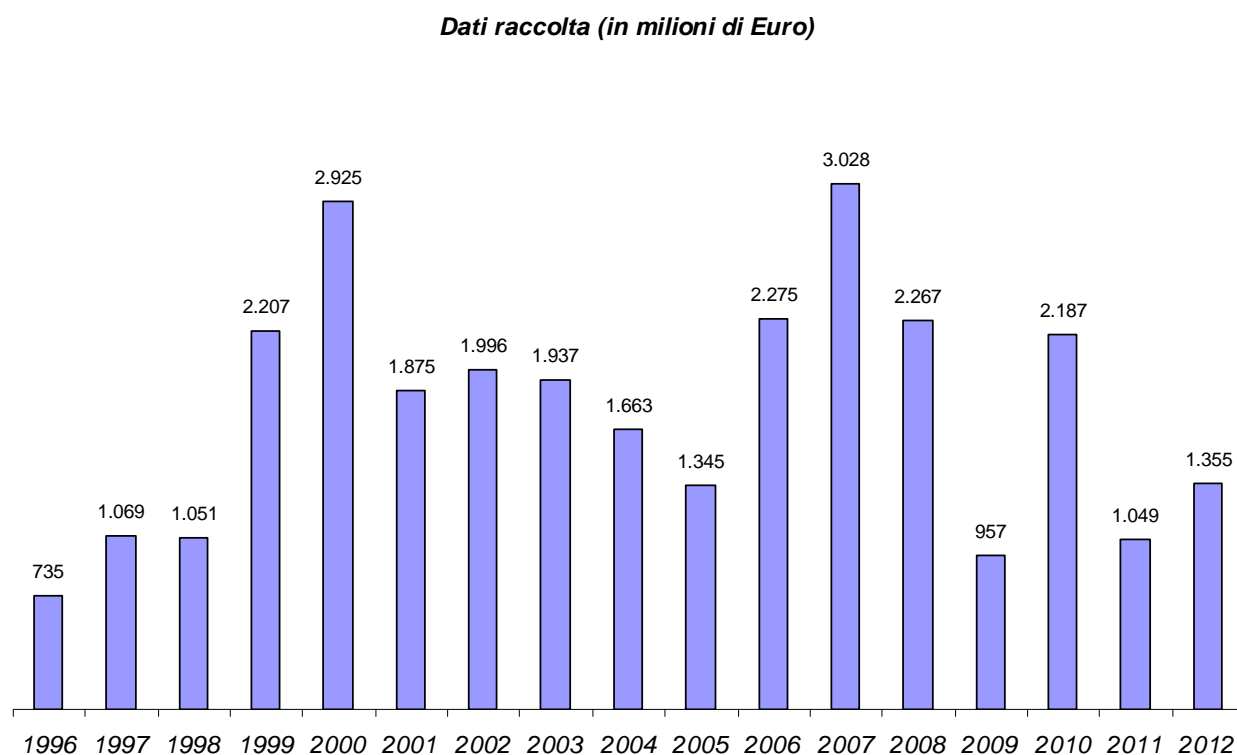


Grafico 1.1 Raccolta fondi private equity: elaborazione personale su dati AIFI

Da un'analisi veloce del grafico possiamo notare come, successivamente ad una fase espansiva che ha visto aumentare la raccolta in quattro anni arrivando a quadruplicare il dato iniziale, sono seguiti cinque anni in cui il dato è rimasto sostanzialmente stabile per poi subire un'esplosione nel biennio 2007-'08. Successivamente si è registrata una brusca frenata a seguito della crisi finanziaria che ha coinvolto irrimediabilmente anche questo settore della finanza. L'industria dei fondi chiusi ha poi subito andamenti altalenanti con l'ultimo periodo di osservazione (2012) che fa rilevare un dato in lieve aumento rispetto al 2011 ma ben lontano da quanto fatto rilevare solo due anni prima ed è circa un terzo rispetto al massimo del 2007.

Secondo momento nella vita di un fondo di *private equity* è rappresentato dall'investimento vale a dire l'impiego delle risorse raccolte dai sottoscrittori e nel successivo investimento nel capitale di rischio delle imprese. Questa attività rappresenta in qualche modo il *core business* del fondo, ossia lo scopo principale del fondo; essa si basa sulla capacità da parte del gestore di avvalersi di una solida rete di segnalatori di opportunità di investimento necessario a realizzare il cosiddetto *deal flow*, un flusso continuo di opportunità da mettere sotto esame al fine di una selezione più efficace degli investimenti.

Pur operando in situazioni incerte e con poche informazioni a disposizione, il gestore di un fondo deve necessariamente cercare di razionalizzare il processo di selezione per poter individuare nella maniera migliore le opportunità con potenzialità di profitto molto elevata. Possiamo sintetizzare il processo d'investimento in un processo logico-sequenziale: una proposta d'investimento deve essere sottoposta ad un'analisi preliminare volta a verificare la coerenza dell'iniziativa vagliata con gli orientamenti strategici del fondo. In questo momento vengono presi in considerazione il settore di attività, le tecnologie utilizzate, la localizzazione geografica, l'ammontare finanziario richiesto e, naturalmente, l'ampiezza e le prospettive future di sviluppo del mercato di riferimento. Successivamente si procede ad un'analisi maggiormente approfondita delle proposte più interessanti attraverso l'analisi del *business plan* e dei bilanci d'esercizio. Questa verifica non viene eseguita solamente da un punto di vista metodologico ma viene integrata con studi e ricerche effettuate in prima persona dai gestori del fondo al fine di verificare la coerenza del progetto di sviluppo, della struttura patrimoniale e degli elementi che porteranno o meno al successo dell'iniziativa; questo insieme di attività è raggruppato sotto il nome di *due diligence*.

Completate le fasi di cui sopra e strutturata l'intera operazione, il fondo chiuso deve gestire i suoi investimenti in modo idoneo a monitorarne il rischio; questa fase passa anche attraverso il coinvolgimento diretto nella gestione delle imprese in cui si è investito con una serie di attività di supporto o di consulenza.

Il fondo può agire come collaboratore esterno, a titolo di consulente, o come collaboratore interno attraverso l'inserimento di persone di fiducia nei consigli di amministrazione delle società *target*. Pur rimanendo fondamentale alla riuscita dell'operazione, il coinvolgimento in prima persona dell'imprenditore non è mai una collaborazione che si esplica di giorno in giorno ma, prevede un accurato monitoraggio e un'attenta gestione degli investimenti e, di conseguenza, un continuo scambio di informazioni tra fondo e impresa. Questo scambio di informazioni è di vitale importanza in quanto comporta una sorta di circolo virtuoso attraverso il quale l'impresa partecipata migliora le capacità di gestione e l'autogoverno; ciò rappresenta un'importante opportunità di crescita aziendale al termine della quale il fondo procede con il disinvestimento.

La più classica e diffusa segmentazione del mercato di rischio classifica le tipologie di investimento a seconda delle diverse fasi del ciclo di vita dell'impresa *target*. In questa visione si parla di *seed* (finanziamento dell'idea), e *start up financing* per individuare gli interventi, *early stage* con l'obiettivo di finanziare le primissime fasi di avvio dell'impresa. Successivamente se l'investimento è finalizzato a supportare la crescita e l'implementazione di programmi di sviluppo

di aziende già esistenti, vengono utilizzati i termini *expansion financing* o *development capital*. Si parla, invece, di *replacement capital* per far riferimento ad interventi che si pongono come fine ultimo di sostituire parte dell'azionariato non più coinvolto nell'attività aziendale.

Tutte le operazioni orientate al cambiamento totale dell'impresa sia a favore di *manager* interni (*management buy out*) che di *manager* esterni (*management buy in*) con l'uso frequente della leva finanziaria come strumento di acquisizione (*leverage buy out*), vengono generalmente raggruppate nella categoria *buy out*. Si parla, da ultimo, di *turnaround* per indicare gli investimenti di ristrutturazione di imprese in crisi e di *bridge financing* con riferimento agli interventi finalizzati alla quotazione dell'impresa nel mercato borsistico.

La crescente complessità dei settori merceologici e delle diverse problematiche che ognuno di essi deve affrontare ha come conseguenza che, in determinati casi, lo stadio di sviluppo delle diverse imprese e le relative esigenze finanziarie difficilmente si prestano ad un raggruppamento classico. Se a questo si aggiunge che gli operatori nel capitale di rischio sviluppano continuamente strumenti sempre più complessi e sofisticati, si ritiene di dover proporre una nuova classificazione basata sulla macro ripartizione tra le diverse esigenze strategiche dell'impresa, le problematiche riconducibili e gli obiettivi di soddisfacimento di queste che si pone l'investitore.

Da questo punto di vista gli interventi degli investitori istituzionali nel capitale di rischio possono essere classificati sulla base di tre principali tipologie:

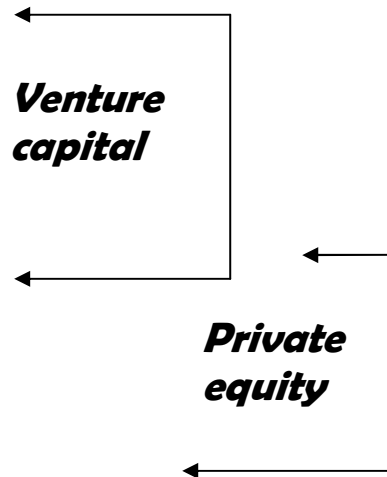
1. finanziamento dell'avvio;
2. finanziamento dello sviluppo;
3. finanziamento del cambiamento

Solo la seconda e terza tipologia sono di nostro interesse in quanto tipiche dei fondi di *private equity* mentre la prima tipica del *venture capital*.

*AVVIO*

*SVILUPPO*

*CAMBIAMENTO*



*Figura 1.4 Principali categorie d'investimento. Fonte: A.Gervasoni. F.L. Satin, Private equity e Venture Capital, manuale di investimenti nel capitale di rischi, Guerini e Associati, Milano 2004*

Nella categoria finanziamento dell'avvio sono riconducibili tutti gli interventi il cui obiettivo è quello di supportare la nascita di una nuova impresa, sia essa in fase embrionale sia nelle prime fasi di avvio. Dal punto di vista dell'impresa la richiesta d'intervento è riconducibile a un imprenditore intenzionato a sviluppare una nuova invenzione o a migliorare un processo/prodotto già esistente. Prima che l'idea arrivi al mercato e sia avviata la sua commercializzazione con i primi successi servono attività che richiedono investimenti a volte molto onerosi. Oltre ai capitali, molto spesso il portatore di una nuova idea ha bisogno di conoscenze manageriali, di competenze aziendali e imprenditoriali. Nelle operazioni di *early stage* l'imprenditore spesso ha bisogno, più che di capitali, di un aiuto nella definizione del percorso imprenditoriale e nel posizionamento nel mercato.

La seconda macro-categoria di interventi effettuati da investitori istituzioni nel capitale di rischio è relativa a tutte quelle situazioni nelle quali, a prescindere dalla modalità, l'impresa si trovi di fronte a problematiche connesse allo sviluppo. In un'attività imprenditoriale che ha già raggiunto un determinato livello di maturità lo sviluppo può essere perseguito attraverso l'aumento o la diversificazione diretta della capacità produttiva, l'acquisizione di altre aziende o rami d'azienda e le integrazioni con altre realtà aziendali; nel primo caso il contributo dell'investitore nel capitale sarà prevalentemente di natura finanziaria, anche se, essendo presenti ancora molte aree di sviluppo inesplorate, il fattore consulenza potrà rivelarsi estremamente utile.

Nel caso, al contrario, si voglia perseguire il processo di crescita per vie esterne, particolare importanza è assunta dalla rete internazionale che l'investitore è in grado di attivare per individuare il *partner* ideale. Alla luce di ciò, questo genere di interventi risulta particolarmente apprezzabile agli operatori che dispongono di una consolidata esperienza di carattere internazionale e un notevole *network* di conoscenze in realtà economiche e industriali di paesi diversi.

Se ci troviamo di fronte a integrazioni con altre realtà aziendali, si fa riferimento ad interventi finalizzati al raggruppamento (cosiddetto *cluster*) di più società indipendenti, integrabili verticalmente od orizzontalmente e caratterizzate da similitudini evidenti in termini di prodotto, mercati e tecnologie, possedute da una *holding* svolgente ruolo di coordinamento strategico e dove la maggioranza è detenuta da una o più società d'investimento.

L'ultima categoria di interventi nel capitale di rischio è finalizzata al finanziamento di processi di cambiamenti interni all'azienda che spesso portano ad una modifica, più o meno profonda dell'assetto proprietario dell'azienda stessa. Si tratta della categoria, rispetto a quelle sopra analizzate, maggiormente indipendenti dallo stadio di sviluppo raggiunto dall'impresa.

L'imprenditore, a questo punto, se richiede l'intervento di un investitore istituzionale a causa di un suo "ripensamento" inteso nel senso più ampio del termine. Le motivazioni che si pongono alla base del cambiamento possono risiedere tanto nel riconoscimento del raggiungimento da parte dell'impresa di una fase di stallo per il cui superamento è necessario una modifica del suo aspetto, quanto nel verificarsi involontario di eventi negativi.

Di seguito il grafico 1.2 dà evidenza della variazione annuale del numero di investimenti, quantità di imprese coinvolte e ammontare espresso in milioni di euro. Com'è logico aspettarsi il *trend* relativo l'ultima grandezza analizzata è legato a doppio file con l'analisi effettuata per il grafico 1.1 in quanto la raccolta viene effettuata con lo scopo di portare a termine gli investimenti nelle società *target*, dell'altro canto se non è possibile effettuare la raccolta dei capitali (a causa, per esempio, della crisi finanziaria) e quindi avere a disposizione le risorse necessarie, non sarà possibile concludere i *deals*.

**Investimenti annuali per numero, imprese e ammontare in milioni di euro**

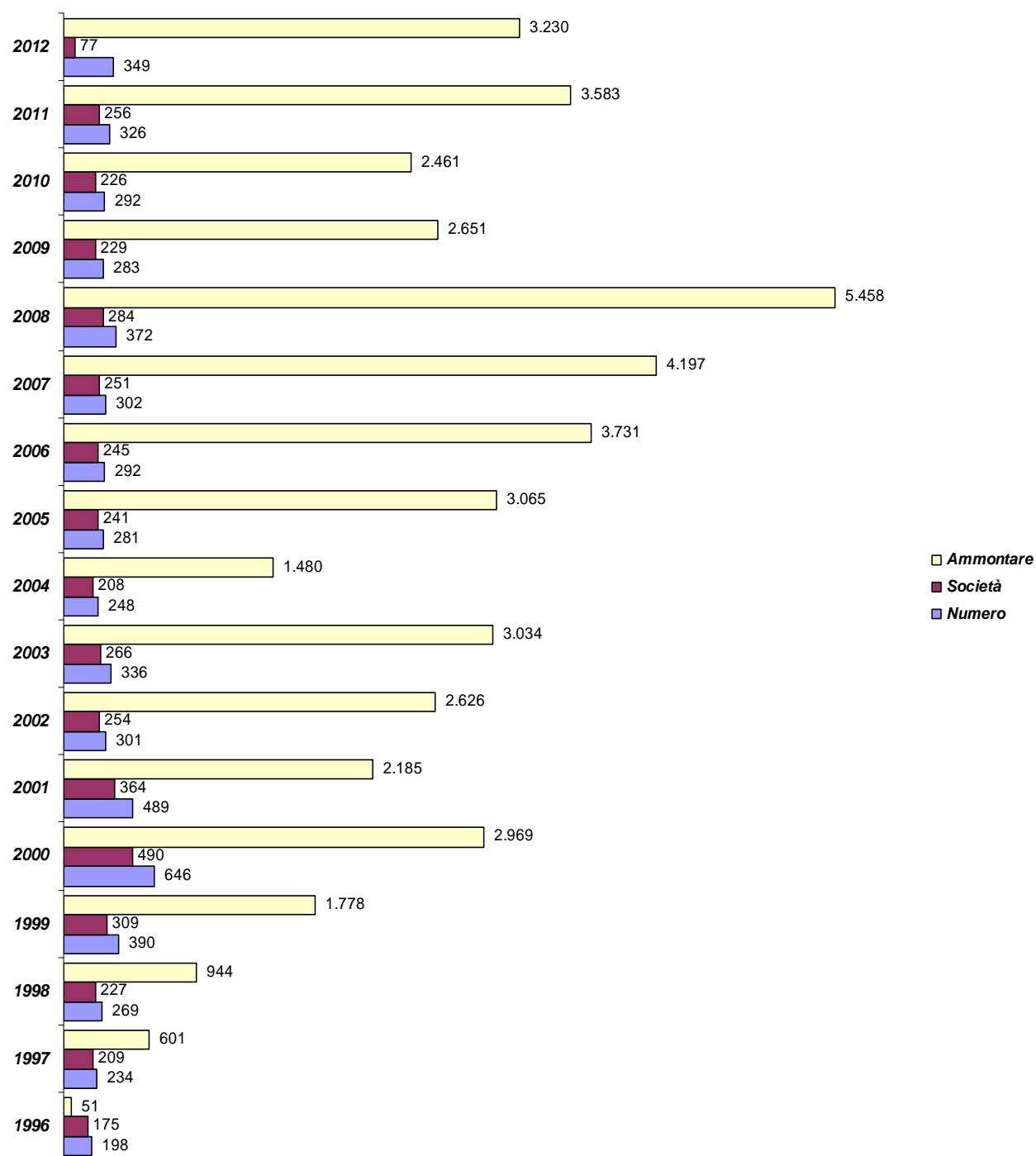


Grafico 1.2 Investimenti annuali per numero, società e ammontare in milioni di euro: elaborazione personale su dati AIFI

Ultima fase di vita del fondo è il momento dello smobilizzo, periodo in cui vengono disinvestite le partecipazioni assunte durante l'investimento. Quest'ultimo passo rappresenta un momento delicato per l'attività di investimento istituzionale nel capitale di rischio in quanto da essa dipende la possibilità di realizzare o meno guadagni in conto capitale, scopo principale dei gestori.

Le problematiche connesse alle attività di disinvestimento, comprendono sostanzialmente due aspetti: l'individuazione del *timing* migliore per effettuare l'*exit* e la scelta del canale per mettere in pratico lo smobilizzo. Il canale di vendita che permette i migliori rendimenti è rappresentato dal ricorso al mercato borsistico in seguito alla quotazione dei titoli da disinvestire. All'inizio del 1999 è stato introdotto in Italia il Nuovo Mercato, destinato alla quotazione di imprese di piccole e medie dimensioni ad alto potenziale di crescita che ha cercato di rilanciare il ruolo dei mercati secondari italiani. Questo mercato si rivolge a società operanti in settori innovativi ad elevato contenuto tecnologico e a società con ambizioni progetti di sviluppo da finanziare. Sulla base di queste caratteristiche è chiaro come tale iniziativa abbia agevolato l'attività dei fondi di *private equity* in Italia, rappresentando un canale importante di smobilizzo delle partecipazioni in imprese. Già nel 2000 la Consob dichiara come l'elevato tasso di crescita delle società quotate nel Nuovo Mercato abbia richiesto la presenza di soci finanziatori che svolgessero il ruolo di *venture capitalist*; la maggior concentrazione proprietaria di questa tipologia di aziende rispetto alle società quotate in Borsa a fronte di una sostanziale equivalenza della quota del primo azionista (44% circa per entrambi i mercati), è infatti dovuta soprattutto al maggior peso di altri azionisti rilevanti. Ciò riflette la presenza di più soci fondatori o di soci finanziatori nella forma di fondi chiusi.

Grazie ad efficienti canali di smobilizzo si favorisce un intenso *turnover* degli investimenti; i *private equity* non rimangono necessariamente legati a lungo con le imprese partecipate (se così non fosse si trasformerebbero in una *holding* di partecipazioni), attuando in tal modo la loro funzione tipica di intermediazione finanziaria nel mercato delle piccole e medie imprese. Avere a disposizione delle buone vie di disinvestimento permette di creare quello che, nel mercato mobiliare, è definita liquidità; vedendola in altro modo possiamo dire che è la possibilità di ritornare in possesso delle risorse finanziari precedentemente acquisite in tempi relativamente rapidi e senza incorrere in costi o oneri rilevanti che andrebbero ad abbattere la performance positiva che il gestore avrebbe potuto realizzare.

Riassumendo le modalità di disinvestimento in uno schema, possono essere distinte come di seguito:

- la vendita delle azioni sul mercato borsistico;
- la cessione della partecipazione a un socio di natura industriale (*trade sale*);
- la cessione della partecipazione a un altro operatore di *private equity* o *venture capital* (*replacement* o *secondary buy out*);
- il riacquisto della partecipazione da parte del socio originario (*buy back*);
- l'azzeramento della partecipazione a seguito del fallimento (*write off*).

La scelta del canale di disinvestimento, seppur indicativamente già definita al momento della negoziazione, deriva da una serie di fattori legati alla tipologia dell'impresa target (dimensioni, settore di attività, caratteristiche organizzative, ecc.) ai risultati raggiunti attraverso la collaborazione tra investitore ed imprenditore, a elementi congiunturali, nonché alle specifiche preferenze di tutti gli *shareholders*. Nessuna delle vie di cui il precedente elenco è programmabile con un elevato grado di certezza: tutto dipende dalla qualità del lavoro svolto e dal successo.

La quotazione dei titoli della società partecipata su un mercato regolamentato rappresenta, nella maggior parte dei casi, la più ambita via di dismissione della partecipazione da parte dell'investitore istituzionale.

I principali vantaggi riconducibili all'*exit* tramite IPO sono ricercabili nei seguenti elementi:

- la possibilità di raggiungere un prezzo più alto;
- maggior facilità di incontrare il *management* dell'azienda;
- la possibilità di raggiungere un guadagno ulteriore derivante dell'incremento di valore, post quotazione, delle azioni rimaste nel portafoglio dell'investitore istituzionale

Dal punto di vista contrario, i principali svantaggi risultano essere:

- la dimensione dei costi, maggiore rispetto alle altre alternative di dismissioni possibili;
- le clausole di *lock up* che impediscono agli investitori presenti nella compagine azionaria prima della quotazione di cedere immediatamente tutte le partecipazioni detenute;
- la scarsa liquidità che coinvolge tutti i mercati europei;
- la necessità di attrarre un elevato numero di investitori;
- il fatto che tale strada sia non percorribile per alcune piccole imprese.

L'ammissione al listino ufficiale di Borsa non è un procedimento semplice per le imprese minori e, di conseguenza, tale canale può essere inserito in un'ottica di medio-lungo termine, come modalità avente un ragionevole grado di certezza, solo per quelle società che hanno raggiunto un certo sviluppo ed una certa maturità.

Nella gamma delle possibilità di disinvestimento, la modalità maggiormente diffusa è rappresentata dalla cessione delle quote della partecipata a nuovi soci industriali o dalla fusione con altre società.

Similmente al caso della quotazione, passiamo a vedere pregi e difetti che questa via presenta anche in relazione a quanto visto nel primo caso; i principali vantaggi sono:

- gli acquirenti possono pagare un prezzo maggiore riconducibile al premio attribuibile all'importanza strategica che ha per loro l'acquisto dell'azienda *target*;
- è possibile liquidare attraverso una sola transazione il 100% della partecipazione;
- si tratta di un'operazione più economica, veloce e semplice rispetto ad una IPO;
- rappresenta, a volte, l'unica opzione per le imprese minori;



- è necessario convincere un solo soggetto acquirente e non l'intero mercato

I relativi svantaggi possono essere riassunti come:

- spesso il *management* dell'impresa *target* è contrario all'operazione;

- in alcuni paesi non ci sono molti *trade buyers*;

- alcuni investitori istituzionali non sono disposti a concedere le garanzie tipicamente richieste dagli acquirenti

Oltre alle due modalità precedentemente analizzate, altre importanti tipologie di disinvestimento sono rappresentate dalla vendita ad un'altra istituzione finanziaria o dal riacquisto delle quote da parte del *management* o degli altri azionisti. L'azzeramento (*write off*) della partecipazione a seguito della sua totale perdita di valore non rappresenta di fatto una vera e propria modalità di uscita dal capitale della partecipata, in quanto non contiene alcun elemento discrezionale da parte dell'investitore.

Il caso in cui la cessione avvenga ad un altro investitore istituzionale è una procedura che sta trovando sempre maggior diffusione, in particolar modo nelle ipotesi di *secondary buy out*, quando una quota di maggioranza o l'intera azienda passa dalla mani di un investitore ad un altro.

Il riacquisto della quota del fondo di *private equity* da parte dell'imprenditore è una modalità di cessione che viene spesso prevista contrattualmente fin dall'inizio dell'ingresso nel capitale affidandone l'attivazione all'imprenditore (*call*) o all'investitore (*put*) e può rappresentare un'alternativa offerta al precedente detentore dell'intero capitale qualora lo stesso non voglia intraprendere un processo di quotazione o cessione della propria quota.

Così com'è stato dato dettaglio, per ciascun anno, degli investimenti con indicazione del numero, società e ammontare investito, di seguito evidenza delle stesse grandezze per i disinvestimenti.

Nel grafico, è stata data visibilità del numero di società solamente a partire del 2002 in quanto la fonte di cui mi sono avvalso non riportava dati storici precedenti. Dal confronto con il grafico relativo gli investimenti è evidente come la numerosità sia delle operazioni sia delle società interessate sia notevolmente minore ed è quanto ci aspettiamo in un mercato, come quello italiano, in cui i fondi di *private equity* sono ancora relativamente "giovani" e la maggior parte di essi si trova nella fase di investimento.

### Disinvestimenti annuali per numero, società e ammontare disinvestito

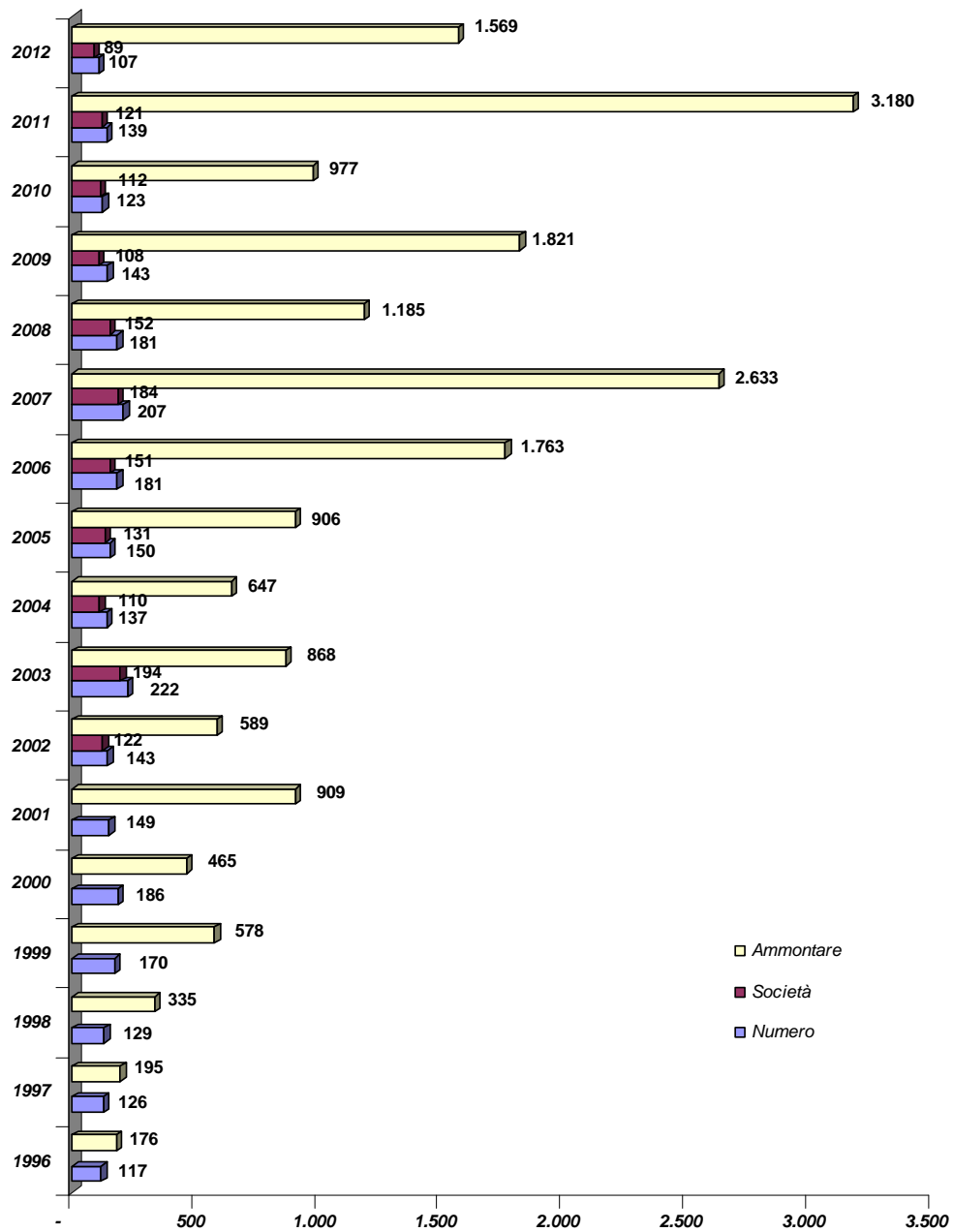


Grafico 1.3 Disinvestimenti annuali per numero, società e ammontare in milioni di euro: elaborazione personale su dati AIFI

### Evoluzione della distribuzione % del numero disinvestimenti per tipologia

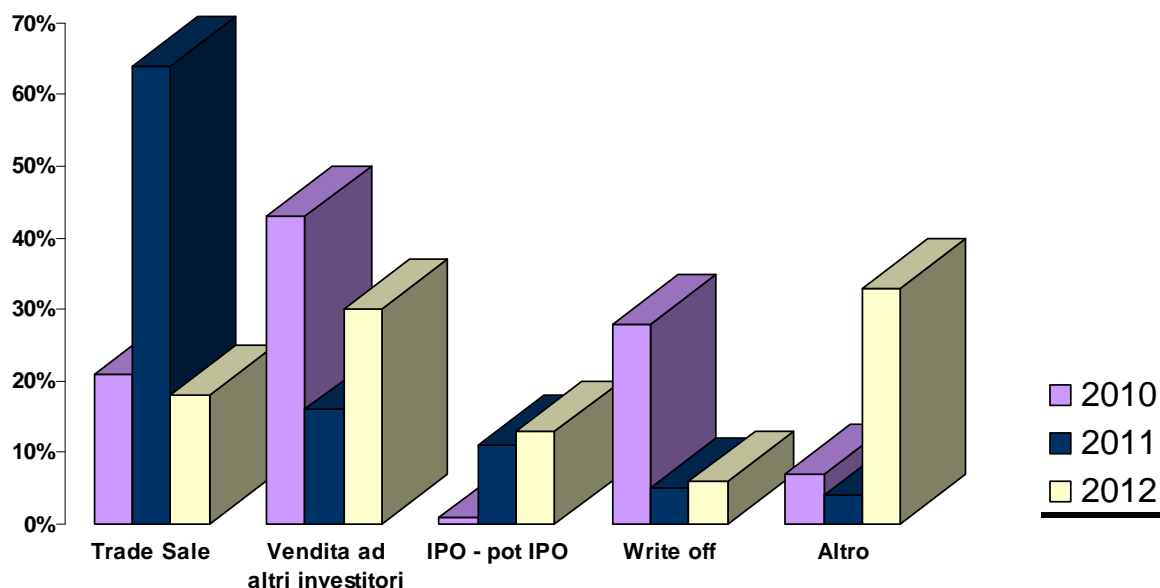


Grafico 1.4 Evoluzione della distribuzione per % del numero disinvestimenti per tipologia: elaborazione personale su dati AIFI

Con quest'ultimo grafico del paragrafo ho potuto confrontare le modalità di *exit* adottate nelle operazioni di disinvestimento fatte registrare nel 2010 con quanto avvenuto nel 2011 e nel 2012. Come si vede da questo breve confronto non viene preferita una particolare procedura di uscita dal capitale della società piuttosto di un'altra.

Gli andamenti evidenziano come, ad esempio, la vendita ad altri investitori, via che sembrava preferita nel 2010, è stata superata notevolmente dal *trade sale* nell'anno successivo per poi riprendere quota nel 2012.

## 1.4. *Gli investitori*

Il circuito del *private equity* fa perno su una gamma di intermediari che svolgono l'attività in via esclusiva (SGR con fondi chiusi, *Partnership fund*) o non esclusiva (banche, imprese), in forme giuridiche regolata dalla normativa finanziaria (fondi comuni chiusi), oppure dalle norme generali (imprese, società finanziarie). L'attività degli intermediari è quella di rendere possibile il collocamento di "capitale di rischio non quotato": quindi, da un lato, devono operare il *fundraising*, attraverso un circuito di investitori posizionati sul profilo di rischio-rendimento degli strumenti di *private equity*; dall'altro lato devono sviluppare un flusso adeguato di potenziali *target* da cui selezionare gli investimenti che andranno a comporre il portafoglio.

<i>Investitori</i>	<i>Intermediari</i>	<i>Emittenti</i>
<ul style="list-style-type: none"><li>• <i>Investitori istituzionali</i><ul style="list-style-type: none"><li>- Fondi pensione</li><li>- Fondazioni</li></ul></li><li>• <i>Investitori specializzati</i><ul style="list-style-type: none"><li>- Banche</li><li>- Società di gestione di Fondi</li></ul></li><li>• <i>Investitori privati</i><ul style="list-style-type: none"><li>- Business Angel</li></ul></li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• <i>Società di gestione (SGR)</i><ul style="list-style-type: none"><li>- Fondi chiusi</li><li>- Sicav</li></ul></li><li>• <i>Partnership fund</i></li><li>• <i>Banche</i></li><li>• <i>Società finanziarie specializzate</i></li><li>• <i>Imprese (Corporate Venture Capital)</i></li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• <i>Società start-up (seed, early growth)</i></li><li>• <i>Società in rapida espansione (expansion)</i></li><li>• <i>Società di riassetto proprietario (LBO)</i></li><li>• <i>Società in ristrutturazione</i></li></ul>

Figura 1.5 Il circuito del Private Equity

Come si è sottolineato gli investimenti in *private equity* sono caratterizzati da un livello di rischio elevato. E' vero che l'aggregato comprende componenti con rischi assai diversi: basti pensare a un investimento in una società di *start-up*, rispetto a un LBO in una società consolidata. Tuttavia, rimane il fatto che il rischio medio è alto e questo influenza la composizione dei soggetti investitori.

In primo luogo, si tratta in larga prevalenza di investitori istituzionali, quindi di soggetti specializzati nella gestione di portafogli finanziari dotati spesso di competenze specifiche. Questo è il caso delle banche che possono essere, contemporaneamente, intermediari e investitori; nel primo caso operano come gestori di un portafoglio di *private equity* che viene a essere una sorta di

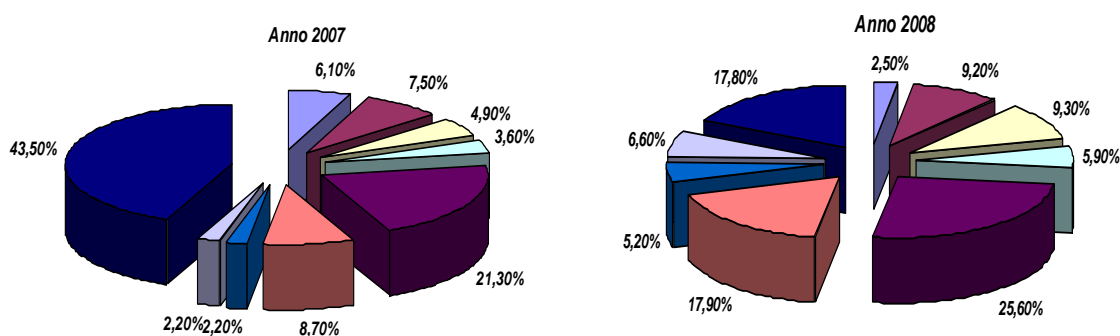
unità di *business* interna; nel secondo caso la banca si limita a sottoscrivere quote di fondi operanti nel mercato.

Inoltre, come si può notare, tra gli investitori istituzionali ve ne sono alcuni (fondi pensione, fondazioni) che si caratterizzano per l'apparente contrasto tra la rischiosità degli investimenti e la loro natura di istituzioni caratterizzate anche in termini sociali. Il punto è da riconsiderare alla luce della politica di investimento che questi soggetti adottano, basata sulla lunghezza dell'orizzonte temporale e sui criteri di frazionamento dei rischi.

L'altra categoria di investitori su cui è bene soffermarsi è quella dei soggetti privati; in questo ambito si segnalano almeno due casi significativi: il primo è quello dei *business angel*, cioè di soggetti dotati di capacità tecniche non comuni e di capitale personali e dediti alla selezione degli intermediari (quando non investono direttamente sugli emittenti) che ritengono maggiormente qualificati; il secondo caso è quello degli HNWI (High Net Worth Individual), quindi di detentori di grandi patrimoni e interessati a scommetterne una frazione sugli strumenti di *private equity*.

Ci possiamo domandare ora per quale motivo gli investitori istituzionali investono in questo settore nel mercato finanziario: gli investimenti in *private equity* rappresentano ormai un'importante *asset class* nei portafogli istituzionali; questo rientra nella tendenza più generale degli ultimi anni verso un notevole allargamento delle opportunità di investimento istituzionale offerte dal mercato. L'investimento istituzionale cresce sia in termini assoluti, sia in termini relativi, come quota del GDP; in parallelo, aumenta l'interesse verso i mercati non tradizionali e cioè classi alternative di investimento come *hedge fund*, il *real estate* e, appunto, il *private equity*. Naturalmente, l'assunto è che queste *asset class* abbiano una correlazione sufficientemente bassa rispetto alle classi di investimento tradizionali.

Di seguito ho inserito alcuni grafici per evidenziare l'evoluzione degli investitori del *private equity* in Europa per il periodo 2007-2011



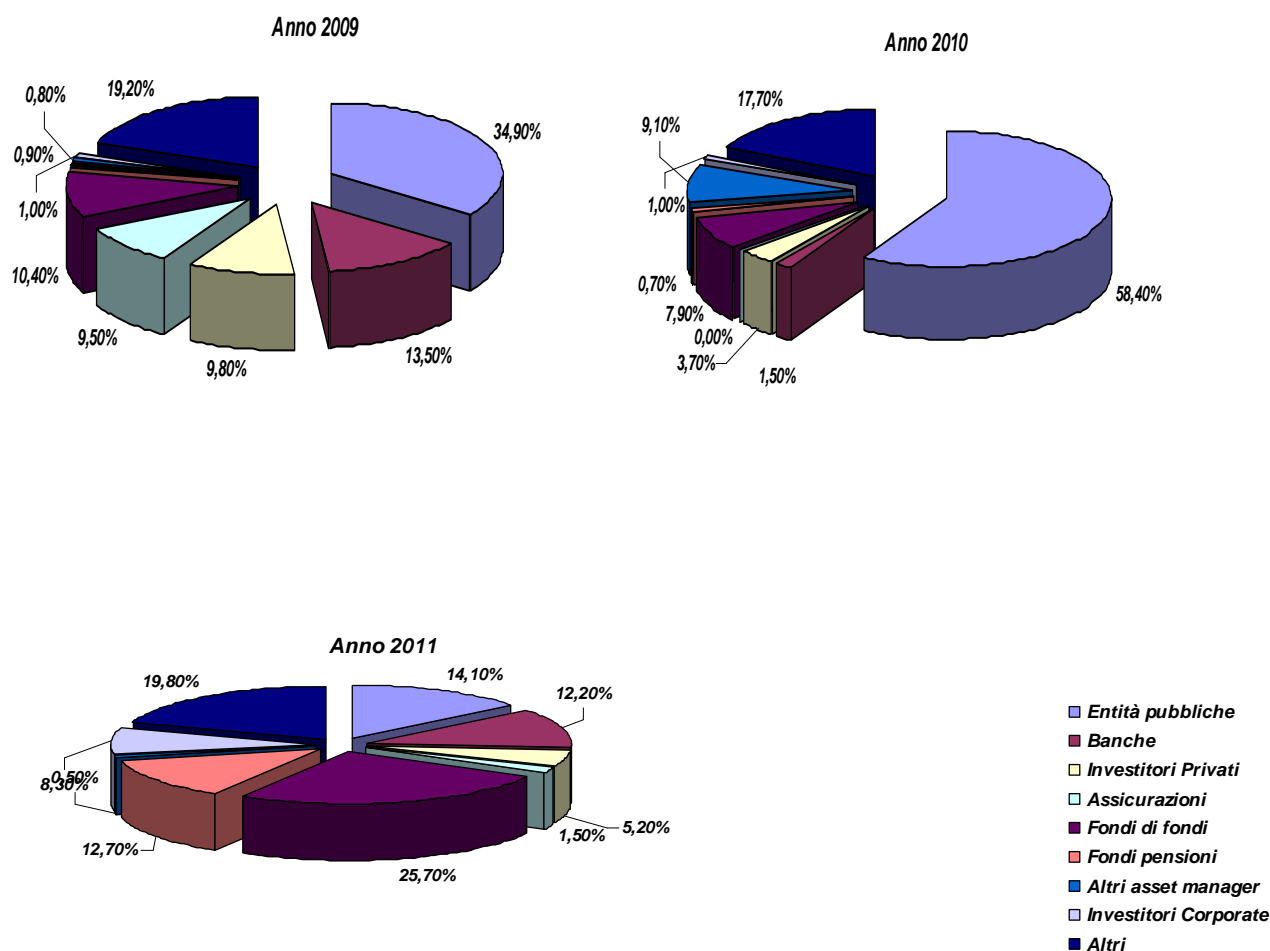


Grafico 1.5 Evoluzione degli investitori nel private equity in Europa periodo 2007-22: elaborazione personale su dati EVCA

Come si vede dai grafici sopra esposti, la categoria maggiormente interessata all'investimento in *private equity* sono i fondi di fondi, investitori particolari che meritano una trattazione separata; ulteriore classe di investitori che è di interesse analizzare è rappresentata dalle banche il cui peso sta diventando sempre maggiore. Da approfondire il ruolo delle entità pubbliche le quali sembrano avere un ruolo "anticiclico" rispetto alle altre classi; succede, infatti, che negli anni più intensi di crisi finanziaria (2009-2010) questi investitori sono arrivati a coprire rispettivamente un terzo e più di metà del capitale investito quasi avessero la funzione di sostegno dei fondi di *private equity* nei periodi in cui altri investitori non azzardavano ad entrare in un settore caratterizzato da un livello di rischio così alto.

Vorrei andare più a fondo, ora, del ruolo ricoperto dalle banche nel mondo del *private equity*: come abbiamo visto dai grafici in 1.5 queste istituzioni rientrano tra i sottoscrittori o, meglio, tra i partecipanti di questa tipologia di fondi. Dalla trattazione fin qui esposta è emerso, tra l'altro, come obiettivo principale di questo settore dell'industria finanziaria sia l'investimento nel capitale di società non quotate (questa naturalmente è una sintesi ad un livello più alto possibile) in mercati mobiliari e che, di conseguenza, non hanno una valutazione nota a tutti.

Partendo da questi due punti mi è venuto naturale porgermi questa domanda: per quale motivo, negli ultimi anni, gli istituti finanziari hanno ridotto in misura sempre maggiore l'erogazione del credito alle imprese di piccole-medie dimensioni ma al contempo investono in fondi di *private equity*? Detta in altri termini per quale motivo le banche non concedono finanziamenti alle imprese ma entrano nel capitale delle stesse quando sappiamo che l'investimento in capitale risulta essere molto più rischioso rispetto all'investimento a titolo di debito?

Per rispondere a questa domanda, che poi è la questione centrale che mi ha portato a sviluppare e approfondire gli argomenti riportati in questo lavoro, ho chiesto aiuto al dott. Giovanni Arrigo *Investment Manager* in Palladio Finanziaria. Il dott. Arrigo, confermandomi che il *credit crunch* è effettivamente un problema per l'economia reale, ha potuto chiarirmi come i soggetti con i quali la banca dovrà intrattenere i rapporti sono ben diversi nei due casi presi in considerazione. Nel primo caso (richiesta di finanziamento da parte di un'impresa alla banca) l'istituto di credito deve relazionarsi con l'imprenditore il quale, spesso, non ha le competenze/conoscenze per poter dirigere l'azienda in ogni contesto con cui si trova ad operare; si può dire che la visione di breve periodo di alcuni imprenditori fa sì che la rotta impartita alla loro impresa sia quella di cercare profitti di breve per poi ritrovarsi, emblematico è il caso della crisi finanziaria tuttora in corso, a dover chiudere quando le acque si fanno tempestose per mancanze di idee innovative o di investimenti che avessero potuto rendere l'azienda maggiormente stabile. Naturalmente i banchieri sono ben informati di queste realtà e, come conseguenza di ciò, tendono a diminuire i finanziamenti erogati nei momenti in cui la situazione economica/finanziaria si fa più difficile. Le aziende che non hanno problemi di reperire liquidità sono quelle guidate da capitani competenti che in fasi floride dell'economia hanno rafforzato la imbarcazione, magari dotandola anche di scialuppe, per renderla maggiormente sicura quando le acque fossero state più agitate.

Nel caso in cui la banca decida di entrare in un fondo chiuso, l'entità con cui deve rapportarsi è l'SGR, in altre parole con la società istitutrice del fondo. Prima di effettuare l'investimento, quest'ultima valuta in maniera approfondita le conoscenze e la professionalità del *management* della società d'investimento ed i risultati ottenuti dallo stesso in altre iniziative. Oltre a questo, il potenziale investitore, è perfettamente a conoscenza del *know how* apportato dalla SGR qualora decida di entrare nel capitale di una piccola-media impresa in termini di competenze e professionalità spesso anche trasversale ai diversi settori; inoltre viene apportato un approccio metodologico rigoroso che non permette di prendere decisioni importanti per l'azienda sulla base del morale del singolo imprenditore. In più l'entrata di un fondo di *private equity* in un'impresa funge da stimolo per la ricerca continua ad ottimizzare il processo produttivo, per scoprire nuovi mercati o segmenti produttivi. Da ultimo il fondo chiuso è soggetto a vigilanza da parte di Banca d'Italia ed è quindi obbligato, a sua volta, ad ottemperare a tutte le disposizioni di quest'ultima trovandosi, com'è giusto che sia, a seguire tutti gli obblighi di legge previsti e a rispettare i requisiti della sana e prudente gestione previsti dalle diverse normative. Ciò vuol dire non solo rispettare le previsioni del legislatore nell'amministrazione della SGR ma anche che le stesse siano rispettate dal *management* al momento dell'entrata nel capitale di un'impresa *target*. In termini

concreti questa affermazione si materializza nel fatto che l'azienda non può fare fatturato che non venga dichiarato e quindi portato in bilancio (il così detto "nero"), non può eludere o elidere le imposte, deve rispettare appieno gli obblighi in materia di sicurezza ed i contratti nazionali previsti per i propri dipendenti.

Diventa ora chiaro come tutto ciò si estrinseca in garanzie che la banca sa di avere al momento dell'investimento in un fondo di *private equity*.

Naturalmente dal paragone ho lasciato fuori il tema della diversificazione in termini di rischio ottenibile attraverso la sottoscrizione di un fondo in quanto la medesima diversificazione è ottenibile dalla banca attraverso un'accurata selezione delle imprese a cui concedere finanziamenti e con un'attenta politica di *asset/liability management* volta ad evitare che le variazioni del reddito netto da interessi siano così importanti da incidere significativamente sul bilancio dell'istituto.

Torniamo ora all'argomento principale di questo paragrafo e cioè gli investitori: non possiamo dire di aver concluso la trattazione di questo punto senza aver analizzato il regolamento di un fondo. Questo documento è il punto di contatto tra la società di promozione del fondo e l'investitore il quale, attraverso un'attenta analisi, deve decidere dove investire i propri risparmi. L'importanza dei dati riportati è sottolineata dal fatto che, prima di essere messo a disposizione dei potenziali investitori, lo stesso è soggetto a specifica approvazione da parte di Banca d'Italia. Tutti i dati riportati in questo documento risultano fondamentali per un investitore; le informazioni principali che si possono ritrovare fanno riferimento a: denominazione e durata del fondo, costruzione, scopo del fondo, caratteristiche del fondo, compiti e responsabilità della SGR, compiti e responsabilità della banca depositaria, modalità di partecipazione al fondo, regolamentazione di quote e certificati di partecipazione, costi e spese, calcolo e comunicazione del valore delle quote, scritture contabile e informazioni finanziarie, revisione contabile, modifiche al regolamento, atti di disposizione di quote, liquidazione del fondo e rimborso totale introiti e procedura di distribuzioni. Come ci potevamo aspettare il regolamento cerca, per il possibile, di disciplinare ogni aspetto della vita del fondo o, almeno, tutto ciò che riguarda la normale operatività; naturalmente ogni evento straordinario che potrà accadere durante la vita del fondo per sua natura non è prevedibile a priori e, di conseguenza, non regolamentabile. Ogni modifica al regolamento di gestione che si rendesse necessaria a seguito di esigenze sorte successivamente all'emanazione dello stesso devono essere, similmente a quanto previsto in fase di costituzione del fondo, preventivamente approvate da Banca d'Italia.

I punti di maggior interesse per ciascun investitore riguardano oltre, naturalmente, alle caratteristiche dal fondo le modalità di partecipazione, la regolamentazione di quote e certificati di partecipazione ed il regime di costi e spese per concludere con la modalità di liquidazione del fondo.

La sezione relativa le modalità di partecipazione al fondo determina i modi ed i canali attraverso i quali l'investitore può arrivare a partecipare al fondo e la relativa domanda di sottoscrizione da compilare, un'importante informazione che viene introdotta è relativa le classi di quote. Uno



stesso fondo può essere suddiviso in diverse classi che si differenziano sulla base degli importi minimi sottoscrivibili, della percentuale di commissioni di gestione gravanti su ciascuna classe e della tipologia di investitori a cui è dedicata. A titolo di esempio è possibile prevedere una classe dedicata agli investitori istituzionali con importi minimi sottoscrivibili più alti, visto la tipologia di cliente a cui è indirizzata, a fronte di ciò la percentuale di commissioni gravanti sulla stessa è inferiore rispetto a quella dedicata agli investitori *retail*. Allo stesso modo la SGR potrebbe introdurre una classe *ad hoc* dedicata agli importi sottoscritti dalla società di gestione stessa sulla quale, chiaramente, non graveranno commissioni.

Ulteriore dato d'importanza è il periodo di sottoscrizione e la data di *closing* cioè il momento in cui si chiude la raccolta degli impegni da parte dei clienti. Questo momento risulta importante in quanto la SGR verifica se si è raggiunto l'ammontare minimo previsto da regolamento. Nella sezione relativa le quote ed i certificati di partecipazione solitamente viene indicato che tutte le quote sono di eguale valore nominale ed hanno gli stessi diritti e possono essere rappresentati da certificati cumulativi (classici titoli al portatore) oppure da certificati nominativi.

Ultima sezione che vale la pena approfondire e che è di sicuro interesse per l'investitore riguarda il regime delle spese le quali risultano, spesso, distinte in due tipologie: spese a carico del fondo e spese a carico dei partecipanti. Tale dicotomia non ha senso di esistere nella realtà dei fatti in quanto se è vero che le spese a carico dei partecipanti incidono in maniera diretta nell'importo che l'investitore deve versare è altrettanto vero che le spese a carico del fondo incidono in maniera ugualmente diretta in quanto vengono portate in diminuzione del valore quota e, di conseguenza, il valore dell'investimento risulta minore.

Come spese a carico del fondo vengono individuate le commissioni di gestione la cui modalità di calcolo solitamente divergono a seconda del momento di vita in cui si trova lo stesso. Solitamente durante il periodo di investimento si applica una percentuale, che può essere variabile, nel caso in cui il fondo sia diviso in classi, all'ammontare degli impegni; successivamente alla chiusura del periodo d'investimento e fino alla liquidazione, la percentuale di commissione viene applicata al valore complessivo netto del patrimonio dove, per valore complessivo netto del patrimonio, si fa riferimento al valore delle attività componenti il fondo al netto delle passività.

Successivi costi individuati come "a carico del fondo" sono i costi per operazioni in pratica tutti gli oneri che il fondo sostiene per effettuare gli investimenti e per individuare le imprese *target* su cui investire; rientrano in questa tipologia di costi le spese notarili o quelle sostenute per avvalersi dell'aiuto di consulenti esterni o di comitati di valutazione, sicuramente troviamo gli oneri dovuti per le necessarie *due diligence*.

Come esistono i costi per operazioni di investimento, possiamo trovare i costi per operazioni di disinvestimento che possono essere individuati similmente a quanto fatto per la precedente tipologia, naturale è che le attività che giustificano il sostenimento di queste spese siano, per forza di cose, diametralmente opposte al caso precedente; in questo passaggio possiamo avere anche la presenza di costi per consulenze legali a fronte di contenziosi emersi in sede di liquidazione.

Durante il normale ciclo di vita del fondo c'è un soggetto che è la banca depositaria che viene incaricato del regolamento di tutte le operazioni disposte dalla SGR per conto del fondo e dello svolgimento di ogni altro compito previsto dal regolamento, dalle prescrizioni del TUF e dalle successive disposizioni emanate dall'autorità di vigilanza; presso la stessa banca depositaria sono depositate anche le disponibilità liquide del fondo. Questo soggetto ha un ruolo di verifica sulle modalità con cui è stato calcolato il valore del patrimonio netto su base semestrale. Per lo svolgimento di tutti i compiti precedentemente elencati, alla banca depositaria viene riconosciuto un compenso fisso calcolato sulla base degli accordi intercorsi con quest'ultima.

Da ultimo vengono previste due tipologie di spese a carico del fondo che hanno il ruolo di "chiusura" di un elenco potenzialmente molto vasto:

- i costi di qualsiasi natura sostenuti in relazione a operazioni di investimento non concluse e a operazioni di disinvestimento non concluse;
- altre spese.

Nel primo caso viene data indicazione esplicita che i costi elencati già nei punti precedenti vengono addebitati al fondo a prescindere che l'operazione di investimento/disinvestimento sia andata o meno a buon fine. Con la voce "altre spese" vengono indicate tutti gli oneri che non sono, al momento della redazione del regolamento, noti con certezza sia nell'ammontare sia nel possibile sostenimento; esempi di questi costi possono essere i costi relativi la società di revisione per il servizio svolto dalla stessa, il compenso per l'*outsourcer* qualora l'SGR si avvalga di una società terza per lo svolgimento di alcune attività amministrative. Naturalmente ciascuna di queste spese deve essere documentata e trovare giustificazione nella gestione del fondo al quale vengono poi addebitate.

Per "spese a carico degli investitori" si intendono le commissioni di sottoscrizione cioè l'importo che l'investitore paga al momento dell'assunzione dell'impegno e viene calcolata come percentuale sull'ammontare sottoscritto; questo onere viene sostenuto solamente una volta dal cliente. Sono, inoltre, a carico dei singoli investitori interessati:

- i costi per l'emissione o il frazionamento dei certificati;
- le spese relative i mezzi di pagamento utilizzati per il rimborso;
- le spese relative la consegna dei certificati rappresentativi delle quote da parte dell'investitore;
- gli eventuali compensi dovuti ai membri dell'*Advisory Board* in base ad accordi esistenti tra l'investitore e quest'organo

Tutti i costi di cui sopra si limitano alla copertura di quanto sostenuto dalla SGR e sono indicati di volta in volta all'investitore interessato.

Ultimo argomento che vale la pena trattare in questo paragrafo riguarda i motivi che influenzano il *fundraising*; in questo caso è ragionevole distinguere tra fattori congiunturali e strutturali: nel primo caso si fa riferimento a variabili che riflettono il ciclo economico, o la dinamica dei mercati finanziari; nel secondo caso si tratta piuttosto di variabili relative al contesto istituzionale e operativo o a caratteristiche intrinseche dei singoli fondi.

Tra i fattori congiunturali possiamo individuare: l'andamento dell'IRR a un anno, le opportunità di investimento e il ciclo del mercato azionario.

La prima delle variabili indicate è in contrasto con la natura a medio e lungo termine degli investimenti. Ciò nonostante l'IRR (*Internal rate of return* – tasso interno di rendimento) può essere preso come indicatore dello stato del mercato, del fatto cioè che il mercato sia “caldo” o “freddo”. Per gli investitori, questo è un segnale importante, sia nel formare le aspettative di rendimento, sia nell'indicare il grado di liquidità (l'IRR a breve elevato fa presumere un tempo di investimento più breve).

In effetti, la serie degli IRR ad un anno è crescente negli anni Novanta raggiunge il suo massimo nel 1999-2000, successivamente fa registrare un rapido declino raggiungendo il minimo negativo nel 2002-2003; torna poi a crescere fino al 2007 raggiungendo il massimo storico nel 2007 per ridursi ad un decimo nel 2009 e, al momento, vivere una fase di lento ma costante aumento.

Come possiamo vedere dal grafico 1.6, il ciclo dell'IRR ad un anno corrisponde all'andamento dei capitali raccolti e ciò a conferma di quanto esposto sopra.

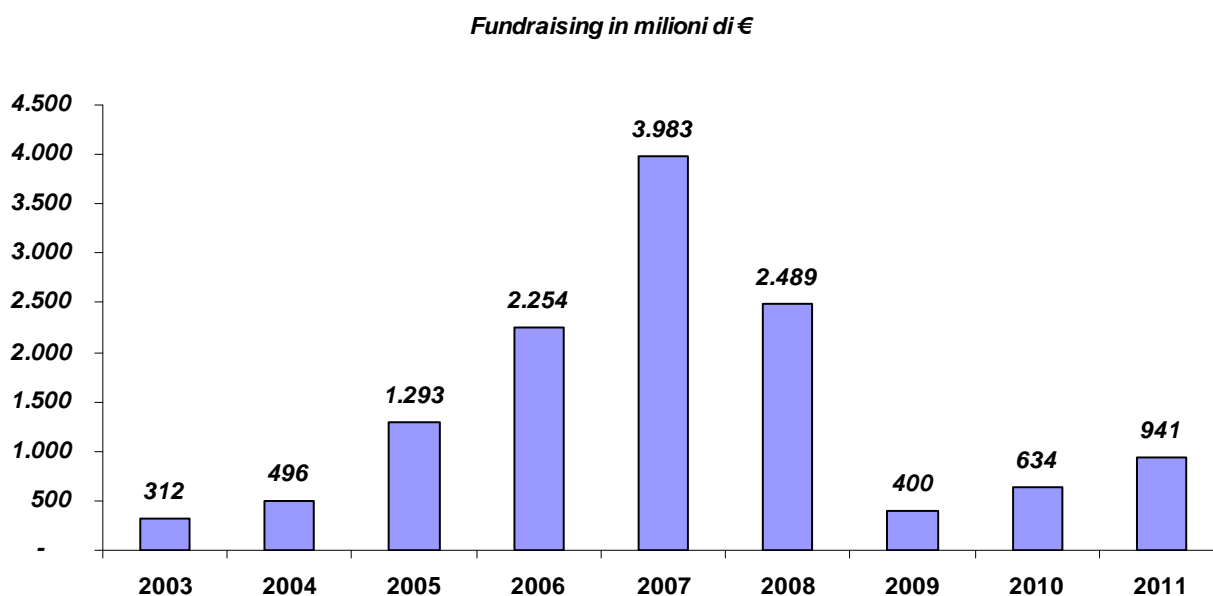


Grafico 1.6 Evoluzione del *fundraising* con dati espressi in milioni di euro: elaborazione personale su dati EVCA

Secondo fattore che influenza il *fundraising* è rappresentato dalle opportunità di investimento; è ragionevole assumere questa relazione che è riflessa anche nell'andamento degli IRR ad un anno. C'è da aggiungere tuttavia che la relazione tra raccolta e investimenti non è stretta soprattutto negli anni di picco delle sottoscrizioni, il *commitment* degli investitori tende a superare significativamente l'importo degli investimenti realizzati. Si determina il fenomeno cosiddetto di *hangover*, cioè di capitali disponibili in eccesso rispetto alle opportunità di investimento.

Ultima variabile d'interesse è il ciclo del mercato azionario: le fasi di mercato caldo favoriscono l'assunzione degli impegni da parte degli investitori. In parte questo è spiegabile per la correlazione con le aspettative di crescita dell'economia reale, in parte può essere influenzato dalla contemporanea fase favorevole dei tassi di interesse: aumenta la finanziabilità del *buyout* (parte importante dell'intera mercato del *private equity*) e quindi l'estensione delle opportunità di investimento.

Accanto ai fattori congiunturali precedentemente analizzati possiamo trovare quelli strutturali sintetizzabili nell'efficienza delle regole di contesto e con la reputazione e il *brand* delle società di *private equity*.

Il primo punto viene esemplificato con il riferimento all'adeguatezza della legislazione finanziaria, societaria e fallimentare, in quanto presupposti di un ambiente favorevole a processi di investimento che richiedono regole chiare e trasparenti. In sostanza si tratta di un aspetto più generale del filone di letteratura della "*Law and Finance*" che spiega in chiave istituzionale lo sviluppo del sistema finanziario.

Parlando con gli operatori del settore ho potuto capire come la legislazione riguardante i *private equity* sia attualmente sufficiente perché tale strumento possa svilupparsi nell'economia italiana, il problema è negli altri due campi che interessano gli investimenti in questo settore: la legislazione societaria e fallimentare. Nel primo caso il legislatore ha emanato storicamente una serie di norme che hanno portato ad uno sviluppo dell'economia italiana basato sulle piccole e medie imprese. Tante piccole celle indipendenti in cui ciascuna cercava di massimizzare il proprio profitto lasciando in secondo piano il settore della ricerca che permettesse uno sviluppo dei prodotti e dei processi produttivi propedeutica ad una crescita di lungo periodo dell'impresa. Tutto ciò ha, come conseguenza, che i fondi di *private equity* trovano una platea di potenziali imprese *target* di piccola e media dimensioni.

La serie di norme relative al fallimento solamente in periodi recenti è stata adeguata alle effettive esigenze del mondo reale e, perciò, solamente negli ultimi tempi tale settore è stato sufficientemente normato.

Ultimo e principale problema presente nel nostro Paese è l'incertezza del diritto; questo comporta poca attrattiva per gli investitori esteri detentori di ingenti capitali.

L'incertezza del diritto comporta sia che situazioni identiche possano essere risolte in modi opposti sia che determinate situazioni non siano correttamente normate con la conseguenza di vuoti legislativi che ciascuno interpreta a proprio favore; se a questo si aggiunge l'anomala durata

di un procedimento giudiziario arriviamo a capire il motivo che conduce gli investitori esteri a stare alla larga dal nostro paese.

Emblematico è il caso della deducibilità degli interessi passivi in un'operazione di *leverage buy-out*: la legge finanziaria del 2008 stabilisce che “gli interessi passivi e gli oneri assimilati, diversi da quelli compresi nel costo dei beni (...) sono deducibili in ciascun periodo d'imposta fino a concorrenza degli interessi attivi e proventi assimilati. L'eccedenza è deducibile nel limite del 30% del risultato operativo lordo della gestione caratteristica (...) gli interessi passivi e gli oneri finanziaria assimilati in deducibili in un periodo d'imposta sono dedotti dal reddito dei successivi periodi d'imposta, se e nei limiti in cui in tali periodi l'importo degli interessi e degli oneri assimilati di competenza eccedenti gli interessi attivi e i proventi assimilati sia inferiore al 30% del risultato operativo lordo di competenza”<sup>2</sup>.

Questa norma risulta di fondamentale importanza per gli operatori in LBO che possono sfruttare fiscalmente tale normativa portando in deduzione gli interessi passivi generati dai finanziamenti aperti per portare a termine l'operazione in questione.

E' accaduto, invece, che l'Agenzia delle Entrate considerasse, secondo una diversa interpretazione, tali oneri in deducibili e conseguentemente facesse pervenire sanzioni di importi elevati alle società *target* in cui il fondo ha investito. Successivamente, attraverso diverse procedure giudiziali, tali interessi sono stati effettivamente considerati come deducibili ma ciò solo dopo un lungo periodo.

Chiaramente situazioni di questo genere non fanno che diminuire la già ridotta fiducia degli operatori internazionali nell'efficienza del sistema giuridico-legislativo dell'Italia.

A queste situazioni che, purtroppo, dobbiamo considerare come croniche, si aggiunge l'incertezza politica seguita alle elezioni dello scorso febbraio che hanno visto uscire come vincitore un partito precedentemente mai apparso nella scena politica del nostro Paese. Questa breve digressione politica si rende necessaria se verificiamo i punti principali di questo nuovo movimento: possiamo trovare, infatti, la volontà di eliminare dal nostro ordinamento la disciplina propria delle operazioni di *leverage buy-out* (che ricordiamo essere le operazioni principali attraverso le quali operano i gestori di *private equity*); nasce da qui la naturale preoccupazione degli operatori circa l'evolversi della situazione politica italiana.

Da una breve lettura di tutte le argomentazioni di cui sopra si capisce come solamente una netta inversione di tendenza soprattutto a livello culturale possa iniziare a far aumentare l'interesse nello stato Italia.

Tornando all'analisi dei fattori strutturali possiamo individuare la reputazione e il *brand* delle società di *private equity*: da un punto di vista micro, si può osservare il fenomeno della “persistenza” delle *performance*, cioè l'aspettativa che i rendimenti dei fondi che si susseguono nel tempo e gestiti dagli stessi *manager* saranno tra loro correlati. Il fatto che questo vantaggio non sia facilmente eroso dei competitori è da ritenere che esso sia legato certamente a condizioni

---

<sup>2</sup> Art. 96 comma 1-4 del TUIR

strutturali come la dotazione di competenze, l'esperienza e la dimensione, oltre che a fattori positivi per le *performance*, come la capacità di attrarre un *deal flow* di qualità e la forza negoziale. Fattori che sono in qualche misura alimentati da un sistema di *core competency* e reputazione non facilmente imitabili.

Da ultimo risulta interessante notare la ripartizione del *fundraising* tra i settori di investimento. L'aspetto più importante da notare è quello del peso relativo assunto dagli investimenti legati a operazioni di *buyout*. Non si tratta tanto di una sottrazione di risorse al *private equity* in senso stretto, quanto di una crescita molto rapida e sostenuta da operazioni unitarie di grandissimo ammontare. Mentre è ragionevole assumere che dietro a tutto questo vi siano buone ragioni di economia reale, vale a dire il fabbisogno di ristrutturazione proprietaria e strategica delle imprese, è possibile che anche meccanismi di incentivo giochino nella stessa direzione; l'aspetto più lampante da considerare è quello del *carried interest*.

Come si è detto, si tratta di una remunerazione per il gestore commisurata all'incremento di valore degli investimenti che egli è capace di realizzare: dunque uno stimolo a massimizzare l'impegno per produrre buone *performance* e un premio per la capacità e gli sforzi che devono essere profusi per lungo tempo e con intensità nella valorizzazione dei singoli investimenti.

Aumentando le dimensioni delle società partecipate, aumenta la complessità dei compiti del gestore in maniera indiretta. Ne deriva che, a parità di altre condizioni, un fondo di *private equity* potrebbe essere avvantaggiato dalla scelta di investimenti di dimensioni unitaria più grande e da tempi di valorizzazione più brevi.

Questi argomenti hanno un valore più evidente proprio nel caso dei fondi di *buyout*: in questi, infatti, si concentrano le dimensioni unitarie maggiori, i tempi *exit* più brevi e, spesso, condizioni delle società partecipate che non richiedono un apporto gestionale intenso e continuo come nelle operazioni di *private equity* in senso stretto. La conclusione è che un incentivo come il *carried interest* diventa tanto più interessante proprio con le condizioni che ricorrono nel *buyout* (naturalmente spesso le clausole del *carried interest* sono modulate proprio per attenuare possibili distorsioni).

Tutte le conclusioni tratte finora non giustificano di per se stesse la conclusione che la crescita dalla quote di *fundraising* per i *buyout* sia attribuibile a una distorsione dei meccanismi di incentivo; eventualmente si può ipotizzare una ulteriore spinta a una tendenza già robusta. E, in effetti, fattori di maggior peso sono individuabili nella situazione dell'economia e dei mercati finanziari.

A titolo di esempio la percezione da parte degli investitori del rischio relativo delle azioni quotate rispetto a quelle non quotate è cambiata radicalmente dopo il crollo dei mercati azionari del 2000-2001 e il parallelo alto rendimento dei fondi di *buyout*. Negli Stati Uniti, nel periodo 1980-2001, il settore dei *private equity* ha espresso un tasso di rendimento annuale medio del 23 per cento,

molto al di sopra del rendimento fatto registrare nello stesso periodo dal più importante indice di borsa statunitense lo S&P 500.<sup>3</sup>

Con i grafici 1.7 e 1.8 viene data evidenza dell'effettiva importanza delle operazioni di buyout in termini di ammontare investito mentre la stessa cosa non può dirsi se spostiamo l'attenzione dagli importi alle società *target* coinvolte nelle operazioni.

*Investimenti del private equity europeo per categorie di operazioni (ammontari in migliaia euro)*

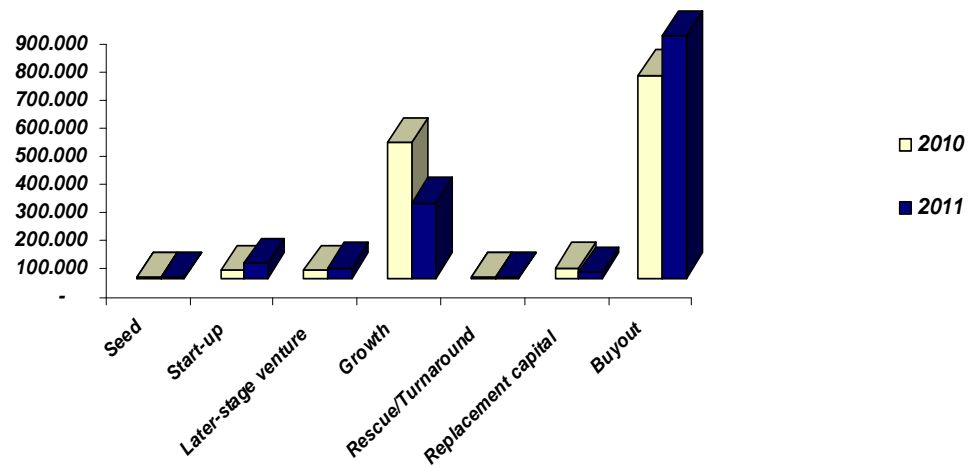


Grafico 1.7 Investimenti del Private Equity europeo per categorie di operazioni (dati espressi in migliaia di euro): elaborazione personale su dati EVCA

<sup>3</sup> S.N. Kaplan, A. Schoar, *Private Equity Performance: Return, Persistence and Capital Flows*, National Bureau of Economic Research working paper 2003

### Operazioni di private equity per numero società target

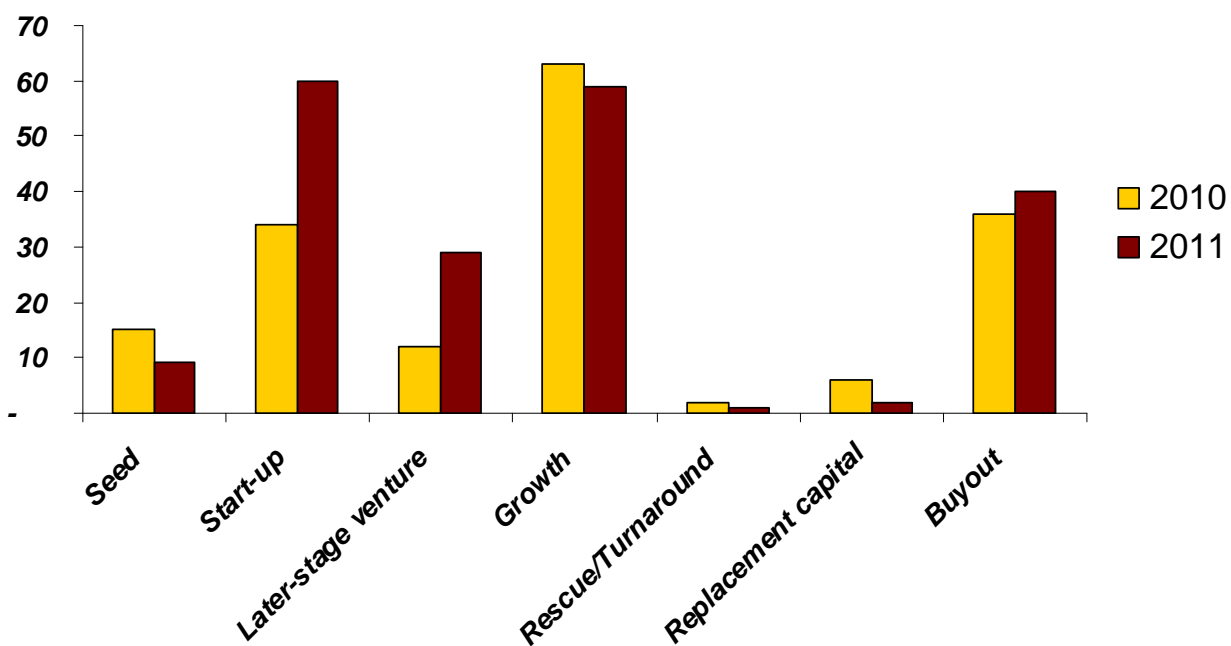


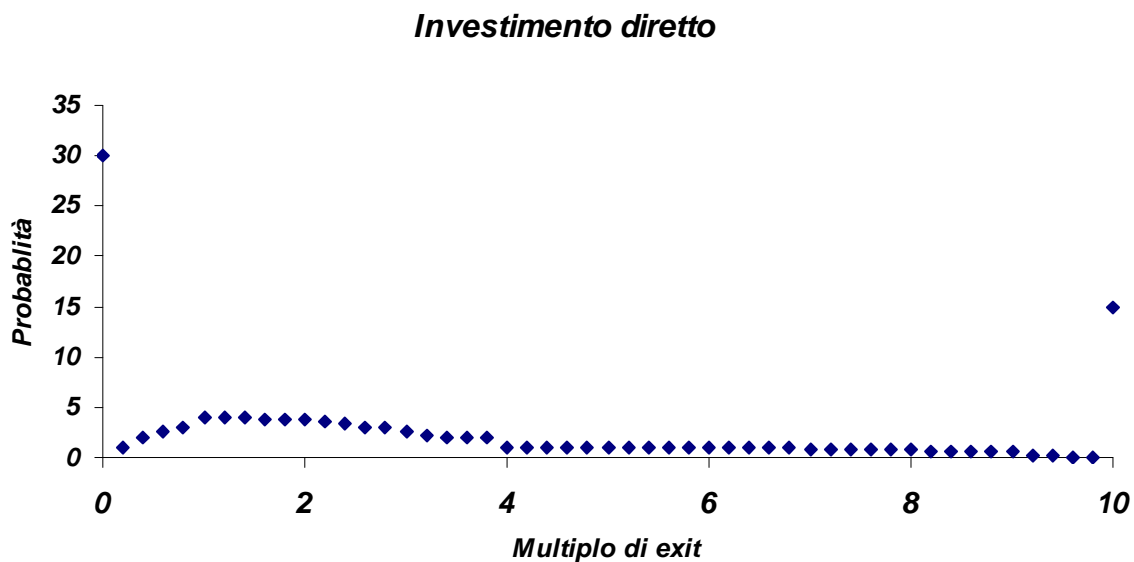
Grafico 1.8 Investimenti del Private Equity europeo per numero società target: elaborazione personale su dati EVCA



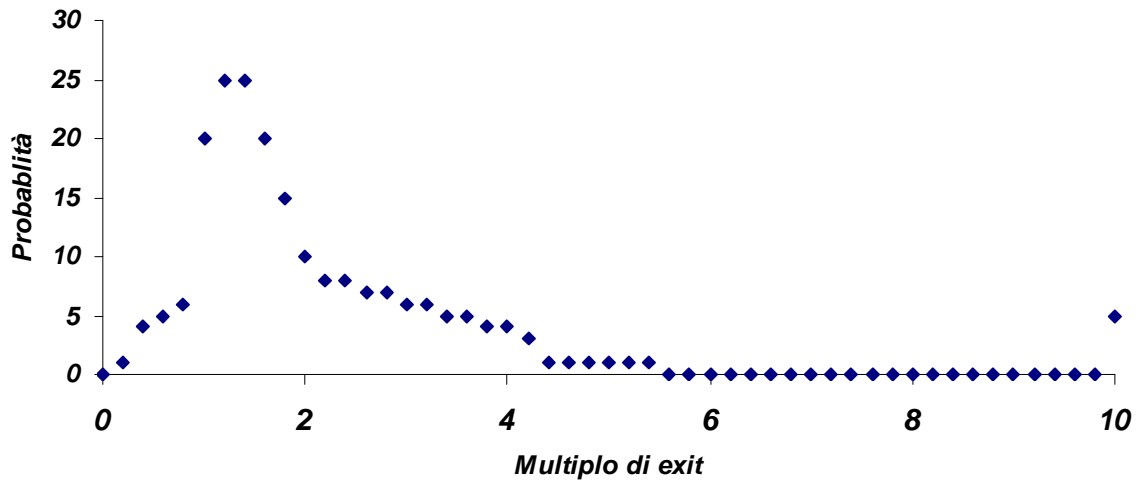
## 1.5. I fondi di fondi e fondi puri

I fondi di fondi sono una formula particolare di fondo di *private equity* che si specializza nella gestione i portafogli di quote di partecipazione ad altri fondi di *private equity*; negli ultimi anni hanno avuto un successo notevole fino a raggiungere, in un paese in cui questa tipologia d'investimento ha visto la nascita come gli Stati Uniti, punte del 14% del *fundraising*. In sintesi, i FOF (*funds of funds*) sono basati sulla possibilità di allargare in modo rilevante il numero delle società emittenti a cui, in via indiretta per il tramite di un secondo fondo, si partecipa.

Come possiamo vedere dal grafico 1.9 relativo ai profili di rischio dei diversi strumenti di partecipazione al *private equity*, la maggior diversificazione si riflette sul livello di rischio e, di conseguenza sulle distribuzioni delle *performance*.



### Investimento con fondi di private equity



### Investimento con fondi di fondi

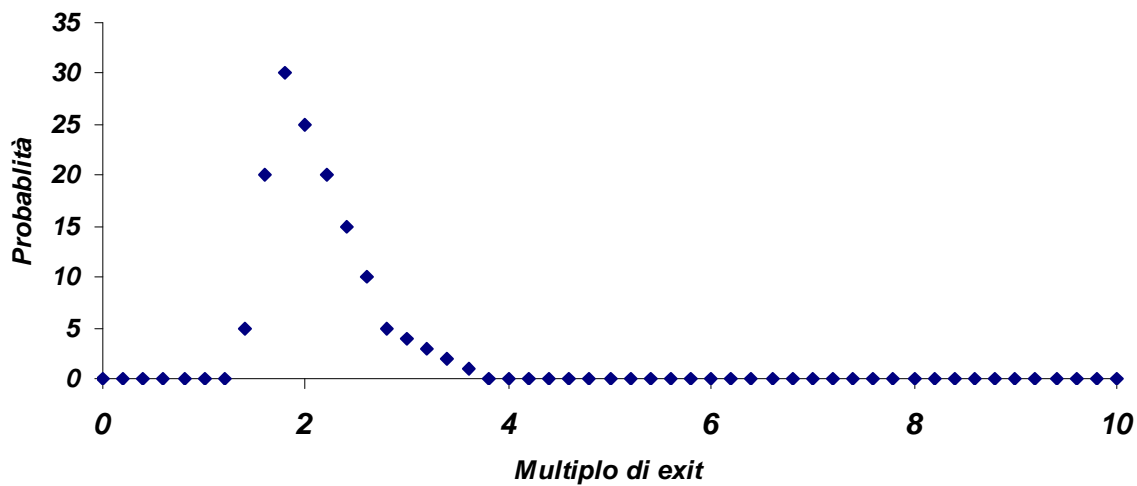


Grafico 1.9 Rischio/Rendimento per diverse alternative di investimento in private equity: elaborazione personale su dati T. Welding, P. Mathonet, The Risk Profiles of Private Equity, SSRN working paper 2004

Come possiamo vedere dai grafici abbiamo tre casi a cui possiamo ricondurre la combinazione di rischio/rendimento nell'investimento in *private equity*:

1. nel caso di investimenti diretti, la probabilità di perdita è molto elevata (quasi 50%); questa si compensa, in caso di successo, con la probabilità alta (intorno al 30%) di realizzare un valore dell'investimento con un multiplo di 5 volte o più rispetto al capitale impiegato;

- quindi una fortissima polarizzazione sui valore estremi di perdita totale o di profitto straordinario;
2. nel caso di investimento tramite fondi, la probabilità di incorrere in una perdita scende al 30 per cento (è pari a zero la probabilità di perdita totale); la probabilità di ottenere un multiplo di 5 o più scende sotto il 5 per cento; di conseguenza la dispersione si riduce sensibilmente e la distribuzione diventa più simmetrica;
  3. nel caso di fondi di fondi la probabilità di perdita si riduce all'1 per cento e la coda destra, quella con l'indicazione del profitto, si esaurisce rapidamente al di sotto del multiplo 4; quindi la dispersione si riduce ulteriormente e aumenta la simmetria della distribuzione

Ci sono diverse ragioni che giustificano lo sviluppo dei fondi di fondi; possiamo iniziare analizzando la possibilità di realizzare *performance* migliori rispetto a quelle che una società di gestione potrebbe raggiungere con un portafoglio diretto, si può approfondire meglio la questione se si considera non tanto la *performance* lorda ma la possibilità di realizzare una combinazione di rischio/rendimento che più può trovare un consenso favorevole da parte del mercato della raccolta dei fondi.

Per i veicoli di più grandi dimensioni, l'investimento in FOF, permette di accelerare la fase di allocazione dei capitali raccolti evitando l'oneroso processo diretto e il relativo largo impiego di risorse specializzate. Naturalmente questo ha l'effetto negativo di avere un livello inferiore in termini di *brand* e reputazione.

Se la diversificazione può essere un vantaggio per i fondi di grandi dimensioni lo è altrettanto per i fondi più piccoli consentendo loro di raggiungere un livello di varietà di investimento altrimenti non accessibile.

Un ulteriore effetto positivo nell'investimento in fondi di fondi è legato ai gestori con minor esperienza, in questo modo gli stessi hanno l'opportunità di percorrere una fase di apprendimento o di essere tutelati in termini di reputazioni nel caso di performance inferiori alle attese.

L'ultimo punto di forza, riconducibile al particolare momento storico che stiamo vivendo, è legato al problema di essere di fronte ad un mercato sempre meno ricco di opportunità di investimento rispetto ai capitali raccolti; in questo caso l'investimento in fondi permette di entrare, scontando qualche commissioni aggiuntiva, in progetti già ben avviati ed in realtà solide le quali si sono già collocate, in termini di investimenti, nel segmento di mercato a loro più congeniale e con la possibilità di valutare in anticipo con un certo grado di certezza i ritorni in termini di *performance* che l'investimento può generare.

In termini grafici possiamo rappresentare l'investimento in fondi di fondi come in figura 1.6 con un primo fondo oggetto della nostra analisi, n fondi target sui quali il veicolo principale investe con le tempistiche e con importi che ritiene più opportuni e  $n*m$  società *target* dove m è il numero di imprese su cui ogni fondo oggetto di investimento è entrato nel capitale.

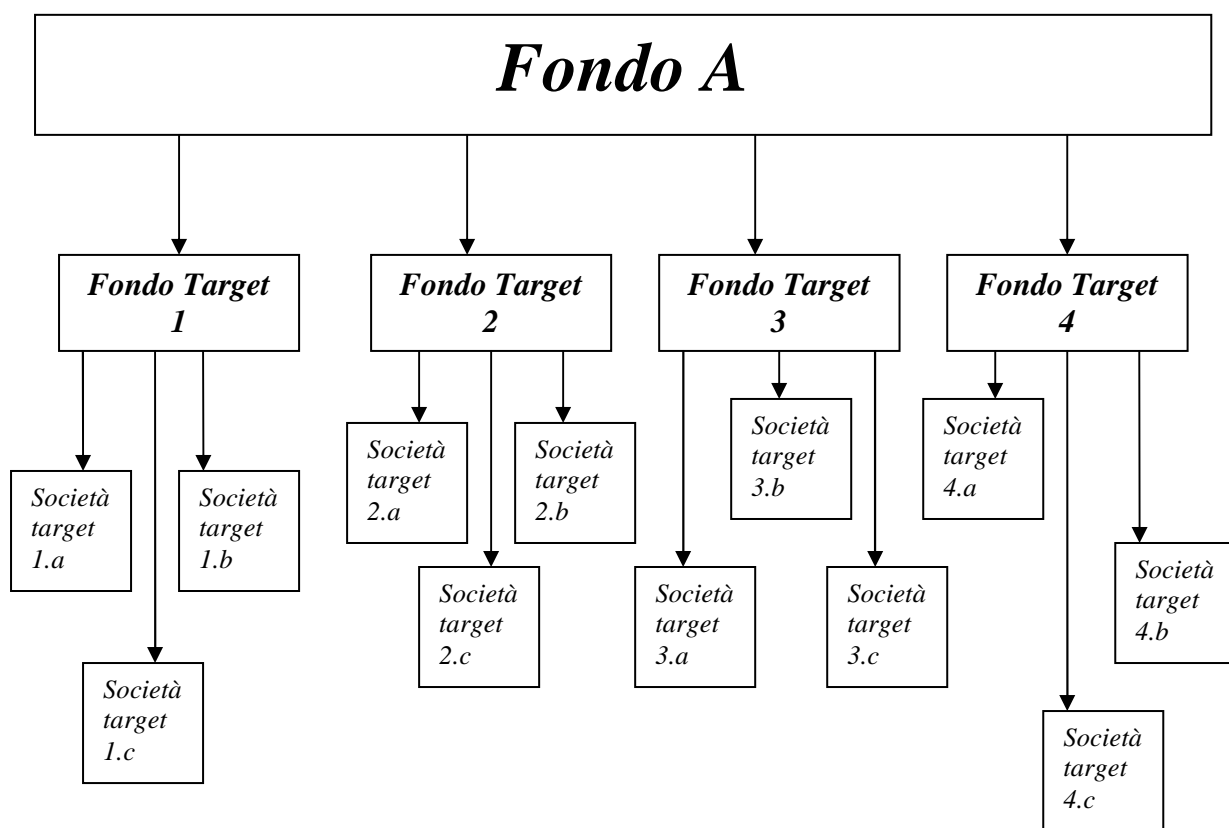


Figura 1.6 Struttura di un fondo di fondi di private equity

Dalla figura emerge chiaramente come un fondo di fondi possa arrivare, pur avendo a disposizione un ammontare inferiore di risorse, a diversificare il rischio in modo importante e, al contempo, investire in modo indiretto in una quantità elevata di aziende le quali possono essere ubicate in diverse aree geografiche, appartenere a settori produttivi diversi e avere livelli di fatturato dipendenti da variabile di economia reale (prezzo del petrolio, prezzo delle materie prime, costo dell'energia) le più diverse.

Possiamo capire come l'investimento in un fondo di fondi abbia un profilo di rischio minore e, di conseguenza, un rendimento atteso minore; naturalmente si può parlare solamente di rendimento atteso in quanto se un operatore potesse essere certo del rendimento che otterrebbe da un investimento, non si potrebbe parlare di rischio.

Il rendimento minore è causato da due fattori principali: la diversificazione e la struttura commissionale gravante sul fondo.

La diversificazione porta ad un minor rendimento in quanto l'investimento avviene in aziende con correlazioni diverse rispetto all'andamento dell'economia; è chiaro che investire in società operanti in settori diversi permette di sfruttare il ruolo che ciascuno ha nell'economia di un determinato paese. Da questa affermazione si capisce come, essendoci dei settori ciclici ed anticiclici, con una buona eterogeneità negli investimenti si possa evitare di incorrere in perdite e, dall'altro canto, non si possono far registrare performance positive che vadano oltre la crescita generale dell'economia. Se pensiamo che, oltre ad una diversificazione territoriale, possiamo ottenerne una geografica, si capisce come la protezione avvenga sia in maniera verticale (società appartenenti alla stessa economia) sia in modo orizzontale (società appartenenti ad economie diverse).

Il secondo fattore che riduce i rendimenti in un fondo di fondi è la struttura commissionale in quanto gli investitori sono soggetti ad una *fee* all'entrata e ad una *fee* all'uscita: si paga, infatti, una commissione all'SGR al momento dell'entrata nel fondo e, successivamente, il fondo stesso paga le commissioni di entrata nei fondi sui quali investe; questo causa *ceteris paribus* un rendimento minore tra un fondo di fondi ed un fondo puro

I fondi di *private equity* che investono direttamente nelle società target appartengono, sulla base di quanto visto in precedenza, ad un classe di rischio rendimento ben diversa rispetto a quella dei fondi di fondi i quali figurano tra gli investitori dei cosiddetti fondi puri.

La caratteristica propria di questi fondi è avere una concentrazione di rischio maggiore in quanto la numerosità degli investimenti effettuati e, di conseguenza, i settori interessati sono minori. Sulla base dell'esempio riportato dalla figura 1.6 possiamo vedere come il fondo puro abbia solamente tre investimenti mentre il fondo di fondi arrivi, attraverso investimenti indiretti, a dodici società.

Per un fondo che effettua investimenti diretti una caratteristica rilevante è rappresentata dalla dimensione dello stesso dove per dimensione si intende l'importo che, in fase di *fundraising*, l'SGR riesce a raccogliere. Questa affermazione è motivata dal fatto che se un fondo di fondi, pure di piccole dimensioni, riesce a raggiungere i mercati e la diversificazione desiderata, per un fondo puro una maggiore disponibilità finanziaria corrisponde ad una maggior numerosità di investimenti; ciascuno di essi, infatti, impegna una quantità importante di risorse ed in modo più rigido rispetto all'investimento in fondi.

Sulla base delle due caratteristiche evidenziate sopra (diverso profilo di rischio/rendimento e necessità di maggiori risorse finanziarie) si capisce come le due tipologie di fondi pur appartenendo entrambe alla stessa tipologia di *asset class* relativa gli investimenti alternativi, siano rivolte ad investitori diversi e difficilmente i sottoscrittori di un fondo di fondi sono anche investitori di un fondo che effettua investimenti diretti. Nel primo caso abbiamo soggetti istituzionali che per loro natura devono diversificare il rischio in modo oculato come ad esempio i fondi pensione, nel secondo caso abbiamo soggetti che possono permettersi di effettuare

investimenti a maggior rischio. Tali soggetti operano come privati e non come investitori di risorse altrui, rientrano in questo settore le fondazioni bancarie piuttosto che le imprese di assicurazione che operano investendo il capitale proprio ovvero oggetti privati con disponibilità di ingenti capitali i quali, nell'investire il proprio patrimonio, scelgono di impiegarne una parte nei fondi puri.

A questo punto vale la pena fare una piccola precisazione, i fondi chiusi di *private equity* sono fondi riservati ad investitori qualificati e investitori istituzionali. Gli investitori qualificati sono investitori non istituzionali ma che hanno caratteristiche di dimensioni e/o competenze professionali che ne fanno un attore con speciali qualifiche; in particolare in Italia si definiscono così gli investitori *retail* che effettuano investimenti per importi superiori ai due milioni di euro. Questa distinzione sussiste perché esistono regole a protezione del segmento *retail*. Il fatto di distinguere investitori qualificati e non permette di utilizzare con i primi procedure più rapide e meno vincolanti in quanto si presuppone abbiano maggiori abilità e conoscenze.

Per investitori istituzionali si intende un operatore economico (società o ente) che effettua considerevoli investimenti in maniera sistematica o cumulativa, disponendo di ingenti possibilità finanziarie proprie o affidategli; in questa tipologia di investitori possiamo trovare: società assicurative, banche, società di gestione del risparmio, istituti di credito, organismi di investimento collettivo, enti pubblici territoriali, *holding* finanziarie, *holding* familiari.

Un aspetto importante relativo i fondi di *private equity* puri riguarda la sindacazione degli investimenti, ovvero “sindacare” con altri fondi la quota di capitale azionario di una società partecipata. Succede, in pratica, che due o più SGR partecipano ad un *deal*, anche in tempi diversi con una delle società che agisce come *lead investor*. In linea generale questa opzione viene considerata come un fattore di miglioramento dell'efficienza del mercato del PE: in particolare, dovrebbero accorciarsi i tempi dei processi di investimento e aumentare la probabilità di *exit* di successo.

I fattori che determinano la maggior efficienza sono:

- il rafforzamento delle competenza e delle capacità come leva della creazione di valore: in pratica si guarda alla sindacazione come a un meccanismo con cui si sottopone a un processo di valutazione e selezione di un multiplo lo stesso investimento. Poiché i diversi gestori di fondi hanno esperienze, capacità e competenze diverse e complementari, unire tutto ciò significa rendere più efficace tutto il processo del PE. E' l'argomento esattamente opposto a quello del *free riding*;
- la condivisione delle informazioni relativamente ai potenziali *deal*: la qualità del portafogli di un fondo di *private equity* è collegata anche all'ampiezza del *deal flow*, le relazioni di sindacazioni, soprattutto quando stabili e approfondite si traducono in un vero e proprio *network*, allargando le informazioni sulle possibili opportunità di mercato;

- la ripartizione dell'esposizione al rischio: un portafoglio di *private equity* tradizionale non offre le condizioni migliori per ottimizzare il rischio non sistematico ciò soprattutto quando i fondi sono relativamente piccoli a causa del ridotto numero di investimenti, delle asimmetrie informative e della sostanziale illiquidità. La sindacazione degli investimenti più grandi diventa un modo per compensare le inefficienze;
- miglioramento dei processi decisionali: in pratica si ritorna all'argomento che decisioni in condizioni di incertezza molto alta possono essere rafforzate se sottoposte ad un controllo congiunto di esperienze, capacità diverse e, come visto nei punti precedenti, complementari. Ulteriore elemento che rafforza questo punto emerge se ci troviamo di fronte ad investimenti *first-round* caratterizzati da maggior incertezza; è proprio per questa tipologia di investimenti che troviamo la maggior quantità di sindacazione;
- sviluppo di una rete di relazioni professionali e sociali: questo fattore è in stretta relazione al secondo punto. In questo caso registriamo un allargamento delle potenzialità di affari: attesa di reciprocazione, allargamento del raggio di azione degli investimenti sia in senso geografico, sia in quello delle classi di investimento;
- *window dressing*: in poche parole significa appropriarsi, attraverso la sindacazione, di un'evidenza di un buon *track record* solo apparente. Il punto si spiega considerando che, per una SGR di *private equity*, la capacità di fare *fundraising* per un nuovo fondo è strettamente legata al successo dei fondi attualmente gestiti. Ecco, perciò, come risulti d'interesse partecipare a un investimento in sindacato anche se ciò fa scontare un elevato prezzo di ingresso, per un gestore può essere di aiuto nel migliorare il profilo delle performance

La società di gestione specializzata in fondi di *private equity* al momento dell'istituzione di un nuovo fondo deve capire anzi tutto la tipologia di investitori a cui vuole rivolgersi per poi decidere se promuovere un fondo che effettua investimenti indiretti oppure un fondo puro. La definizione del corretto *target* influenza la buona riuscita del *fundraising* e, di conseguenza, del fondo; in questo ambito l'attività di *pre-marketing* e di *marketing* sono fondamentali. Naturalmente la stessa società ha la possibilità di istituire e gestire più di un fondo venendo incontro, anche, alle esigenze che dovessero sorgere successivamente all'avvio del primo progetto quando l'SGR ha l'occasione di entrare in contatto con potenziali investitori che non hanno aderito al fondo in quanto alla ricerca di un profilo di rischio diverso da quanto proposto oppure di effettuare investimenti in territori/settori diversi da quanto proposto inizialmente. La società una volta valutata la richiesta può aumentare la gamma di prodotti offerti proponendo sia fondi di fondi sia fondi puri con orientamento ai *focus* geografici/territoriali ritenuti più opportuni.

Una differenza importante tra i fondi di fondi ed i fondi puri è da ricercarsi nelle competenze necessarie per la gestione di ciascuno di essi; nel primo caso il gestore deve essere in possesso di competenze prettamente finanziarie. In questo caso l'attività principale risulta essere il *fund picking* che, soprattutto nel contesto italiano, avviene con criteri molto severi; in questa fase risulta fondamentale nella scelta l'analisi del *track record* professionale del gestore. I fondi senza *track record* o con *track record* relativamente corta (ad esempio meno di sei rendimenti trimestrali) hanno sicuramente una rischiosità maggiore rispetto ad altri che possono produrre uno positivo e di più lunga data. Per *track record* si intende la performance storica ed i risultati passati di un gestore di capitali, questo è il principale indicatore per valutare la capacità di un gestore.

Grazie al *fund picking* i gestori cercano, inoltre, di ottenere il miglior livello di diversificazione possibile, in questo contesto bisogna sottolineare la circostanza analizzata da alcuni studiosi<sup>4</sup> che la maggior parte dei gestori di fondi di fondi risulterebbe iperdiversificato in base alla teoria di portafoglio di Markowitz<sup>5</sup>; ciò si spiega col fatto che i gestori non sono solo sensibili al rischio diversificabile, ma anche molto attenti a limitare i danni di eventuali casi di *default* dei fondi sottostanti.

Competenze diverse, invece, vengono richieste ai gestori di fondi di *private equity* che svolgono attività di investimento diretta; durante un'intervista effettuata congiuntamente alla dottoressa Francesca Fontana e al dottor Giovanni Barbujani – *analyst* presso Arcadia SGR – ho potuto capire come siano necessarie esperienze e competenze trasversali ai diversi settori in cui si estrinseca l'economia reale.

L'investire direttamente in aziende presuppone anche un'ottica industriale oltre che finanziaria (naturalmente gli strumenti attraverso i quali si conclude l'investimento presuppongono in ogni caso una conoscenza finanziaria indispensabile per muoversi in quest'ambito) ed il gestore deve possedere tra l'altro: capacità di leggere le aziende, capacità di capire il *business*, i mercati, il *management*, la struttura e l'organizzazione aziendale.

---

<sup>4</sup> Lazzari, Cardani, Comi: "L'offerta dei fondi di fondi speculativi in Italia", cap. 2

<sup>5</sup> Lo studio di Markowitz si basa sull'analisi del processo che genera domanda e offerta di attività finanziaria in funzione del rapporto rischio/rendimento da esse espresso. Il principio di base che governa tale teoria è che, al fine di costituire un portafoglio efficiente, occorre individuare una combinazione di titoli tale da minimizzare il rischio e massimizzare il rendimento complessivo compensando gli andamenti asincroni (andamenti non simultanei) dei singoli titoli. Per far sì che ciò accada, i titoli che compongono il portafoglio dovranno essere incorrelati o non perfettamente correlati. Gli assunti fondamentali sono i seguenti: gli investitori intendono massimizzare la ricchezza finale e sono avversi al rischio; il periodo di investimento è unico; i costi di transazione e le imposte sono nulle, le attività sono perfettamente divisibili; il valore atteso e la deviazione standard sono gli unici parametri che guidano la scelta; il mercato è perfettamente concorrenziale

Per un'analisi completa della teoria di portafoglio di Markowitz si veda E.J. Elton, M.J. Gruber, S.J. Brown, W.N. Goetzmann: "Modern Portfolio Theory and Investment Analysis", Wiley, 2007



Date queste differenze possiamo derivare come il lavoro svolto da un gestore di fondi di fondi sia un'attività totalmente diversa dal gestore che effettua investimenti diretti sia per le competenze necessarie sia per le modalità attraverso le quali viene, successivamente, portato a conclusione l'investimento.

L'affermazione di cui sopra è confermata se andiamo ad analizzare le società d'investimento che promuovono entrambi le tipologie di fondi; in questi casi, infatti, i *team* di persone che seguono la gestione del FOF è diverso rispetto al gruppo incaricato della gestione dei fondi che effettuano investimenti diretti.

## 1.6. *Politica di investimento*

I fondi di *private equity* svolgono una funzione speciale nei circuiti di finanziamento delle imprese: investono su emittenti che non sono finanziabili con aumento del debito e che non hanno i requisiti per poter accedere al mercato del capitale di rischio quotato. La prima condizione si spiega in funzione del livello di rischio: il tasso di interesse adeguato dovrebbe incorporare un premio al rischio tale da generare un tasso incompatibile con le norme anti-usura; più in generale, un contratto di finanziamento con clausole rigide di altissimo tasso di interesse è difficilmente sostenibile dal debitore; nello stesso tempo, le regole del mercato creditizio sono fortemente influenzate da approcci *asset-based*, raramente compatibili con la natura delle imprese candidabili (imprese in crescita e con attività immateriali). La seconda condizione dipende dal fatto che l'emittente "tipo" presenta limiti di dimensione, rischio e mancanza di *track-record* che lo rendono improponibile al mercato aperto e, quindi, agli investitori *retail*.

La regola base degli investimenti in *private equity* è di realizzare rendimenti medi elevati in attività ad alto rischio; tali rendimenti devono consentire: di remunerare il gestore di fondi con adeguato incentivo in caso di successo; di offrire un rendimento attrattivo agli investitori partecipanti ai fondi; di garantire un sufficiente *upside* agli imprenditori per attrarre le iniziative ad alto potenziale.

Un secondo aspetto fondamentale della politica di investimento è la scelta, molto selettiva, dei settori in cui effettuare gli investimenti; questo punto importante è ancor più della selezione del singolo investimento. E' interessante notare, per esempio, che negli ultimi decenni il settore del *private equity* negli Stati Uniti ha cambiato spesso le priorità: negli anni Ottanta il settore dell'energia, poi l'ingegneria genetica, seguito dalle attività legate ad internet. Elemento comune di queste attività era di avere un tasso di sviluppo elevato e di prefigurare, nel breve termine, una insufficiente capacità produttiva.

Prendendo sempre come termine di analisi l'economia americana, possiamo veder come soltanto un decimo dell'intero panorama, sia concentrato in settori destinati ad una crescita sostanziale nei successivi cinque anni (ricordiamo che è proprio questa la durata media di un investimento di un fondo di *private equity*). Capiamo, di conseguenza, come le potenziali aziende *target* siano numericamente poche ed i motivi per i quali ciò succede sono diversi: in primo luogo, per un'impresa la probabilità di crescere e aumentare di valore rapidamente all'interno di un settore molto dinamico è molto più alta rispetto ai settori maturi. Inoltre, i tempi e l'intensità della crescita rendono l'investimento appetibile per la quotazione o, comunque, per le opzioni di uscita.

All'interno di questo panorama ristretto, inoltre, vi è poi la questione del *timing*, della scelta della fase del ciclo di vita dell'impresa in cui entrare; sulla base di quanto detto sicuramente i fondi non entreranno in fase di consolidamento della società o in una fase di maturità. Allo stesso tempo si tende ad escludere le *start-up* dove è troppo alta l'incertezza sia tecnologica sia di mercato. Rimane la fase intermedia, quella che comprende gli stadi del primo sviluppo e della crescita

accelerata: da precisare, inoltre, che la fase intermedia del ciclo di vita non è uniforme: può offrire opportunità importanti (tassi di crescita crescenti) o meno (verso la stabilizzazione).

La distinzione fondamentale è tra fondi generalisti e fondi specializzati: nel primo caso si fa riferimento a uno stile di investimento che tende a formare il portafogli che contengono società appartenenti ai diversi segmenti di *private equity*, lungo gli stadi del ciclo di vita dell'impresa; nel secondo caso, al contrario, il principio è quello di concentrarsi su un solo segmento o su un sottosegmento (*distressed buyout* sottodivisione del segmento *buyout*).

Altro possibile profilo di specializzazione è quello del settore industriale; questa specificità caratterizza in modo particolare il campo del *venture capital* dove sono più forti le particolarità degli investimenti in termini tecnologici e di mercato e dove, di conseguenza, la specializzazione settoriale può rafforzare i processi di selezione e controllo.

Sono questi i casi in cui è frequente che la figura del gestore sia quella di un soggetto con esperienza imprenditoriale e quindi portare più conoscenze proprie dell'attività di *business* che non di carattere finanziario, proprio quello che si diceva, poco sopra, essere una delle importanti differenze tra la gestione di un fondo di fondi e un fondo che effettua investimenti diretti.

In figura 1.7 viene data evidenza della specializzazione dei fondi di *private equity* per stadi del ciclo di vita dell'impresa così come individuati dall'EVCA.

Le politiche di investimento sono definite come gli indirizzi seguiti nella scelta delle attività oggetto di investimento, che conferiscono al fondo gestito le caratteristiche necessarie di specificità le quali, dunque, tendono a distinguerlo rispetto alla restante platea di prodotti presenti nel mercato. Tali politiche devono essere definite con chiarezza all'interno del regolamento del fondo; i criteri di riferimento così indicati costituiscono il punto di riferimento per il gestore nell'individuazione e selezione delle potenziali attività in cui poter investire.

La società di gestione di un fondo chiuso è libera di pianificare le strategie di investimento senza dover affrontare problemi di liquidità, in quanto (come abbiamo ampiamente visto nel corso di questo capitolo) i sottoscrittori possono richiedere il rimborso delle quote solamente dopo la scadenza dei termini prestabiliti. Inoltre, a seguito dell'entrata in vigore del TUF sono stati eliminati gran parte dei limiti alle politiche di impiego che ne avevano frenato lo sviluppo e, di conseguenza, è cresciuta la discrezionalità ed il margine di manovra a disposizione dei gestori del fondo chiuso per attuare le strategie di investimento.

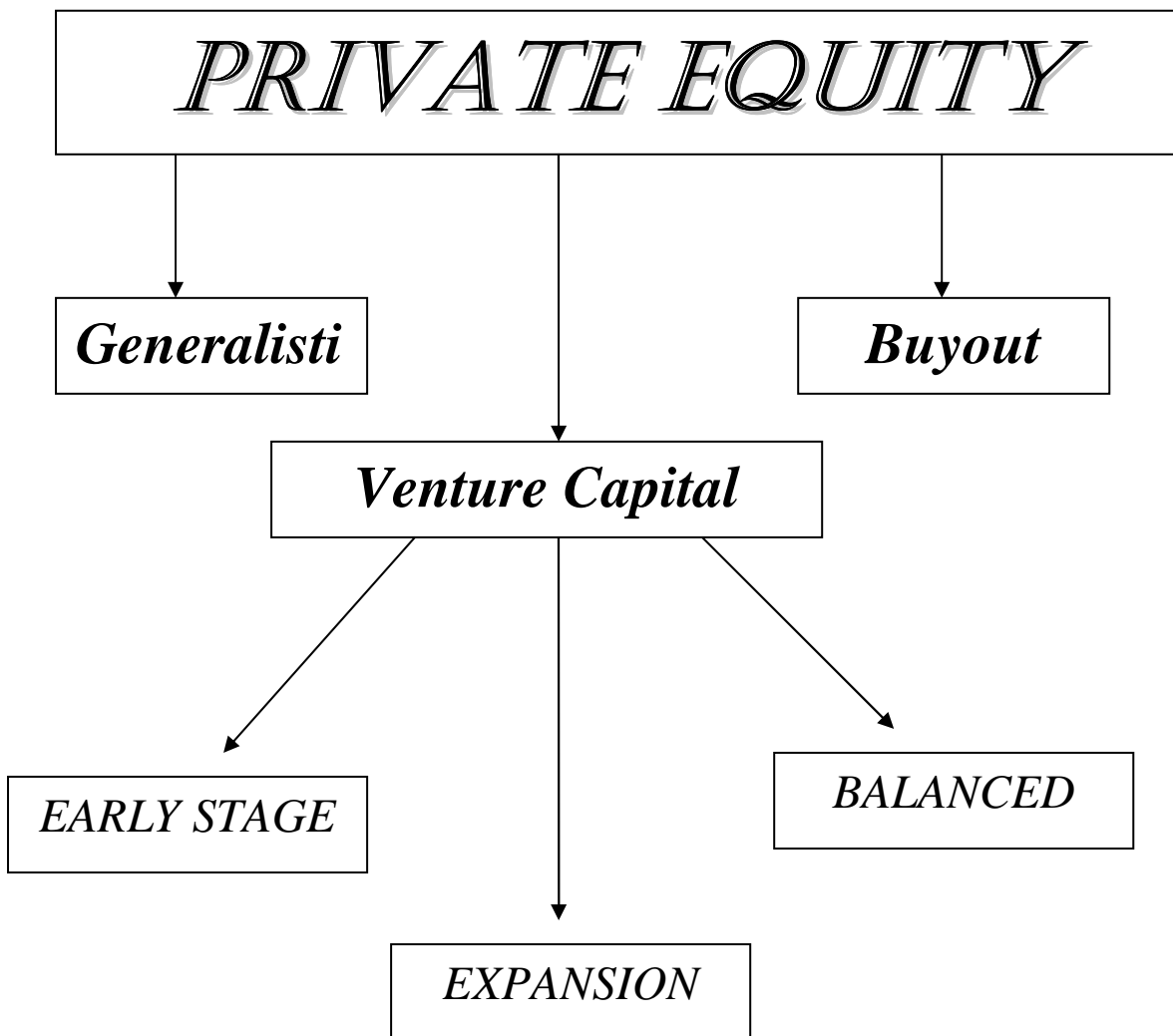


Figura 1.7 Specializzazione dei fondi di private equity: fonte EVCA

Come anticipato poco sopra, i fondi possono scegliere di specializzarsi il che significa differenziare in modo netto la propria attività da quella dei concorrenti e quindi individuare un preciso segmento di raccolta del capitale. Vista la rischiosità dell'investimento, il fondo che vuole adottare tale strategia, deve dichiarare fin da subito gli obiettivi che si propone di ottenere, definendo di conseguenza il livello di rischio adeguato alle politiche di investimento che si vogliono seguire. La strategia di specializzazione, molto rischiosa in quanto il rischio non viene diversificato, connessa a determinate tipologie di operazioni o a precise fasi dello sviluppo aziendale, di tipo territoriale, in riferimento a precise aree locali o ad interi stati, e di tipo settoriale, ripartendo gli impieghi tra aziende tra loro omogenee per la combinazione prodotto-mercato-tecnologia.

La specializzazione assume, in questa tipologia di fondo, un valore strategico che volte è maggiore del valore della diversificazione, in quanto abbatte le asimmetrie informative e riduce l'opacità delle scelte d'investimento.

Concentrare gli impieghi in particolari settori, aree geografiche o imprese con particolari caratteristiche, significa assumere oltre rischio finanziario dell'investimento anche l'incertezza data dai fattori ambientali: un fondo che localizza i propri investimenti in un determinato settore assume infatti automaticamente anche i rischi connessi alla struttura del settore stesso, come ad esempio il rischio di improvvise tensioni sul mercato degli approvvigionamenti o sul mercato di sbocco e il rischio che la tecnologia adottata diventi rapidamente obsoleta. Qualora il fondo decida di attuare politiche di investimento orientate fuori dai confini nazionali i gestori devono affrontare il rischio cambio del paese al quale la partecipazione si riferisce e il rischio politico relativo alla solidità delle nazioni target: emblematico in tale circostanze è quanto avvenuto al fondo *EUROMED* promosso e gestito da *Finlombarda SGR* il quale si prefiggeva come *focus* geografico il bacino dell'area mediterranea. A seguito della recente ondata di cambiamenti e fortissime tensioni politico/sociali che hanno coinvolto quell'area negli ultimi anni il fondo ha registrato delle importanti perdite; perdite dalle quali non potrà rientrare.

In ogni caso i fondi specializzati, detenendo in portafoglio titoli contraddistinti da forte correlazione, sono caratterizzati da elevati livelli di rischio, sicuramente superiori a quelli di un fondo diversificato, il cui patrimonio è investito in titoli a bassa correlazione.

La dimensione media del patrimonio gestito da un fondo specializzato è, in linea di massima, modesta. Bisogna, infatti, ricordare che più il fondo è specializzato maggiore è la sua esposizione e quindi la sua dipendenza in termini di risultato verso ciascun singolo investimento. Pertanto, dovendo monitorare con attenzione ogni singola impresa *target* per poter seguire da vicino i suoi programmi di sviluppo, il numero delle imprese deve essere limitato. Di conseguenza, il patrimonio che mediamente viene gestito da un fondo chiuso specializzato è minore di un fondo diversificato; ciò è vero anche in considerazione del fatto che con una strategia di specializzazione che comporta una combinazione rischio-rendimento-liquidità molto sofisticata, il fondo si rivolge ad un numero di potenziali investitori decisamente ridotto in relazione ai sottoscrittori dei rimanenti fondi.

Con la strategia di specializzazione i gestori di un fondo chiuso focalizzano le loro energie all'interno di imprese *target*, determinate in funzione di un particolare stadio di sviluppo aziendale, settore industriale o di una precisa area geografica.

Relativamente il *focus* sullo stadio di sviluppo aziendale è naturale affrontare il tema dello *stage financing* in altre parole il ciclo di finanziamento dell'impresa in cui viene richiesto l'intervento di numerosi operatori anche se le componenti essenziali sono due: indebitamento e capitale di rischio.

Sebbene l'indebitamento rappresenti il metodo di approvvigionamento più tradizionale e più agevole da un punto di vista formale, lo stesso comporta sempre il pagamento degli interessi, indipendentemente dal risultato aziendale dell'impresa. Il ricorso al finanziamento nel capitale di rischio nelle diverse fasi di sviluppo dell'azienda è invece caratterizzato da uno stretto legame con

le sorti dell'impresa e, per questo si presta perfettamente a reperire capitali in imprese ancora in via di sviluppo. Inoltre con il finanziamento nel capitale di rischio le imprese possono utilizzare le competenze tecniche ed economiche di intermediari specializzati per migliorare l'attività di gestione o per realizzare operazioni di ristrutturazioni o di quotazione; è proprio questo carattere che distingue l'operatività dei fondi dei *private equity*.

Il ciclo di finanziamento dell'impresa può essere suddiviso in più fasi:

1. *early stage*: comprende il periodo preliminare alla creazione dell'impresa, nella quale il capitale è utilizzato per supportare lo sviluppo del progetto industriale (*seed financing*);
2. *start-up*: il momento successivo alla nascita, in linea con le previsioni di un *business plan*;
3. *first stage*: primissimo periodo di sviluppo.

Inizialmente i fondi di *private equity* non operavano nel mercato del *venture capital* in quanto eccessivamente rischioso e c'era a disposizione poca informazione sul tema, successivamente ad alcune esperienze registrate in Europa e negli Stati Uniti i fondi chiusi si sono avvicinati a questo settore di mercato con la nascita dei *venture capital closed-end-fund*.

La seconda fase del ciclo di finanziamento aziendale, denominata *expansion financing*, comprende il finanziamento in tre ulteriori momenti in cui l'impresa cresce velocemente (*second stage*), consolida lo sviluppo (*third stage*) o decide di quotarsi (*bridging*). L'*expansion financing* rappresenta la tipologia di operazioni più frequenti nei fondi chiusi italiani in quanto caratterizzati da un livello di rischio elevato. In media le politiche di impiego attuate da essi si sono indirizzate verso imprese ben gestite, solide e dotate d'interessanti prospettive di sviluppo. In questo ambito i fondi chiusi agiscono come traghettatori delle imprese familiari verso un modello di impresa più competitiva e orientata ai mercati nazionali e internazionali.

A volte i fondi chiusi portano a termine operazioni cosiddette di *replacement* le quali indicano una particolare tipologia di intervento che si estrinseca nel momento in cui il socio di un'impresa decide di vendere la sua partecipazione in quanto non è più d'interesse. In questo caso si procede con una ristrutturazione della compagine societaria, senza ricorrere ad aumenti di capitale che saranno necessari, eventualmente, in un momento successivo per perseguire i programmi di sviluppo concordati con l'imprenditore. I fondi interessati a questo *target* di imprese si sostituiscono temporaneamente a uno o più soci uscenti che non volevano continuare l'investimento nell'azienda. Questa tipologia di operazioni comporta un elevato rendimento e risulta, quindi, d'interesse l'investimento nei fondi chiusi.

Numerosi fondi si sono specializzati in operazioni di *leverage buy-out (management buy-out, management buy-in...)* in considerazione del fatto che negli ultimi anni del ventesimo secolo il relativo mercato è stato caratterizzato da una forte crescita che ha portato ad un giro d'affari di 15

miliardi di euro, di questi circa la metà si riferiscono ad operazioni avvenute nel Regno Unito, dato che conferma il maggior sviluppo del mercato finanziario anglosassone rispetto agli altri mercati europei. Il modello inglese è preso come riferimento dai principali paesi europei per rilanciare i mercati finanziari continentali e, di conseguenza, il mercato del *private equity*.

Nel mercato del *buy-out* si sono imposti come intermediari i fondi chiusi che coprono, in Europa, più della metà dell'offerta totale mentre hanno un ruolo marginale gli operatori istituzionali di origine bancaria a causa della burocrazia che li caratterizza. I fondi che decidono di specializzarsi in tale categoria di operazioni possono essere di piccole dimensioni, preferendo operare sul territorio nazionale, o di grandi dimensioni, con sedi in diversi stati e continenti, agendo in ottica transnazionale.

Il *leveraged buy-out (LBO)* è un'operazione di natura finanziaria, nata originariamente per far assumere la maggioranza di una società al *management* che la gestisce (*management buy-out*); nel corso degli anni il mercato si è sviluppato e progressivamente arricchito di interessanti varianti, in particolare si è affermata l'operazione di *management buy-in* contraddistinta dalla particolarità che il *management* che attua la scalata è all'esterno dell'azienda e viene costituito ad-hoc per rilevare un'impresa operante nelle aree in cui è competente. Il *leveraged buy-out* permette l'acquisizione da parte di un gruppo con competenze imprenditoriali, esterno o interno all'impresa *target*, della maggioranza dell'azienda utilizzando la leva finanziaria; per ripagare il debito si utilizzano le stesse risorse prodotte dall'attività caratteristica dell'azienda.

La seconda strategia di specializzazione perseguita riguarda l'area geografica che solitamente viene adottata da quei fondi che raccolgono risorse presso risparmiatori nazionali per investire in un determinato mercato o, meglio, in una determinata area locale più ristretta. Quando la nazionalità del mercato in cui viene investito il patrimonio non coincide con quella dei sottoscrittori e l'investimento è effettuato in un unico paese si parla di *country funds*; nel caso in cui la nazionalità coincida e l'investimento è fatto in un'area geografica più ristretta, si parla di fondi regionali.

I *country funds* rappresentano un fenomeno sviluppato soprattutto negli Stati Uniti e ricoprono un ruolo importante soprattutto nei mercati dei paesi in via di sviluppo, dove gli investimenti sono consentiti solamente a determinate categorie di investitori e non ai singoli risparmiatori individuali. Questa tipologia di fondi ha il merito di stimolare l'economia di determinate aree geografiche in cui si specializzano convogliando i capitali esteri verso il finanziamento delle imprese locali sia a titolo di debito sia a titolo di capitale.

A questo punto è doveroso sottolineare come i fondi statunitensi, a differenza dei loro parenti europei, possano investire indifferentemente in titoli di stato, obbligazioni, azioni quotate e non quotate; detto ciò si capisce come effettivamente ci sia la possibilità di creare un fondo *country focus* con maggior facilità rispetto a quanto avviene nelle altre nazioni e permettere ai singoli investitori di arrivare a mercati a cui non possono arrivare se agiscono come *retail*.

Studi empirici<sup>6</sup> dimostrano che il rendimento dei *country funds* è in media maggiore di quello realizzato dell'indice di mercato del paese di riferimento, mettendo in evidenza, il ruolo rilevante svolto da questa tipologia di investimento come alternativa ai più consueti investimenti in azioni o obbligazioni; da questi risultati emerge il decisivo apporto del *know how* da parte dei gestori ed il loro *network* di conoscenze che devono essere fondati su una preparazione internazionale.

Interessante risulta essere, analizzando la scelta di specializzazione geografica, l'analisi dei fondi che si focalizzano su determinate regioni geografiche di dimensioni maggiormente ristrette rispetto al territorio nazionale, cioè dei fondi regionali. Vista la particolare conformità del tessuto industriale italiano, nel nostro stato questa tipologia di fondi ha potuto svilupparsi andando ad investire in determinati distretti industriali; una politica di investimento di questo tipo è spesso scelta in considerazione della possibilità di effettuare *fundraising* presso operatori pubblici o privati attivi in una particolare area geografica, come le finanziarie regionali o le banche locali, sulla base di un programma coerente con le loro esigenze istituzionali.

Terza ed ultima strategia di specificazione oggetto di analisi è il settore industriale: questa strategia può portare ad investire il patrimonio del fondo in aziende appartenenti ad uno stesso settore industriale, in modo da generare importanti economie di scala utilizzabili per la crescita e lo sviluppo delle partecipate. In questo modo il fondo permette la creazione di una rete di imprese, agendo da catalizzatore per la creazione di un polo industriale.

Un'interessante teoria in quest'ambito è fornita da Porter<sup>7</sup> il quale ci fornisce uno schema di riferimento per operare una strategia di specializzazione settoriale: i gestori di un fondo devono selezionare all'interno di un determinato settore tutte le imprese che sono caratterizzate da interdipendenze reciproche per sfruttare le sinergie esistenti tra le loro attività strategicamente rilevanti. Tutto ciò al fine di raggiungere un vantaggio competitivo sostenibile che porti alla massimizzazione del rendimento del portafoglio nel medio-lungo termine.

Dato che la strategia di specificazione settoriale comporta un elevato livello di rischio, il fondo che segue questa strategia sembra adattarsi meglio alle esigenze dei sottoscrittori che ripongono nell'investimento aspettative che vanno oltre al semplice ritorno finanziario, come nel caso dei gruppi industriali e delle grandi imprese. L'esperienza dei fondi esteri dimostra, infatti, che molto spesso questi operatori promuovono per primi un fondo chiuso spinti sia dalla possibilità di ottenere rilevanti guadagni nel lungo periodo sia, anche, dalla possibilità di perseguire obiettivi strategici, garantendosi un flusso di informazioni sulle imprese partecipate al fine di ottenere dall'investimento importanti sinergie che permettano di migliorare la redditività e la competitività dell'investitore.

---

<sup>6</sup> Caparelli F., Cassuto A.E., La performance dei fondi paesi quotati nella borsa di New York, *Bancaria* 9, I fondi ed i mercati azionari: un'analisi comparata, *Bancaria* 12.

<sup>7</sup> Porter M. E., Il vantaggio competitivo, Edizioni di Comunità 1987



All'esatto opposto rispetto alla strategia di specializzazione, possiamo trovare la strategia di diversificazione fondata su un logica di ripartizione del rischio che concede ai gestori di un fondo ampi margini operativi: il fondo di *private equity* diversificato può investire nelle migliori opportunità che gli si presentano indipendentemente dal tipo di operazione, dall'area geografica, dal settore industriale e dallo sviluppo dell'impresa *target*.

La strategia di diversificazione prevede, normalmente, un obiettivo implicito in termini di contenimento del rischio cercando di ridurre tutti quegli elementi che trascendono dal puro rischio finanziario dell'investimento, al fine di contenere i rischi associati ad un determinato settore industriale, ad un particolare mercato o area geografica. Sulla base di quanto detto precedentemente, non dobbiamo escludere la selezione delle imprese più appetibili anche se il portafoglio, successivamente all'investimento, risulta avere un rischio più elevato.

L'elemento chiave per capire se la diversificazione viene attuata per limitare il rischio o per dotare i gestori di fondi di piena libertà d'azione nella scelta delle imprese in cui investire, è da ricercarsi nella relazione che si instaura tra i singoli impieghi del portafoglio del fondo. A tal fine si possono verificare i dati relativi la correlazione tra le combinazioni di rischio rendimento dei diversi impieghi che costituiscono il portafoglio stesso: se i titoli sono caratterizzati da bassa correlazione i gestori attuano effettivamente una strategia di diversificazione del rischio, se il grado di correlazione si avvicina all'unità allora l'obiettivo è la libertà d'azione del gestore. La diversificazione può risultare dalla specifica politica di mercato adottata dei gestori che può avere come fine il raggiungimento di particolari categorie di investitori; in questo contesto le scelte strategiche inerenti le politiche di impiego sono fortemente influenzate dalle condizioni del mercato di riferimento e quindi risentono dell'intensità della concorrenza tra i diversi fondi.

Le dimensioni del patrimonio di un fondo diversificato sono rilevanti in quanto devono permettere la disponibilità di capitali sufficienti per investire in un numero il più possibile alto di iniziative, solamente in questo modo i benefici della diversificazione si potranno apprezzare in termini di riduzioni del rischio di portafoglio.

Il *team* gestionale assume un'importanza fondamentale assieme alle relative competenze tecniche e professionali che guidano alla scelta della strategia di investimento: se il gestore è particolarmente legato all'interno di una determinata area geografica o ha sviluppato una particolare esperienza settoriale, esso è maggiormente orientato a lanciare fondi specializzati. Il fondo diversificato richiede competenze diversificate sia di natura finanziaria sia di natura industriale che meglio si avvicinano alle caratteristiche di un gestore con cultura imprenditoriale.

Una delle strategie di diversificazione maggiormente adottate è la strategia di internazionalizzazione che è caratterizzata da politiche di impiego che vanno oltre i confini nazionali; una simile scelta prevede delle modifiche radicali all'attività di gestione del fondo per quanto riguarda le scelte strategiche inerenti le politiche finanziarie, sia per le specifiche competenze richieste dei gestori. La particolare natura delle strategie di internazionalizzazione presuppone che i fondi rientranti in questa fattispecie dovrebbero garantire un livello di

performance tale da ricompensare tutti i rischi che l'investitore sopporta (tipico il rischio di cambio non presente nei fondi specializzati in determinati settori industriali). Affinché un fondo internazionalizzato abbia successo diventa, quindi, fondamentale presentare ai sottoscrittori progetti di investimento che prospettano tassi di rendimento elevanti in quanto viene richiesta una remunerazione proporzionata al rischio sostenuto.

Le motivazioni alla base della scelta di un fondo che adotta strategie di internazionalizzazione sono diverse: un fondo può decidere di seguire tale strategia per rispondere ad un'esigenza di diversificazione, per cogliere opportunità d'investimento, indipendentemente dall'area geografica di riferimento, oppure per la necessità di seguire la globalizzazione del sistema industriale o di una particolare parte di esso.

I grafici che seguono danno una visione di come, negli ultimi dieci anni, il mercato italiano si sia evoluto con riferimento alle tipologie di operazioni descritte in precedenza.

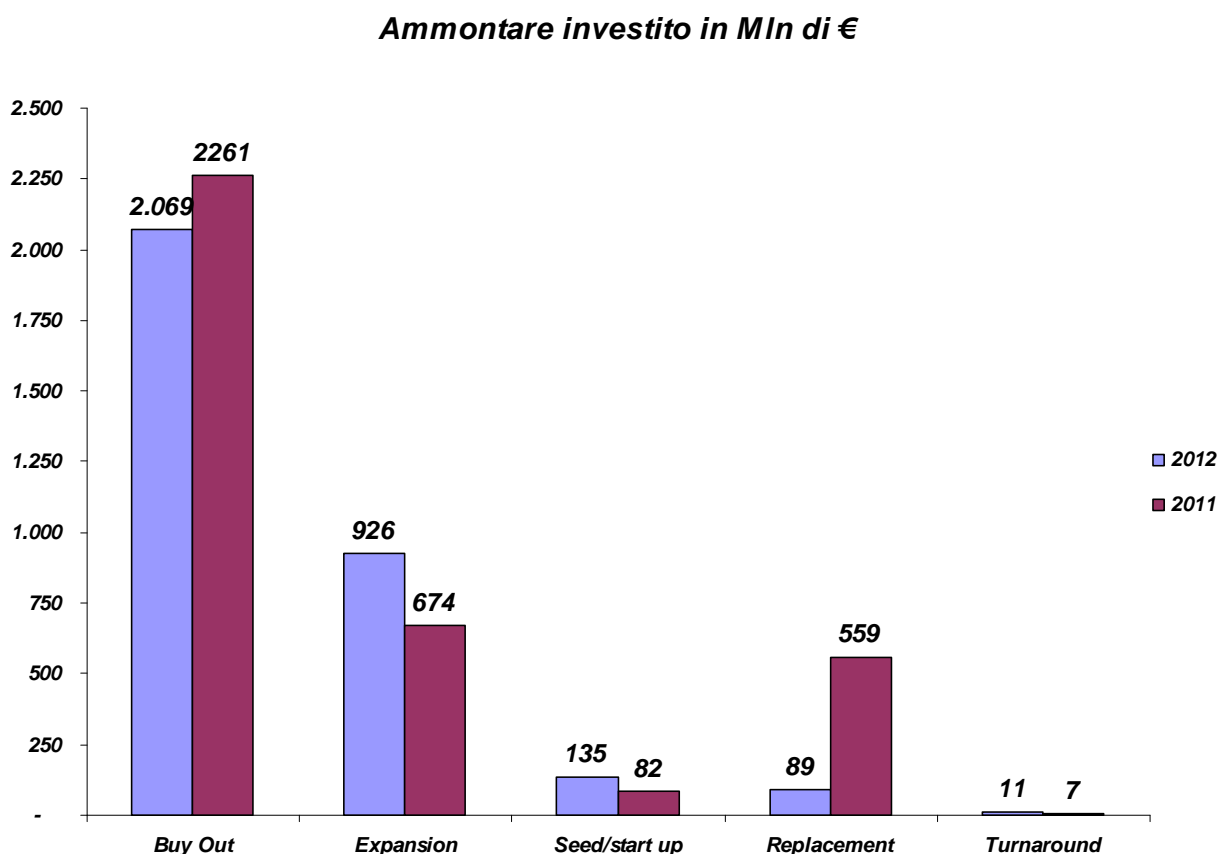


Figura 1.8 Evoluzione dell'ammontare investito (milioni di euro) per tipologia operazioni per il biennio 2011-12: elaborazione personale fonte Aifi

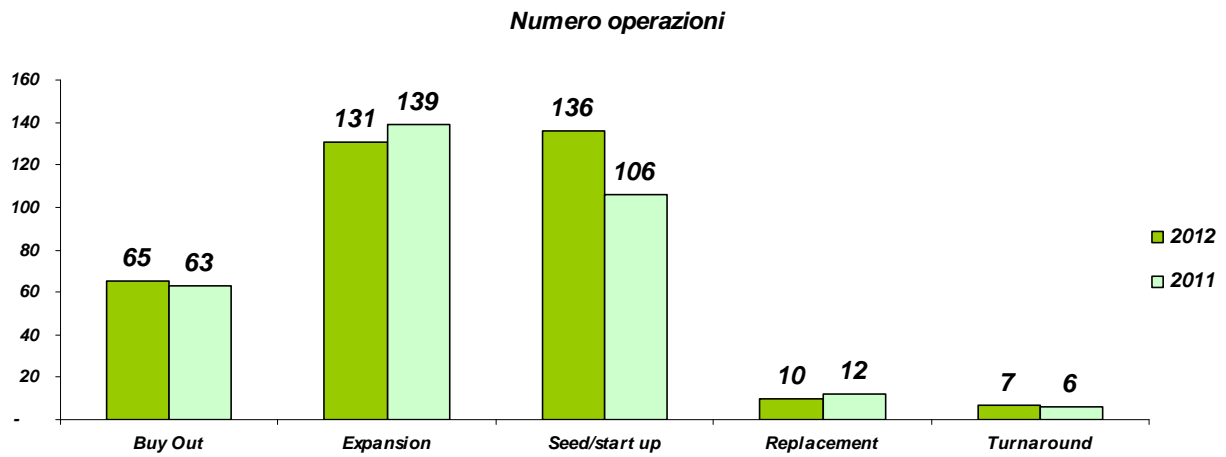


Figura 1.9 Evoluzione numero operazioni per tipologia operazioni per il biennio 2011-12: elaborazione personale fonte Aifi

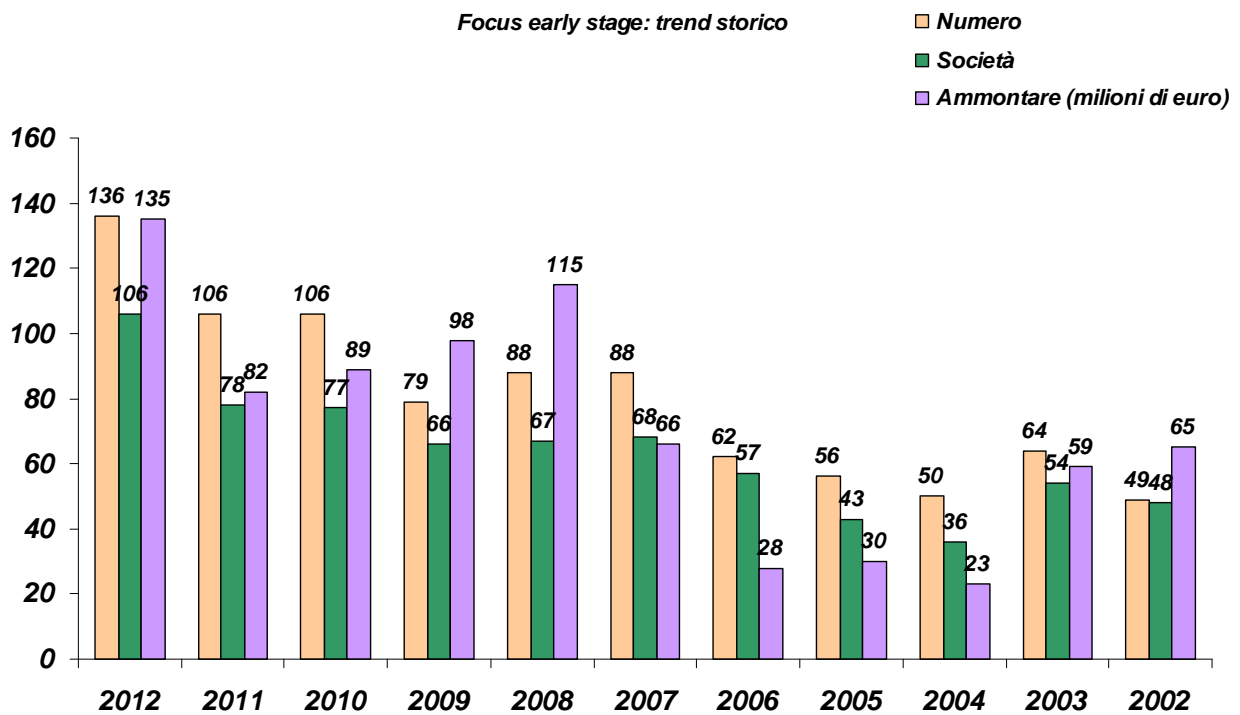


Figura 1.10 Numero operazioni società e ammontare in milioni di euro relativamente il trend storico dell'early stage: elaborazione personale fondo AIFI

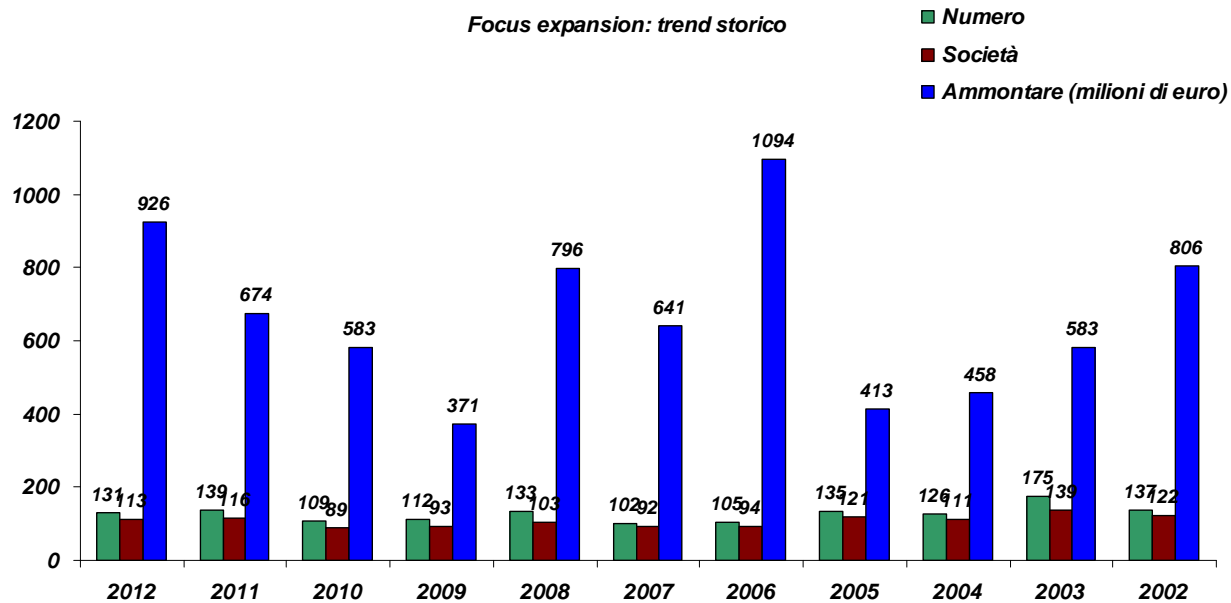


Figura 1.11 Numero operazioni società e ammontare in milioni di euro relativamente il trend storico dell'expansion: elaborazione personale fondo AIFI

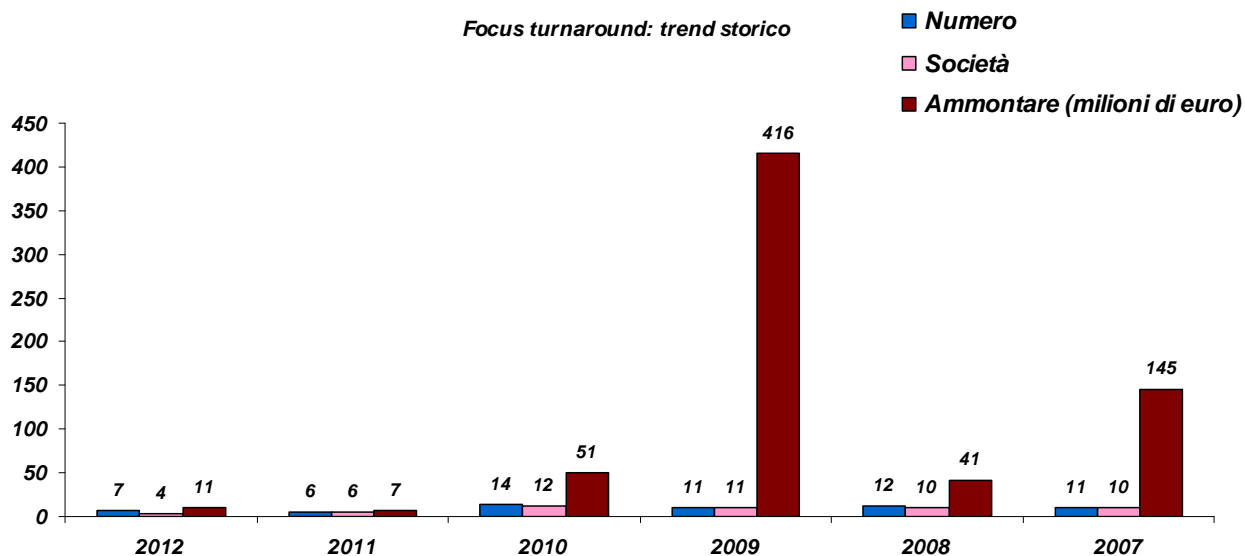


Figura 1.12 Numero operazioni società e ammontare in milioni di euro relativamente il trend storico del turnaround elaborazione personale fondo AIFI

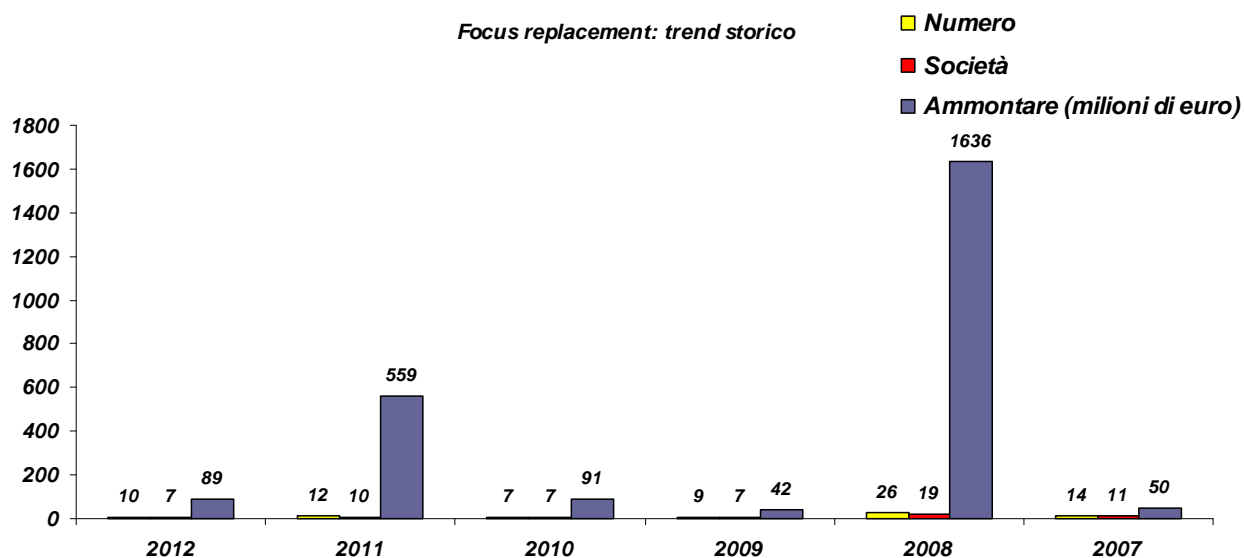


Figura 1.13 Numero operazioni società e ammontare in milioni di euro relativamente il trend storico del replacement elaborazione personale fondo AIFI

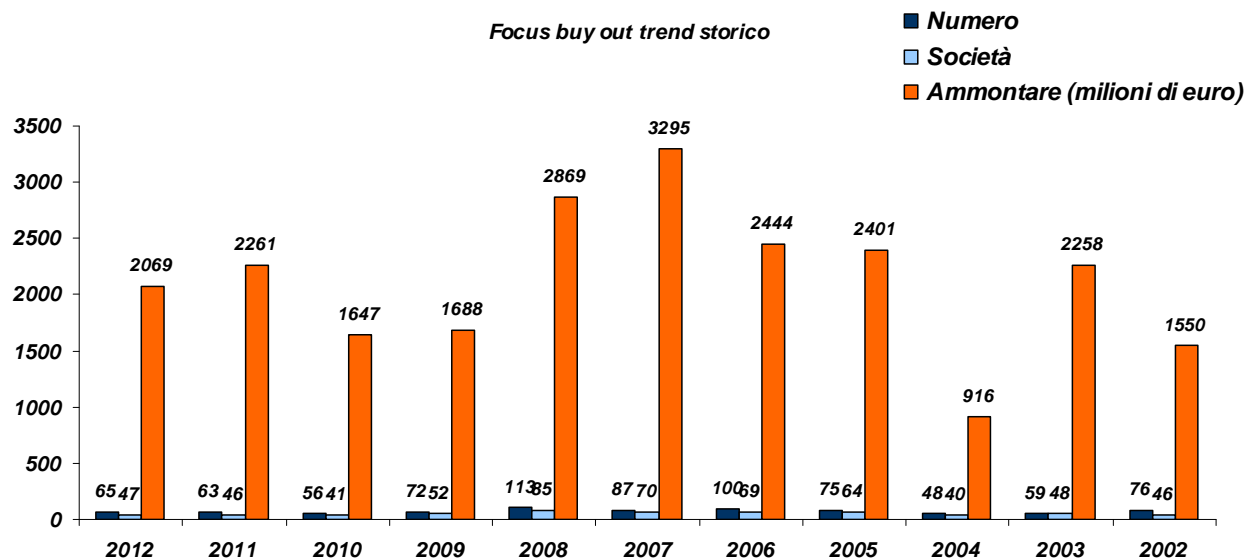


Figura 1.14 Numero operazioni società e ammontare in milioni di euro relativamente il trend storico del buy out elaborazione personale fondo AIFI

## 1.7. *Quotazione dei fondi di private equity*

Nel corso degli ultimi anni l'attività di *private equity* è stata protagonista di un notevole sviluppo a livello globale sia sul piano quantitativo (numero di operazioni, ammontare, numero di fondi attivi, ecc..) sia sul piano delle innovazioni di strutture e di strumenti (evoluzione della tipologia delle operazioni e degli intermediari utilizzati). Le innovazioni hanno riguardato tutti gli aspetti del modello di *business* del *private equity*, delle strutture societarie utilizzate per la gestione dei portafogli di società target, alle formule contrattuali applicate nei rapporti di partecipazione, al disegno dell'operazione nell'ottica della creazione di valore per gli investitori.

Uno degli aspetti che ha attirato l'attenzione più di ogni altro è stato quello della quotazione, nelle principali borse mondiali, dei veicoli societari attraverso cui l'attività di *private equity* viene svolta; la quotazione di alcune società *leader* mondiali nel *private equity* ha avuto un impatto di *marketing* molto forte che tende a spiegare l'attenzione che si è creata intorno a tali eventi, ma il significato delle operazioni va oltre l'impatto avuto dai singoli casi; è tutto il settore del *private equity* a essere nel pieno di un processo radicale. Il cambiamento a cui si fa riferimento riguarda diversi fattori: il riequilibrio tra circuiti del capitale di rischio quotati e non quotati a vantaggio di questi ultimi, nuove forme di complementarità e competizione tra i due circuiti, la trasformazione del modello di *business* del *private equity* dal classico *going private* alla creazione di valore attraverso l'assunzione di ruoli attivi nelle società quotate.

Esistono diverse modalità sotto l'aspetto societario e finanziario attraverso cui una entità di *private equity* si può quotare; l'interesse sarà concentrato su tre tipologie:

1. i fondi di tipo *closed-end*;
2. le Business Development Company;
3. le strutture complesse degli ultimi anni;

Un'analisi di questi casi consentirà di valutare attraverso il loro confronto, le relative caratteristiche e di studiare le modalità di sviluppo che la prospettiva di quotazione ha avuto nel tempo; allo stesso modo è interessante notare che il fenomeno ha assunto dimensioni e consistenza tali da favorire l'introduzione di un indice di borsa delle società di *private equity* quotate nei principali mercati mondiali. Questo indice è lo *Standard & Poor's, S&P Listed Private Equity Index* presente nella borsa di New York per il quale sono riuscito a reperire le quotazioni da inizio 2004; nei grafici presenti nella pagina successiva viene data evidenza dell'andamento dell'indice in questione e, grazie al secondo grafico, possiamo metterlo a confronto con l'andamento dello S&P 500 (il principale indice della borsa americana). Come possiamo vedere l'andamento dei due indici si può considerare analogo ma il primo, come ci potevamo aspettare, presenta punte più marcate questo a sottolineare la maggiore volatilità dei fondi di *private equity* ma, a differenza

dello S&P 500, il primo indice non riesce a tornare a livelli pre-crisi cosa che invece sta avvenendo per il secondo.

### S&P Listed Private Equity Index (ticker Bloomberg SPLPEQTY Index)

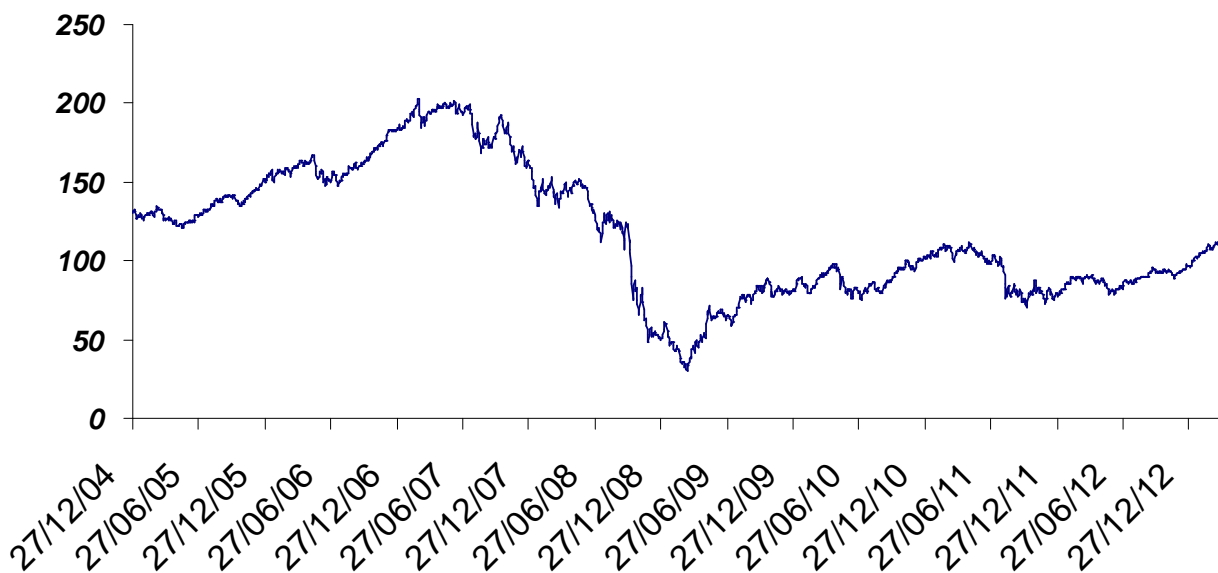


Figura 1.15 Andamento S&P listed Private equity index elaborazione personale dati Bloomberg

### S&P 500

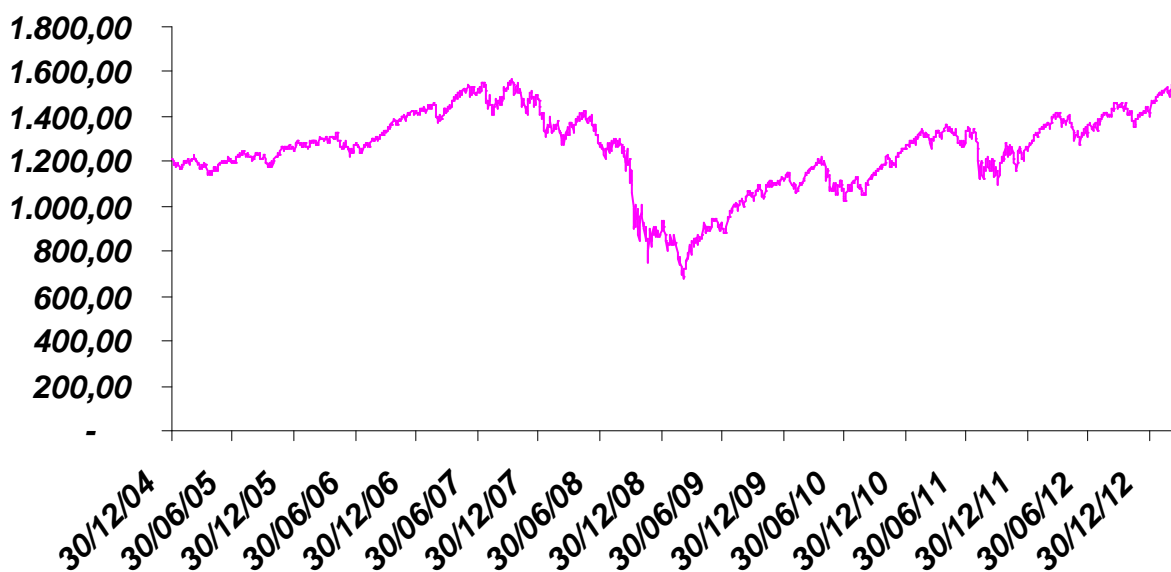


Figura 1.16 Andamento S&P 500: elaborazione personale dati Bloomberg

I fondi *closed-end* sono una tipologia di *investment company* sviluppati negli Stati Uniti ed in Gran Bretagna per, successivamente, estendersi anche in Europa. Le caratteristiche fondamentali sono: la durata contrattuale predefinita che generalmente è pari a dieci anni, l'emissione di un numero determinato di azioni che possono essere definite anche quote del fondo, l'esclusione della facoltà per l'investitore di chiedere il rimborso delle quote prima della scadenza, la possibilità di utilizzare la leva finanziaria per aumentare il *fundraising* e migliorare il rendimento degli azionisti. Solitamente la loro attività viene generalmente associata all'investimento in *private equity* ma, in realtà, il loro portafoglio è composto da una gamma eterogenea di strumenti finanziari, dalle azioni ai *bond* passando per altre categorie di strumenti, nessuna esclusa. La raccolta degli impegni avviene attraverso l'emissione di azioni ordinarie con una vera e propria *IPO*<sup>8</sup> in un mercato ufficiale oppure con un'operazione di *private placement*<sup>9</sup> e negoziazione *over-the-counter*<sup>10</sup>.

L'offerta di un numero prefissato di azioni a un certo prezzo darà la consistenza del capitale investibile da parte della *investment company*. Come per qualsiasi titolo, il prezzo segue l'equilibrio domanda/offerta e può essere quotato a premio o a sconto rispetto al Net Asset Value (NAV)<sup>11</sup> del fondo; ciò dipenderà dalle attese circa il valore a scadenza del portafoglio.

Per l'investitore, considerando il vincolo di rimborso a parte del fondo, la presenza di un mercato secondario e, possibilmente, di un mercato ufficiale con requisiti di efficienza e liquidità maggiori, rappresenta un fattore importante per la decisione di investimento.

Passiamo ora ad esaminare la seconda delle tipologie precedentemente elencate: le *business development company* (BDC). La creazione di queste istituzioni risale agli anni Ottanta negli Stati Uniti: lo scopo è quello di creare una soluzione adatta per sviluppare l'afflusso di capitale e la fornitura di servizi manageriali alle società di minori dimensioni, spesso attraverso formule di *venture capital*.

---

<sup>8</sup> IPO dall'inglese *Initial Public Offering* ovvero offerta pubblica iniziale; è un offerta al pubblico delle azioni di una società (o in questo caso di un fondo) che intende quotarsi per la prima volta in un mercato ufficiale. Il soggetto promotore dell'IPO può scegliere fra le seguenti modalità per offrire sul mercato una quota del capitale azionario:

1. Offerta Pubblica di Sottoscrizione (OPS): la possibilità data agli investitori di sottoscrivere azioni di nuova emissione;
2. Offerta Pubblica di Vendita (OPV): l'alienazione di azioni già esistenti e possedute dagli attuali azionisti;
3. Offerta Pubblica di Vendita e di Sottoscrizione (OPVS): lo sfruttamento congiunto delle due modalità precedenti

Nel caso di un'OPS, poiché sono collocate sul mercato azioni di nuova emissione, l'offerta comporta un aumento di capitale ed una raccolta di capitale positiva per l'impresa. Al contrario, in un'OPV, gli azionisti controllanti o gli investitori istituzionali presenti nel capitale dell'impresa cedono i loro titoli; in questo caso non vi è raccolta per l'impresa ma unicamente raccolta di liquidità per gli offerenti.

<sup>9</sup> *Private placement*: modalità di collocamento dove l'azienda (o nel nostro caso il fondo) contatta direttamente gli investitori potenziali, assistita da intermediari specializzati, stabilendo in maniera concertata caratteristiche dei titoli e relativa quantità, molte volte le prassi impiegate si basano su regole standardizzate che permettono un risparmio in termini di costi vivi e di tempo per entrambe le parti.

<sup>10</sup> OTC ovvero Over The Counter sono mercati caratterizzati dal non avere i requisiti riconosciuti ai mercati regolamentati; sono mercati la cui negoziazione avviene al di fuori di circuiti borsistici ufficiali.

<sup>11</sup> Il NAV è il valore di mercato (o il fair value) delle attività del fondo, meno le passività finanziarie, il tutto diviso per il numero di quote in circolazione



L'aspetto distintivo essenziale è quello che prevede che l'entità BDC divenga l'emittente di azioni ordinarie collocabili anche presso investitori individuali; attraverso questa formula il piccolo investitore può accedere al mondo del *private equity* precedentemente riservato ai detentori di grandi patrimoni. La BDC viene, quindi, dotata di capitale permanente e questo consente, almeno a livello teorico, l'impostazione di una politica di investimento con un orizzonte di tempo più lungo di quanto non sia solitamente possibile ad un fondo in quanto, pur essendo non rimborsabile in fase intermedia, ha una scadenza contrattuale.

Una delle leve utilizzate per creare vantaggi dall'investimento in BDC è stata quella di alleggerire la regolamentazione e di renderne maggiormente flessibile la struttura in diversi aspetti: compensi al *management*, uso della leva finanziaria, fiscalità. Naturalmente ferme restano le norme sulle società quotate, da quelle generali a quelle specifiche delle diverse borse nelle quali il veicolo viene quotato; si viene, quindi, a creare un sistema di regole che incrocia arte della normativa finanziaria con quella relativa alle società quotate.

Un caso particolare merita di essere menzionato ed è quello delle *Special Purpose Acquisition Company* (SPAC); la formula si basa su un'entità giuridica che nasce con lo scopo ristretto di finanziare acquisizioni, in genere con una definizione settoriale e definita temporalmente degli interventi utilizzando, allo scopo, i capitali raccolti attraverso una IPO di azioni ordinarie. Si tratta di una struttura che rappresenta l'equivalente di un normale fondo di *private equity* dedicato ai *buyout*. I soggetti che operano nel *private equity* si sono sempre più avvicinati a questa formula per sfruttarne il potenziale soprattutto in termini di allargamento dello spazio di raccolta degli impegni. Allo stesso tempo le banche di investimento hanno allargato il loro interesse nelle SPAC sia nel ruolo di investitore sia attraverso il ruolo diretto di *sponsor* di nuove iniziative. In questo modo le banche hanno agito da leva nell'allargare ulteriormente una linea di sviluppo strategico basata su un coinvolgimento sempre più esteso nell'attività di *private equity*

L'ultima tipologia considerata sono le strutture complesse sviluppate negli ultimi anni durante i quali lo scenario della quotazione del *private equity* si è arricchito per la partecipazione di alcune delle maggiori società del settore. Ha iniziato *Apollo Management LP* quotando sul *Nasdaq* un *closed-end fund* costituito con le regole della BDC; la ricerca di soluzioni più efficaci in termini di gestione della liquidità e meno vincolate dal punto di vista regolamentare ha contribuito alla nascita delle iniziative più rilevanti in termini di dimensioni di capitale e come momento di rottura rispetto alle esperienze precedenti. Nel 2006 in Europa la KKR (*Kholberg, Kravis Robert & Co*) hanno promosso l'IPO sull'Euronext di Amsterdam di veicoli di *private equity* costituiti *ad hoc*. Nel 2007 negli Stati Uniti sono stati quotati in borsa *Fortress* e *Blackstone*, negli stessi anni altri soggetti primari del settore hanno avviato il processo di quotazione.

C'è da porre l'accento come i casi di successo abbiano contribuito a cambiare alcuni caratteri del *private equity* tradizionale.

A questo punto vale la pena analizzare due dei casi più significativi di quotazione del *private equity*, tutti gli altri casi di quotazioni seppur riportando specifiche interessanti, possono essere

ricondotte alle due fattispecie che andremo ad analizzare: la prima riguarda *KKR Private Equity* mentre la seconda riguarda *Blackstone*.

Iniziamo analizzando il caso KKR utilizzando, per capire meglio la struttura, la figura 1.16 in modo tale che alla descrizione dettagliata possa essere associato uno schema di riferimento.

I punti da evidenziare sono i seguenti:

- i. *KKR Private Equity* è il veicolo che viene portato in borsa, attraverso l'offerta pubblica di quote agli investitori; l'offerta comprende una seconda componente rappresentata da *Restricted Depositary Units (RDU)* che vengono collocate nel mercato americano, con un'operazione di *private placement* riservato agli investitori qualificati
- ii. *KKR Private Equity* ha la forma di un *closed-end-fund investment company* la quale ha un rapporto di *Limited Partnership* in KKR PEI che rappresenta il veicolo attraverso cui direttamente o indirettamente vengono fatti gli investimenti. Ha diversi punti di contatto con una BDC con la differenza fondamentale di non essere sottoposta alle regole di *asset allocation, disclosure* e di distribuzioni dividendi previste dalla normativa propria delle BDC;
- iii. gli investimenti hanno per oggetto fondamentale le quote in altri fondi di *private equity* di KKR, distinguendo per ragione fiscali le modalità con cui questo avviene nel caso degli Stati Uniti e dell'Europa; poi i capitali impiegati prendono la forma di coinvestimenti, cioè di partecipazione diretta di KKR PEI nelle società *target* che sono nel portafoglio dei fondi;
- iv. di fatto *KKR Private Equity* è un FOF cioè una struttura di investimento che investe nel capitale di altri fondi, invece che direttamente nelle società *target*
- v. la struttura di un fondo di fondi consente di attenuare la cosiddetta J-curve cioè i bassi rendimenti dei primi anni dovuti alla *cash drag* delle commissioni e al tempo in cui gli investimenti iniziano a fare registrare dei ritorni interessanti;
- vi. nella parte alta del grafico si può osservare il sistema di governance: *KKR Private equity* è gestito da un *General Partner* costituito secondo le norme dello stato del Guernsey; a sua volta il *General Partner* è espressione di *KKR Affiliates* cioè della casa madre basata negli Stati Uniti; KKR PEI, cioè il fondo di fondi, si avvale di capitali di *KKR Private Equity* e ha un *General Partner* espressione naturalmente di *KKR Affiliates*; questa è la linea organizzativa fondamentale perché incorpora i poteri di gestione del fondo di fondi e i diritti di remunerazione a fronte del servizio di gestione.

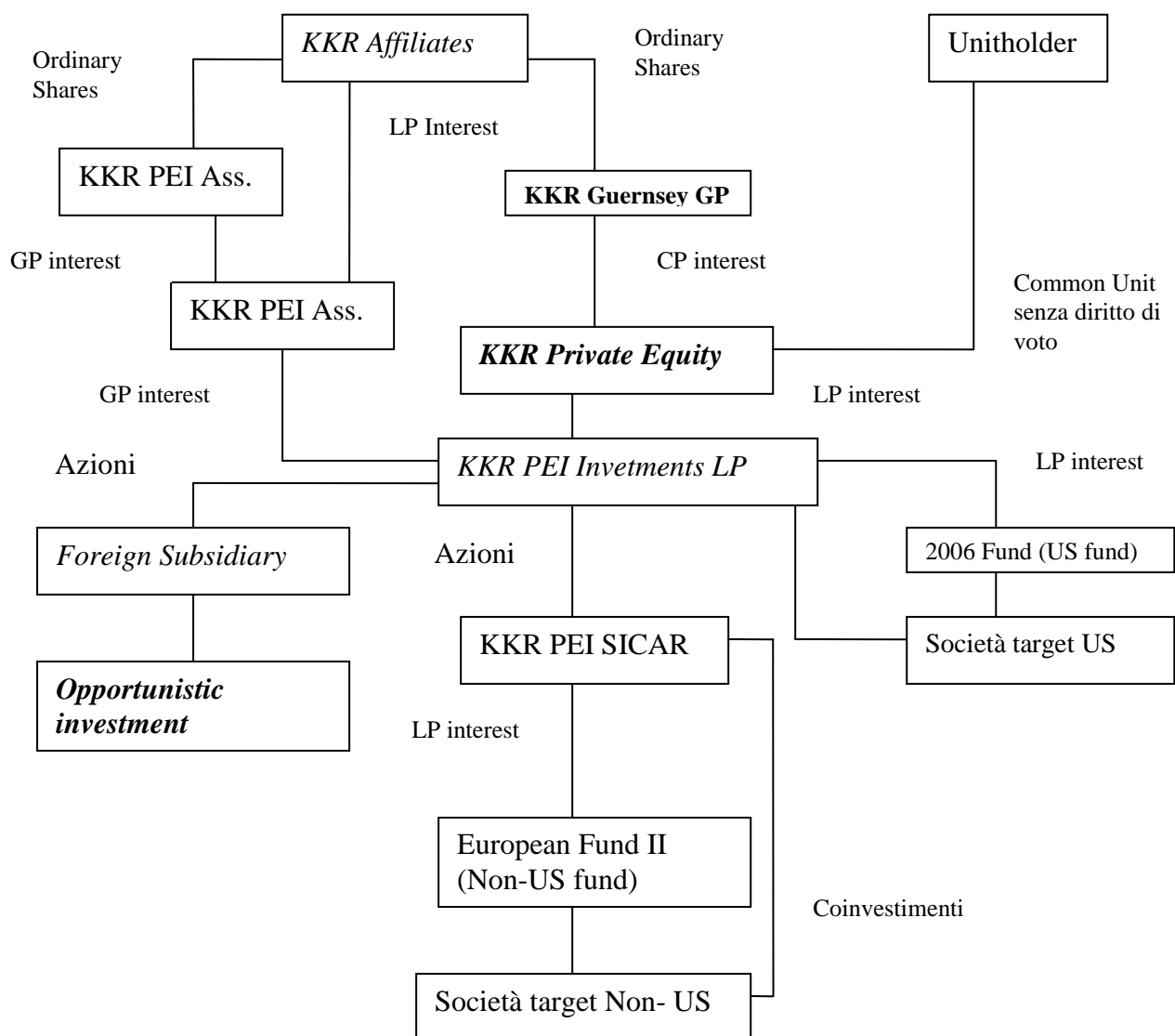


Figura 1.17 Numero operazioni società e ammontare in milioni di euro relativamente il trend storico del buy out elaborazione personale fondo AIFI

Il secondo caso oggetto di analisi riguarda Blackstone che si differenzia dal primo in quanto KKR quota un fondo mentre Blackstone quota la stessa società, si tratta, quindi, di una *holding partnership* in cui gli investitori vengono a trovarsi nella posizione di *General Partner* “passivo”, in questo caso hanno titolo partecipare alla distribuzione delle commissioni di gestione e commissioni di performance ottenuti dalla gestione dei fondi sottostanti ma non ha poteri di *governance*.

La *holding partnership* è governata da un veicolo, espressione dei *senior managing director* di *Blackstone*, che sono nello stesso tempo i detentori della principale quota proprietaria del *business* operativo. Il sistema di *governance* è quindi costruito in modo da isolare da interferenze esterne i *General Partner* che rivestono i ruoli chiave a da mantenere il più alto livello di riservatezza e autonomia.

La *holding* controlla cinque sussidiarie che, a loro volta, rappresentano la testa di catene societarie che portano verso le entità operative e cioè i fondi di *private equity*, i fondi *hedge*, i fondi di *real estate*. Per molti aspetti c'è, quindi, una somiglianza con una struttura di conglomerato<sup>12</sup> finanziario, anche se è diversa la struttura del conto economico: la capogruppo non incassa i dividendi dalle partecipate, ma *management fee* e *carried interest* a fronte della gestione del portafoglio.

L'aspetto particolare della formula Blackstone è di essere pensata in modo tale da realizzare una sorta di *slalom* regolamentare in modo che le diverse soluzioni siano arrivate a combinare un vantaggio normativo, una esenzione degli *standard* di *governance* e un beneficio fiscale<sup>13</sup>.

Le motivazioni alla base della scelta della quotazione di alcuni dei principali attori del mercato del *private equity* sono molteplici ma possiamo elencarne alcune che vengono ritenute, dagli analisti, quelle di principale interesse:

- ◆ l'aumento della liquidità degli investimenti in veicoli di *private equity*, risultato che si ottiene in modo evidente, attraverso la quotazione in un mercato organizzato, con livelli di informazione, efficienza e quantità di scambi tali da contenere incertezza e rischio;
- ◆ l'allargamento della platea dei potenziali investitori interessati al *private equity*, cosa che nel mercato trova la sua espressione massima in quanto anche gli investitori individuali possono accedervi;
- ◆ il potenziamento della capacità di *fundraising* dei veicoli di *private equity*: come accaduto nei casi sopra analizzati, la raccolta di grandi capitali ha potuto essere eseguito con tempo e sforzi organizzativi ridotti rispetto a un *private placement* di portata analoga;
- ◆ il rafforzamento della struttura finanziaria dei veicoli grazie alla dotazione di capitale permanenti. Questo può essere funzionale a definire in modo più elastico alla politica di investimento da seguire ed effettuare con minori pressioni le operazioni di disinvestimento;
- ◆ il consolidamento istituzionale e societario;
- ◆ la disciplina di mercato nei confronti di strutture che si trovano ad un punto chiave dell'allocazione dei capitali di un'economia e che, per definizione, operano con regole estreme di riservatezza e di asimmetria informativa;
- ◆ la disponibilità di "moneta di scambio" per future acquisizioni a sostegno della crescita della strategia di crescita, fattore di particolare rilievo se si considera l'ipotesi che le maggiori strutture di *private equity* possano diventare in prospettiva delle *investment bank*

---

<sup>12</sup> Il paradosso è che sia proprio un *leader* di mercato del *private equity* e ridisegnarsi in forma conglomerata: storicamente l'intervento del *private equity* è stato uno dei modi attraverso cui strutture societarie diversificate e inefficienti sono state rifocalizzate e rese competitive

<sup>13</sup> Non è un caso che vi sia stata un'immediata reazione politica che ha portato alla preparazione di una nuova norma fiscale (il cosiddetto Blackstone Bill) destinata a correggere alcuni dei vantaggi ingiustificati di cui i fondi avrebbero goduto.

Tutte quelle elencate sopra sono motivazioni di “sistema”, ma ve ne sono altre più specifiche e, a volte, contingenti rispetto agli interessi dei *General Partner*. La più evidente è che, attraverso la quotazione, i *General Partner* possono monetizzare il valore dell’avviamento insito nei fondi che hanno conseguito i maggiori successi in termini di creazione di valore e di dimensioni delle operazioni svolte. In altre parole, qualsiasi IPO nella sua componente di OPV è un’operazione che muove dall’interesse della proprietà di diversificare la propria ricchezza, monetizzando una parte del valore che ha contribuito a creare.

Una seconda motivazione contingente che lega la decisione di quotazione all’età dell’imprenditore che ha portato al successo il veicolo di *private equity*. Queste strutture, per quanto possano aver raggiunto valori di *asset* di decine di miliardi di dollari, sono molto leggere in termini di risorse organizzative e manageriali: in ogni caso sono fortemente incentrate sulla figura dei *partner* fondatori. Per le stesse si pone un vero problema di passaggio generazionale che rappresenta un vero e proprio paradosso se si pensa che questo avvenga in strutture che sono dotate di un livello altissimo di sofisticazione gestionale e dedicate, tra l’altro, proprio ad un segmento di *business* che è quello delle società con problemi di successione imprenditoriale.

Un ulteriore aspetto che contribuisce meglio a capire l’evoluzione del fenomeno in esame: si tratta della convergenza sempre più netta tra circuiti privati e pubblici del capitale di rischio. Tale convergenza ha sia aspetti di complementarità tra i due circuiti, sia condizioni di crescente competizione, vale a dire di lotta per le quote di mercato; detto ciò vale la pena sviluppare alcuni degli aspetti che segnalano la maggior interazione tra circuiti quotati e non quotati.

*L’attivismo dei fondi e il ruolo degli hedge fund*: il mondo del *private equity* è sempre più influenzato dalla dimensione raggiunta dagli *hedge fund*; tali fondi hanno strategie di intervento che si differenziano da quelle tipiche di un classico fondo di *private equity*. L’enfasi è posta sulle opportunità di creazione di valore in un orizzonte relativamente breve e nei confronti delle società quotate.

*L’adozione da parte delle società quotate del modello del private equity*: è una tendenza che si osserva sempre più spesso e risponde ad una domanda ovvia: per quale motivo se il modello di *business* del *private equity* è così efficace in termini di creazione di valore non dovrebbe essere adottato in maniera generalizzata? Le scelte che si possono fare comprendono una larga parte delle azioni degli investitori attivisti: l’aumento del *leverage*, il ritorno di cassa agli azionisti sotto forma di dividendi straordinari e di *buyback*, il disinvestimento degli *asset* non strategici. Si tratta di azioni che hanno come comune denominatore l’aumento del *focus* strategico con riduzione del capitale investito e una disciplina più stringente del *cash flow*. Le azioni descritte corrispondono al processo attraverso cui i fondi di *buyout* creano valore; adottare questo modello significa essere meno attrattivi per i fondi attivisti. In pratica si tratterebbe di una modalità di adozione del modello del *private equity* che avviene su iniziativa del *management* delle società e non come iniziativa conflittuale da cui difendersi.

*Le operazioni di Private Investment di Public Equity (PIPE):* Le PIPE sono una categoria generale di transazioni che hanno come scopo una specie di *private placement* per le società quotate. In realtà il fatto che si sia sviluppata una prassi di mercato ben identificata anche come tipologia operativa testimonia l'importanza che assumono gli investimenti "private" nell'ambito delle società quotate. Si tratta di operazioni che prevedono una emissione riservata all'investitore istituzionale da parte di una società che non ha le migliori condizioni per un *public placement*.

Le innovazioni nel segno della crescente commistione tra circuiti quotati e privati non si ultimano con questi casi; per esempio un ulteriore caso è relativo il modo in cui un fondo di buyout prende la maggioranza di una società quotata, mentre le azioni di minoranza continuano a essere negoziate, generalmente in un mercato OTC. Si combina in questo modo la possibilità di aver liquidità per gli azionisti di minoranza e la loro possibile partecipazione ai futuri incrementi di valore derivanti dal *buyout*. Questo sistema ibrido di proprietà (controllo dal *private equity* e azionisti pubblici) mette insieme le qualità dei due circuiti: capacità di controllo e di monitoraggio dei fondi e liquidità di un azionariato diffuso.

*Le innovazioni nel private equity per stabilizzare i rendimenti e creare liquidità:*

Rendimenti più stabili e prevedibili e liquidità più elevata sono fattori importanti per rendere attrattivi gli investimenti e allargare, di conseguenza, la domanda di strumenti di *private equity*. Diverse innovazioni contribuiscono agli obiettivi indicati e riducono il *gap* tra investimenti in *private equity* e investimenti nel circuito del mercato mobiliare; questo aspetto può essere esemplificato richiamando brevemente i casi della sindacazione, già vista sopra. In linea generale questa opzione viene vista come uno dei fattori di miglioramento del mercato dei *private equity* in particolare, in questo modo, si accorciano i tempi dei processi degli investimenti e, al contempo, si aumenta la probabilità di un *exit* di successo.

Una nuova innovazione può essere ricercata nella *securitization* di un portafoglio di *private equity*; la stessa, nella sua forma elementare, può essere pensata secondo un modello chiamato *Collateralised Fund Obligation*, esso riprende la struttura delle ABS molto diffuse nel panorama dei portafogli di crediti. La strutturazione si basa sulla definizioni di diverse classi di obbligazioni, ciascuna con un determinato profilo di rischio/rendimento e, quindi, con un proprio *rating*. La graduatoria dei *rating* dipende, come nelle ABS, dalla priorità che ciascuna classe di titoli ha nella ripartizione del *cash flow* generato dal portafoglio di *private equity*. Tale organizzazione è considerata come un fattore che consente di realizzare un valore più alto rispetto all'ipotesi di vendita in blocco.

*Il mercato secondario del private equity:*

Il *private equity* è, come già sappiamo e più volte ricordato, un investimento prettamente illiquido; di conseguenza è normale che l'ingegneria finanziaria si spinga a ricercare soluzioni che mirano ad attenuare questa caratteristica. Alla base della liquidità di un investimento in *private equity* troviamo da un parte le caratteristiche che influenzano la liquidità del portafoglio dei fondi (tempi

e modalità degli *exit*), dall'altra quelle che favoriscono la negoziabilità degli investimenti nei fondi (quote dei LP). Per quanto riguarda questi ultimi negli scorsi decenni si è verificato un miglioramento notevole dei mercati con la nascita di vere e proprie piattaforme di negoziazione che accentrano le informazioni e gli scambi, aumentandone l'efficienza; il circuito del mercato secondario è alimentato dalla domanda dei *secondary fund*, rientranti nella generica categoria dei fondi di fondi, gli stessi hanno la possibilità di formare un portafoglio in modo veloce selezionando gli investimenti in base ad un *exit time* più breve. In pratica si compra la durata residua di un insieme di quote di *limited partnership* potendo diversificare per anno, settore e mercato; a fronte di ciò vi è la spinta dell'offerta rappresentata da investitori che devono affrontare fasi di riposizionamento di portafoglio e non possono attendere il *timing* naturale del GP.

L'aspetto presentato può essere considerata la tappa più vicina rispetto alla quotazione dei fondi di *private equity* in una borsa valori, nei casi più sviluppati di mercato secondario sia in presenza di un vero e proprio OTC dove, rispetto ai mercati di borsa, si creano aspetti di complementarità in quanto si tende ad accorciare il divario tra i due circuiti e crea i presupposti necessari del passo verso la quotazione.

#### *Lo sviluppo del private equity e il delisting:*

Una delle caratteristiche del *private equity* dedicato alle operazioni LBO è di prevedere l'uscita dalla borsa delle società oggetto di investimento; è il normale modello di *business* dei fondi LBO che individuano una *target* con un potenziale di creazione di valore da eseguirsi attraverso un piano di azioni strategiche e finanziarie. L'esecuzione del piano e l'appropriazione del valore creato nel caso di successo richiedono di acquisire la proprietà delle *target* e nel caso in cui queste società siano quotate il passo necessariamente successivo è il loro *delisting*.

In questo senso si potrebbe dire che c'è una competizione tra l'attività dei fondi di *private equity* e i mercati di borsa che si vedono sottrarre una parte di *business*; tale competizione non è mai stata sentita in modo importante in quanto c'è sempre stato un equilibrio fisiologico tra il *delisting* e nuove entrate in borsa alimentate del *private equity*.

#### *Le strutture di private equity: come migliorare la liquidità e il processo di disinvestimento*

Un aspetto da valutare ulteriormente prende spunto da quanto osservato in tema di forme organizzative dei veicoli quotati nel biennio 2006-'07; come si ricorderà, uno dei tratti distintivi era rappresentato dal fatto che oggetto della quotazione era un fondo di fondi. Sia KKR sia Blackstone (gli esempi visti nelle pagine precedenti) raccolgono capitale dagli azionisti per finanziare una struttura che, in modo diretto o indiretto, investe in quote di altri fondi dalla società che detengono le partecipazioni dirette nelle società *target*. In entrambi i casi la quotazione ha portato alla costituzione e al finanziamento di un veicolo che, in modo sistematico, svolge la stessa funzione che per, singoli investimenti, è attribuibile ad un *secondary buyout*: quella di dare liquidità ad un portafoglio di investimento e di chiudere l'investimento con l'orizzonte di tempo e il rendimento in linea con i piani presentati agli investitori. La differenza sostanziale è che, in un

*secondary* LBO si disinveste una parte del portafoglio di partecipazioni; nel caso dei veicoli quotati, si dà liquidità alle quote dei LP. Probabilmente nel secondo caso, trattandosi di un'operazione interna alla struttura di *private equity*, è inevitabile vi sia minor trasparenza.

#### *La competizione diretta tra public e private: l'esempio del dual track*

Uno dei modi più diretti in cui avviene la competizione tra pubblico e privato è il *dual track* il quale prevede che un'azionista di controllo della società quotabile, nella prospettiva di una sua uscita, anche parziale, metta in competizione le valutazioni che possono derivare da più fronti di offerta.

In questo senso si può avviare il processo di IPO e, contemporaneamente, avviare un'asta che coinvolga soggetti interessati ad un *trade sale* o altri investitori di *private equity*. Operativamente si ritiene che tale modalità presenti dei vantaggi per il venditore, dovuti alla maggior competizione tra le offerte di acquisto e alla possibilità per il venditore di decidere solamente all'ultimo momento quale proposta scegliere. Il fenomeno viene favorito ultimamente anche dalla perdita di attrattività delle quotazioni; l'aumento dei *delisting* non alimentati dall'operazioni di LBO è un segnale di questa perdita.

Il tema della quotazione dei *private equity* non è del tutto nuovo, essendo stato affrontato da tempo sia nell'ambito dei *closed-end fund* e delle BDC negli Stati Uniti, sia di alcune tipologie di società specializzate in Europa. A ciò si aggiunge il fatto che portafogli, a volte di notevoli dimensioni, di *private equity* sono presenti nel consolidato di *investment bank* e di banche universali. L'esperienza di questi ultimi anni oltre ad essere significativa per la dimensione delle operazioni ha prodotto anche un certo numero di innovazioni; con gli esempi visti abbiamo potuto analizzare i due modelli di accesso alla quotazione e ai capitali permanenti: da un lato è stata sviluppata una formula di fondo di fondi, dall'altro si è scelto di quotare il soggetto societario che sta sopra i fondi di investimento e che, rispetto a questi ultimi, ha la funzione di *limited partner*.

La quotazione, oltre a garantire la raccolta di capitali permanenti, ha potenzialmente molti altri vantaggi tra i quali quello di consentire l'allargamento della cerchia degli investitori anche a quelli che si possono definire *retail*. La quotazione del *private equity* non è una novità in senso storico e non è sorprendente nel contesto di mercato che si è sviluppato negli ultimi anni; abbiamo visto come ci siano fattori che portano ad una integrazione tra circuiti quotati e non quotati. L'attivismo dei fondi, l'internazionalizzazione del modello del *private equity* da parte delle società quotate il ricorso al *private placement* da parte delle stesse società, l'emergere di mercati secondari dei fondi di *private equity* sono alcuni dei fattori da considerare.

Tenendo conto di tutto ciò la prospettiva più realistica potrebbe essere quella di un ridimensionamento del *private equity* ed un ritorno dei rapporti più equilibrati e complementari che conosciamo tra i due circuiti più volte analizzati: l'allargamento del fenomeno quotazione è altamente improbabile. Sul piano economico, in quanto i rendimenti non sono competitivi (al netto dei costi di transazioni) nel lungo periodo con le azioni quotate; sul piano informativo la domanda



di *disclosure* fa cadere i fattori distintivi della competitività stessa del *private equity*, sul piano fiscale ci sono stati sviluppi che vanno nel senso opposto alla promozione della quotazione. Sulla base di quanto sopra possiamo capire come, la quotazioni, rappresenti il momento più alto raggiunto nella crescita del settore e, allo stesso tempo, ha dato il suo contributo ad accelerarne il declino.

## 1.8. AIFI & EVCA

A conclusione di questo capitolo ho scelto di dare evidenza del ruolo svolto dalle associazioni AIFI e EVCA; entrambe le società si occupano di rappresentare istituzionalmente i veicoli di *private equity* e *venture capital* e si distinguono le une dalle altre in quanto la prima ha carattere nazionale, mentre la seconda europeo.

L'AIFI, Associazione Italiana del *Private Equity* e *Venture Capital*, è stata costituita nel maggio 1986 al fine di sviluppare, coordinare e rappresentare in sede istituzionale, i soggetti attivi sul mercato italiano dell'investimento in capitale di rischio. Si presenta come un'organizzazione stabile di istituzioni finanziarie che professionalmente e continuativamente effettuano investimenti in aziende sotto la forma di capitale di rischio attraverso la gestione, l'assunzione e lo smobilizzo delle partecipazioni in società non quotate attraverso uno sviluppo delle stesse.

Sotto il profilo della struttura operativa e organizzativa, si trovano come iscritti all'AIFI, società finanziarie di partecipazione, società di gestione di fondi chiusi italiani e *advisory companies* di fondi chiusi internazionali, banche italiane e internazionali con all'interno un settore dedicato in modo specifico all'attività di *private equity*, finanziarie regionali, società pubbliche per la nascita e lo sviluppo di attività imprenditoriali. Oltre a questi, sono associati AIFI in qualità di membri aderenti, associazioni, enti, istituti di ricerca, studi professionali, società di revisione e consulenza, interessati allo sviluppo del mercato italiano del capitale di rischio. Grazie alla figura 1.18 possiamo vedere l'evoluzione degli associati nel corso della vita dell'associazione; nel primo decennio il numero di iscritti è stato pressoché costante per poi più che raddoppiarsi nel successivo lustro probabilmente anche a causa dell'evoluzione normativa del settore che ha concesso i margini di manovra necessari. Dal 2002 in poi gli associati sono cresciuti numericamente fino al 2009 momento dal quale, invece, il *trend* sta conoscendo un'evoluzione inversa confermata anche dai dati dell'anno appena chiuso

I principali obiettivi seguiti da AIFI sono:

- sviluppare e coordinare l'attività delle società di gestione di investimento nel capitale di rischio in Italia e in Europa;
- rappresentare gli interessi degli associati in Italia e all'estero e favorire la collaborazione fra le società operanti sia in ambito nazionale sia in ambito europeo;
- favorire la raccolta e la divulgazione di informazioni, nonché rafforzare il *network* fra gli associati, il mercato e gli altri organi esterni;

- sviluppare stabili rapporti con i competenti organi normativi e di vigilanza, italiani e stranieri, al fine di promuovere l'emanazione di provvedimenti legislativi e regolamentari volti a disciplinare e favorire l'attività istituzionale di investimento nel capitale di rischio per lo sviluppo;
- contribuire alla formazione dei gruppi manageriali qualificati sia nelle società associate che nelle loro partecipate;
- diffondere un'adeguata cultura del capitale di rischio presso la classe imprenditoriale

L'AIFI svolge un ruolo attivo nel processo legislativo attraverso un'attività di *lobby* al fine di creare un contesto favorevole per le operazioni di investimento tipiche dei propri associati; a tale scopo, rappresentanti dell'associazione collaborano con rappresentanti del Parlamento e del Governo elaborando proposte di legge ed esprimendo pareri formali in occasione dei diversi processi di revisione della normativa.

Annualmente viene organizzato un convegno aperto al pubblico focalizzato sui temi centrali del settore e sull'analisi dei dati relativi il *venture capital* ed il *private equity* italiano; nel corso dell'anno, inoltre, si svolgono seminari tecnici su temi proposti dagli associati che vedono la partecipazione di esperti del settore fungendo, in questo modo, da sede dedicati ai dibattiti tra professionisti.

Oltre a ciò, al fine di raggiungere gli obiettivi prefissati, l'AIFI favorisce lo scambio di informazioni fra gli associati ed altre istituzioni; elabora studi e ricerche di settore realizzando rapporti e pubblicazioni; promuove l'attività di investimento degli associati creando occasioni di incontro con il mondo imprenditoriale e della ricerca scientifica; collabora con associazioni imprenditoriali territoriali e di categoria, con Enti ed organismi che svolgono attività di ricerca scientifica. Un ultimo punto riportato nello statuto della società e che vale la pena ricordare recita che l'associazione può costituire, partecipare a società di capitale che svolgano in via strumentale ed esclusiva l'attività diretta al perseguimento delle finalità istituzionali .

### Numero associati AIFI

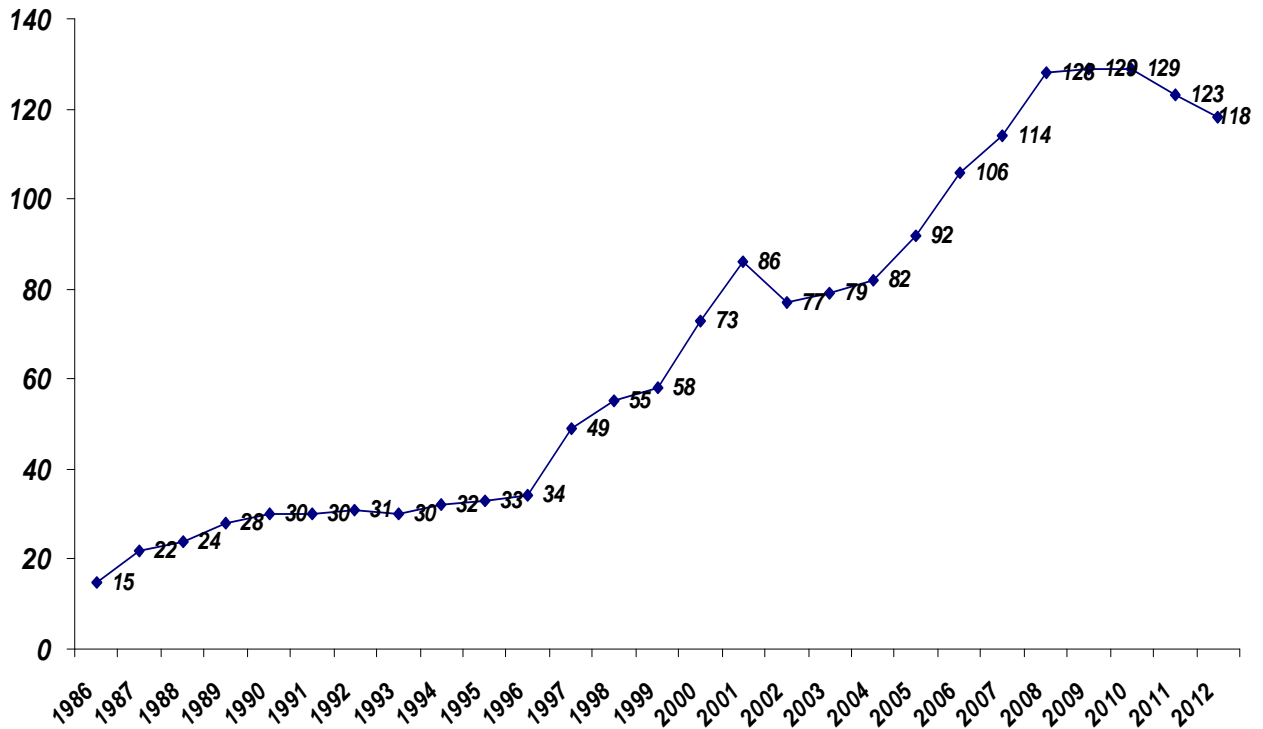


Figura 1.18 Evoluzione numero associati AIFI: elaborazione personale su dati AIFI

Come anticipato in sede di introduzione, l'EVCA (*European Venture Capital Association*), a differenza dell'AIFI, può definirsi la voce del *private equity* europeo. Tale associazione annovera circa 700 aziende e 400 membri associati; l'attività copre l'intera gamma di attività di *private equity*, dalle società di nuova costituzione alla maggiori società di *private equity* europeo passando da investitori come i fondi pensione, compagnie di assicurazione, fondi di fondi, *family office* e società svolgenti attività correlate.

Similmente all'attività svolta dell'AIFI per la realtà italiana, l'EVCA detta le direttive per lo sviluppo di quest'industria e dall'altra parte provvede alla promozione ai soggetti interessati come gli imprenditori, i proprietari d'azienda ed i rappresentanti dei lavoratori. Cerca, inoltre, di farsi portavoce dell'attività svolta dagli associati sia al pubblico sia livello politico in modo tale che i membri possano svolgere l'attività in modo efficace e ed efficiente.

Inoltre è alla continua ricerca di definire i migliori *standard* professionali del settore chiedendo, ai propri associati, la massima trasparenza ed il buon governo societario offrendo anche, a titolo di supporto, corsi di formazione interni.

Dal momento in cui EVCA è stata fondata su iniziativa della Commissione europea, ormai quasi trenta anni fa, ha svolto il ruolo di congiunzione e di catalizzatore come sede di dialogo tra il settore pubblico e tutto ciò che gira attorno agli investimenti privati nel territorio della UE. L'impegno dell'associazione con le istituzioni politiche e con gli organi di regolamentazione sia livello europeo sia internazionale si svolge in coordinamento con le associazioni di categoria nazionali. Questa attività permette di poter avere un certo "peso" nella definizione delle linee guida che permettano uno sviluppo della legislazione in linea con le necessità e le aspettative degli attori del settore.

La promozione dell'industria avviene attraverso un programma globale oltre che europeo, ospitando seminari internazionali e facendo conferenze in tutto il mondo. In questo modo EVCA non ha solamente la funzione di raccontare lo sviluppo del settore attraverso numeri e statistiche ma anche fare da portavoce ed aprire una "breccia" che consenta un *fundraising* internazionale

Dal sito dell'associazione possiamo ritrovare la definizione "ufficiale" di *private equity* e di *venture capital* che vengono così descritti:

- ❖ *Private equity*: è una forma di partecipazione in società private che non sono quotate in borsa. Il *private equity* si distingue, in particolare, per il suo modello di gestione attivo in cui si cerca di fornire miglioramenti operativi nelle imprese *target* in un orizzonte temporale di medio periodo;
- ❖ *Venture capital*: è una tipologia di investimento nel *private equity* focalizzato nelle aziende in fase di *start-up*. Spesso forniscono i fondi a titolo di capitale ad imprenditori che hanno solamente l'idea della loro attività imprenditoriale e che, di conseguenza, devono sviluppare il prodotto ed il relativo processo produttivo

In questo momento ci sono circa 20.000 aziende in Europa che usufruiscono di circa 233 miliardi di euro di investimenti effettuati dai fondi di *private equity* ed è proprio sulla base di questi numeri che EVCA ha sviluppato il progetto di costruttori di *business* il quale si propone di fornire agli utenti una crescita sana e di un futuro di maggior valore grazie, soprattutto, ai *private equity* che le seguiranno in ogni passo del cammino di sviluppo.

I grafici che seguono hanno lo scopo di illustrare il giro d'affari del *private equity* nel panorama europeo focalizzando l'attenzione sulla suddivisione per stato in modo tale si possa notare le differenze, in termini di sviluppo, che questo settore ha nei diversi stati componenti.

### Fundraising in milioni di euro

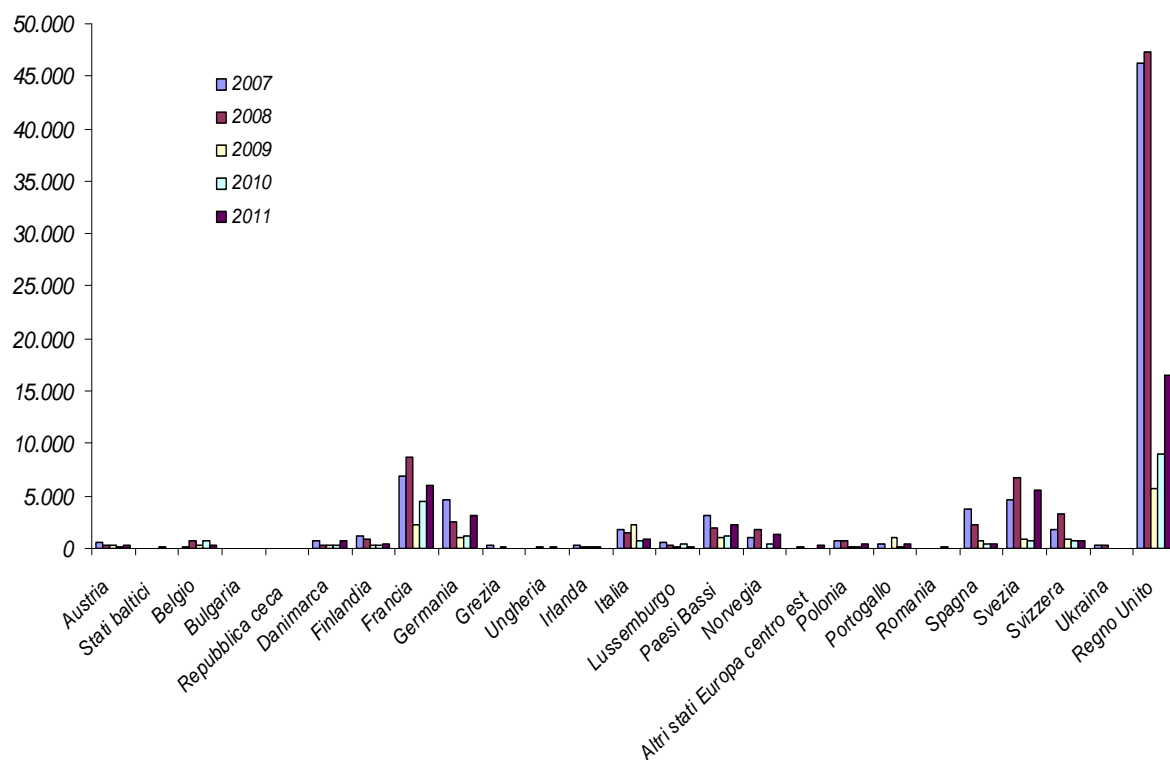


Figura 1.19 Fundraising in milioni di euro: elaborazione personale su dati EVCA

Dalla figura 1.19 si ha subito evidenza chiara e incontrovertibile che lo stato in cui è stata rilevata una maggior raccolta di fondi è il Regno Unito, dove, come anticipato già nei primi paragrafi, la cultura anglosassone ha un'influenza decisamente importante. Questo stato, come sappiamo, non ha sicuramente un PIL così superiore al resto degli stati europei ma, a differenza degli altri, ha un mercato finanziario fortemente sviluppato (ricordiamo che l'origine storica della nascita delle azioni è collocata proprio nel Regno Unito).

Con la figura 1.20 si è voluto dare indicazioni dei paesi nei quali si effettuano gli investimenti o, meglio, i paesi di residenza delle società *target*. Anche in questo caso il ruolo del leone viene svolto dal Regno Unito ma lo scarto tra questo paese e le altre nazioni, seppur molto marcata, si riduce, in maniera particolare nei confronti di Germania e Francia; ciò si traduce in un'uscita dei capitali dal Regno Unito verso gli altri paesi europei, ma non solo. Infatti, a differenza del grafico precedente, sono inclusi nel grafico anche paesi internazionali, ciò, chiaramente, significa che una parte del capitale europeo viene investito negli altri paesi ma, naturalmente, sarà vero anche il contrario; ci saranno, sicuramente, numerosi fondi internazionali che investono in società europee.

**Paese delle società target degli investimenti (ammontare in milioni di euro)**

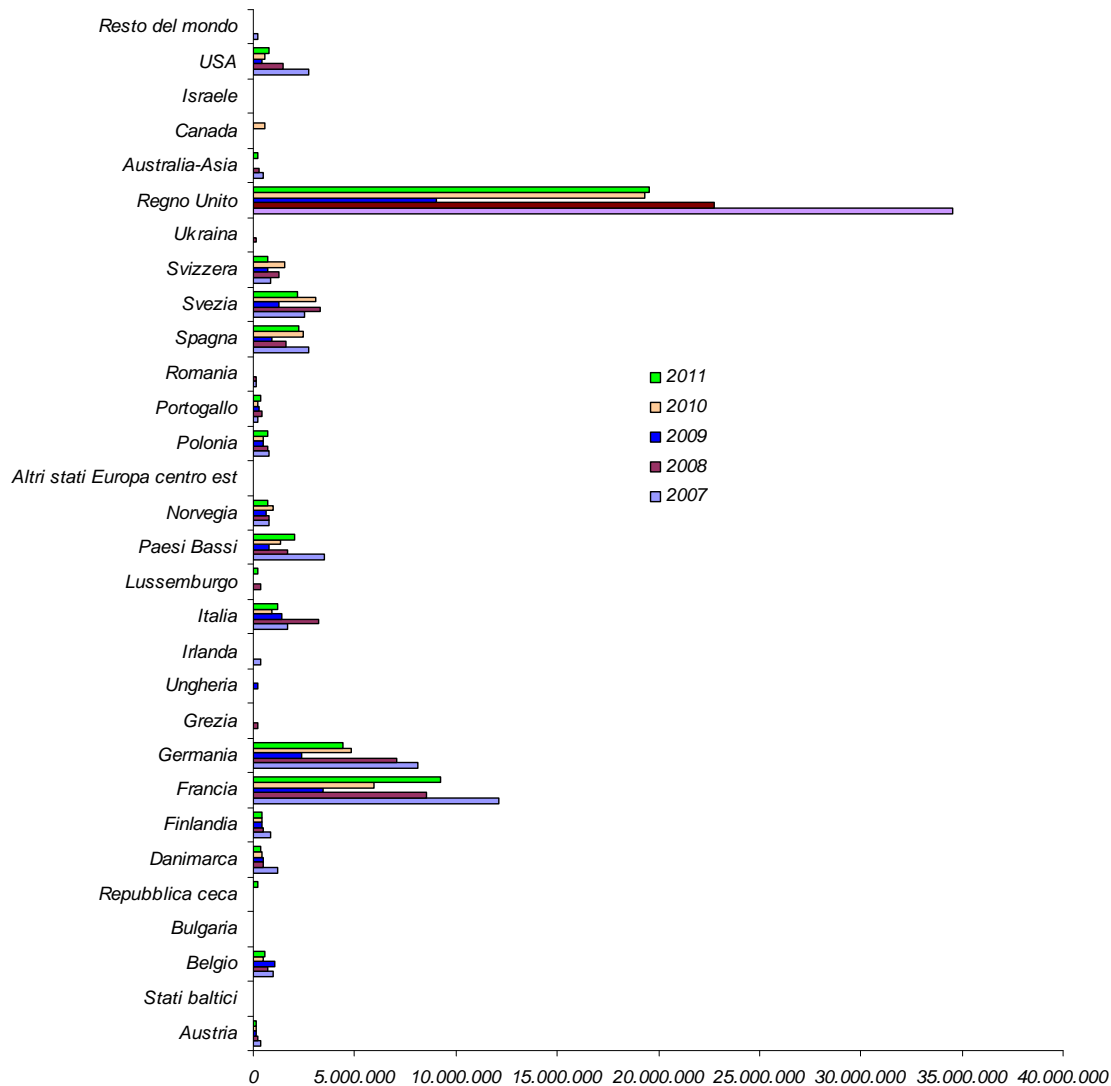


Figura 1.20 Suddivisione investimenti per paese origine società target: elaborazione personale su dati EVCA

Nell'ultimo grafico del capitolo (Fig. 1.21) ho provveduto ad analizzare l'ultimo aspetto della vita dei *private equity* cioè il disinvestimento dalle società *target*; in questo caso tutti i valori sono stati considerati al costo di investimento in modo tale da non considerare gli eventuali profitti/perdite realizzate dall'investimento stesso che potessero andare a falsare il risultato della nostra analisi. Vediamo che i dati rilevati seguono, seppur gli importi risultano ben diversi tra i due grafici, l'andamento già analizzato in figura 1.19; ultima cosa da notare, che risulta essere fattore comune tra i diversi grafici, è il ruolo svolto dal nostro paese. Come si vede, l'Italia si colloca nella fascia di paesi con raccolta, investimenti e, di conseguenza, disinvestimenti, più bassa ben distante dalle economie che sono ritenute il traino del resto del continente.

Ultima cosa importante da sottolineare è come gli ultimi due grafici rappresentano soltanto l'ammontare investito nelle aziende *target* di ciascun paese in via diretta e non in via indiretta attraverso la sottoscrizione di un fondo di fondi; tali importi non rientrano nell'oggetto della nostra analisi.

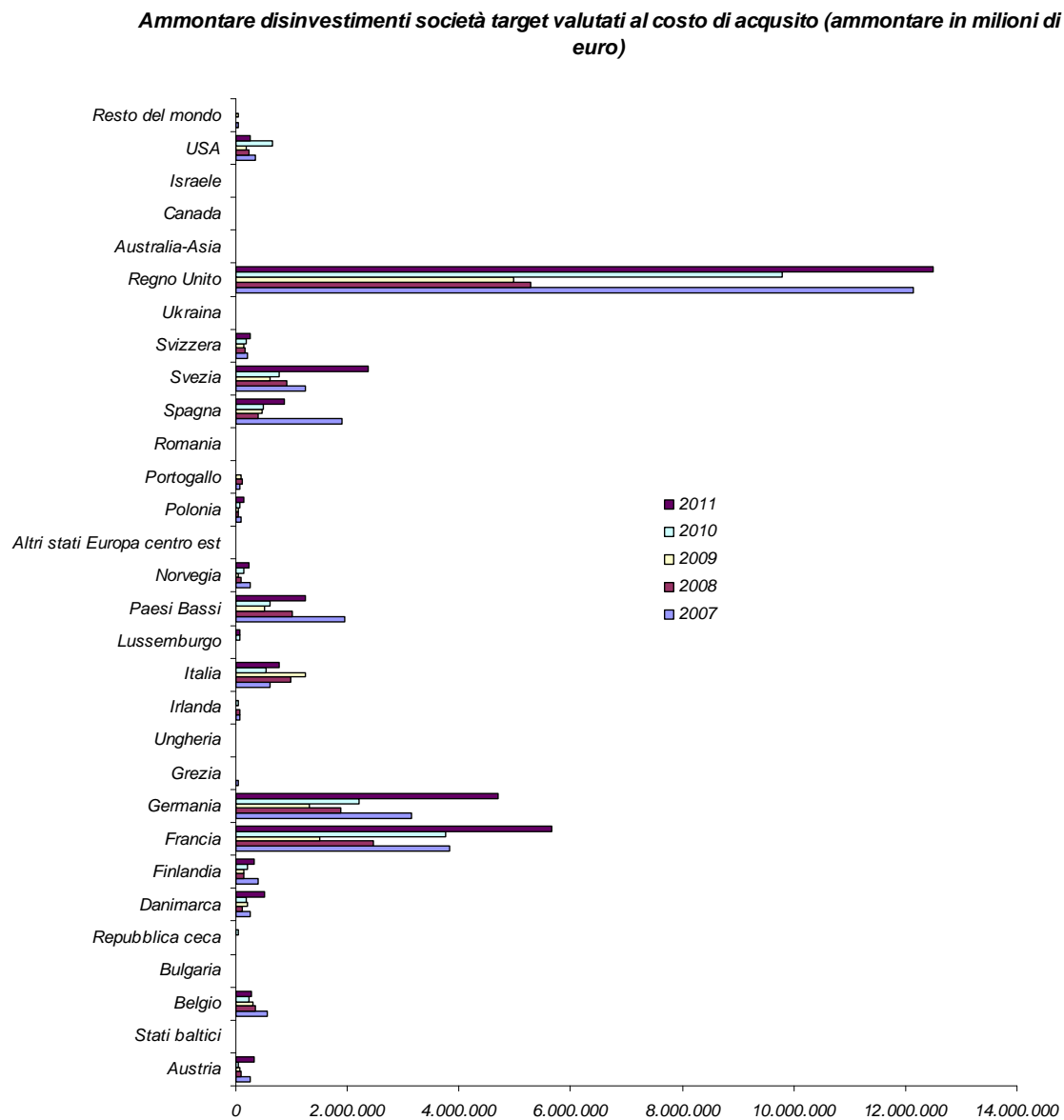


Figura 1.21 Suddivisione disinvestimenti per paese origine società target: elaborazione personale su dati EVCA



# CAPITOLO 2

## *Il panorama italiano dei fondi di private equity*

### *2.1. Le realtà operanti*

Per analizzare le realtà operanti in Italia possiamo partire da un articolo pubblicato su “Repubblica” il 25 marzo 2003 che afferma come il mondo del *private equity* rispecchi la realtà dell’economia italiana e della Borsa italiana dove sono presenti tante piccole eccellenze e pochi campioni che svolgono la loro operatività a livello internazionale. Queste realtà di più grandi dimensioni sono solamente tre o quattro e, solamente queste, sono in grado di fare operazioni di grandi e grandissime dimensioni. Riprendendo le parole della dott.ssa Anna Gervasoni, direttore generale AIFI, si capisce come nonostante le difficoltà del mercato economico finanziario il settore del *private equity* italiano sia riuscito a tenere ed i volumi in termini di patrimonio gestito sono rimasti stabili e gli operatori, nel 2012, sono stati protagonisti di operazioni di *mid market* e sempre più attivi nelle operazioni di *start-up*.

La questione della dimensione dei fondi rappresenta a tutti gli effetti un *handicap* e questo comporta, secondo gli addetti ai lavori, una prima e importante controindicazione cioè non poter contare se non con notevoli difficoltà sugli investitori esteri e, dall’altra parte della bilancia, perdere parte delle somme investibili a favore di fondi di *private equity* stranieri.

L’elenco dei fondi di grandi dimensioni, vista la scarsa numerosità, è abbastanza veloce: Clessidra di Claudio Sposito (che ha costituito una SGR italiana), Investindustrial di Andrea Bonomi ed Equinox di Salvatore Mancuso; in questa *elite* rientravano anche Investitori Associati di Tazartes, Miccinelli e Cossutta e l’italo-francese fondo *Alpha* di Edoardo Lanzavecchia. Merita una citazione a parte il Fondo Italiano di Investimento che può essere definito *private equity* un po’ istituzionale e la sua presenza sul mercato ha contribuito in modo determinante alla registrazione del risultato positivo che il settore dei fondi chiusi ha fatto registrare nel 2012 in termini di raccolta di capitali.

Se questi sono i fondi di grandi dimensioni, meritano citazione di fondi che, pur di dimensioni minori, riescono ad ottenere risultati lusinghieri in Italia; questi fondi sono numerosi e, a causa

della dimensione contenuta, fanno operazioni di importi più contenuti e sono poco conosciuti all'estero.

Tra i principali fondi, possiamo ricordare: *Private Equity Partners* (Fabio Sattin), Quadrivio, Consilium, J. Hirsh & Co. (Mario De Benedetti), Progressio (Guido De Vivo), Opera (Michele Russo), Wise e Ambienta (Nino Tronchetti Provera).

In questo ambito un citazione particolare merita *Private Equity Partners* il cui presidente e socio fondatore è il Professor Fabio Lorenzo Sattin laureato *cum lode* in Economia Aziendale all'Università Ca' Foscari di Venezia e a cui, presso lo stesso ateneo, nel 2009 gli viene conferito il premio Cafoscarino dell'anno 2008 da parte dell'ALUC – Associazione laureati dell'Università Ca' Foscari di Venezia.

*Private Equity Partners* è un operatore consolidato e con un orizzonte temporale di lungo termine nel settore del *private equity* con base in Italia ma con una forte presenza internazionale con *focus* sulle imprese italiane di eccellenza di medie dimensioni che hanno intenzione di crescere e internazionalizzarsi, aiutandole attraverso una gestione attiva, ad aumentare la loro dimensione ed il loro valore generando importanti ritorni sostenibili per le aziende stesse.

L'attività principale di questo investitore è quella di effettuare investimenti, attraverso l'acquisizioni di partecipazioni, sia di maggioranza sia di minoranza, nel capitale di rischio in società italiane di primaria importanza, non quotate, ed operanti in settori diversi, che abbiano la volontà di crescere ed internazionalizzarsi con l'obiettivo di creare valore nel medio-lungo periodo; con un accesso privilegiato ad ingenti quantità di capitali, oltre a quelli proprie e quelli dei fondi gestiti, possono essere considerati ed effettuati investimenti di ogni tipologia e dimensione. Le società partecipate hanno varie dimensioni e caratteristiche con fatturati annuali che variano da 50 milioni al miliardo di euro.

Le principali tipologie di operazioni effettuate sono due: operazioni di capitale per lo sviluppo (*expansion financing*) e le operazioni di *management buy out* (MBO). Nel primo caso il *target* ideale è costituito da imprese di media grandezza, ben gestite e con una posizione di *leadership* nel proprio settore di mercato, in questo caso si privilegia una posizione di minoranza agendo in stretto contatto con l'imprenditore o il *management* attuando una strategia di sviluppo condivisa con l'obiettivo finale di arrivare alla quotazione in Borsa (*IPO financing*). In questo settore *Private Equity Partners* detiene da diversi anni una posizione di *leadership* nel mercato italiano.

Con le operazioni di MBO, questo operatore ha aiutato numerosi gruppi di *manager* a diventare imprenditori. In molti casi queste operazioni sono state realizzate nell'ambito di processi di disinvestimento (*spin off*) da parte di gruppi nazionali e internazionali e in situazioni di ricambio generazionale; in questo settore il *team* di *Private Equity Partners* può vantare oltre venti anni di esperienza.

I fondi promossi da PEP sono: *CG Directional Fund I*, *Chase Mittel Capital Fund II*, *Jp Morgan Italian Fund III*, *Private Equity Partners Fund IV*. Di questi quattro fondi solamente due sono al momento attivi che sono *Jp Morgan Italian Fund III* il quale può vantare un patrimonio di circa 200 milioni di euro e approvato da Banca d'Italia nel febbraio 2002 ed il fondo *Private Equity*

*Partners Fund IV* con un patrimonio di 300 milioni di euro e approvato da Bankit nel marzo 2007. Tutti i fondi sono gestiti da *Private Equity Partners SGR S.p.A.* appartenente al 100% a *Private Equity Partners S.p.A.*

Per analizzare in modo appropriato le realtà operanti nel mercato italiano non possiamo prescindere dalle statistiche messe a disposizione dall'AIFI che, nell'elaborazione di questi dati, viene supportata dalla società di revisione e consulenza *PWC*.

Gli operatori attivi nel mercato vengono suddivisi in diverse categorie professionali sulla base della modalità attraverso cui viene realizzata l'attività di investimento, di seguito le categorie individuate:

- SGR generaliste ed *investment companies*;
- Fondi *pan-europe*;
- Operatori regionali/pubblici;
- Banche italiane;
- Operatori specializzati nell'*early stage*

Guardando l'evoluzione degli operatori del mercato italiano del capitale di rischio nel corso degli ultimi 27 anni, risulta chiaro, come già avuto modo di vedere nei paragrafi finali del capitolo precedente, come il panorama sia notevolmente cambiato e non solo in termini numerici; tale cambiamento è stato reso necessario a seguito dei mutamenti del contesto economico e finanziario nazionale ma anche, e soprattutto, del quadro normativo che ha regolato le strutture giuridiche utilizzate per svolgere l'attività di investimento nel settore del *private equity*. Come abbiamo visto nella figura 1.18, nel corso dei primi dieci anni di attività dell'AIFI, il numero di operatori è rimasto stabile e limitato, durante la successiva fase si è registrato un picco di 86 associati nel 2001 seguito da un periodo in cui il numero di membri è rimasto stabile. Nel periodo seguente si è assistito ad un ritrovato interesse da parte degli operatori ed è proprio in questo periodo che l'associazione italiana del *private equity* del *venture capitale* ha superato i cento iscritti.

Negli ultimi anni, a causa della crisi, si è diffuso un clima di incertezza e sfiducia negli investitori che ha provocato un rallentamento nella crescita degli associati, pur rimanendo numerosi.

Analizzando le tipologie di operazioni portate a termine, gli anni di avvio dell'attività di *private equity* e *venture capitale* sono stati caratterizzati dalla presenza in prevalenza di operatori locali, organizzati in finanziarie di investimento, private e industriali, che rappresentavano la quasi totalità degli operatori. Successivamente hanno fatto registrare una presenza sempre maggiore diffusione i fondi *pan-europei*<sup>14</sup> i quali rappresentano ormai il 30% del mercato il che testimonia l'apertura del sistema italiano nei confronti del contesto europeo e statunitense. A seguito della

---

<sup>14</sup> Fondi chiusi d'investimento in capitale di rischio in imprese non quotate che pongono il rispettivo *focus* anche oltre i confini nazionali, grazie all'utilizzo di società *advisor* collocate nelle aree del paese ritenute più interessanti.

legge n.344 del 14 agosto 1993, si è vista la comparsa delle prime SGR di fondi mobiliari chiusi; tali società che nel 1998 rappresentavano appena l'1% del mercato, hanno consolidato la loro presenza nel corso degli anni arrivando, nel 2007, a costituire oltre il 30% dei *player*, mentre oggi, con più del 50% dell'intero mercato, risultano essere i principali operatori.

Gli investitori di derivazione bancaria sono stati caratterizzati da una notevole diffusione alla fine degli anni Ottanta fino all'inizio del millennio, anno in cui la presenza delle divisioni bancarie sul totale degli operatori ha iniziato a calare. Negli ultimi anni, tale tendenza si è interrotta in quanto le banche partecipano sempre in misura maggiore e sempre più attivamente nel mercato del *private equity* in veste di investitori in fondi.

Infine, analizzando l'evoluzione delle tipologie di operazioni presenti sul mercato, si osserva come gli operatori *captive* abbiano dominato il mercato nei primi anni mentre, successivamente, è cresciuto il peso degli operatori indipendenti.

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 presentano, oggi, il veicolo più utilizzato per lo svolgimento dell'attività di *private equity* nel nostro paese. Questa particolarità viene evidenziata anche nella classifica stilata dal *Private Equity Monitor* e indicata nel rapporto "10 anni di *private equity* in Italia" e relativo gli operatori più attivi nel periodo 2001-2010; tali statistiche vengono sviluppate attraverso l'uso di informazioni pubbliche e reperibili attraverso archivi di giornali e riviste specializzate ed ogni altra fonte (pubblicazioni di settore, siti Internet, banche dati, convegni) accessibile al pubblico nonché della collaborazione volontaria e diretta da parte degli operatori.

L'analisi svolta in tale contesto sottolinea che, nella classifica dei 12 principali operatori, in termini di numero di operazioni concluse, nel periodo oggetto di analisi, le SGR costituiscono il 75% del totale degli investimenti effettuati con 206 su 274 totali. Da portare sicuramente all'attenzione come, tali operatori, abbiano reagito positivamente alla crisi che, nonostante abbia ridotto la loro attività, non sono stati per nulla intimoriti.

<i>Investitori</i>	<i>Totale investimenti</i>	<i>Investimenti periodo 2001-2004</i>	<i>Investimenti periodo 2005-2007</i>	<i>Investimenti periodo 2008-2010</i>
<i>Cape Natixis - SGR</i>	48	23,00%	46,00%	31,00%
<i>Mps Venture - SGR</i>	33	30,00%	37,00%	33,00%
<i>BS Private Equity - SGR</i>	27	67,00%	26,00%	7,00%
<i>IGI - SGR</i>	23	48,00%	43,00%	9,00%
<i>Imi Fondi Chiusi - SGR</i>	22	12,00%	50,00%	38,00%
<i>3i</i>	20	55,00%	40,00%	5,00%
<i>Investitori Associati - SGR</i>	20	40,00%	55,00%	5,00%
<i>Wise Venture - SGR</i>	17	29,00%	53,00%	18,00%
<i>21 Investimenti</i>	16	19,00%	38,00%	43,00%
<i>Alto Partnes</i>	16	31,00%	31,00%	38,00%
<i>Investindustrial</i>	16	19,00%	44,00%	37,00%
<i>Sviluppo Imprese Centro Italia - SGR</i>	16	56,00%	25,00%	19,00%

Tabella 2.1 Classifica operatori per numero operazioni concluse nel periodo 2001-2010: elaborazione personale fonte *Private Equity Monitor*

Nei grafici che seguono si vuole dare evidenza del numero effettivo di operatori monitorati nel 2012 e della loro evoluzione negli ultimi cinque anni; si parla di operatori monitorati e non di operatori attivi in quanto non si ha a disposizione l'effettiva certezza se l'operatore iscritto all'AIFI, e di conseguenza monitorato, sia effettivamente attivo o meno.

### Distribuzione numero operatori monitorati 2012

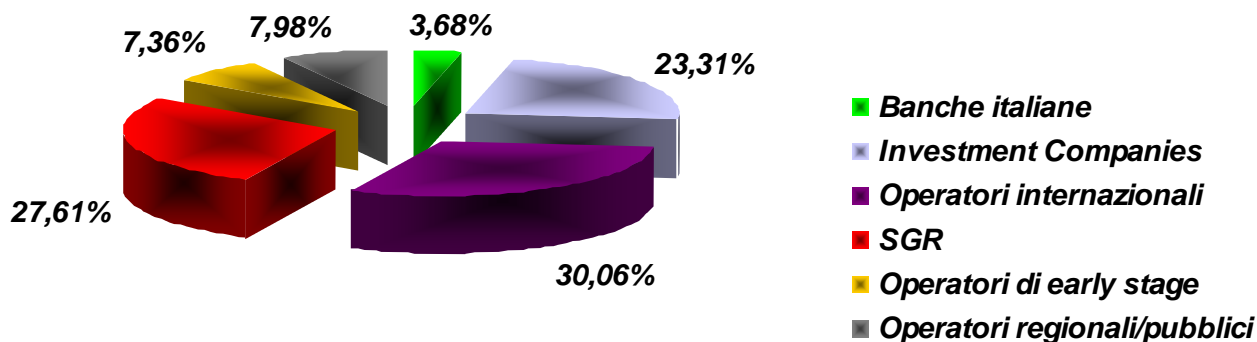


Grafico 2.1 Distribuzione numero operatori monitorati 2012: elaborazione personale fonte AIFI

### Evoluzione degli operatori monitorati per tipologia

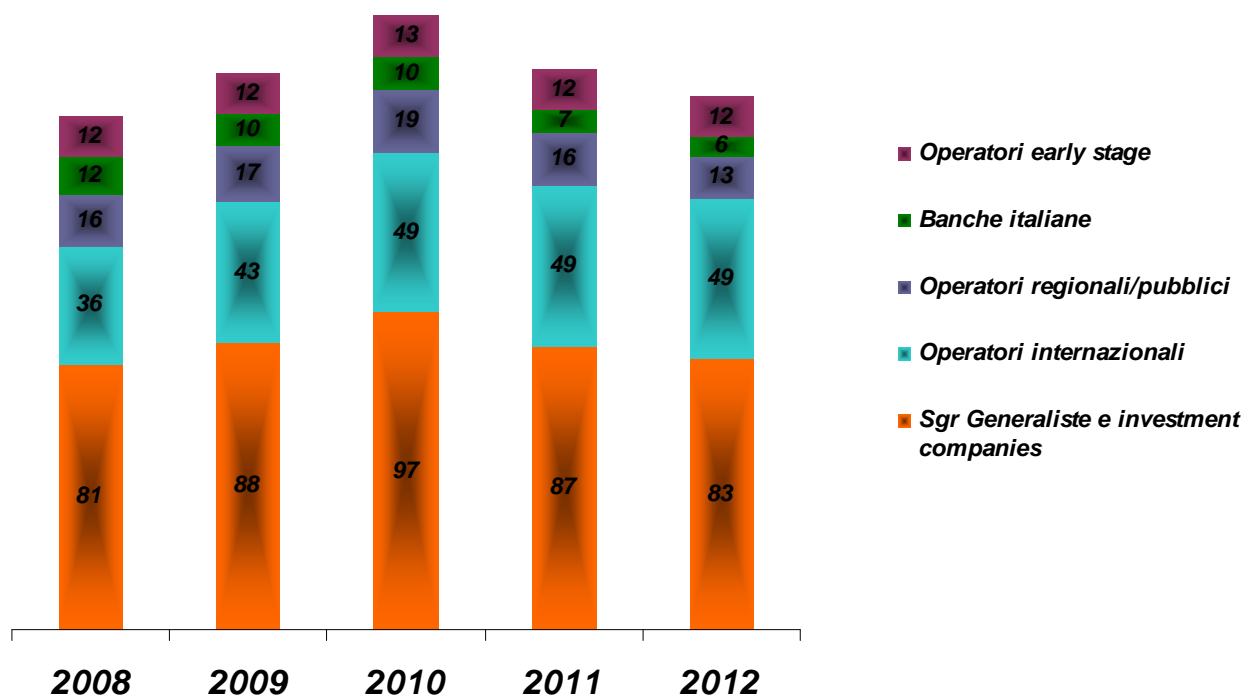


Grafico 2.2 Evoluzione numero operatori monitorati 2012: elaborazione personale fonte AIFI

Oltre all'analisi relativa la numerosità degli operatori che operano nel nostro paese suddivisi per tipologia e la loro evoluzione negli ultimi anni, risulta interessante capire su quali segmenti di mercato sono specializzati e qual è stata, negli ultimi anni, la loro evoluzione

### ***Evoluzione degli operatori attivi nei diversi segmenti di mercato***

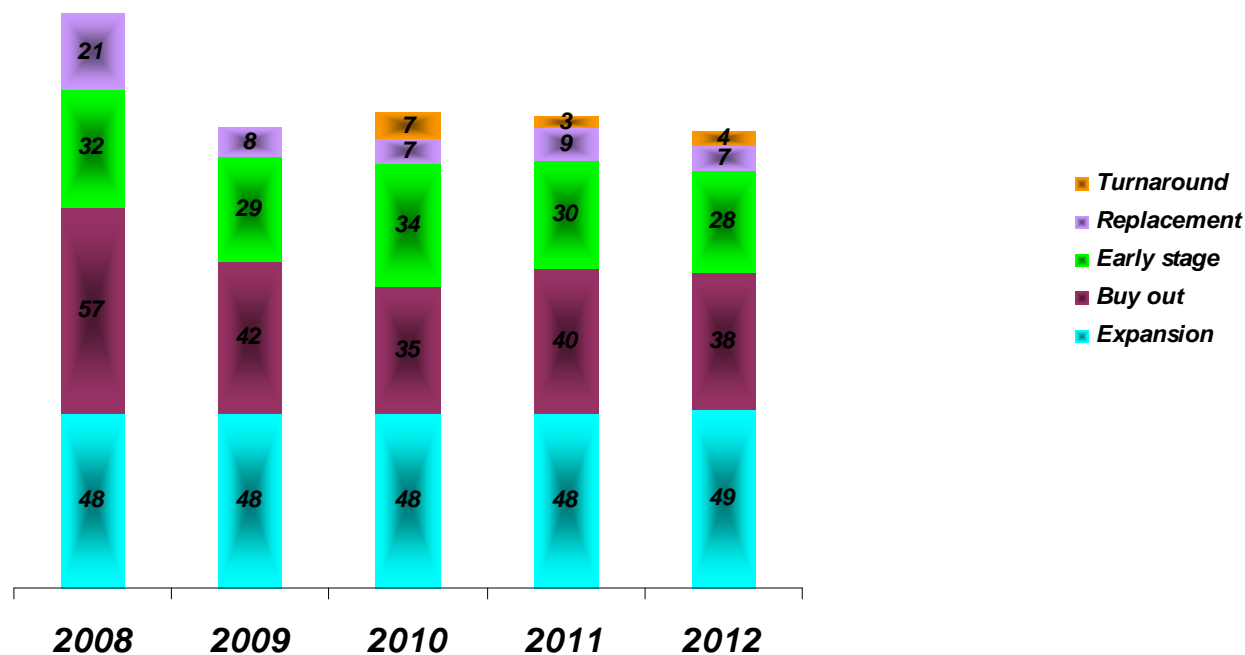


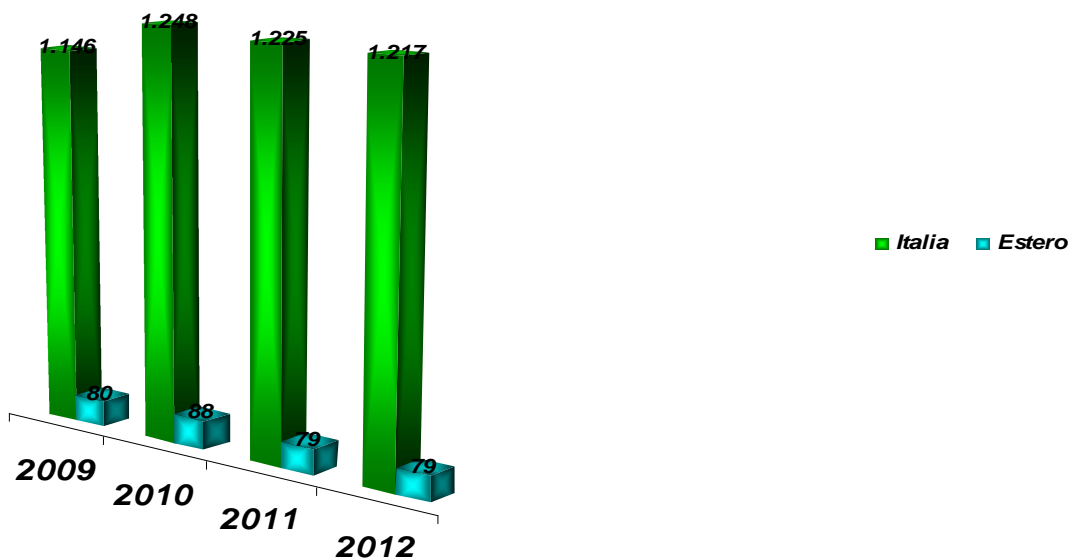
Grafico 2.3 Evoluzione numero operatori monitorati 2012: elaborazione personale fonte AIFI

Per ultimare l'analisi dell'operatività degli realtà operanti nel nostro paese, non possiamo ignorare due aspetti di sicuro interesse: da una parte analizziamo il numero di investimenti attivi ed il numero di società *target* al 31 dicembre di ciascuno degli ultimi quattro anni suddividendo in investimenti che ricadono in aziende nostrane oppure in imprese estere e come tale operatività si suddivide tra operatori pubblici e operatori privati, dall'altra un'evoluzione del controvalore di portafoglio o, sotto un altro punto di vista, l'ammontare che, richiamato dagli investitori, è stato successivamente investito confrontato con l'ammontare impegnato dagli investitori e non ancora richiamato e disponibile per le scelte di investimento da parte del gestore del fondo.

Lo studio del primo aspetto ci consente come prima cosa di rendere evidente come una stessa società possa essere oggetto di investimento da parte di più operatori (vedi capitolo 1 relativamente la sindacazione degli investimenti) ed anche come, dall'altro canto, uno stesso fondo può investire in una società in più *tranche* successive. Un altro aspetto che ci permette di approfondire questa analisi è vedere quanto del capitale raccolto all'interno dei confini nazionali venga poi investito nello stesso territorio.

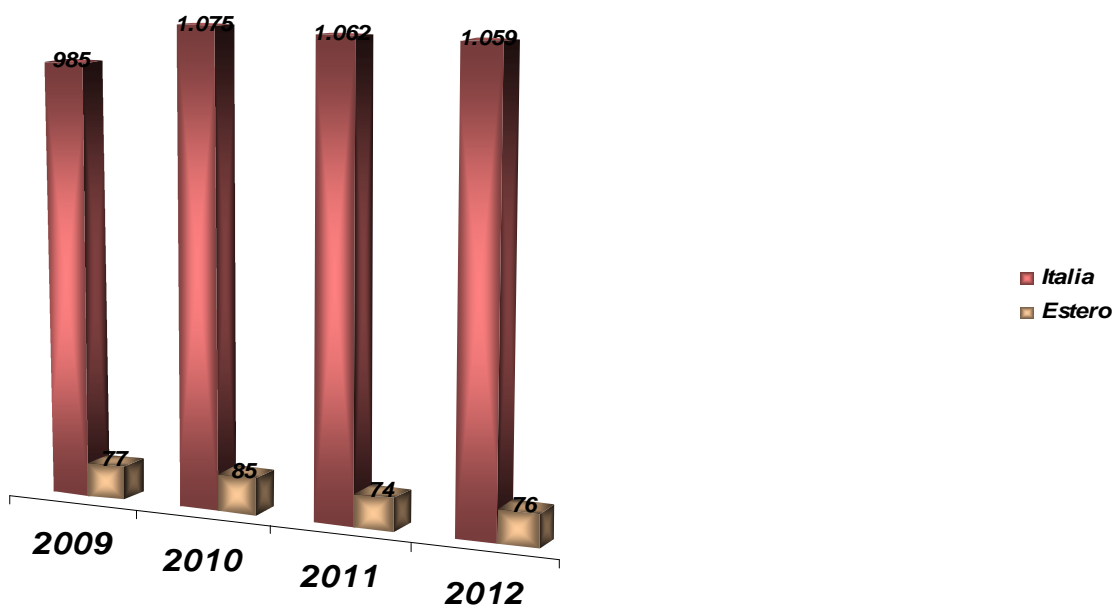
Questo argomento risulta di particolare interesse proprio per l'argomento di questa tesi: per avere un ruolo di primo piano nello sviluppo delle imprese del nord-est, i gestori devono investire i fondi raccolti per la maggior parte all'interno dello stato di raccolta. Ora vediamo proprio come, nel corso dell'ultimo lustro, questo fattore si sia sviluppato.

**Composizione del portafoglio degli operatori - numero investimenti attivi**



*Grafico 2.4 Composizione del portafoglio degli operatori – numero investimenti attivi: elaborazione personale fonte AIFI*

**Composizione del portafoglio degli operatori - numero società target**



*Grafico 2.5 Composizione del portafoglio degli operatori – numero società target: elaborazione personale fonte AIFI*

Nei grafici successivi, invece, viene data evidenza, con la medesima suddivisione tra numero investimenti e numerosità società *target*, dalla suddivisione tra operatori privati e operatori pubblici. Sarebbe di interesse capire quanto gli operatori privati investono in Italia e all'estero e come tale statistica valga per gli operatori pubblici. Questa statistica non è presente ma possiamo ben capire come il *target* geografico degli operatori pubblici sia unicamente di carattere nazionale e non locale proprio per la finalità di sistema che guida l'investimento di questi operatori.

**Composizione del portafoglio per tipologia operatore- numero investimenti attivi**

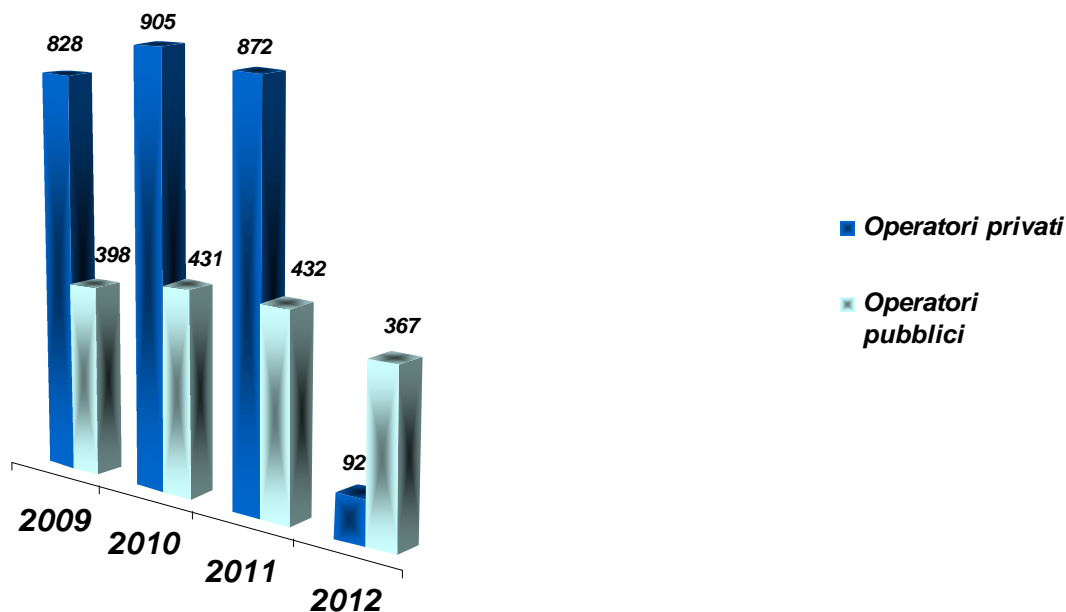


Grafico 2.6 Composizione del portafoglio per tipologia operatore – numero investimenti attivi: elaborazione personale fonte AIFI

**Composizione del portafoglio per tipologia operatore- numero società target**

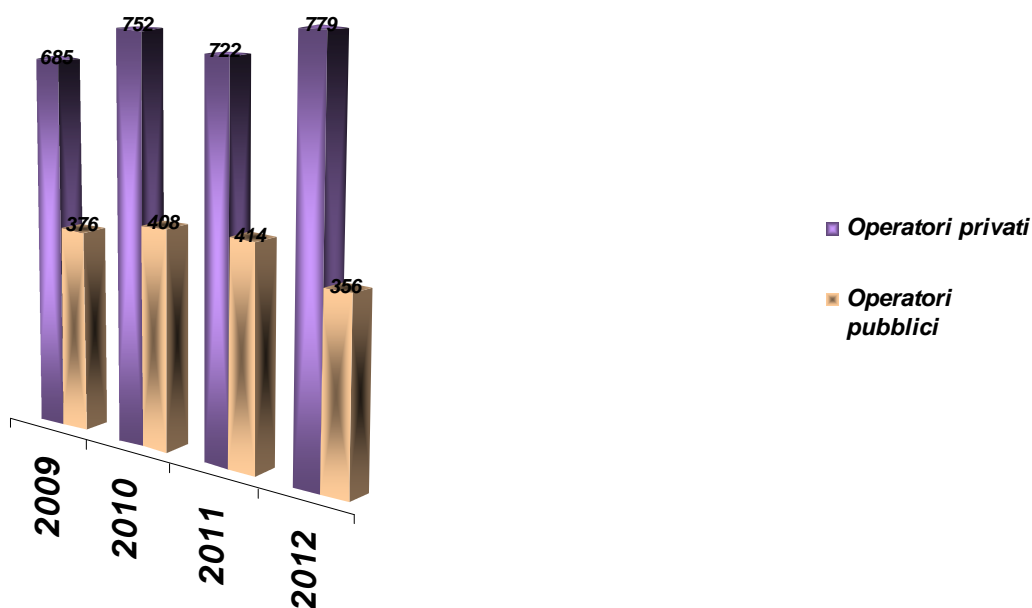


Grafico 2.7 Composizione del portafoglio per tipologia operatore – numero società target: elaborazione personale fonte AIFI



Nell'ultimo di questa serie di grafici portiamo in evidenza il secondo aspetto in precedenza introdotto; in questo modo possiamo vedere l'evoluzione degli importi investiti e degli importi impegnati ma non investiti. L'interesse su questa statistica emerge se pensiamo che gli investitori devono tenere a disposizione gli importi per i quali si sono impegnati verso i fondi in quanto gli stessi possono essere richiamati in qualsiasi momento della vita del fondo; in altri termini questo comporta che la parte non richiamata rimane fuori dal circuito dell'economia reale e dal circuito finanziario generale. Di conseguenza l'importo non investito dovrebbe essere il minimo possibile, altrimenti l'investimento nei fondi di *private equity* non sarebbe efficiente dal punto di vista sistemico.

Nel grafico 2.8 sono esclusi i fondi Pan-europei, gli investitori *captive* e gli operatori regionali/pubblci.

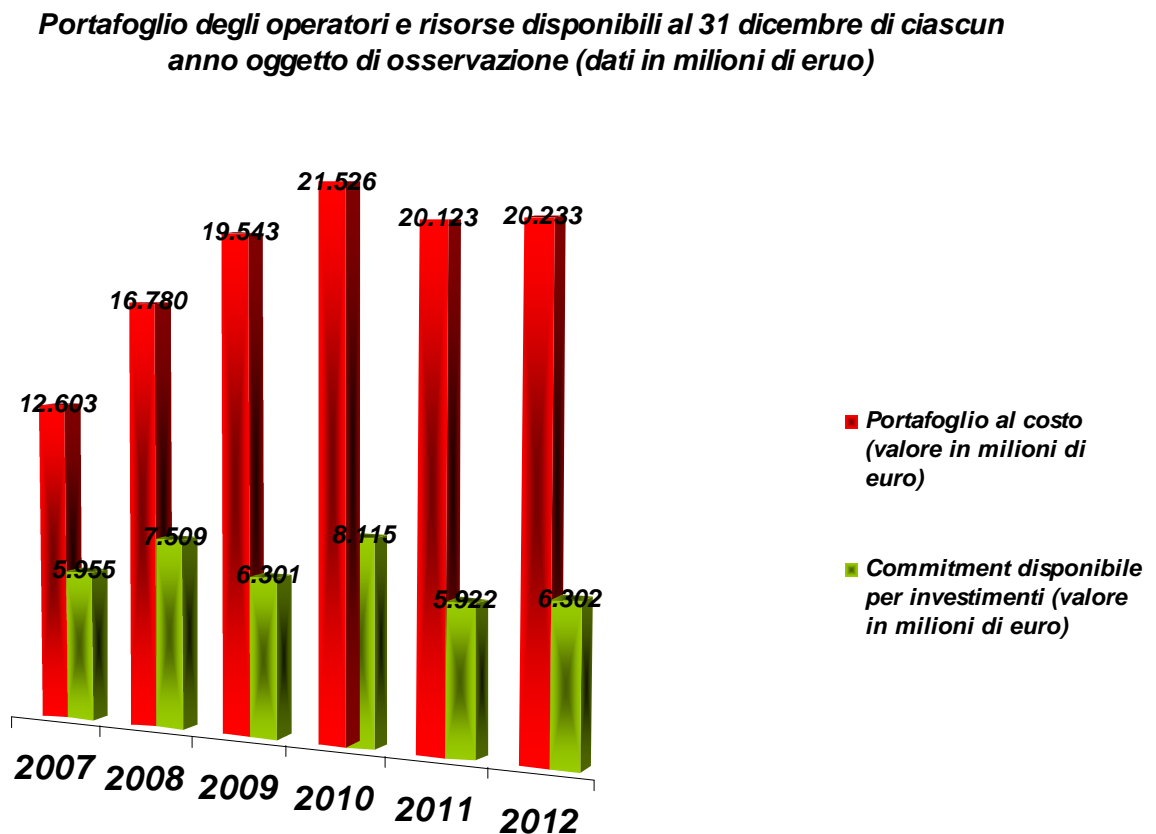


Grafico 2.7 Portafoglio degli operatori e risorse disponibili al 31 dicembre di ciascun anno oggetto di osservazione: elaborazione personale fonte AIFI

Tutte le statistiche di cui sopra sono state desunte ed elaborate grazie ai dati pubblicati dall'AIFI che, a propria volta, ha potuto fornirle grazie ai dati provenienti dai proprio associati, a questo punto risulta fondamentale riportare la lista degli associati AIFI cioè l'esposizione del campione oggetto delle nostre statistiche.

<i>Denominazione</i>	<i>Provincia di residenza</i>	<i>Stato di residenza</i>	<i>Sito web</i>
035 Investimenti	Bergamo	Italia	<a href="http://www.035investimenti.it">www.035investimenti.it</a>
21 Investimenti	Treviso	Italia	<a href="http://www.21investimenti.com">www.21investimenti.com</a>
Accord Management	Milano	Italia	
Advanced Capital SGR	Milano	Italia	<a href="http://www.advancedcapital.com">www.advancedcapital.com</a>
Advent International	Milano	Italia	<a href="http://www.adventinternational.com">www.adventinternational.com</a>
AF MEZZANINE SGR	Milano	Italia	<a href="http://www.af-mezzanine.it">www.af-mezzanine.it</a>
Aksia Group SGR	Milano	Italia	<a href="http://www.aksiagroup.com">www.aksiagroup.com</a>
Alcedo SGR S.p.A.	Treviso	Italia	<a href="http://www.alcedo.it">www.alcedo.it</a>
Aliante Partners	Milano	Italia	<a href="http://www.aliantepartners.com">www.aliantepartners.com</a>
Alpha Associati	Milano	Italia	<a href="http://www.gruppoalpha-it.com">www.gruppoalpha-it.com</a>
Alto Partners SGR	Milano	Italia	<a href="http://www.altopartners.it">www.altopartners.it</a>
Amber Capital Italia SGR	Milano	Italia	
Ambienta SGR	Milano	Italia	<a href="http://www.ambientasgr.com">www.ambientasgr.com</a>
Antares Private Equity S.p.A.	Milano	Italia	<a href="http://www.antaresinvestimenti.it">www.antaresinvestimenti.it</a>
Apax Partners	Londra	Regno Unito	<a href="http://www.apax.com">www.apax.com</a>
Argan Capital Advisors	Milano	Italia	<a href="http://www.argancapital.com">www.argancapital.com</a>
Argos Soditic Italia	Milano	Italia	<a href="http://www.argos-soditic.com">www.argos-soditic.com</a>
Argy Venture Capital	Milano	Italia	<a href="http://www.argyventurecapital.it">www.argyventurecapital.it</a>
Assietta Private Equity SGR Spa	Milano	Italia	<a href="http://www.apesgr.it">www.apesgr.it</a>
Atlantis Capital Special Situations	Milano	Italia	<a href="http://www.atlantisparkers.it">www.atlantisparkers.it</a>
AVM Private Equity 1 S.p.A.	Milano	Italia	<a href="http://www.avmassociati.eu">www.avmassociati.eu</a>
AXA Private Equity Italy Srl	Milano	Italia	<a href="http://www.axaprivateequity.com">www.axaprivateequity.com</a>
B4 Investimenti	Roma	Italia	<a href="http://www.b4investimenti.it">www.b4investimenti.it</a>
BC Partners	Milano	Italia	<a href="http://www.bcpartners.com">www.bcpartners.com</a>
Berrier Capital	Milano	Italia	<a href="http://www.berriercapital.com">www.berriercapital.com</a>
Bridgepoint Spa	Milano	Italia	<a href="http://www.bridgepoint.eu">www.bridgepoint.eu</a>
CA Agro-Alimentare Spa	Milano	Italia	<a href="http://www.sodica.it">www.sodica.it</a>
Centrobanca	Milano	Italia	<a href="http://www.centrobanca.it">www.centrobanca.it</a>
Centrobanca Sviluppo Impresa SGR	Milano	Italia	<a href="http://www.centrobanca.it">www.centrobanca.it</a>
CFI - Cooperazione Finanza Impresa Scpa	Roma	Italia	<a href="http://www.cfi.it">www.cfi.it</a>
Cinven	Milano	Italia	<a href="http://www.cinven.com">www.cinven.com</a>
Clessidra SGR	Milano	Italia	<a href="http://www.clessidrasgr.it">www.clessidrasgr.it</a>
Como Venture srl	Como	Italia	<a href="http://www.comoventure.it">www.comoventure.it</a>
Consilium SGR	Milano	Italia	<a href="http://www.consiliumsgsr.it">www.consiliumsgsr.it</a>
Cooperare SpA	Bologna	Italia	<a href="http://www.cooperarespa.it">www.cooperarespa.it</a>
CVC Capital Partners	Milano	Italia	<a href="http://www.cvc.com">www.cvc.com</a>
DeA Capital S.p.A.	Milano	Italia	<a href="http://www.deacapital.it">www.deacapital.it</a>
DGPA SGR	Milano	Italia	<a href="http://www.dgpa-sgr.it">www.dgpa-sgr.it</a>
Doughty Hanson & Co srl	Milano	Italia	<a href="http://www.doughtyhanson.com">www.doughtyhanson.com</a>
Dpixel Srl	Milano	Italia	<a href="http://www.dpixel.it">www.dpixel.it</a>
DVR & C. Private Equity	Milano	Italia	<a href="http://www.dvrcapital.it">www.dvrcapital.it</a>
Earchimede Spa	Milano	Italia	
Edmond de Rothschild Investment Partners	Milano	Italia	<a href="http://www.mastcap.com">www.mastcap.com</a>
EQUI INVESTMENTS	Lussemburgo	Lussemburgo	<a href="http://www.equiprivateequity.eu">www.equiprivateequity.eu</a>

<i>Denominazione</i>	<i>Provincia di residenza</i>	<i>Stato di residenza</i>	<i>Sito web</i>
EQUITER S.p.A.	Torino	Italia	<a href="http://www.equiterpa.com">www.equiterpa.com</a>
Ersel Investment Club	Torino	Italia	<a href="http://www.erselinvestmentclub.it">www.erselinvestmentclub.it</a>
F2I	Roma	Italia	<a href="http://www.f2isgr.it">www.f2isgr.it</a>
Fi.La.S. S.p.A.	Roma	Italia	<a href="http://www.filas.it">www.filas.it</a>
Finint & Partners S.r.l.	Treviso	Italia	<a href="http://www.finintprivateequity.it/">www.finintprivateequity.it /</a> <a href="http://www.finint.it">www.finint.it</a>
Finlombarda Gestioni SGR	Milano	Italia	<a href="http://www.finlombardasgr.it">www.finlombardasgr.it</a>
Finlombarda S.p.A.	Milano	Italia	<a href="http://www.finlombarda.it">www.finlombarda.it</a>
Focus Gestioni SGR	Ancona	Italia	<a href="http://www.focussgr.it">www.focussgr.it</a>
Fondamenta SGR	Milano	Italia	<a href="http://www.fondamentasgr.com">www.fondamentasgr.com</a>
Fondo Italiano d'Investimento SGR SpA	Milano	Italia	<a href="http://www.fondoitaliano.it">www.fondoitaliano.it</a>
Fondo Strategico Italiano	Milano	Italia	<a href="http://www.fondostrategico.it">www.fondostrategico.it</a>
Friulia S.G.R. S.p.A.	Trieste	Italia	<a href="http://www.friuliasgr.it">www.friuliasgr.it</a>
Friulia S.p.A.	Trieste	Italia	<a href="http://www.friulia.it">www.friulia.it</a>
Futura Invest	Milano	Italia	<a href="http://www.futura-invest.com">http://www.futura-invest.com</a>
Futurimpresa SGR SpA	Milano	Italia	<a href="http://www.futurimpresasgr.it">www.futurimpresasgr.it</a>
Gepafin	Perugia	Italia	<a href="http://www.gepafin.it">www.gepafin.it</a>
Gradiente SGR S.p.A.	Padova	Italia	<a href="http://www.gradientesgr.it">www.gradientesgr.it</a>
H2I	Roma	Italia	<a href="http://www.h2ispa.com">www.h2ispa.com</a>
HAT - Holding All Together	Milano	Italia	<a href="http://www.hat-holding.it">www.hat-holding.it</a>
iDooo	Milano	Italia	<a href="http://www.idooo.it">www.idooo.it</a>
IGI SGR	Milano	Italia	<a href="http://www.igisgr.it">www.igisgr.it</a>
IMI Fondi Chiusi SGR SpA	Bologna	Italia	<a href="http://www.imifondichiusisgr.it">www.imifondichiusisgr.it</a>
IMI Investimenti	Bologna	Italia	<a href="http://www.imiinvestimenti.it">www.imiinvestimenti.it</a>
Industria & Finanza SGR S.p.A.	Torino	Italia	<a href="http://www.ifequity.it">www.ifequity.it</a>
Innogest SGR	Torino	Italia	<a href="http://www.innogest.it">www.innogest.it</a>
INTERMONTE BCC Private Equity SGRpa	Milano	Italia	
INTESA SANPAOLO	Milano	Italia	<a href="http://www.intesasanpaolo.com">www.intesasanpaolo.com</a>
Investitori Associati SGR S.p.A.	Milano	Italia	<a href="http://www.investitoriassociati.com">www.investitoriassociati.com</a>
IP Investimenti e Partecipazioni	Torino	Italia	<a href="http://www.ipspa.it">www.ipspa.it</a>
L Capital Advisory	Milano	Italia	<a href="http://www.lcapital.eu">www.lcapital.eu</a>
Life Sciences Capital Spa	Roma	Italia	<a href="http://www.lscap.it">www.lscap.it</a>
Mandarin Advisory S.r.l.	Milano	Italia	<a href="http://www.mandarincp.com">www.mandarincp.com</a>
Mittel	Milano	Italia	<a href="http://www.mittel.it">www.mittel.it</a>
Montezemolo & Partners SGR	Milano	Italia	
MPVENTURE SGR S.p.A	Firenze	Italia	<a href="http://www.mpventure.it">www.mpventure.it</a>
NEM SGR SPA	Vicenza	Italia	<a href="http://www.nemsgr.it">www.nemsgr.it</a>
New Venture Development	Torino	Italia	<a href="http://www.nvd.it">www.nvd.it</a>
OPERA SGR	Milano	Italia	<a href="http://www.operasgr.it">www.operasgr.it</a>
ORIZZONTE SGR	Torino	Italia	<a href="http://www.orizzontesgr.it">www.orizzontesgr.it</a>
Orlando Italy Management S.A.	Lussemburgo	Lussemburgo	<a href="http://www.orlandoitaly.com">www.orlandoitaly.com</a>
Overseas Industries S.p.A.	Milano	Italia	
PAI Partners	Milano	Italia	<a href="http://www.paipartners.com">www.paipartners.com</a>
Palladio Finanziaria	Milano	Italia	<a href="http://www.palladiofinanziaria.it">www.palladiofinanziaria.it</a>
Perennius Capital Partners	Milano	Italia	<a href="http://www.perennius.it">www.perennius.it</a>
Permira Associati S.p.A.	Milano	Italia	<a href="http://www.permira.com">www.permira.com</a>
Principia SGR	Milano	Italia	<a href="http://www.principiasgr.it">www.principiasgr.it</a>
Private Equity Partners SGR S.p.A.	Milano	Italia	<a href="http://www.privateequitypartners.com">www.privateequitypartners.com</a>
Progressio SGR	Milano	Italia	<a href="http://www.progressiosgr.it">www.progressiosgr.it</a>
Quadrivio SGR SpA	Milano	Italia	<a href="http://www.quadriviosgr.it">www.quadriviosgr.it</a>

Denominazione	Provincia di residenza	Stato di residenza	Sito web
Riello Investimenti	Milano	Italia	<a href="http://www.rielloinvestimenti.it">www.rielloinvestimenti.it</a>
SFIRS	Cagliari	Italia	<a href="http://www.sfirs.it">www.sfirs.it</a>
Sigefi Italia Private Equity S.p.A.	Milano	Italia	<a href="http://www.siparex.com">www.siparex.com</a>
SODICA Srl	Milano	Italia	<a href="http://www.sodica.it">www.sodica.it</a>
Star Capital SGR SpA	Milano	Italia	<a href="http://www.starcapital.it">www.starcapital.it</a>
Strategia Italia SGR	Torino	Italia	
Sviluppo Imprese Centro Italia SGR	Firenze	Italia	<a href="http://www.fondisici.it">www.fondisici.it</a>
SYNTEGRA CAPITAL ADVISORS	Milano	Italia	<a href="http://www.syntegracapital.com">www.syntegracapital.com</a>
The Carlyle Group	Milano	Italia	<a href="http://www.carlyle.com">www.carlyle.com</a>
UniCredit Principal Investments	Milano	Italia	
Unipol Merchant Banca per le Imprese SpA	Bologna	Italia	<a href="http://www.unipolmerchant.it">www.unipolmerchant.it</a>
United Venture	Milano	Italia	<a href="http://www.unitedventures.it">www.unitedventures.it</a>
Vegagest SGR	Milano	Italia	<a href="http://www.vegagest.it">www.vegagest.it</a>
Vela Capital S.R.L.	Milano	Italia	<a href="http://www.velacapital.it">www.velacapital.it</a>
Veneto Sviluppo	Venezia	Italia	<a href="http://www.venetosviluppo.it">www.venetosviluppo.it</a>
Venice European Investment Capital	Milano	Italia	
Venice Shipping and Logistics (VSL)	Milano	Italia	<a href="http://www.vslspa.it">www.vslspa.it</a>
Vertis SGR	Napoli	Italia	<a href="http://www.vertis.it">www.vertis.it</a>
Wise SGR S.p.A.	Milano	Italia	<a href="http://www.wisesgr.it">www.wisesgr.it</a>
Xenon Private Equity Ltd.	Jersey	Jersey	<a href="http://www.xenonpe.com">www.xenonpe.com</a>
Yarpa Investimenti SGR	Milano	Italia	
ZernikeMeta Ventures S.p.a.	Roma	Italia	<a href="http://www.zernikemetaventures.com">www.zernikemetaventures.com</a>

Tabella 2.1 Elenco operatori osservati AIFI: elaborazione personale fonte AIFI

Oltre a tutti i dati riportati, per analizzare il panorama italiano dei fondi di *private equity* e l'efficacia degli investimenti finora effettuati dobbiamo analizzare l'IRR (*Internal Rate of Return*) chiamato anche TIR (Tasso Interno di Rendimento). L'IRR è un indice di redditività finanziaria di un flusso monetario, nel caso più comune di un investimento, rappresenta il tasso composto annuale di ritorno effettivo che questo genera, in altre parole esso rappresenta il rendimento di un investimento. Un investimento dovrebbe essere effettuato quando il IRR risulta essere maggiore del MARR (*Minimum Attractive Rate of Return*) che coincide col tasso di rendimento che il fondo si aspetta di investire.

In termini matematici l'IRR è il tasso di attualizzazione  $i$  che rende il valore attuale netto di una serie di flussi di cassa pari a zero

$$VAN = CF_0 + \frac{CF_1}{1+i} + \frac{CF_2}{(1+i)^2} + \dots + \frac{CF_n}{(1+i)^n} = 0$$

Dove

$t$  = scadenze temporali;

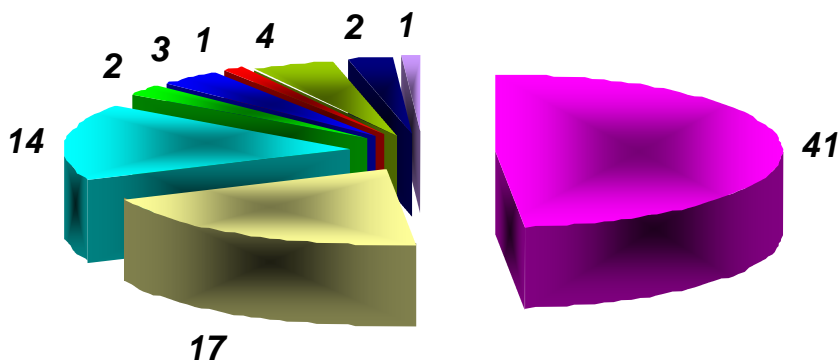
$CF_t$  = flusso finanziario (positivo o negativo) al tempo  $t$ ;

$VAN$  = Valore Attuale Netto;

Grazie ad uno studio di *KPMG Corporate Finance* e pubblicato dall'AIFI, abbiamo la possibilità di vedere in termini grafici l'andamento dell'IRR per il periodo 2010 – 2011.

Con il grafico 2.8 possiamo vedere i rendimenti realizzati nelle operazioni di disinvestimento registrate nel periodo sopra indicato

### Rendimenti realizzati in operazioni di disinvestimento 2011



### Rendimenti realizzati in operazioni di disinvestimento 2010

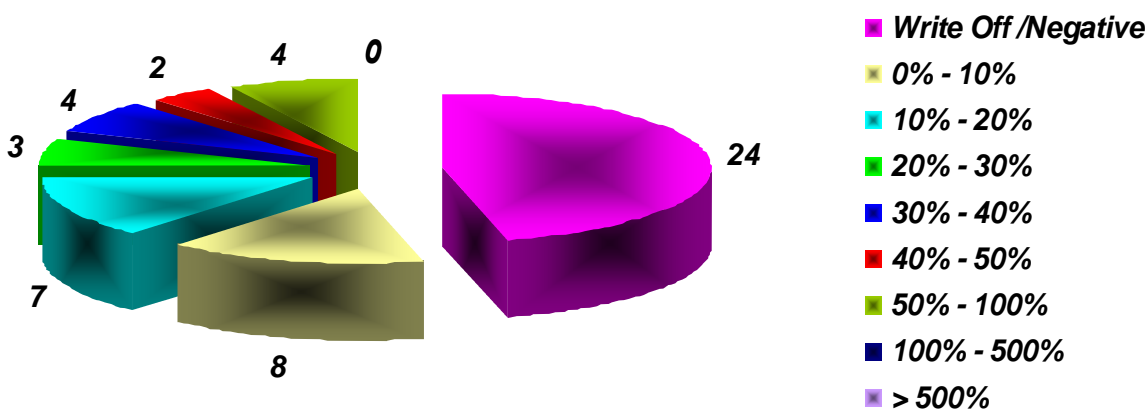


Grafico 2.8 Rendimenti realizzati in operazioni di disinvestimento negli anni 2010 - 2011: elaborazione personale fonte KPMG Corporate Finance

Dal grafico di cui sopra possiamo vedere come i disinvestimenti con performance negative o, addirittura, di perdita totale rappresentano, proporzionalmente quantità simili (48,2% nel 2011 contro 46,2% nel 2010); le operazioni concluse con performance mediocri (fascia da 0% a 20%)

sono aumentate (da 28,9% del 2010 al 36,5% nel 2011) mentre le operazioni portate alla fine con ritorni alti se non altissimi sono diminuiti percentualmente (15,3% nel 2011 contro 25% nel 2010).

Il secondo aspetto di sicuro interesse è vedere l'evoluzione dell'IRR a seconda della durata dell'investimento dove, per durata, si intende il periodo intercorrente tra il primo investimento e il disinvestimento finale. Dal grafico 2.9 possiamo vedere come le affermazioni circa la durata media di un investimento (che ricordiamo essere tra i 4 ed i 5 anni) riportate nel capitolo 1 si rafforzino se guardiamo il valore dell'IRR medio raggiunto in questo orizzonte temporale. Possiamo vedere come operazioni di breve durata facciano registrare un rendimento mediamente negativo probabilmente a causa del fatto che l'investimento, in questo arco temporale, non riesce a rendersi fruttifero e non viene ripagato. Sotto altro punto di vista, possiamo concentrare in questa fascia molte delle operazioni indicate nel grafico 2.8 come *write off* in quanto, e questo lo sappiamo dalla comune esperienze, se un fondo entra in un'impresa non sana, è più alta la probabilità che essa fallisca nel breve termine piuttosto che nel lungo.

Dal canto opposto abbiamo le operazioni di lunga durata che fanno registrare bassi tassi di rendimento e questo lo possiamo capire alla luce del fatto che, superato un certo periodo temporale, l'investimento non ha più carattere finanziario ma di sostegno, viene meno, quindi, la volontà di registrare un alto rendimento a favore degli investitori del fondo.

**IRR per durata investimento**

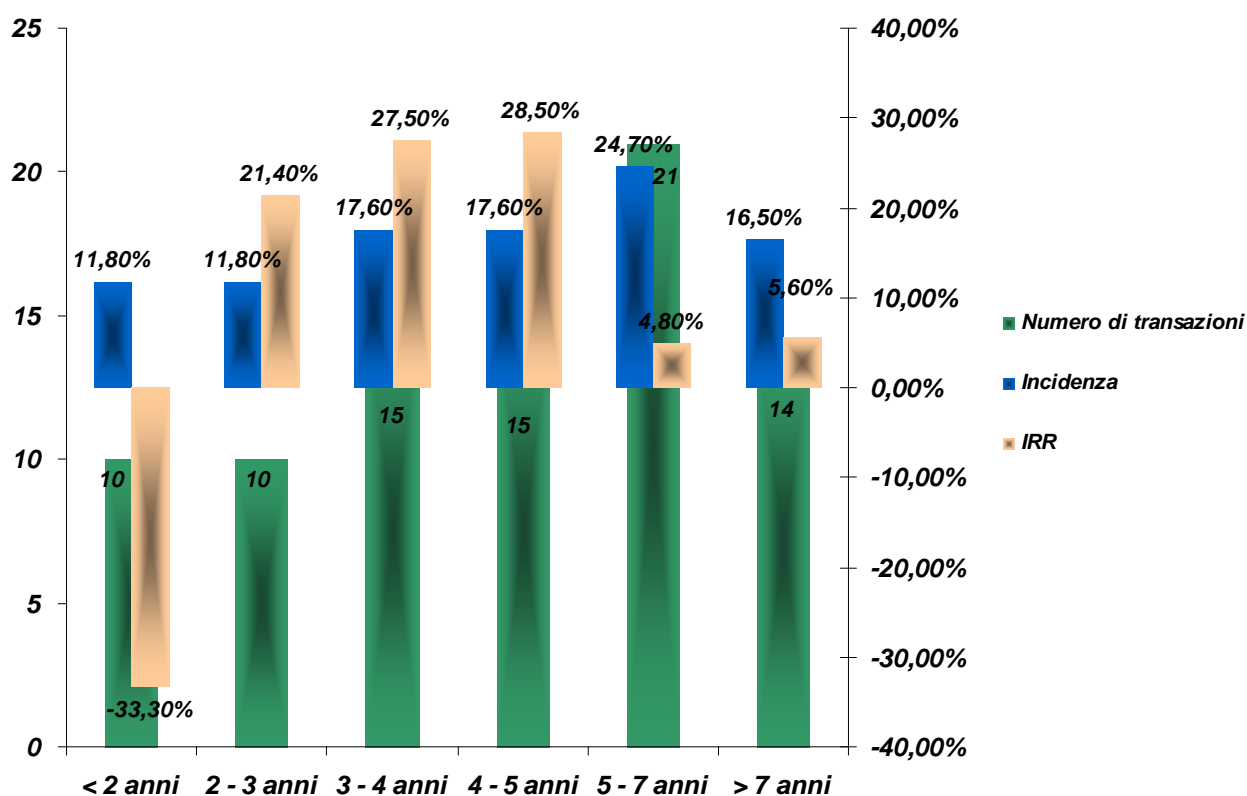


Grafico 2.9 IRR per arco temporale di investimento: elaborazione personale fonte KPMG Corporate Finance

Per avere un quadro complessivo e corretto dell'andamento delle *performance* negli ultimi 5 anni presento il grafico 2.10 in cui viene data evidenza dei tassi interni di rendimento fatti registrare a 3, 5 e 10 anni per ciascuno degli anni del campione. In particolare si noter  una diminuzione dei tassi di rendimento dal 2008 in poi facendo, per , registrare andamenti molto diversi, nello specifico: l'IRR a tre anni crolla nel 2008 e torna ad essere positivo soltanto nel 2011; il tasso di rendimento a 5 anni fa registrare una notevole flessione soltanto nel 2009 e conosce solamente un anno con un valore negativo per poi tornare subito in positivo anche se leggermente (1,6% nel 2011). L'IRR a 10 anni   l'unico che rimane sempre positivo rimanendo, inoltre, sopra al 10%.

### Andamento IRR per orizzonte temporale

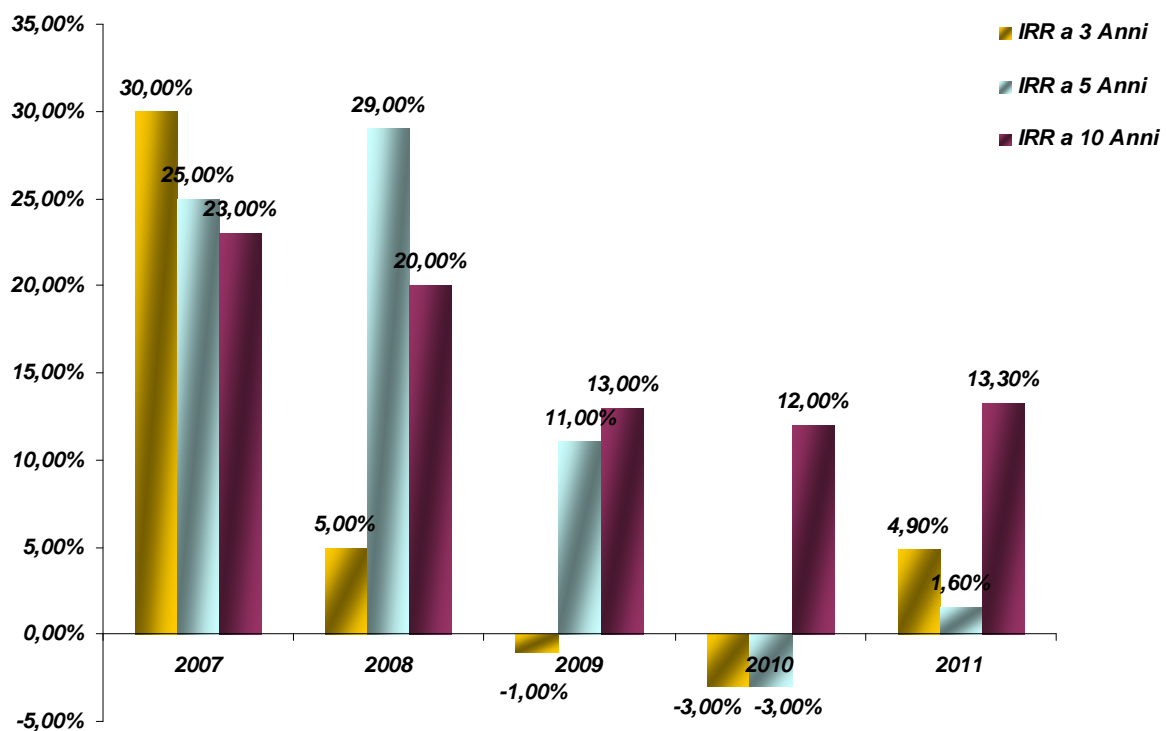


Grafico 2.10 IRR per orizzonte temporale: elaborazione personale fonte KPMG Corporate Finance

L'ultimo dei grafici che analizziamo per verificare l'andamento dell'IRR riporta evidenza del tasso di rendimento suddiviso per tipologia di investimento (le tipologie considerate sono le principali) messe in relazione alla numerosit  di operazioni che si sono concluse. E' naturale vedere come i casi con un maggior numero di operazioni siano quelle il cui IRR possa essere preso come maggiormente significativo ed i rendimenti siano mediamente positivi e molto pi  alti rispetto ai rendimenti negativi fatti registrare. Dalla lettura congiunta dei grafici 2.10 2.11 possiamo pensare a come i gestori operanti nel mercato italiano facciano ottenere rendimenti

mediamente positivi e, nel caso in cui le operazioni non siano state “felici”, i rendimenti negativi non siano così elevati.

**Andamento IRR per tipologia operazione**

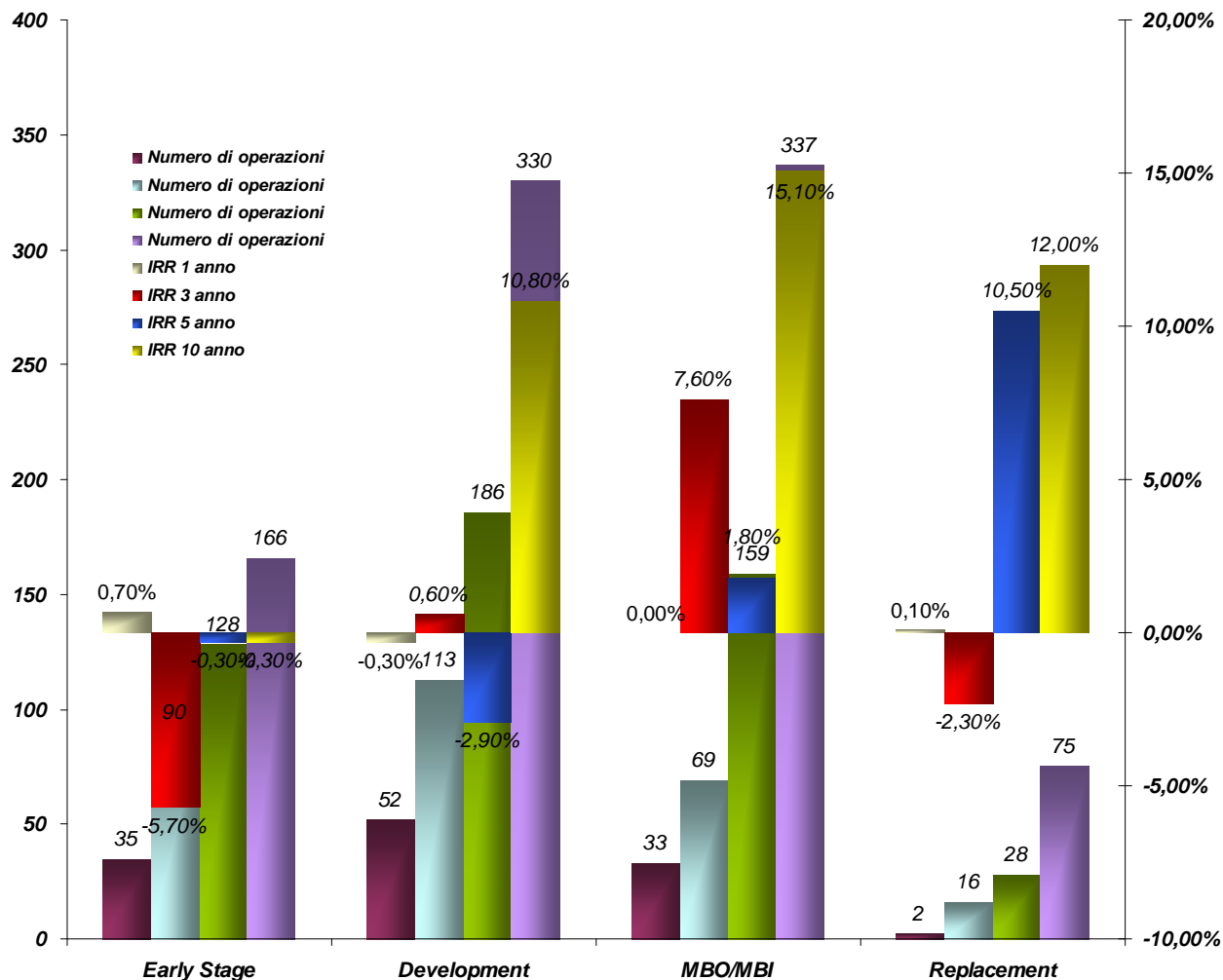


Grafico 2.11 Andamento IRR per tipologia investimento: elaborazione personale fonte KPMG Corporate Finance



## 2.2. *Gli attori collegati*

Lo sviluppo dei fondi di *private equity* ha fatto crescere in maniera notevole l'indotto ad esso riconducibile. In questo caso abbiamo degli attori che sono visibili già nel regolamento del fondo ed altri che non sono direttamente collegabili ai fondi in questione ma, invece, emergono da un'analisi attenta delle procedure d'investimento. In quest'ultimo caso emergono, in ordine di apparizione nel processo d'investimento, l'*originator* dell'operazione: con questo termine si intendono tutti gli operatori che entrano in contatto con i *manager* del fondo per segnalare le società potenziali oggetto di investimento. Come già visto nel primo capitolo questi operatori possono essere i più vari: dal commercialista della società *target* passando per l'istituto di credito a cui la stessa società si affida ai diversi *advisor* di cui si avvale la società di gestione del fondo. In alcuni casi la presenza di un'*advisory board* è prevista già dal regolamento del fondo: questo è un comitato che collabora con il Consiglio di Amministrazione e viene appositamente costituito in relazione al fondo ed opera con funzioni consultive o vincolanti nei termini previsti dal regolamento stesso ed il rimborso delle spese documentate sostenute dallo stesso in relazione al proprio mandato vengono computate a carico del fondo ed in questo modo si sottolinea come questo organo si necessario al migliore funzionamento del fondo.

Dall'altra parte possiamo trovare degli attori che sono propedeutici alla vita del fondo e di cui ciascun fondo deve dotarsi perché la propria attività sia attivata e, chiaramente, vengono disciplinati nei regolamenti di tutti i fondi, in particolare essi sono la banca depositaria, la società di revisione a cui a vario titolo è affidato il controllo sulla corretta gestione del fondo ed il rispetto dei limiti normativi e regolamentari in essere e che ora provvederemo ad analizzare in maniera separata. Un'ulteriore approfondimento verrà effettuato per gli organi di vigilanza rappresentati, per questa tipologia di fondi dalla Banca d'Italia e dalla CONSOB

La banca depositaria è denominata in modo esplicito nel regolamento in cui ne viene indicata la denominazione e la relativa sede legale; il fatto che nel regolamento ne venga data indicazioni in modo esplicito sottolinea l'importanza di questo attore come terzo indipendente incaricato del controllo, ciò comporta che, se durante la vita del fondo, viene cambiata la banca depositaria, tale cambiamento deve preventivamente ottenere il nulla osta da parte della Banca d'Italia.

La banca depositaria è incaricata dello svolgimento di tutte le operazioni disposte dalla SGR per la gestione del fondo e dello svolgimento di ogni altro compito specificato in modo dettagliato nel regolamento del fondo, da quanto previsto dal Testo Unico e dalle ulteriori disposizioni emanate dall'autorità di vigilanza. Presso la banca depositaria sono detenute tutte le disponibilità liquide del fondo e gli strumenti finanziari di pertinenza del fondo stesso qualora gli stessi siano rappresentati da strumenti dematerializzati o da certificati fisici. Ulteriore compito della banca depositaria è quello di emettere i certificati rappresentativi del quote del fondo e del relativo rimborso; questo attore, sotto la propria responsabilità e previo consenso da parte dalla SGR, ha la facoltà di

concedere in sub-deposito gli strumenti scelti nell'ambito delle categorie individuate in via generale da Banca d'Italia, ai sensi di quanto individuato all'articolo 38 del TUF. L'importanza della banca depositaria è messa in evidenza anche dal testo unico della finanza dove viene dedicato un intero articolo, articolo 38 per l'appunto, alla regolamentazione dei compiti della banca depositaria nei confronti dei fondi comuni d'investimento.

La banca depositaria è responsabile nei confronti della SGR e di ciascun investitore per ogni pregiudizio da questi subito in conseguenza di qualunque inadempimento degli obblighi derivanti dalle sue funzioni; questo doppio ruolo di responsabilità nei confronti della società di gestione e nei confronti degli investitori sottolinea ancora una volta il ruolo centrale di questo operatore nei confronti del fondo in particolare la posizione di terzietà a tutela degli investitori viene remunerata attraverso un compenso annuo, solitamente calcolato in percentuale sul patrimonio del fondo, che viene prelevato direttamente dalle risorse del fondo stesso e, quindi, sono gli investitori a pagare in via indiretta la banca depositaria per il lavoro da essa svolto.

L'incarico a questo operatore viene conferito a tempo indeterminato ma può essere revocato in qualsiasi momento da parte della SGR; dall'altra parte può essere anche la stessa banca depositaria a rinunciare dando, in ogni caso, un preavviso non inferiore a 6 mesi ed in ogni caso risulta sospesa fino a quando:

- un'altra banca in possesso dei requisiti prescritti dalla normativa applicabile, abbia accettato l'incarico di banca depositaria del fondo in sostituzione di quella precedente;
- la modifica del regolamento inerente la sostituzione della banca depositaria sia stata approvata dagli investitori e dalla Banca d'Italia;
- gli strumenti e le disponibilità liquide del fondo siano stati trasferiti presso il nuovo soggetto incaricato sulla base degli ordini scritti.

Anche dai punti sopra indicati emerge la centralità della banca depositaria il cui ruolo risulta così importante da dover essere sempre presente durante la vita anche negli eventuali momenti in cui si sia in presenza di un cambio della stessa.

Purtroppo, al momento, non sono disponibili statistiche ufficiali in relazione sia agli operatori presenti in Italia che offrono questo servizio sia, di conseguenza, alla ripartizione del mercato italiano o, in altri termini, a quanto ciascuna banca può vantare come quota mercato nel nostro stato.

In ogni caso, e puramente a titolo esemplificativo, possiamo introdurre alcuni casi di società che offrono il ruolo di banca depositaria ed il fondo per il quale viene svolto:

- *State Street Bank SpA*: svolge il ruolo di banca depositaria per i fondi di *Advanced Capital Sgr*;
- *BNP Paribas Securities Services S.C.A.*: svolge il ruolo di banca depositaria per i fondi di *Duemme Sgr*;
- *Société Générale Securities Services S.p.A.*: svolge il ruolo di banca depositaria per il Fondo Italiano di Investimento;
- *Istituto centrale delle banche popolari italiane*: svolge il ruolo di banca depositaria per i fondi di *Zenit Sgr*;

Secondo operatore che ci siamo promessi di analizzare è la società di revisione la cui attività risulta regolata sulla base dell'art. 155 e seguenti del T.U.F. il quale apre la Sezione VI dedicata alla revisione legale dei conti proprio con l'articolo 155 il quale, al secondo comma, prevede che "Il revisore legale o la società di revisione legale informano senza indugio la Consob e l'organo di controllo dei fatti ritenuti censurabili rilevati nello svolgimento dell'attività di revisione legale sul bilancio d'esercizio e consolidato" e continua con l'articolo 156 nel quale viene previsto che "In caso di giudizio negativo o di dichiarazione di impossibilità ad esprimere un giudizio o in presenza di richiami di informativa relativa a dubbi significativi sulla continuità aziendale il revisore legale o la società di revisione legale informano tempestivamente la Consob".

Da questi due articoli si capisce l'importanza dell'attività di revisione contabile come ulteriore soggetto terzo rispetto agli interessi della società di gestione da una parte e quelli degli investitori dall'altra e a tutela di questi ultimi. Tale carattere si capisce dalla parte finale di entrambi gli articoli dove viene indicato che la società di revisione è tenuta ad informare direttamente la Consob e l'organo di controllo di ogni irregolarità rilevata nello svolgimento della propria attività senza avvisare preventivamente la società di gestione oggetto di revisione.

La revisione contabile avviene su base semestrale in occasione della redazione di rendiconti ufficiali di gestione del fondo e nel momento in cui il fondo viene liquidato attraverso la verifica del rendiconto di liquidazione. L'attività viene svolta per verificare la corretta tenuta dalla contabilità e le prospettive di continuità di vita del fondo (art. 156); inoltre, caratteristica particolare dei fondi di *private equity*, la società di revisione deve verificare la corretta valutazione delle partecipazioni oggetto di valutazione le quali, non essendo quotate su un mercato, non vengono prezzate in modo oggettivo attraverso l'incontro di domanda e offerta.

La revisione viene svolta a favore dei soggetti interessati al fondo stesso e che, non essendo a contatto diretto con la sua operatività, non sono in grado di sapere se le informazioni contenute nei rendiconti periodali siano effettivamente corrette e rispecchino l'effettivo andamento del fondo. In tali soggetti rientrano da una parte gli investitori già detentori di quote del fondo sia soggetti terzi interessati a prenderne parte magari attraverso lo scambio di quote sul mercato secondario.

Vista l'importanza del ruolo dalle stesse svolto e l'interesse che hanno gli investitori affinché tale attività venga svolta, il compenso richiesto dalla società di revisione viene portato direttamente in diminuzione del patrimonio del fondo e, di conseguenza, risulta a carico dei detentori delle quote, similmente a quanto avviene con il compenso della banca depositaria.

Le società di revisione svolgono spesso anche il ruolo di *advisor* nel processo di analisi della società potenzialmente oggetto di investimento; purtroppo nemmeno in questo ambito sono disponibili statistiche relative la ripartizione tra le diverse società del mercato dei fondi di *private equity* in Italia, di conseguenza posso proporre soltanto un elenco contenente le principali società operanti nel nostro paese:

- *Deloitte & Touche S.p.A.*;
- *Pricewaterhousecoopers*;
- *KPMG*;
- *Reconta Ernst & Young*;
- *Mazars & Guerard*.

Ultimi operatori che andremo ad analizzare e che assumono un ruolo importante nella vita di un fondo di *private equity* sono i soggetti che, sulla base della normativa vigente, sono istituzionalmente individuati ad effettuare l'attività di vigilanza.

Tale attività, come recita l'art. 5 comma 1 del TUF<sup>15</sup>, ha per scopo la verifica che i soggetti abilitati si comportino secondo il principio della trasparenza e correttezza e che siano, inoltre, finalizzati ad una sana e prudente gestione, avendo riguardo alla tutela degli investitori e alla stabilità, alla competitività e al buon funzionamento del sistema finanziario.

Nei commi successivi è lo stesso Testo Unico a citare le due entità a cui spetta vigilare sui soggetti abilitati e a specificare gli ambiti in cui ciascuna di esse è competente<sup>16</sup>; viene prevista, infatti, una ripartizione delle attività di vigilanza tra la CONSOB e Banca d'Italia secondo un criterio di carattere funzionale, esso consiste nell'affidamento a ciascuna autorità di poteri e funzioni specifici da esercitarsi nei confronti di tutte le categorie di soggetti sottoposti all'attività di vigilanza<sup>17</sup>.

Il TUF quindi provvede ad assegnare alla Banca d'Italia i profili di vigilanza riconducibili alla "vigilanza prudenziale", mentre affida alla CONSOB la vigilanza sulla "trasparenza" e sulla "correttezza dei comportamenti".

---

<sup>15</sup> L'articolo in questione recita:

La vigilanza sulle attività disciplinate dalla presente parte ha per obiettivi:

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

<sup>16</sup> Art. 5 comma 4:

La Banca d'Italia e la Consob esercitano i poteri di vigilanza nei confronti dei soggetti abilitati; ciascuna vigila sull'osservanza delle disposizioni legislative e regolamentari secondarie competenze definite ai commi 2 e 3.

<sup>17</sup> I poteri specifici vengono individuati dai commi 2 e 3 dell'articolo 5 che vengono di seguito riportati:

2. Per il perseguimento degli obiettivi di cui al comma 1, la Banca d'Italia è competente per quanto riguarda il contenimento del rischio, la stabilità patrimoniale e la sana e prudente gestione degli intermediari.
3. Per il perseguimento degli obiettivi di cui al comma 1, la Consob è competente per quanto riguarda la trasparenza e correttezza i comportamenti

La vigilanza si articola, nella sostanza, in tre filoni generali:

- vigilanza regolamentare (Art. 6);
- vigilanza informativa (Art. 8);
- vigilanza ispettiva (Art. 10).

Per vigilanza regolamentare, deve intendersi la possibilità di emanare norme di carattere secondarie (quelle che nella normativa italiana vengono indicate come regolamenti) nelle materie di competenza. Per indirizzare tale possibilità il TUF prevede che Banca d'Italia e Consob nell'esercizio delle funzioni di vigilanza regolamentare osservino alcuni principi, in particolare: valorizzazione dell'autonomia decisionale dei soggetti abilitati, proporzionalità (intesa come criterio di esercizio adeguato al raggiungimento del fine) con il minor sacrificio degli interessi dei destinatari, riconoscimento del carattere internazionale del mercato finanziario e salvaguardia della posizione competitiva dell'industria italiana, agevolazione dell'innovazione e della concorrenza.

Sulla base della ripartizione delle competenze precedentemente individuata il Testo Unico prevede che Banca d'Italia, sentita la Consob, possa disciplinare con proprio regolamento nelle seguenti materie:

- obblighi di SIM e SGR in materia di adeguatezza patrimoniale, contenimento dei rischi nelle sue diverse configurazioni e partecipazioni detenibili; in questo caso è prevista la possibilità di adottare sistemi interni di misurazione dei rischi, previa autorizzazione della Banca d'Italia, nonché di utilizzare valutazioni del rischio di credito rilasciate da società o enti esterni
- le regole applicabili agli OICR (Organismi di investimento collettivo del risparmio) sulle seguenti materie: i criteri ed i divieti relativi l'attività di investimento; le norme prudenziali di contenimento e frazionamento del rischio; gli schemi *standard* e le modalità di redazione dei prospetti contabili; il metodo di calcolo del valore delle quote; i criteri e le modalità da adottare per la valutazione dei beni e dei valori in cui è investito il patrimonio e la periodicità della valutazione.

Dall'altro lato la Consob, sentita Banca d'Italia, può regolamentare su:

- trasparenza dei soggetti abilitati (obblighi informativi nella prestazione dei servizi e delle attività di investimento; modalità e criteri da adottare nella diffusione delle comunicazioni pubblicitarie e promozionali, obblighi di comunicazione ai clienti relativi l'esecuzione degli ordini, alla gestione dei portafogli);
- correttezza dei comportamenti (obblighi di acquisizione di informazioni dai clienti o dai potenziali clienti ai fini della valutazione di adeguatezza delle operazioni o dei servizi forniti, le misure per eseguire gli ordini più favorevoli al cliente, obblighi in materia di gestione degli ordini, obbligo di assicurare che la gestione di portafogli si svolga con modalità aderenti alle specifiche esigenze dei singoli investitori e che quella su base collettiva avvenga nel rispetto degli obiettivi dell'investimento dell'OICR, le condizioni alle quali possono essere corrisposti o percepiti gli incentivi).

Ultimo aspetto interessante da considerare relativamente la vigilanza regolamentare è relativo la questione che, in entrambi i casi sopra indicati, un soggetto può emettere regolamenti solamente “sentito” l’altro, questa previsione è funzionale al fatto di approvare leggi secondarie coerenti nelle diverse materie e di carattere sistemico e non particolare.

La vigilanza informativa consiste nella possibilità da parte di Banca d’Italia o della CONSOB, di chiedere ai soggetti abilitati nell’ambito delle rispettive competenze, la comunicazione di dati e notizie e la trasmissioni di dati e documenti con le modalità e con i termini dalle stesse stabiliti<sup>18</sup>.

Tale potere si può esercitare attraverso la richiesta specifica caso per caso oppure una richiesta di carattere generale. Rientra in questo ultimo ambito il regolamento 14 aprile 2005 e successive modifiche, emanato da Banca d’Italia con lo scopo di prevedere un insieme di informazioni che il soggetto sottoposto a vigilanza deve inviare con periodicità predefinita al soggetto vigilante.

Tale regolamento prevede segnalazioni riguardanti sia la SGR come società costituita in forma di SpA, sia la SGR come ente promotore e gestore di OICR; relativamente i *private equity*, oggetto dell’approfondimento, Bankitalia prevede che venga effettuato semestralmente l’invio di una segnalazione contenente sia i dati di patrimonio alla data di riferimento, che i dati relativi alla movimentazione del portafoglio effettuata nel periodo oggetto di verifica. Oltre a questa segnalazione specifica per questo tipo di fondi, Banca d’Italia prevede l’invio mensile di una segnalazione contenente l’esposizione dalla SGR e dei fondi dalla stessa promossi verso soggetti ritenuti rilevanti. Questa segnalazione è stata introdotto a fine 2008 e prevedeva, inizialmente, un invio di dati su base quindicinale ora l’invio è previsto solamente su base mensile ed i soggetti ritenuti rilevanti sono alcune banche estere individuate come un insieme chiuso dall’ente vigilante in questione.

Se da una parte Banca d’Italia ha introdotto una serie di previsioni con lo scopo di avere il dettaglio periodico della composizione del portafoglio, Consob richiede, con la stessa periodicità, dati sulla composizione del *management* della società e su eventuali altre figure con responsabilità all’interno dell’SGR (amministratori, membri del collegio sindacale) e aggiornamenti sulle società *target* detenute in portafoglio con relativa modalità di acquisizione.

Naturalmente i dati inviati ad un ente sono a disposizione, attraverso una banca dati, dell’altro in modo entrambi possano avere, nello stesso istante, le medesime informazioni relative un determinato intermediario senza che ci comporti un aggravio di costi e di tempo per il soggetto vigilato.

Le autorità di vigilanza hanno la possibilità di chiedere all’ente vigilato qualsiasi tipo di informazioni, dati e notizie, tale tipo di controllo rende il soggetto assolutamente “trasparente” nei confronti di tutti i soggetti interessati, in particolar modo gli investitori del fondo.

I poteri previsti dal primo comma dell’articolo 8 possono essere esercitati anche nei confronti del soggetto incaricato della revisione legale dei conti<sup>19</sup>; i commi successivi dell’articolo in questione

---

<sup>18</sup> Art. 8 comma 1 del TUF

<sup>19</sup> Art. 8 comma 2 del TUF

viene richiesto ai soggetti più vicini alla società di gestione (membri del collegio sindacale, soggetti incaricati della revisione contabile, organi che svolgono funzioni di controllo) di informare senza indugio la Banca d'Italia e la Consob di tutti gli atti o fatti di cui venga a conoscenza nell'esercizio delle proprie funzioni che possano costituire un'irregolarità nella gestione o una violazione delle norme che disciplinano l'attività della società di gestione.

Terzo ed ultimo filone nel quale si articola l'attività di vigilanza è quello della cosiddetta vigilanza "ispettiva". Viene previsto, infatti, che Banca d'Italia e Consob possano, nell'ambito delle rispettive competenze, effettuare ispezioni e richiedere l'esibizione di documenti e il compimento degli atti ritenuti necessari presso i soggetti abilitati<sup>20</sup>. Tale ispezione può essere effettuata direttamente dagli organi di controllo oppure attraverso la società incaricata della revisione legale. In quest'ambito ciascun ente può disporre le ispezioni ritenute più opportune fermo restando la comunicazione all'altro organo di quanto deciso<sup>21</sup>; quest'ultima può chiedere accertamenti su profili di propria competenza.

Stante il carattere internazionale del mercato finanziario già riconosciuto nell'articolo 6, viene previsto nei commi 3, 4, 5 dell'articolo 10 uno scambio di informazioni con gli stati comunitari attraverso i quali le autorità del nostro paese possono effettuare accertamenti presso succursali estere di soggetti vigilati e, dall'altro canto, le autorità di uno stato estero possono, dopo aver adeguatamente informato Banca d'Italia e Consob, ispezionare le succursali di società di investimento stabilite nel territorio del nostro paese.

---

<sup>20</sup> Art. 10 comma 1 del TUF

<sup>21</sup> Art. 10 comma 2 del TUF

### 2.3. *Il Fondo Italiano di Investimento*

L'ultimo paragrafo di questo capitolo dedicato alla realtà italiana dei fondi di *private equity* è focalizzato sul Fondo Italiano di Investimento che ha la particolarità di non essere frutto di un'idea imprenditoriale privata ma è un'iniziativa di carattere statale.

Per tale particolarità possiamo annoverare il Fondo Italiano di Investimento come un intervento dello stato nell'economia del nostro paese. La società di gestione del fondo in questione è stata costituita il 18 marzo 2010 ed è partecipata dal Dipartimento del Tesoro; è stata presentata dal Ministro dell'Economia e delle Finanze dell'epoca, Giulio Tremonti, dal Direttore Generale del Tesoro, Vittorio Grilli e dai vertici di ABI, CDP, Monte dei Paschi di Siena, Confindustria, Intesa Sanpaolo e Unicredit Group. E' stato previsto che l'SGR abbia sede a Milano.

Il fondo è stato presentato per la prima volta al *workshop* del Ministero dello Sviluppo Economico il giorno 8 giugno 2010 il *focus* di questo lavoro era il capitale di rischio quale leva strategica per la nascita delle PMI; ruolo e modalità dell'intervento pubblico per lo sviluppo del mercato. Tale iniziativa, promossa dalla Direzione generale per la politica industriale e la competitività ed inserita nella Settimana delle PMI, intendeva proporre una riflessione congiunta tra le istituzioni interessate, mercato del *private equity/venture capitale* e mondo bancario, sulle possibili modalità dell'azione pubblica per favorire lo sviluppo della piccola e media impresa attraverso il capitale di rischio.

In tale ambito è stato descritto l'obiettivo del fondo stesso cioè creare, nel medio termine, una fascia più ampia di "medi campioni nazionali" attraverso:

- la patrimonializzazione delle imprese di minori dimensioni grazie ad un più facile accesso al credito e al sostegno di progetti di sviluppo a medio - lungo termine;
- incentivazione del progetto di aggregazione tra le PMI concentrando l'attenzione tra le aziende appartenenti allo stesso settore o operanti nello stesso distretto industriale, appartenenti a settori adiacenti (in questo caso possiamo parlare di integrazione orizzontale) o operanti a monte e a valle di un processo produttivo o di servizi (integrazione verticale)

Ulteriore scopo di tale iniziativa è quello di favorire lo sviluppo del capitale di rischio attraverso un avvicinamento delle imprese di piccole e medie dimensioni ad opportunità simili riducendone la diffidenza (caratteristica che spesso la fa da padrone in questo ambito), sostenere fondi meritevoli che perseguono strategie di investimento in linea con la visione del Fondo Italiano di Investimento e, da ultimo, orientare il *private equity* italiano al sostegno dell'imprenditore attraverso una leva finanziaria ridotta, tempi di uscita medio - lunghi e rendimenti attesi più contenuti; queste ultime caratteristiche descritte sono in netta contraddizione con quelli che, abbiamo visto, essere gli obiettivi principali di un fondo di *private equity* li dove, nel capitolo 1 si diceva che questa tipologia di fondi prevede un uso importante della leva finanziaria, tempi di uscita che fossero al massimo di cinque anni e la realizzazione di rendimenti più alti possibili. Già



da queste prime differenze si capisce come, il fondo italiano d'investimento, abbia un carattere molto diverso rispetto all'universo finora analizzato: se da un lato l'intervento in una società era finalizzato a realizzare ottime *performance*, nel caso ora in analisi siamo in presenza di un fondo di investimento con carattere strutturale di intervento nell'economia. L'investimento in un'impresa *target* non avviene in quanto l'impresa può rendere nel medio periodo ma in quanto, la stessa, può rappresentare un punto di riferimento per l'intera economia nella quale opera.

Attraverso questa iniziativa lo stato è passato dal ruolo di erogatore al ruolo di promotore a fronte della necessità di promuovere politiche nuove e non convenzionali, inoltre, funge da importante catalizzatore tra domanda e offerta grazie all'autorità e alla credibilità di cui gode ed è capace di far incontrare pubblici con interessi privati.

Partendo da questi obiettivi, lo stato ha optato per la promozione di una SGR per la gestione di un fondo chiuso con dotazione iniziale di almeno 1 miliardo di euro che potrebbe, successivamente, specializzarsi per comparti o aree; la durata prevista del fondo è, complessivamente, di 15 anni così suddivisi:

- 5 anni per la fase di investimento più 1 di estensione;
- 7 anni per la fase di disinvestimento più 2 anni di estensione.

Il *target* di questo fondo è rappresentato dalle imprese italiane in fase di sviluppo con ambizioni di crescita interna ed esterna con un fatturato compreso tra 10 e 100 milioni di euro. Potenzialmente rientrano in questo insieme ben 15 mila imprese di cui 10 mila manifatturiere.

I soci fondatori della SGR sono 7 società che detengono il capitale in misura paritetica e con, di conseguenza, i medesimi diritti amministrativi e finanziari, con il grafico 2.12 viene data evidenza dei soci e la relativa quota di capitale da ciascuno detenuta.

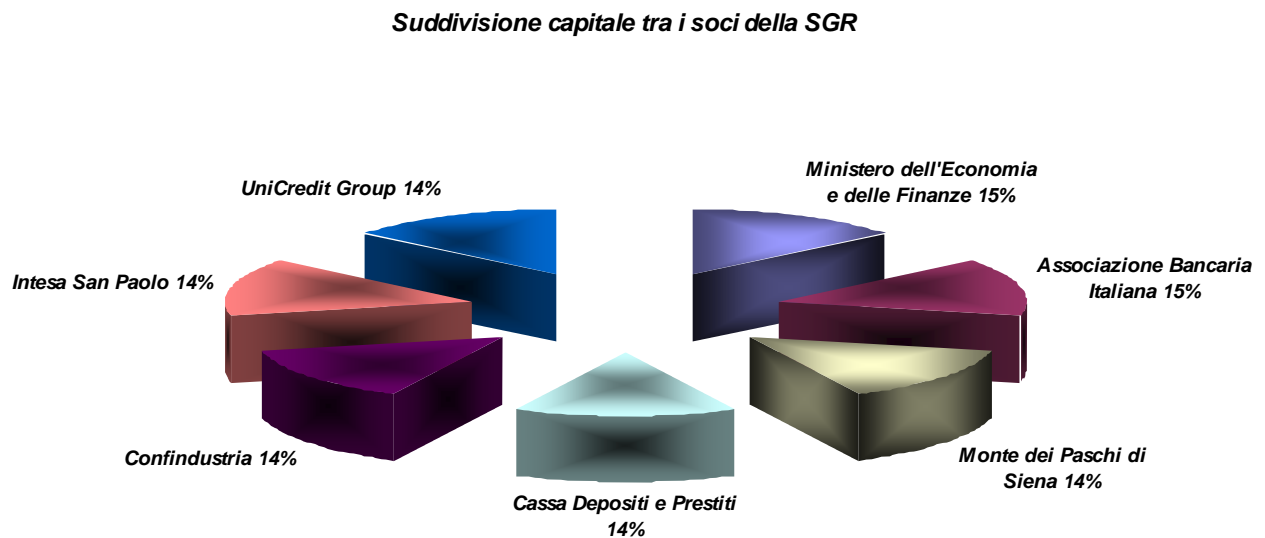


Grafico 2.12 Suddivisione capitale sociale: elaborazione personale fonte presentazione fondo italiano investimenti

I possibili sottoscrittori delle quote del fondo vengono individuati in:

- istituzioni finanziarie socie della SGR;
- altre istituzioni finanziarie nazionali;
- investitori istituzionali internazionali, inclusi i fondi sovrani<sup>22</sup>

I contributi finanziari al fondo si realizzano lungo tre fasi successive e costituiscono la base per ulteriori effetti di leva finanziaria: nella prima fase (*first closing*) i soci fondatori versano il primo miliardo appena dopo l'approvazione del Regolamento del fondo da parte di Banca d'Italia e Consob, una seconda fase il cui obiettivo è la raccolta di un miliardo di euro presso altri investitori esteri, e l'ultima fase di ricapitalizzazione in cui è previsto il versamento di un ulteriore miliardo di euro da parte dei soci fondatori in relazione alle esigenze.

In fase di presentazione del fondo era previsto che lo stesso operasse in quattro modi complementari con un'ottica di medio periodo:

1. investimento diretto: ingressi diretti nella minoranza nel capitale a condizione che l'investimento avvenga in imprese con fatturato superiore ad una certa soglia (indicativamente 20 -30 milioni di euro);
2. coinvestimento: ingressi diretti di minoranza in coinvestimento con altri fondi specializzati che condividano esplicitamente nei loro regolamenti gli obiettivi del fondo italiano;
3. strumenti flessibili: operatività diretta tramite strumenti quali finanziamenti subordinati, convertibili o convertendi e prestiti partecipativi;
4. fondo di fondi: investimento in fondi già esistenti che condividano esplicitamente nei loro regolamenti gli obiettivi del fondo italiano (fino al 50% del capitale).

Tale flessibilità di impiego del patrimonio ha l'obiettivo istituzionale di operare in modo significativo con interventi diretti per supportare lo sviluppo di aziende anche nella logica di favorire le aggregazioni e la necessità di realizzare rapidamente gli investimenti e rendere economicamente sostenibile la struttura del fondo (attraverso un dimensionamento non eccessivo) in modo si passa far esaminare schemi di *asset allocation* più efficienti.

Il fondo si propone un profilo di rischio tendenzialmente inferiore a quello medio degli altri fondi: contenimento del rischio finanziario non effettuando operazioni di *leveraged buyout* e minimizzando il ricorso ad altre operazioni con leva quali ad esempio le *management buy-out*.

Se il rischio finanziario risulta contenuto, quello industriale è, invece, più marcato ed anche superiore a quello medio in quanto abbiamo: maggior durata dell'investimento (se necessario alla realizzazione del progetto), si prevede un periodo di detenzione di sette anni; investimento anche in settori maturi e con minor crescita prospettica; maggiore flessibilità nella previsione dell'*exit*.

---

<sup>22</sup> Sono denominati fondi sovrani alcuni veicoli speciali di investimento pubblici controllati direttamente dai governi dei relativi paesi che vengono utilizzati per investire in strumenti del mercato mobiliare (azioni, obbligazioni) e altre attività (fondi di *private equity*, immobili) i *surplus* fiscali e le riserve di valuta estera.

I fondi sovrani sono nati soprattutto nei paesi esportatori di petrolio (Emirati Arabi, Qatar, Norvegia) ma anche Singapore dove il governo ha costituito il fondo *Temasek* uno di fondi più attivi del sud-est asiatico grazie al *surplus* fiscale.

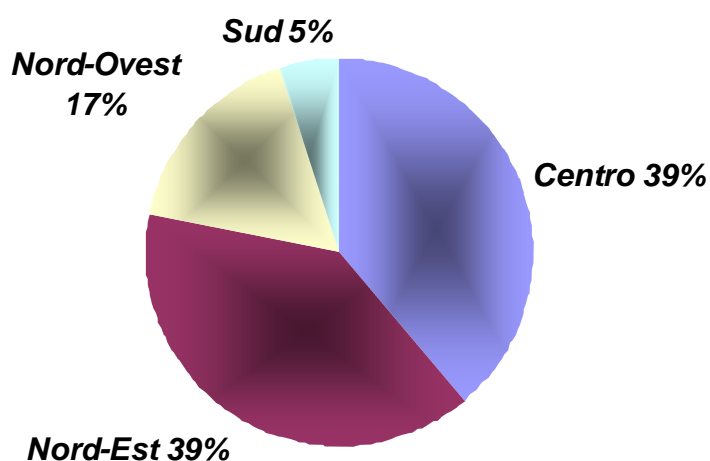
Come conseguenza a quanto scritto sopra il rendimento atteso risulta tendenzialmente inferiore rispetto ai ritorni generati tradizionalmente degli altri fondi di private *equity* e, nel caso di intervento indiretto con altri fondi, viene valutata la possibilità di una differenziazione in termini di rendimento.

Nel corso dei primi dodici mesi di attività il fondo italiano investimenti ha realizzato 18 investimenti diretti in imprese e 9 investimenti indiretti in fondi successivamente ad un intensa attività di organizzazione, di promozione e di analisi delle numerose segnalazioni di investimento ricevute. Gli investimenti diretti ammontano a 186,5 milioni di euro mentre il totale degli investimenti deliberati in fondi ammonta a 230,5 per un totale di circa 417 milioni di euro pari a circa il 38% del capitale gestito dal fondo italiano disponibile per investimenti.

Le aziende oggetto di investimento diretto comprendono complessivamente 6.250 dipendenti e rappresentano un fatturato complessivo di circa 1.100 milioni di euro; a livello settoriale notiamo come 33% delle aziende operano nel comparto delle macchine utensili e degli impianti, il 22% in quello dei servizi, il 17 % nei beni di consumo, l'11% nell'ambito dello *shipping* e della cantieristica e il 6% per i settori del biomedicale, componentistica industriale e ICT.

Dal punto di vista geografico il 39% sono riconducibili all'area del nord-est (Lombardia compresa), il 39% a quella del centro per il 17% al nord-ovest e, per il rimanente 6%, al sud; la dimensione media degli investimenti è pari a 10,4 milioni di euro.

#### ***Distribuzione degli investimenti per area geografica***



*Grafico 2.13 Distribuzione degli investimenti per area geografica: elaborazione personale fonte relazione sull'attività svolta al 31 dicembre 2011*

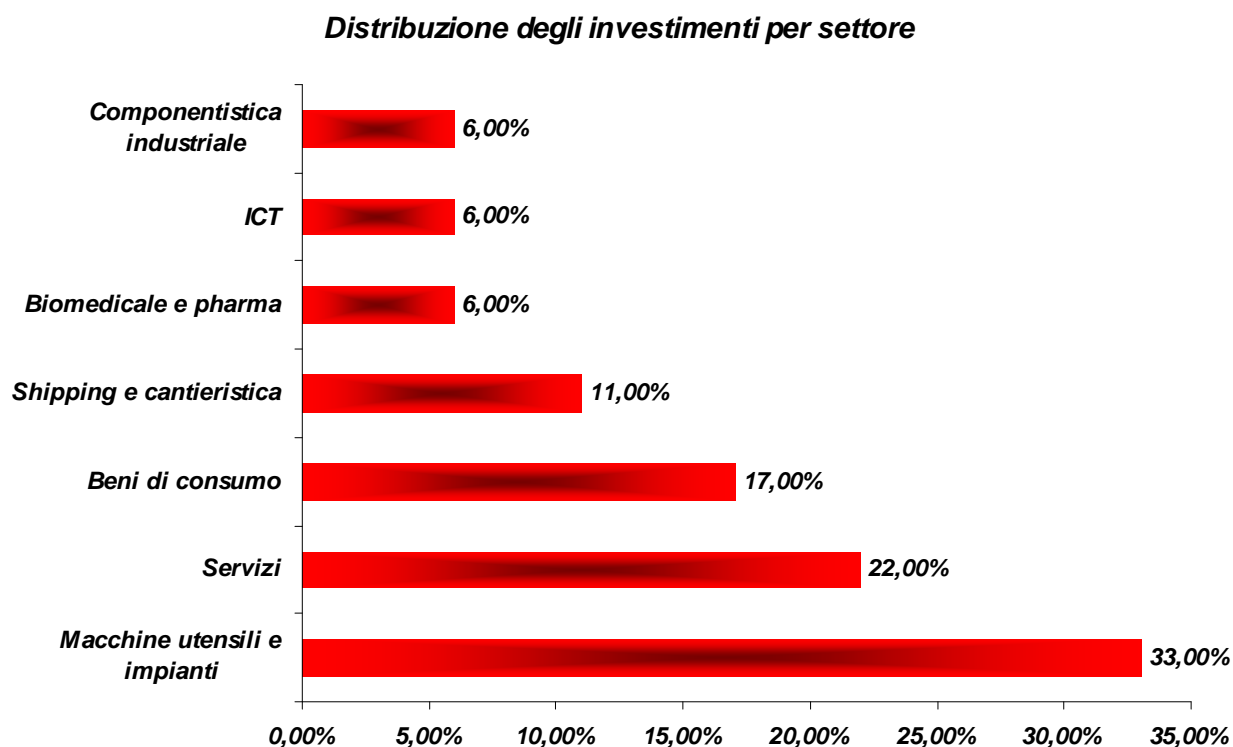


Grafico 2.14 Distribuzione degli investimenti per settore: elaborazione personale fonte relazione sull'attività svolta al 31 dicembre 2011

Visto il dettaglio delle informazioni a disposizione per analizzare il caso in questione, possiamo ripercorre tutto il processo che porta il gestore ad effettuare l'investimento: dalla relazione sull'attività al 31/12/2011 vediamo che, dall'analisi dei primi dodici mesi di attività, sono state ricevute un totale di 882 segnalazioni per investimenti diretti di cui 603 non in linea con gli obiettivi e la strategia del fondo, per altre 114 le informazioni sono in fase di integrazione mentre per altre 147 era in corso l'analisi che, in alcuni casi, era in fase avanzata.

In tale ambito oltre alla valutazione delle proposte che vengono presentate direttamente dal mondo delle imprese, dai consulenti e dal sistema finanziario, hanno ritenuto necessario procedere all'individuazione di alcuni progetti di consolidamento settoriale o di filiera che a loro avviso possono essere ritenuti di particolare rilevanza strategica in altri termini opportunità di aggregazione orizzontale o verticale promosse dal fondo nei confronti di aziende operanti in settori ritenuti strategici dove il fondo stesso è impegnato come parte attiva di un disegno finalizzato al consolidamento di specifici comparti.

Per fare ciò la società di gestione ha avviato contatti con alcune associazioni imprenditoriali di categoria (Assobiomedica, Federlegno, ...) con le quali si approfondiscono le opportunità di investimento nell'ambito dei relativi settori. Nel corso del 2011 è stato stipulato, inoltre, un accordo con ISMA (Ente pubblico economico che offre servizi per il mercato agricolo e alimentare) per la collaborazione in materia di individuazione delle possibili aziende *target* nei settori dell'agricoltura, pesca e acquicoltura per l'avvio, da parte della stessa società, di un fondo chiuso dedicato alle imprese di tale settore.

Nell’ottica del processo di disinvestimento, la società ha avviato un confronto con Simest, SACE e Borsa Italiana finalizzato a sviluppare le necessarie collaborazioni al fine di agevolare il processo di internazionalizzazione e accrescere le opportunità di accesso al mercato mobiliare per le partecipate del fondo. In particolare, proprio con Borsa Italiana, si è sviluppato il Servizio Elite il quale rappresenta una nuova piattaforma che ha l’obiettivo di promuovere la trasparenza, la formazione e la visibilità all’interno delle PMI italiane di eccellenza.

Abbiamo visto come gli interventi del fondo italiano non si limitino agli investimenti diretti ma si sviluppano anche attraverso gli investimenti che, dopo un anno di attività, ammontano a 230,5 milioni allocati in 11 fondi diversi per un investimento medio pari a circa 21 milioni di euro. Alla data del 31 dicembre 2011, di questi 11 fondi solo per 9 è già stato effettuato un *commitment*; come già anticipato, condizione necessaria affinché i fondi *target* siano oggetto d’investimento del fondo italiano è che gli stessi seguano gli *standard* e le politiche d’investimento del F2I. Proprio sulla base di tale condizione 5 dei fondi oggetto d’investimento hanno come *focus* l’intero territorio nazionale mentre i rimanenti 4 sono a vocazione territoriale, uno di questi ultimi è localizzato nel Sud e si propone di investire esclusivamente in PMI dell’area centro meridionale del paese, un secondo (nato su iniziativa di alcune Camere di Commercio Lombarde) si concentra su aziende di piccole e medie dimensioni con sede in Lombardia, altri due sono prevalentemente concentrati sul nord-est.

<i>SGR/Advisor</i>	<i>Fondo</i>	<i>Orizzonte geografico</i>	<i>Commitment in milioni di euro</i>
Futurimpresa Sgr	Finanza e Sviluppo Impresa	Lombardia	20,00
Gradiente Sgr	Gradiente I	Nord Est	20,00
Progressio Sgr	Progressio Investimenti II	Italia	25,00
Wise Sgr	Wisequity III	Italia	35,00
Vertis Sgr	Vertis Capital Parallel	Centro Sud	15,00
Alto Partner Sgr	Alto Capital III	Italia	25,00
Arca Impresa Gestioni Sgr	Arca Impresa Tre Parellel	Italia	20,00
Finint & Partners	NEIP III	Nord Est	20,00
Mast Capital Partners	Winch Italia	Italia	25,00
<i>Totale commitment</i>			205,00

Tabella 2.1 Dettaglio investimenti indiretti Fondo Italiano Investimenti: elaborazione personale fonte relazione sull’attività svolta al 31 dicembre 2011

Nelle operazioni di investimenti già approvate, il fondo italiano ha avuto un ruolo importante di stimolo e si è posizionato come operatore guida nella strutturazione delle operazioni; inoltre, in alcuni casi, si è avuto anche modo di attrarre l'attenzione di operatori internazionali disponibili a collaborare con il fondo italiano per la creazione di veicoli d'investimento in Italia.

Proprio a tal proposito vale la pena sottolineare il ruolo importante svolto dal fondo, in collaborazione con il FEI<sup>23</sup>, che risulta di fondamentale importanza in un momento come questo in cui la raccolta è difficile da effettuare, data la scarsità di investitori stranieri disponibili ad investire nel mercato italiano.

Proprio con il FEI il 24 ottobre 2011 è stato stipulato un accordo di collaborazione e co-investimento che mira a sostenere in misura congiunta la raccolta dei fondi italiani di capitale di rischio dedicati alla crescita e prevede uno stanziamento iniziale di 100 milioni di euro per ciascuna istituzione, rinnovabili per *tranche*. L'attività comune riguarderà tanto la condivisione di informazioni in materia di ricerca di opportunità di investimento, quanto l'analisi progettuale e finanziaria ed il successivo monitoraggio degli investimenti; la collaborazione consentirà di incrementare notevolmente le risorse finanziarie disponibili per la crescita del nostro sistema delle piccole e medie imprese, permettendo dall'altro canto di rafforzare, rendendo solida e trasparente, la *corporate governance* dei fondi di investimento nei quali sarà effettuato il *commitment*, creando quindi le base per attrarre ulteriori risorse di capitale sul mercato sia interno sia internazionale.

Le tabelle che seguono vogliono dare una visione di tipo statistico relativamente l'operatività del Fondo Italiano di Investimento in base alla ripartizione geografica e settoriale; in particolare nella tabella 2.2 riepilogo, per regione, la numerosità delle proposte d'investimento, di quelle scartate e sospese, di quelle attive e di quelle che rappresentano, alla data del 31 dicembre 2011 investimenti in portafoglio. Successivamente, nella tabella 2.3, propone un riepilogo con dettaglio settoriale delle sole proposte d'investimento ricevute; da ultimo si dà evidenza di due grafici utili a spiegare la suddivisione dei canali di presentazione delle proposte, la grandezza delle aziende target sulla base del fatturato.

---

<sup>23</sup> FEI fondo europeo per gli investimenti è stato istituito nel 1994 per sostenere le piccole e medie imprese. Il suo azionista di maggioranza è la Banca Europea per gli investimenti, con la quale il fondo forma il "gruppo BEI". Si occupa di fornire capitali di rischio alle piccole e medie imprese, in particolare alle aziende di nuova costituzione e alle attività orientate alla tecnologia. Offre, inoltre, garanzie a istituzioni finanziarie a copertura dei loro prestiti alle PMI. Il FEI non è un istituto di credito e, pertanto, non concede prestiti o sovvenzioni alle imprese né investe direttamente in alcun tipo di società; lo stesso opera attraverso banche e altri soggetti d'intermediazioni finanziaria avvalendosi dei propri fondi o di quelli affidatigli della BEI o dall'Unione Europea.

Il fondo è operante negli Stati membri dell'Unione Europea, in Croazia, Turchia e nei tre paesi dell'Associazione europea di libero scambio (EFTA): Islanda, Liechtenstein e Norvegia.

Il fondo ha sede in Lussemburgo

Regione	Proposte ricevute	Proposte scartate	Proposte sospese	Proposte Attive	Investimenti
Lombardia	225	166	24	32	3
Emilia Romagna	122	73	20	25	4
Piemonte	65	39	13	12	1
Veneto	62	42	4	13	3
Lazio	51	39	5	7	0
Campania	48	27	6	15	0
Toscana	45	27	10	8	0
Puglia	33	23	5	5	0
Sicilia	30	21	5	3	1
Liguria	26	16	4	4	2
Marche	26	20	4	1	1
Abruzzo	20	13	1	4	2
Friuli Venezia Giulia	20	15	2	2	1
Umbria	16	8	3	5	0
Calabria	11	7	4	0	0
Trentino Alto Adige	8	6	0	2	0
Sardegna	5	3	0	2	0
Basilicata	4	4	0	0	0
Molise	3	3	0	0	0
Valle d'Aosta	1	0	1	0	0
Non Disponibile	61	51	3	7	0
<b>Totale</b>	<b>882</b>	<b>603</b>	<b>114</b>	<b>147</b>	<b>18</b>

Tabella 2.2 Proposte di investimento diretto ricevute al 31 dicembre 2011 suddivise per status e regione provenienza società target: elaborazione personale fonte relazione sull'attività svolta al 31 dicembre 2011

Settore industriale	Numero proposte	%
Componentistica Industriale	31	21,09%
Beni di consumo	27	18,37%
Automotive	14	9,52%
Altro	11	7,48%
Alimentare	10	6,80%
Information Techonology	10	6,80%
Macchine utensili e impianti	10	6,80%
Biomedicale e pharma	6	4,08%
Logistica	5	3,40%
Servizi	4	2,72%
Energia	3	2,04%
Servizi per l'industria	3	2,04%
Costruzioni	2	1,36%
Aerospaziale	1	0,68%
Media and Entertainment	1	0,68%
Shipping e Cantieristica	1	0,68%
Turismo	1	0,68%
Non Disponibile	7	4,76%
<b>Totale</b>	<b>147</b>	<b>100%</b>

Tabella 2.3 Proposte di investimento diretto attive al 31 dicembre 2011 suddivise settore merceologico: elaborazione personale fonte relazione sull'attività svolta al 31 dicembre 2011

**Proposte di investimento diretto attive al 31 dicembre 2011 suddivise per canale di presentazione**

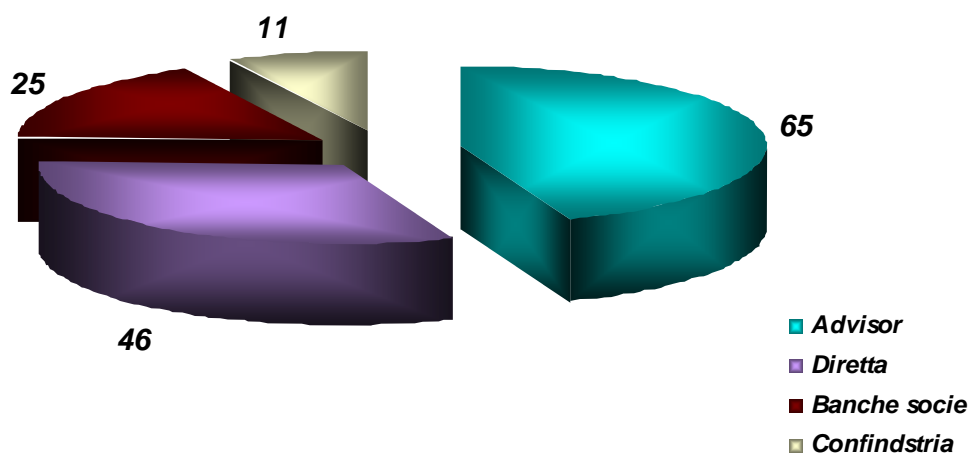


Grafico 2.15 Proposte d'investimento diretto attive al 31 dicembre 2011 suddivise per canale di distribuzione: elaborazione personale fonte relazione sull'attività svolta al 31 dicembre 2011

**Proposte di investimento diretto attive al 31 dicembre 2011 suddivise per classi di fatturato**

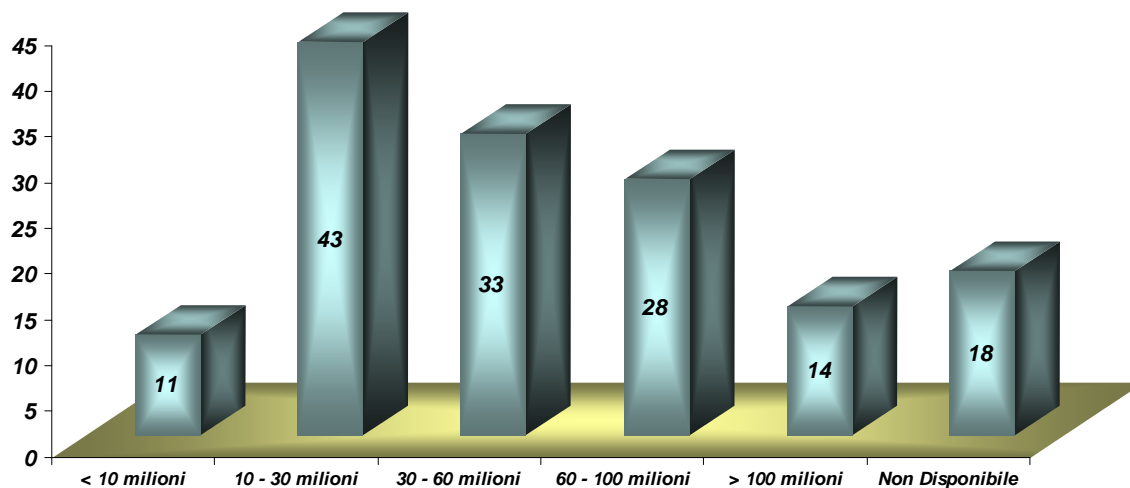


Grafico 2.16 Proposte d'investimento diretto attive al 31 dicembre 2011 suddivise per classi di fatturato: elaborazione personale fonte relazione sull'attività svolta al 31 dicembre 2011



Per quanto riguarda l'operatività del Fondo Italiano Investimento negli investimenti indiretti, si propongono di seguito tre grafici con l'obiettivo di spiegare come si distribuiscono le proposte di investimento suddividendo i soggetti interessati sulla base della società di gestione, *team* di investimento e specificità del fondo possibile oggetto di investimento, in altre parole se sono nazionali, settoriali o territoriali

**Distribuzione delle proposte di investimento indiretto ricevute al 31 dicembre 2011: focus su società di gestione**

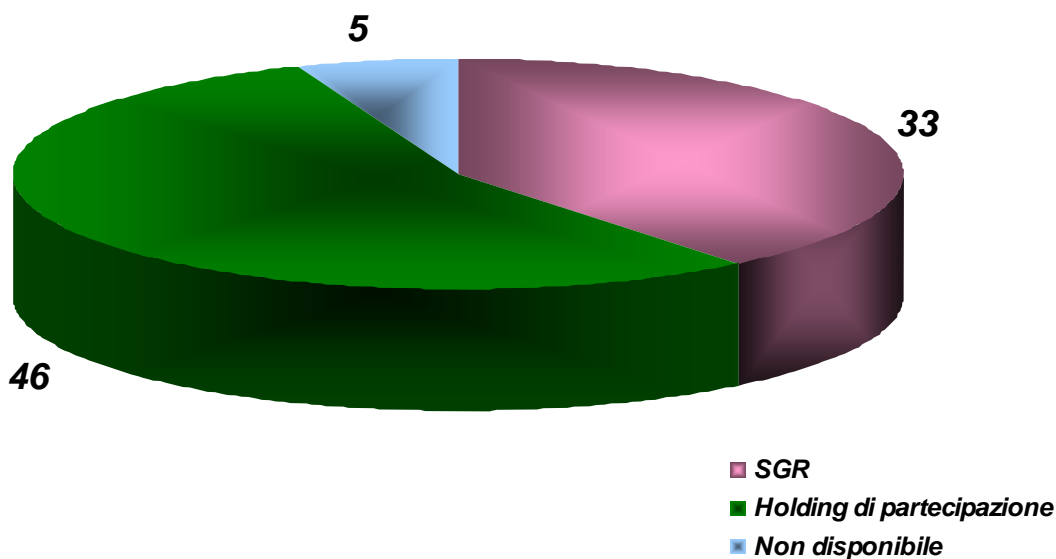


Grafico 2.17 Distribuzione delle proposte di investimento indiretto ricevute al 31 dicembre 2011: focus su società di gestione: elaborazione personale fonte relazione sull'attività svolta al 31 dicembre 2011

**Distribuzione delle proposte di investimento indiretto ricevute al 31 dicembre 2011: focus sul team di investimento**

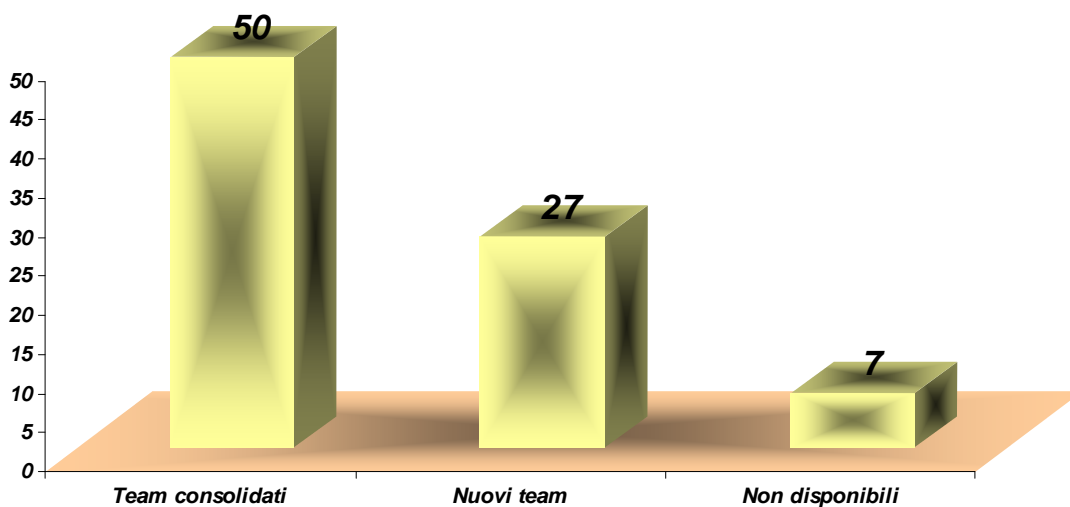
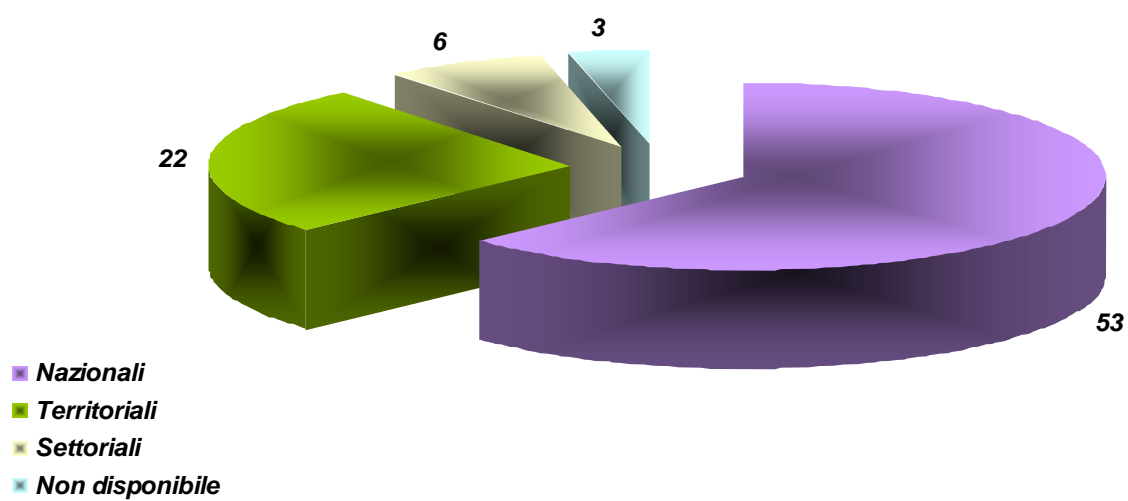


Grafico 2.18 Distribuzione delle proposte di investimento indiretto ricevute al 31 dicembre 2011: focus su team di investimento: elaborazione personale fonte relazione sull'attività svolta al 31 dicembre 2011

**Distribuzione delle proposte di investimento indiretto ricevute al 31 dicembre 2011:  
focus su caratteristiche fondo target**



*Grafico 2.19 Distribuzione delle proposte di investimento indiretto ricevute al 31 dicembre 2011: focus su caratteristiche fondo target: elaborazione personale fonte relazione sull'attività svolta al 31 dicembre 2011*

# ***PARTE II***

## ***Casi analizzati***

# CAPITOLO 3

## *Entrata di Palladio Finanziaria nel capitale di Alajmo S.p.A*

### **3.1. Caratteristiche della società target**

Alajmo S.p.A. è una società *leader* in Italia nella ristorazione di alto livello, ha sede a Sarmeola, frazione di Rubano, paese di 15 mila abitanti alle porte di Padova, un luogo che è diventato la capitale per gli amanti dell'alta cucina visto che qui si trova uno dei sette locali trstellati d'Italia, "Le Calandre".

Il ristorante appartiene alla famiglia Alajmo che possiede in tutto tre locali e altrettanti *caffè-bistrot* e, proprio in questo periodo si appresta ad aprirne un quarto all'estero.

Il caso degli Alajmo si distingue in modo particolare in quanto nel 2010 la famiglia, che si occupa di ristorazione ormai da 5 generazioni, ha aperto il capitale della società al mondo della finanza per sostenere l'espansione della propria attività; tale decisione ha permesso un incremento notevole di fatturato che, alla luce dei dati pubblicati dall'articolo di Lorenzo Morelli "I conti con l'Oste: Alajmo, i ricavi lievitano in cucina", nel giro di due anni è raddoppiato passando a quota 9,5 milioni di euro nel 2012; un risultato realizzato, tra le altre, dalla capacità dai due fratelli Alajmo: da una parte la visione imprenditoriale di Raffaele, dall'altra la capacità culinaria di Massimiliano.

Oltre alla ristorazione, negli anni si sono sviluppate diverse attività: dalla linea di posate di *design* per la tavola, ai libri, dalla vendita di prodotti alimentari al servizio *catering* per feste ed eventi.

Grazie all'acquisizione dello storico Caffè Quadri la società ha generato 9,5 milioni di euro di fatturato, come già sottolineato, avendo a disposizione 130 dipendenti risultato importante se confrontato con quello del 2010, anno in cui il fondo di *private equity* non era ancora entrato nella compagine sociale, quando la chiusura dell'esercizio aveva fatto registrare un fatturato pari a 4,5 milioni di euro avendo a disposizione un gruppo di 80 persone.

Dalla sua nascita ad oggi la società ha vissuto molti successi: sicuramente uno su tutti è rappresentato dal riconoscimento delle tre "stelle" Michelin al ristorante "Le Calandre"; è giusto poi ricordare lo sviluppo de "Il Calandrino" che era solamente un bar-pasticceria e l'entrata

dell'hotel "Maccaroni" che inizialmente non faceva ancora parte del gruppo. Come contraltare di questi successivi, fanno eco alcune esperienze non positive, la principale risulta essere l'apertura del "Il Calandrino" a Tokyo, locale che è stato chiuso dopo due anni riportando il marchio della famiglia Alajmo in Italia.

Come in questi anni è cresciuta la società, sono cresciute, di conseguenza, le ambizioni del *management* il quale, pur essendo pienamente a conoscenza del mutamento radicale in atto in questo periodo storico, dall'economia ai gusti delle persone, pensano di aver raggiunto un livello di esperienza tale da definirsi pronti ad affrontare queste nuove sfide. Ciò nonostante il fatto che la cucina italiana sia penalizzata da un "sistema-Paese" che non la valorizza né in Italia né all'estero dovendo, di conseguenza, fronteggiare in modo autonomo un mercato nel quale i *competitors* possono fare forza su governi, associazioni imprenditoriali e *mass media* che li sostengono in modo solido.

Ulteriore caratteristica interessante della società che l'ha resa attrattiva nei confronti dei possibili investitori è la crescita registrata nell'organizzazione dell'azienda stessa. Infatti negli anni successivi alla costituzione della NewCo, l'azienda si è sviluppata molto più nelle posizioni manageriali che nelle posizioni operative; questo risulta naturale se si analizzano gli obiettivi particolarmente importanti che la proprietà si è data. La società risultava, quindi, sovrastrutturata nelle posizioni relative la struttura dell'azienda presentando un ufficio acquisti, un ufficio amministrativo un CFO ecc...., figure presenti normalmente in aziende che hanno il doppio del personale presente in questa società e, di conseguenza, il doppio dei ricavi. In altre parole Alajmo S.p.A. si presentava con una struttura da grande impresa; questo elemento presentava aspetti positivi e negativi: se da un lato un'organizzazione di questo genere è propedeutica ad un crescita aziendale importante in termini di fatturato (è già presente uno scheletro solido), dall'altra in un periodo di flessione negativa dell'economia simile a quello che stiamo vivendo adesso, il fatto di avere una struttura solida equivale all'essere "pesanti" e, tale peculiarità, diventa un aspetto maggiormente negativo più il ciclo economico registra una flessione.

La caratteristica sopra descritta è stata vista come un valore aggiunto da parte di Palladio che ha creduto negli obiettivi di crescita che la proprietà dell'azienda si era data: tali obiettivi erano più credibili anche alla luce della struttura societaria che faceva presagire la volontà di crescere in modo importante anche in un periodo in cui le prospettive economiche non si presentavano rosee come invece era accaduto negli anni passati.

### 3.2. *Composizione del capitale pre-operazione*

La società degli Alajmo nacque agli inizi degli anni '90 con l'apertura del ristorante "Le Calandre"; agli inizi i dipendenti erano poco meno di trenta e la società prendeva il nome di "Interland s.r.l.", tale società rappresentava il classico caso di piccola azienda del nord-est il cui capitale sociale era, per l'85% in mano ai genitori e, per la restante parte, in proporzione, di proprietà dei tre figli. Nel corso del tempo, come ho avuto modo di approfondire con Raffaele Alajmo nel corso di un'intervista telefonica gentilmente concessa venerdì 5 aprile 2013, i gradi di responsabilità erano passati in maniera preponderante ai figli e, di conseguenza, le quote sociali non erano commisurate agli effettivi impegni; per questo motivo hanno deciso di fondare una NewCo, una società nuova senza linee di credito e con un contratto con la casa madre che è proprietaria degli immobili. In questo modo si è divisa la proprietà che se, da un lato, resta in mano ai genitori per il tramite della società Interland srl, dall'altro ha visto aumentare la quota di partecipazione dei tre figli.

Inizialmente tale *NewCo* ha fatto registrare un aumento del capitale sociale sottoscritto da Interland srl la quale ha conferito l'azienda; questa nuova società si presentava al sistema bancario come un veicolo completamente nuovo. Tutta la parte di finanziamenti, mutui, fidejussioni era rimasta in capo alla precedente società che ha continuato ad onorare gli impegni attraverso i proventi derivanti dalla locazione degli immobili alla *NewCo* sulla base del contratto sopra menzionato.

La nuova società creata veniva amministrata direttamente da Raffaele Alajmo il quale si è presentato a tutti gli istituti di credito presso i quali già venivano intrattenuti i rapporti con la precedente società richiedendo le stesse linee di credito di quest'ultima e, contemporaneamente, la possibilità di non dare alcuna garanzia. A fronte di tale richiesta, la maggior parte delle banche ha dato piena disponibilità apprezzando i nuovi obiettivi aziendali e la ristrutturazione posta in essere anche a fronte dei *business plan* proposti; tra questi è stata data particolare importanza alla ricerca di un socio.

Per raggiungere questo *target*, Alajmo riteneva necessario preparare la struttura rinnovando, tra l'altro il ristorante "Le Calandre" ed introducendo i prodotti "Alajmo *design*" già menzionati nel paragrafo precedente; per effettuare tali interventi è stato richiesto un finanziamento da mezzo milione di euro anche in preparazione dell'aumento di capitale quando si fosse effettivamente riusciti a trovare un socio.

Con tali proposte le banche hanno rinnovato tutta la linea di affidamento e, grazie a ciò, la nuova società ha potuto iniziare l'operatività.

Per la ricerca del *partner* finanziario da far entrare nel capitale sociale, gli Alajmo hanno sondato il terreno sia tra le più importanti famiglie che effettuano investimenti in società sia parlando con strutture di *private equity*. Il dialogo è stato approfondito ed è continuato con Palladio Finanziaria che, successivamente, è entrata nel capitale sociale con un veicolo, come visto in precedenza, chiamato *Venice S.p.A.*; il fatto che sia stata proprio Palladio e non altre realtà ad entrare in società

non è un caso: come affermato nel corso dell'intervista, infatti, la finanziaria vicentina è curata da persone conosciute dalla famiglia Alajmo e, con le quali, esiste un rapporto di profonda stima. Di seguito una breve presentazione delle persone detentrici il capitale sociale: Raffaele, Massimiliano e Laura Alajmo e la società di famiglia:

- Raffaele, è il maggiore dei tre fratelli nato a Padova il 18 gennaio 1968, è l'amministratore delegato del gruppo Alajmo S.p.A. e cura in prima persona l'aspetto finanziario della società; come detto in precedenza, deteneva, prima dell'entrata di Palladio Finanziaria, il 20,00% del capitale sociale;
- Massimiliano è nato il 6 maggio 1974 a Padova, è il più giovane cuoco italiano della storia ad aver ottenuto una valutazione di tre stelle dalla guida Michelin nel 2002 a soli 28 anni; mentre il fratello Raffaele si occupa della sala, lui è responsabile della cucina dopo il passaggio di consegne dalla madre; similmente al fratello anche lui deteneva il 20,00% del capitale sociale.
- Laura non ha un ruolo centrale all'interno della società ma lavora attivamente all'interno del gruppo e la sua partecipazione societaria era pari al 10,00%.
- La società di famiglia è la Interland s.r.l. che rappresenta l'inizio dell'avventura della famiglia Alajmo nel mondo della ristorazione e che detiene la maggioranza del capitale della società con una percentuale pari al 50,00%.

### 3.3. *Motivazioni alla base dell'operazione*

Come scritto nell'articolo di Antonio Di Lorenzo del 26/10/2010 per "Il giornale di Vicenza", l'ingresso di Palladio nel capitale societario di Alajmo S.p.A. servirà a concretizzare le linee di *business plan* presentati dalla famiglia Alajmo il quale prevede, tra l'altro, uno sviluppo della società per azioni verso un orizzonte internazionale; tale progetto, condiviso da entrambi gli attori dell'operazione, è alla base della collaborazione tra le due società.

Questa operazione rappresenta una novità nel panorama del *private equity* italiano è la prima volta, infatti, che un investitore istituzionale investe nella cucina italiana di altissimo livello ed è un segno di attenzione ad una realtà che rappresenta uno dei biglietti da visita del famoso "*made in Italy*" nel mondo.

Prima di questa operazione, il mondo finanziario internazionale ha conosciuto solamente un altro caso in cui un investitore istituzionale entra nel capitale di una società il cui *business* è centrato sull'arte culinaria: l'operazione Alajmo ha seguito l'esempio dello *chef* Paul Bocuse che poco prima aveva aperto il capitale della sua società ad una partecipazione esterna, quella di banca Natixis, che ha apportato i capitali che lo sosterranno nel suo programma di investimento.

Se possiamo riassumere le motivazioni alla base dell'operazione come descritto in fase introduttiva del paragrafo, naturalmente sappiamo che gli intenti la cui convergenza ha dato origine all'accordo dei due operatori ha origini profondamente diverse: da un parte Palladio, attraverso il veicolo *Venice S.p.A.*, aveva la volontà di effettuare un investimento con un orizzonte temporale di medio termine e che avesse la possibilità di fare registrare un sviluppo che remunerasse il capitale inizialmente investito. Chiaramente queste sono le motivazioni, comuni ai diversi casi, che spingono un fondo di *private equity* a concludere un'operazione.

Da parte della società c'era già un intenzione consolidata di ricercare un *partner* finanziario interessato ad entrare nel proprio capitale al fine di poter dar vita ad uno sviluppo degli importanti obiettivi di crescita prefissati.

Proprio per il raggiungimento di questi ultimi, la società aveva bisogno di "benzina" in modo tale da aver a disposizione capitali a medio termine senza che gli stessi dovessero necessariamente essere remunerati da interessi nel breve periodo; i finanziamenti bancari, infatti, venivano (e vengono tuttora) considerati più pericolosi soprattutto in un periodo come questo dove il problema del *credit crunch* risulta maggiormente accentuato.

Alajmo, al fine di poter rappresentare un investimento appetibile e credibile per i finanziatori esterni ha intrapreso un percorso di rinnovamento delle strutture esistenti (vedi paragrafo 2) e, insieme a ciò, ha presentato un *business plan* con un progetto molto ambizioso. Questo perché lo scopo non era quello di fare entrare un semplice socio ma un vero e proprio *partner* che condividesse la stessa visione futura e credesse, come la proprietà di Alajmo, nel progetto presentato.



Detto questo, risulta più facile capire come per gli Alajmo, il momento dell'entrata di Palladio finanziaria non abbia rappresentato un punto di arrivo ma un vero e proprio punto di partenza ed abbia aumentato gli stimoli per concretizzare l'idea di *business* e di sviluppo che, negli anni precedenti poteva essere presentata soltanto come un sogno ambizioso, soprattutto se si pensa che un investitore istituzionale condivide l'idea ed investe del capitale.

Oltre a quanto sopra, la società ha potuto usufruire di un beneficio indiretto che, naturalmente, può essere visto come un'ulteriore motivazione alla base dell'operazione: con l'entrata nel capitale sociale di un investitore istituzionale cambia il rapporto con gli istituti di credito; la società assume verso le banche un'immagine diversa, viene ritenuta maggiormente affidabile come se il nuovo investitore fungesse da garante verso gli istituti di credito.

Un punto a sfavore dell'entrata nel capitale della società di un fondo di *private equity* può essere rappresentato, come già visto nei capitoli precedenti, dal fatto che tale impegno risulta "a tempo determinato", in altre parole gli imprenditori sanno che potranno disporre dei capitali solamente per un arco di tempo ristretto, spesso gli investimenti non durano più di 5 anni. Affrontando tale argomento con Raffaele Alajmo nel corso dell'intervista sopra citata, ho capito come la questione temporale possa essere vista come un incentivo a sviluppare il progetto presentato entro termini più ristretti e dare concretezza alle idee presentate. Come affermato dal maggiore dei fratelli Alajmo << Il fondo, teoricamente, dovrebbe essere visto in quest'ottica: entra nel capitale di una società, l'aiuta a traghettare l'azienda da un punto da un altro, raggiunti gli obiettivi il fondo può effettuare l'*exit* oppure decidere di rimanere all'interno del capitale>>.

### 3.4. *Modalità di conclusione dell'operazione e nuova composizione del capitale*

Dalle indicazioni che abbiamo potuto ricavare dai paragrafi precedenti risulta chiaro come l'operazione abbia origini lontane e sia stata pianificata dal *management* della società in modo accurato.

Abbiamo visto, infatti, come la ricerca di un nuovo socio finanziario fosse già nelle intenzioni della proprietà al momento della costituzione della nuova società; gli istituti bancari hanno, proprio per questo motivo, concesso le medesime linee di credito aperte con la precedente società senza aver bisogno di ulteriori garanzie.

Grazie a tali prestiti, Alajmo ha potuto rinnovare le strutture già presenti e lanciare nuove linee di *business* come ad esempio *Alajmo design*; naturalmente tale preparazione era proprio vista nell'ottica dell'entrata nel capitale di un nuovo socio; tale figura è stata ricercata sia tra le più importanti famiglie che effettuano investimenti in società non quotate sia tra i fondi di *private equity*.

La discussione è stata approfondita e continuata con Palladio Finanziaria che successivamente ha portato a termine l'operazione ed è entrata effettivamente nel capitale di Alajmo S.p.A. attraverso un proprio veicolo Venice S.p.A..

La via preferenziale avuta dalla finanziaria vicentina per l'entrata nel capitale sociale di questa azienda, è stata favorita dalla conoscenza e stima reciproca che le persone al vertice di entrambe le società potevano dichiarare di avere le uno verso le altre.

La *due diligence* contabile è stata affidata a *Pricewaterhousecoopers* mentre la *due diligence* legale è stata affidata ad uno studio legale; superati questi due momenti, le società hanno potuto trattare in modo si potesse pervenire ad un accordo in termini di valutazione dell'azienda e in termini di percentuale di entrata nel capitale sociale.

L'operazione si è conclusa nel mese di luglio 2010, momento nel quale Venice S.p.A. è entrata nel capitale sociale di Alajmo S.p.A. con una quota pari al 25%; oltre a questo l'operazione ha previsto l'inserimento di un'opzione a favore del nuovo socio che prevede la facoltà di quest'ultimo di aumentare la propria partecipazione nella società fino ad arrivare a possedere una quota pari al 35% dell'intero capitale sociale.

I rapporti di forza, a seguito di questa operazione, cambiano come era naturalmente prevedibile: se da un lato la proprietà resta saldamente in mano alla famiglia Alajmo, dall'altra il nuovo socio può contare su un quarto dell'intero capitale sociale. In particolare la ripartizione risulta essere:

<b>Azionista</b>	<b>Numero di azioni</b>	<b>Valore Unitario</b>	<b>Importo totale</b>	<b>Percentuale</b>
<i>Interland srl</i>	183.750,00	1,00	183.750,00	37,60%
<i>Alajmo Raffaele</i>	73.500,00	1,00	73.500,00	15,04%
<i>Alajmo Massimiliano</i>	73.500,00	1,00	73.500,00	15,04%
<i>Alajmo Laura</i>	36.750,00	1,00	36.750,00	7,52%
<i>Venice Spa</i>	121.200,00	1,00	121.200,00	24,80%

Tabella 3.1 Azionisti presenti nel capitale sociale prima dell'entrata di Palladio Finanziaria

Di seguito diamo evidenza, attraverso due grafici di come è cambiata la ripartizione del capitale sociale. Risulta utile, in questo caso, sottolineare come non si tratti di una diversa ripartizione del capitale già presente con conseguente rimborso ai soci già presenti della quota parte di quanto apportato dall'ultimo arrivato, bensì di un classico aumento di capitale a pagamento. Quanto apportato da Palladio risultava essere una vera e propria iniezione di liquidità che ha permesso ad Alajmo di aumentare la propria dimensione di un quarto e, allo stesso tempo, di far registrare alla società una capitalizzazione tale che desse la sicurezza richiesta dagli istituti di credito.

### **Composizione capitale pre entrata Palladio Finanziaria**

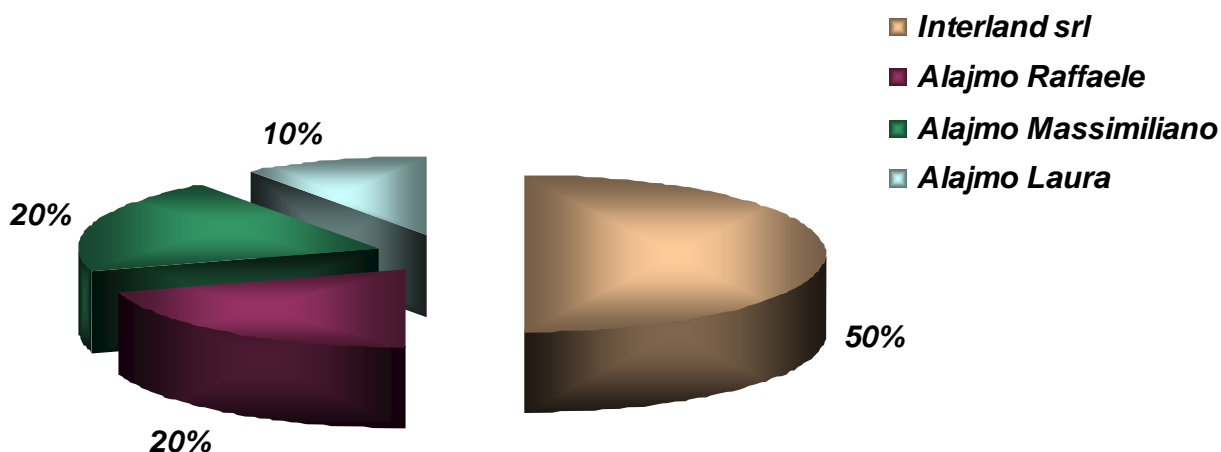


Grafico 3.1 Composizione capitale Alajmo spa prima dell'entrata nel capitale di Palladio Finanziaria

### **Composizione società successivamente all' entrata Palladio finanziaria**

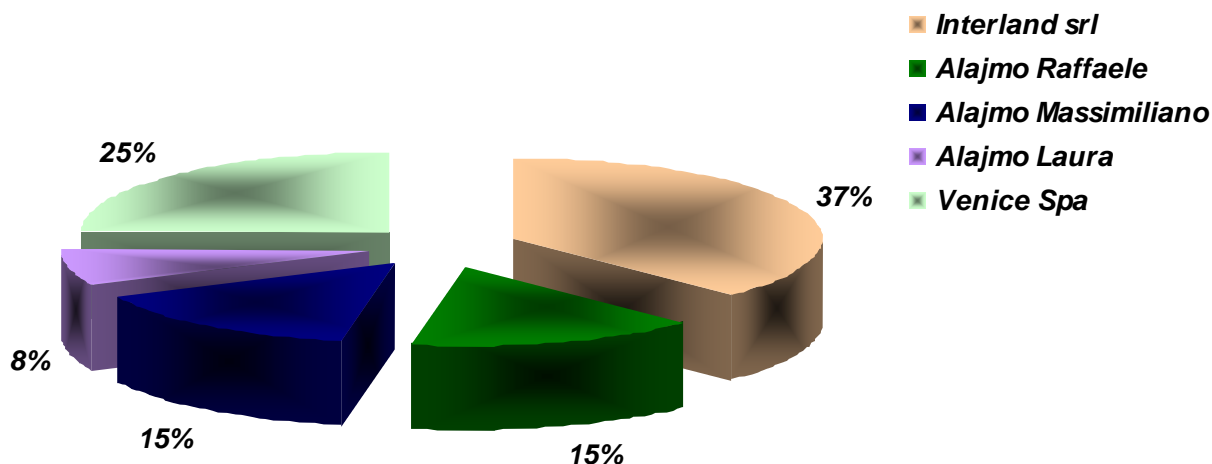


Grafico 3.2 Composizione capitale Alajmo spa successivamente all'entrata nel capitale di Palladio Finanziaria

### 3.5. *Sviluppo della società a seguito dell'operazione*

Successivamente alla conclusione dell'operazione avvenuta nel luglio 2010, Alajmo S.p.A. ha potuto usufruire di un *network* molto importante di relazioni e conoscenze grazie alla presenza del nuovo socio finanziario all'interno del capitale.

Già in precedenza la società aveva una lettera di intenti con il gruppo Benetton per l'acquisizione di una proprietà a Venezia e aprire un ristorante nella città storica; tale progetto non è mai andato in porto a causa di problemi autorizzativi con il Comune.

Nello stesso momento e, grazie alla nuova rete di relazioni a disposizione, si è presentata l'opportunità di acquisizione del caffè Quadri di Venezia, attività gestita da Ligabue Catering. Segnaliamo, solamente a titolo informativo, come all'interno del capitale sociale di Ligabue sia presente un altro fondo di *private equity* gestito da Alcedo SGR che, attraverso il fondo Alcedo III, ha acquisito il 40% del capitale della società nel mese di aprile 2010.

Alajmo è venuta a conoscenza di questa possibilità di acquisizione proprio grazie a Palladio Finanziaria, società che risulta essere all'interno del capitale sociale proprio di Alcedo SGR.

L'opportunità dell'acquisizione dello storico caffè veneziano era proprio legata al fatto che il gruppo Ligabue era in fase di ristrutturazione ed uno dei rami ritenuto non più sufficientemente remunerativo era proprio il Quadri; la possibilità è stata sottoposta a Raffaele Alajmo proprio nel periodo in cui la lettera d'intenti con il gruppo Benetton era scaduta a causa dei problemi di cui sopra.

Alajmo S.p.A. ha scelto di approfondire l'operazione Quadri; parlando con la famiglia Ligabue hanno avuto modo di capire come la stessa fosse affettivamente legata a tale locale e la soluzione della dismissione totale era una strada che non volevano percorrere.

A quel punto, con il consenso di Palladio Finanziaria, Raffaele Alajmo ha potuto formulare una proposta alternativa che ha trovato, poi, il consenso anche degli stessi Ligabue; la proposta prevedeva: la determinazione attraverso una *due diligence* del valore del ramo d'azienda, l'acquisizione da parte di Alajmo S.p.A. del 100% di tale attività e, nello stesso momento in cui veniva fatto il bonifico per l'acquisto - concludendo in questo modo l'operazione - Ligabue entrava nel capitale di Alajmo S.p.A. per lo stesso ammontare.

L'azienda acquisita dalla società di Rubano è stata fusa per incorporazione in Alajmo e la famiglia Ligabue ha conservato, in questo modo, la proprietà del locale (entrando nel capitale di Alajmo, la società Ligabue partecipa e ne è proprietaria in modo proporzionale di tutti i locali di proprietà dalla società partecipata).

Con tale operazione la società ha fatto registrare un'ulteriore aumento di capitale sociale arrivando ad un totale di 500.000,00€; la maggior parte dello stesso rimane ancora saldamente nelle mani degli Alajmo ma, attraverso l'acquisizione di un'importante locale storico veneziano, la famiglia aumenta i propri investimenti nel settore della ristorazione veneta di lusso.

Di seguito si propone la composizione ad oggi del capitale sociale a seguito dell'operazione di cui sopra

<b>Azionista</b>	<b>Numero di azioni</b>	<b>Valore Unitario</b>	<b>Importo totale</b>	<b>Percentuale</b>
<i>Interland srl</i>	183.750,00	1,00	183.750,00	36,75%
<i>Alajmo Raffaele</i>	73.500,00	1,00	73.500,00	14,70%
<i>Alajmo Massimiliano</i>	73.500,00	1,00	73.500,00	14,70%
<i>Alajmo Laura</i>	36.750,00	1,00	36.750,00	7,35%
<i>Venice Spa</i>	121.200,00	1,00	121.200,00	24,24%
<i>Ligabue Spa</i>	11.300,00	1,00	11.300,00	2,26%

Tabella 3.2 Azionisti presenti nel capitale sociale ad oggi

### Composizione capitale sociale Alajmo S.p.A. ad oggi

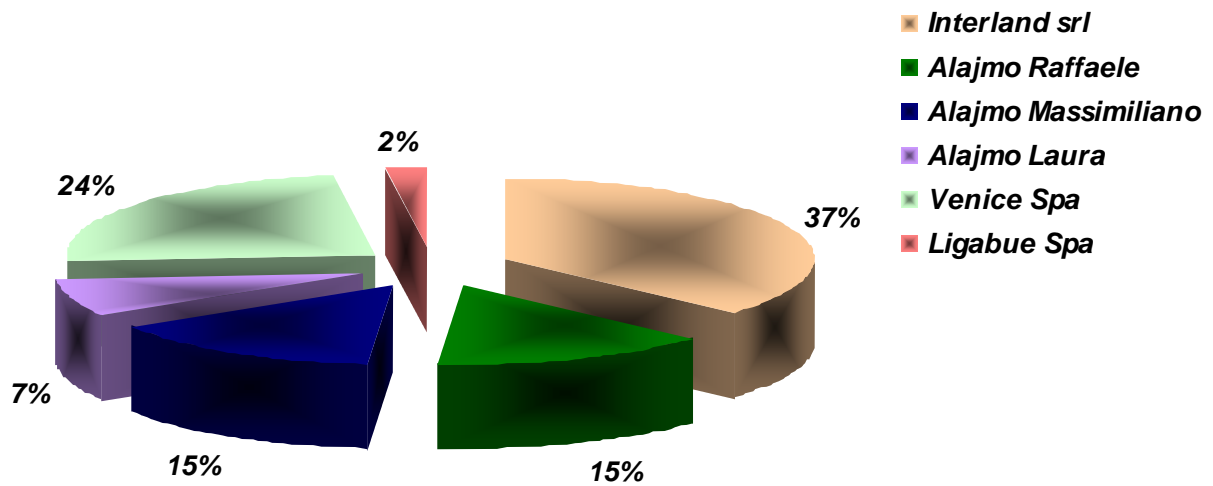


Grafico 3.3 Composizione capitale Alajmo spa ad oggi

### 3.6. *Prospettive future*

Le prospettive future della società non possono che fare perno sugli obiettivi condivisi con Palladio Finanziaria e, sulla base dei quali, sono arrivati all'accordo descritto sopra. Il rispetto degli impegni risulta, quindi, fondamentale per la credibilità del *management* e per il rispetto di quanto accordato con i soci e con gli istituti di credito. Al momento della stesura della tesi, la società non ha in programma ulteriori aumenti di capitale.

Punto centrale per lo sviluppo del piano è l'internazionalizzazione del gruppo e di conseguenza aperture di nuove strutture fuori dei confini nazionali.

Naturalmente, in questa nuova avventura all'estero, la società è supportata da un nuovo ed importante partner istituzionale il che permette, in aggiunta all'apporto di nuovo capitale, di avere a disposizione un gamma di informazioni e competenze importanti.

Palladio Finanziaria, oltre ad essere socio nel capitale di Alajmo S.p.A., ha stimolato uno sviluppo della società stessa per quanto riguarda la reportistica prodotta a fini contabili ma non solo.

Durate l'intervista ho potuto capire come, una volta svolta la *due diligence* e chiusa l'operazione con la società vicentina, una delle clausole del contratto prevedeva la predisposizione di una modulistica ben determinata.

Da un confronto tra quanto prodotto dagli uffici amministrativi di Alajmo a fine 2010, momento di chiusura dell'operazione, e quanto risulta essere l'*output* ad oggi sembra essere un confronto tra la preistoria ed i giorni nostri sebbene siano passati solo due anni; durante questo tempo la società ha iniziato a guardare tutto ciò che la circonda in un ottica decisamente più manageriale.

Questo nuovo modo di vedere gli eventi è stato stimolato dall'entrata nel capitale dell'investitore istituzionale ma non è stato richiesto in modo esplicito dallo stesso; tutto lo sviluppo fatto registrare, infatti, proviene da *input* interni; queste idee sono nate sulla base dei periodici consigli di amministrazione, dalle riunioni e da scambi di idee tra i dipendenti della società. Ciò ha portato a far maturare nel *management* una diversa percezione ed un nuovo *feeling* con l'azienda rispetto a quello presente in precedenza.

Il nuovo sistema di lavoro e l'evoluzione successiva ha fatto in modo che fossero direttamente i fratelli Alajmo a cercare nuove soluzioni per avere dati contabili sempre più precisi e che potessero essere utili per avere una gestione strumentale dell'azienda.

Lavorare con Palladio Finanziaria, una società che investe in molte aziende di dimensione decisamente maggiore rispetto ad Alajmo (l'investimento in questa società risulta essere la più piccola partecipazione, in termini di ammontare, effettuata dalla finanziaria) ha stimolato la dirigenza a pensare sempre più in grande; risulta importante sottolineare come il nuovo socio non abbia fatto alcuna pressione allo scopo che tutto ciò di cui sopra venisse portato a termine. D'altra parte la stretta collaborazione con Palladio ha consentito ad Alajmo di avere una "spalla" importante su cui poter contare con la sicurezza che, in caso di necessità, c'è la possibilità di confrontarsi con persone particolarmente preparate che possono aiutare a dirimere in tempo breve il problema.

L'ultimo punto toccato durante l'intervista riguarda la motivazione che ha spinto la società a cercare, per dar vita alle proprie ambizioni, un'entrata di un nuovo socio nel capitale anziché ricercare finanziamenti da istituti di credito.

E' evidente che le due opzioni siano radicalmente diverse: avere solo finanziamenti di banche ed usufruire delle cosiddetta leva finanziaria risulta, in questo periodo, molto pericoloso alla luce, tra le altre, del fenomeno del *credit crunch* messo in atto dagli istituti di credito. L'entrata di un nuovo socio capitale rappresenta una situazione più stabile e, in casi come questo, fa cambiare anche il modo in cui la società si presenta a tutti gli *stakeholders*.

Tutto ciò fa in modo di poter sviluppare un progetto nel medio termine con la possibilità di contare su un capitale stabile e raggiungere i risultati positivi solamente alla conclusione del progetto impegnando l'ammontare investito per tutto il periodo durante il quale il socio rimane all'interno del capitale senza essere vincolati alle possibili richieste di rientro da parte degli istituti di credito.

# CAPITOLO 4

## *Entrata di Amber Capital SGR nel capitale di Sorgent.e*

### **4.1. Caratteristiche della società target**

Sorgent.e opera come società Holding di partecipazioni nel settore delle energie rinnovabili e dell'impiantistica. Le partecipazioni nel capitale possedute da tale società, rappresentano il frutto di più di quindici anni di sviluppo ed attività nel settore dell'energia, dell'impiantistica e costruzioni di centrali elettriche realizzato da *manager* con importante esperienza ed in collaborazione con operatori e *partner* di primario livello.

Sorgent.e persegue una strategia di diversificazione delle sue partecipazioni investendo in società con assoluta *leadership* per tecnologia e conoscenze impegnate sui fronti dello sviluppo e della costruzione di impianti come EPC Contractor<sup>24</sup> e della produzione di turbine e generatori ; nonostante ciò non vengono trascurati gli investimenti in progetti che utilizzano tecnologie consolidate (es. idroelettrico, eolico, fotovoltaico, ...) in diversi mercati ed aree geografiche al fine di massimizzare e garantire i propri investimenti.

Di seguito una breve descrizione delle società facenti parte del gruppo Sorgent.e con le rispettive relazione con la capogruppo:

- ❖ *Sorgent.e srl*: è una *investment company* specializzata nei settori delle energie rinnovabili che si pone l'obiettivo di cogliere le opportunità offerte dall'energia verde in Europa e nel mondo. Prosegue una strategia di diversificazione dei suoi investimenti ricercando una presenza su diverse tecnologie consolidate per la produzione di energia e in diversi mercati ed aree geografiche, al fine di massimizzare e garantire i propri investimenti. Le partecipazioni in cui Sorgent.e investe sono principalmente tre: produzione di energie da fonti idroelettriche, eoliche e tramite impianti fotovoltaici;

---

<sup>24</sup> Si tratta della funzione di general contractor, cioè il responsabile dei modi e dei metodi utilizzati in fase di progettazione ed esecuzione dell'opera in accordo con il contratto firmato



- ❖ *Sorgent.e Management*: offre i propri servizi di gestione controllo e sviluppo alle società con vocazione nel settore delle energie rinnovabili; si rivolge ai clienti che cercano competenze nei servizi amministrativi, finanziari, tecnici e gestionali per la realizzazione e lo sfruttamento di impianti tecnologici in opere ed infrastrutture per la produzione, distribuzione e trasporto di energia, in particolare rinnovabile;
  
- ❖ *Ste Energy*: oggi è uno dei maggiori *contractor* nel campo dell'energia e dell'impiantistica, nata a Padova nel 1995 può essere considerata la società da cui ha originato tutto il gruppo Sorgent.e. Questa società sviluppa, progetta costruisce gestisce come *General Contractor* centrali di produzione di energia soprattutto idroelettrica ed impianti elettrici/termotecnica. Ste Energy realizza in tutto il mondo anche impianti di energia eolica, solare, da biomasse<sup>25</sup>, da cogenerazione<sup>26</sup> e centrali di produzione, di trasporto e distribuzione di energia elettrica. Grazie alla collaborazione con importanti centri di ricerca e alle *partnership* con fornitori *leader* mondiali, Ste Energy realizza l'ingegneria di progetti preliminari e definitivi, costruisce progetti di opere civili, di condotte idriche e di opere elettromeccaniche, realizza la costruzione, il montaggio la messa in servizio di centrali e di impianti;
  
- ❖ *MJ2 Technologies*: nell'aprile 2004, la società MJ2 Technologies sas è stata fondata con l'obiettivo di sviluppare un nuovo progetto dal punto di vista scientifico, di ricerca e sviluppo e a livello industriale. Grazie all'intuizione di una squadra di professionisti nel settore delle centrali elettriche con anni di esperienza, ha visto la luce un nuovo concetto di turbina idroelettrica, progettata per lo sfruttamento di bassissimi salti (con altezza netta del salto tra 1,4 e 3 metri). A fine 2012, MJ2 Technologies è, tutti gli effetti, una società del gruppo Sorgent.e che ha aumentato la sua partecipazione iniziale sino a detenere una quota di controllo.

---

<sup>25</sup> Per biomassa si intende la frazione biodegradabile dei prodotti, rifiuti e residui di origine biologica provenienti dall'agricoltura (comprende sostanze vegetali e animali) dalla silvicoltura e dalle industrie connesse, comprese la pesca, l'acquicoltura, nonché la parte biodegradabile dei rifiuti industriali e urbani.

<sup>26</sup> In ingegneria energetica per cogenerazione si intende il processo di produzione contemporanea sia di energia meccanica solitamente trasformata in energia elettrica che di calore umiliabile per riscaldamento. Nella maggior parte dei casi, gli impianti di cogenerazione conferiscono calore già pronto per edifici pubblici o privati.



Figura 4.1 Organigramma Sorgent.e

La società ha la sua sede principale a Padova ma risulta presente, anche attraverso le sue partecipate, in altre dodici nazioni tra le quali spuntano Brasile, Cina e Turchia, tutti paesi in via di sviluppo in cui il mercato delle energie rinnovabili può registrare notevoli sviluppi.

L'origine di questa azienda risale al 1995 quando, dopo un'esperienza con una multinazionale francese operante nel settore delle costruzioni di centrali elettriche, alcuni *manager* fondano la S.T.E. srl insieme ad un gruppo di imprenditori padovani. Inizia l'attività di *general contractor* di centrali, per lo più idroelettriche. In parallelo per alcuni clienti e *partner* si sviluppano dei progetti, individuando siti, collaborando con studi di *engineering* per la progettazione e la fase autorizzativi. Sin dall'inizio si consolidano *partnership* con importanti operatori del settore dell'energia (RWE, Italcementi, ...) per i quali vengono sviluppate e realizzate importanti centrali elettriche sul territorio italiano.

Da quell'anno in poi la società ha conosciuto e sta conoscendo a tutt'oggi un percorso di forte crescita, vediamo nelle sue tappe principali

- 1995-2004: la società cresce grazie all'acquisizione di nuove aziende e alla realizzazione di centrali idroelettriche con la formula "Chiavi in mano" nel territorio del nostro stato aumentando, contemporaneamente, il *know how* nei sistemi finanziari, in particolare sul *Project Finance* per i progetti energetici;
- 2004-2006: inizia l'apertura del *business* ai mercati esteri con acquisizioni in Costa Rica, Turchia, Ecuador e Canada e l'inizio di attività di sviluppo ed investimento in nuovi mercati attraverso *holding* dedicate ed insieme a partner locali in Brasile, Cile, Francia e Croazia. Inizia la collaborazione con I.F.C. (*International Finance Corporation*) per il finanziamento di progetti in Sud America;

- 2007-2008: si organizzano le strutture di gruppo e le società operative, individuano le società di investimento, di gestione e il *general contractor* S.T.E. energy. Allo stesso tempo proseguono gli investimenti sia in Italia sia all'estero e si effettuano i primi investimenti nel settore dell'eolico in Basilicata;
- 2009-2011: Sorgent.e delibera un aumento di capitale a cui partecipa il fondo di investimento Amber Capital che diventa azionista di minoranza della *holding* a capo del gruppo. A tale evento societario ha partecipato successivamente parteciperà con una quota minoritaria anche il fondo italiano Orizzonte SGR espressione del sistema nazionale delle Camere di Commercio;
- 2012: viene acquisito il controllo di MJ2 Technologies, società francese che progetta, produce e commercializza in tutto il mondo i turbogeneratori VLH, brevetto internazionale in grado di sfruttare bassi e bassissimi salti permettendo la realizzazione di impianti idroelettrici fino ad oggi considerati non performanti.

## 4.2. *Composizione del capitale pre-operazione*

Precedentemente all'operazione oggetto della mia analisi, la società era di proprietà di un socio che fa capo ad un trust caritatevole che risponde al nome di Solfin SA che è una *holding* lussemburghese. Oltre a questa società che deteneva la maggior parte del capitale, nel libro soci compare anche un secondo socio che risulta essere Lithos S.p.A. che fondamentalemente fa capo allo stesso *trust*.

La società Solfin, proprio per la suo origine caritatevole consegue scopi di tipo sociale come detto la società lussemburghese fa capo ad un *trust* neozelandese denominato *Humilitas Charitable Trust*.

Oltre a Sorgent.e, Solfin possiede altre due *subholding* dedicate ad altrettanti filoni di business: oltre a quella operante nel settore dell'energia, è proprietaria di Tivigest (società operante nel settore del turismo) e Consta (che sviluppa il suo *business* nel campo delle costruzioni e dell'edilizia).

Sorgent.e presentava dati di bilancio di tutto rispetto sia per quanto riguarda i puri dati reddituali sia per ciò che riguarda il portafoglio clienti dell'impresa che risultava già attiva in tutti i paesi dell'America centromeridionale oltre che nei Balcani, in Russia, negli Emirati arabi.

Il bilancio consolidato di Sorgent.e presentava nel 2010 ricavi per 67.433.636 €, un margine operativo lordo (EBITDA) di 21.895.426 €, un risultato operativo (EBIT) pari a 14.543.567€ e un utile netto di 7.965.550€; da segnalare come tali risultati siano stati ottenuti con un patrimonio netto di 46.088.650€ e con debiti finanziari per 108.305.167€ così come evidenziati nell'*annual report* diffuso dalla società per il 2011.

Nel consiglio di amministrazione di Solfin International siedono Vincent Willems, Valérie Wesquy ed Ezechiele Citton dove i primi due rappresentano degli amministratori fiduciari mentre il terzo assieme a Debellini e Gatti ha raccolto la sfida lanciata da Don Giussani; tale società è un caso che non ha altri esempi in Italia. Questi ultimi tre soggetti hanno ceduto gratuitamente la proprietà delle azioni Solfin International al *trust* di cui sopra nel 2005; questa soluzione ha permesso di raggruppare la proprietà in un veicolo che, per legge, è irrevocabile e risulta capace di conciliare insieme attività imprenditoriali e benefiche che usano i frutti dell'azienda.

I dati di bilancio riportati sopra sono dati estratti dal bilancio consolidato elaborato dalla società posta al vertice del gruppo che, in questo caso, risulta essere Sorgent.e Holding. In particolare il documento da cui sono stati ricavati i dati aggrega i dati di ben 30 società delle quali la *holding* detiene la maggioranza del capitale.

Data la numerosità delle controllate, possiamo effettuare la seguente suddivisione:

- 1 società la cui operatività risulta essere *general contractor* Italia;
- 2 società la cui operatività risulta essere *general contractor* Estero;
- 16 società che si occupano di energia in Italia;
- 11 società che si occupano di energia all'estero

Di seguito un quadro riassuntivo di tutto il gruppo a cui fa capo Sorgent.e *holding*

# Sorgent.e Holding

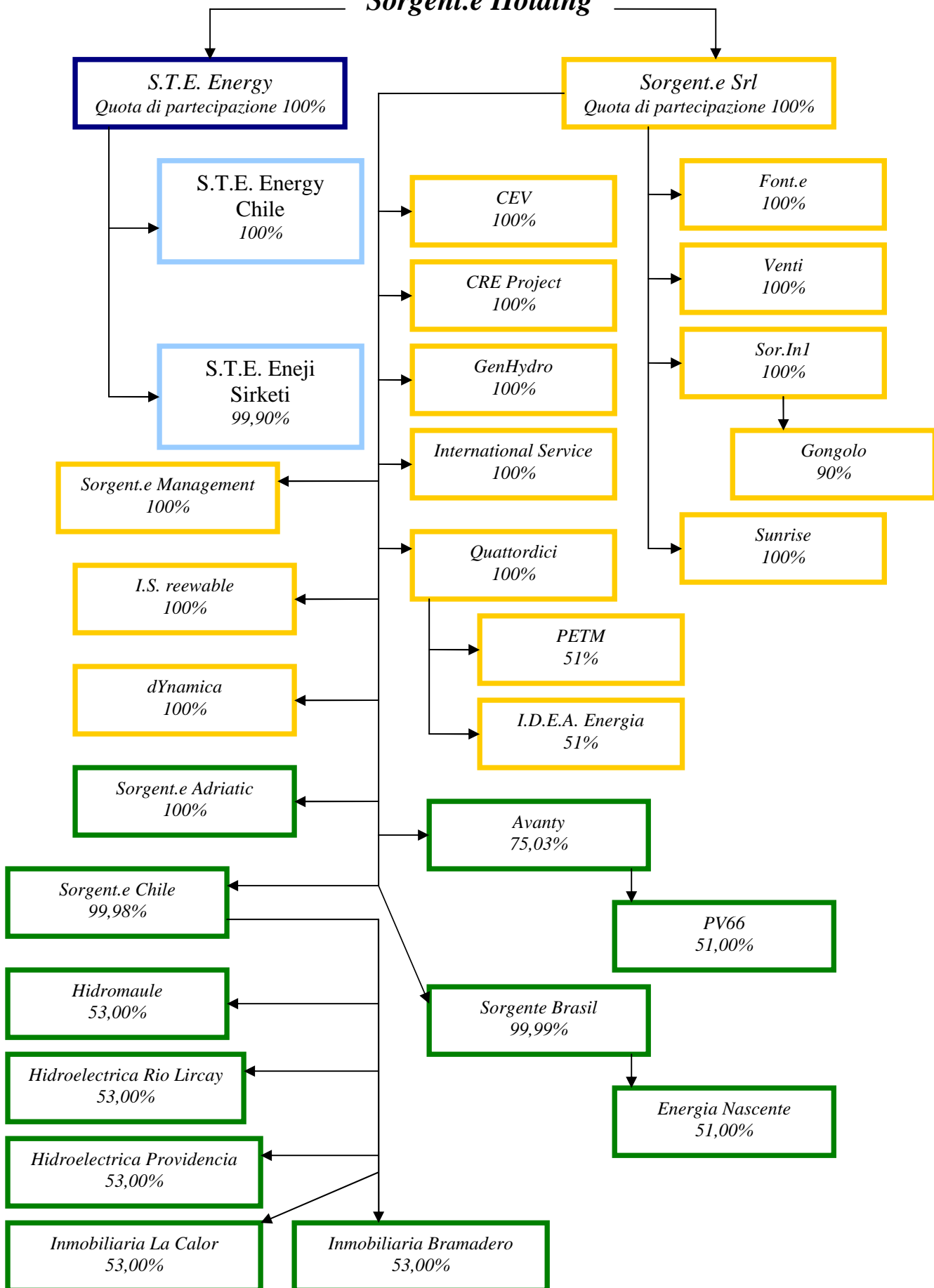


Figura 4.2 Le partecipate di Sorgent.e

### 4.3. *Motivazioni alla base dell'operazione*

La ricerca di un operatore finanziario che entrasse nel capitale della società era motivata da alcuni progetti di sviluppo che avrebbero potuto realizzarsi con l'ammontare di capitale sociale precedentemente disponibile. In effetti l'operazione si configura come un aumento di capitale il che ha proprio come obiettivo l'ampliamento di Sorgent.e in un'ottica di medio-lungo periodo.

Storicamente la società ha iniziato a svilupparsi attraverso un percorso di crescita costante con l'utilizzo dei propri impianti e facendo sempre leva sulle risorse interne alla stessa (in altre parole ricorrendo all'autofinanziamento) che necessariamente cresceva nel tempo a fronte della crescita del volume di attività ma tale modalità di finanziamento non poteva essere in grado di supportare un progetto di sviluppo articolato e importante.

L'idea della ricerca di un *partner* finanziario e, più in particolare di un fondo di *private equity*, era legata a doppio giro con la possibilità di far fare un salto dimensionale alla società stessa e dotarla delle risorse necessarie per poter guardare a progetti di sviluppo importanti soprattutto nei mercati esteri come affermato dalla dottoressa Alessandra Bianchi di Amber Capital Italia Sgr S.p.A. nel corso dell'intervista gentilmente concessami in data 07 maggio 2013.

Sorgent.e non si poteva fermare alle positive *performance* fate registrare negli anni precedenti in quanto a fronte dei repentini mutamenti succeduti alla crisi del 2008 e alle seguenti nuove sfide, tali dati non potevano far dormire sonni tranquilli. Da questo punto è nata la necessità di differenziazione delle iniziative per fonte (idroelettrica, elica e fotovoltaica) e per paese (Europa, Asia, Africa e America) in modo tale da non avere un modello di *business* eccessivamente concentrato e, di conseguenza, rischioso.

L'aumento di capitale ha avuto inizio dal 2011 precedentemente a tale data, società ha conosciuto un lustro di forte crescita:

- ◆ 2006: potenziamento dell'attività estera con acquisizioni in Costa Rica, Turchia, Ecuador, Canada e si inizia attività di sviluppo e investimento in nuovi mercati attraverso *holding* dedicate ed insieme a *partner* locali in Cile, Brasile, Francia e Croazia. Inizia la collaborazione con numerosi enti internazionali e finanziari in particolare prende avvio la collaborazione con I.F.C. (*International Finance Corporation*) per il finanziamento di progetti in Sud America;
- ◆ 2007: le attività conoscono un incremento in termini di fatturato, risultati e personale. Si intraprendono i primi investimenti nel settore eolico Rotondella e Campomaggiore (Basilicata) finanziati in Project Finance<sup>27</sup>. Si realizzano alcune

---

<sup>27</sup> L'operazione di *Project Finance* consiste in una speciale modalità di finanziamento degli investimenti di capitale fisso nella quale il servizio del debito la remunerazione del capitale di rischio sono basati essenzialmente sul *cash flow* prodotto dal progetto stesso. La stretta dipendenza delle aspettative dei creditori e degli azionisti dal *cash flow* del progetto trova espressione nel principio delle strutture *non-recourse* comportando la creazione di entità indipendenti (*Special Purpose Vehicle*) come soggetto giuridico e in termini economici; entità che incorpora gli *asset* dell'investimento e le fonti di finanziamento utilizzate a copertura del fabbisogno finanziario.

centrali di cogenerazione con impianti di teleriscaldamento<sup>28</sup> con diversi tipi di alimentazione (biomassa, gas naturale, ...);

- ◆ 2008: si organizzano le strutture di gruppo e le società operative, si individuano le società di investimento e di gestione e il *general contractor* S.T.E. energy. Si prosegue con lo sviluppo delle centrali idroelettriche in Italia e si mette in servizio la centrale di Lircay (Cile); continuano le collaborazioni nei mercati esteri per la realizzazione di contratti con i principali operatori internazionali;
- ◆ 2009: si incrementano le attività nel fotovoltaico sia realizzando numerosi parchi per diversi clienti pubblici e privati, sia sviluppando iniziative in proprio o in *partnership* con i primari attori del settore. Si inizia tramite una società partecipata francese la produzione di turbine idrauliche per bassissimi salti e ad impatto praticamente nullo (VLH<sup>29</sup>); nonostante la crisi economica, particolarmente pesante nel corso di quest'anno, la società fa registrare un aumento nei dati relativi la produzione, i fatturati ed i risultati;
- ◆ 2010: si acquisiscono importanti contratti per la realizzazione di centrali, tra i quali in Perù un impianto elettrico di 120MW<sup>30</sup>, in Italia impianti di biomassa con relative reti di teleriscaldamento. Sono entrate in servizio le centrali di Mariposas (Cile) e Montodine (Lombardia) prima in Italia con la tecnologia (VLH) a bassissimo salto e senza edificio centrale. La centrale di Lircay (Cile) viene inserita nella classifica di KPMG delle prima 100 infrastrutture mondiali, l'unica idroelettrica, per le caratteristiche socio-economiche e soprattutto ambientali.

Dalla lettura dei risultati raggiunti nei precedenti 5 anni rispetto all'operazione risulta agevole capire come Sorgent.e rappresentasse un'azienda sana e solida con ottime prospettive di crescita oltre a quelle già raggiunte. L'unica necessità della società era avere a disposizione del capitale aggiuntivo per permettere il già citato salto dimensionale utile a raggiungere sia obiettivi maggiormente ambiziosi sia maggior stabilità nel capitale sociale.

---

<sup>28</sup> Forma di riscaldamento che consiste essenzialmente nella distribuzione, attraverso una rete di tubazioni isolate e interrato di acqua calda, acqua surriscaldata o vapore (detti fluidi termovettori), proveniente da una grossa centrale di produzione alle abitazioni con successivo ritorno di detti fluidi alla centrale stessa

<sup>29</sup> Very Low Head

<sup>30</sup> MegaWatt= 10<sup>6</sup> W

#### **4.4. Modalità di conclusione dell'operazione e nuova composizione del capitale**

Stante la situazione che viveva la società come sopra descritta ed avendo una serie di obiettivi di crescita importanti, Sorgent.e ha fatto un *beauty contest*<sup>31</sup> contattando una serie di fondi; la scelta del nuovo *partner* finanziario è ricaduta su Amber Capital SGR.

L'intervento è stato strutturato con un aumento di capitale, come già anticipato, in quanto l'interesse era quello di far crescere la società e non di monetizzare con la vendita di quote appartenenti ai precedenti soci. L'operazione prevedeva un aumento di capitale complessivo per 35.000.000,00 € suddiviso in tre *tranche*: le prime due per complessivi venti milioni di euro versate nel corso del 2011 dove nel luglio 2011 c'è stato il primo *closing* e a dicembre si è provveduto a versare la seconda parte. La terza *tranche* per i residui quindici milioni di euro è stata versata alla fine del mese di ottobre 2012.

La motivazione per cui si è deciso di optare per un suddivisione in più *tranche* dell'impegno preso dal fondo è legata ai piani di sviluppo di Sorgent.e dove i progetti che la società voleva attuare prevedeva obiettivi di grande portata per un costo di 30-40 milioni complessivi della durata di 3-4 anni, di conseguenza non era necessario un versamento in un'unica soluzione al momento della chiusura dell'operazione e la suddivisione di più momenti permette di seguire le tappe del piano di sviluppo.

Una volta versato totalmente l'aumento di capitale previsto la percentuale di partecipazione detenuta in Sorgent.e era pari a 32,5% che costituiva una partecipazione di minoranza, proprio l'obiettivo iniziale della società; da l'altra parte anche Amber Capital, sottoscrivendo l'aumento di capitale per il tramite del fondo Amber Energia, centrava l'obiettivo di investimento del fondo stesso il quale prevede, nel proprio regolamento, di detenere unicamente partecipazione di minoranza.

Naturalmente si tratta di una minoranza qualificata in quanto è presente un patto para-sociale che permette di avere determinati diritti al momento dell'uscita, la presenza di un posto in consiglio e la possibilità di veto in materie rilevanti proprio nell'ottica di una cooperazione totale.

Vale la pena segnalare come l'ultima *tranche* sia stata in parte sindacata con altri investitori tra cui un'altra SGR, Orizzonti SGR legata alla Camera di Commercio Italiane.

Come anticipato Amber Capital ha effettuato l'investimento per il tramite di un fondo gestito dalla stessa società di gestione denominato Amber Energia il quale a sua volta non ha fatto direttamente l'investimento nella società ma si è avvalso di un veicolo denominato Ambra Verde III costituito in forma di s.r.l.. In questo caso il fondo ha dato la dotazione di capitale e, successivamente, è stata la stessa Ambra Verde III S.r.l. a investire direttamente in Sorgent.e *holding*.

---

<sup>31</sup> Con il termine *beauty contest* si indica una procedura attraverso la quale si giunge all'allocazione, in modo efficiente, di risorse a coloro che possono utilizzare, attribuendo alle risorse stesse il maggior valore del punto di vista economico e finanziario. Per permettere ciò, è preposta un'apposita commissione, incaricata di verificare la validità dei soggetti che partecipano all'operazione di allocazione delle risorse al fine di individuare il soggetto che meglio risponde alle caratteristiche desiderate dal promotore dell'operazione.



La società di gestione è solita operare con tale *modus operandi* in modo tale sia possibile effettuare un finanziamento alla società partecipata direttamente dal veicolo e sia possibile coinvolgere allo stesso tempo un numero maggiore di investitori (vedi la partecipazione di Orizzonti SGR) che, in questo caso, diventano soci di Ambra Verde III S.r.L.. Si può registrare anche un vantaggio operativo per la società partecipata la quale si troverà con una sola controparte (Ambra Verde III) e non una pluralità (Amber Energia, Orizzonti Sgr, ....). Ad oggi il capitale di tale veicolo è detenuto dal fondo Amber Energia per il 75% ed la parte restante è detenuta da Orizzonti Sgr ed altri investitori di minor entità.

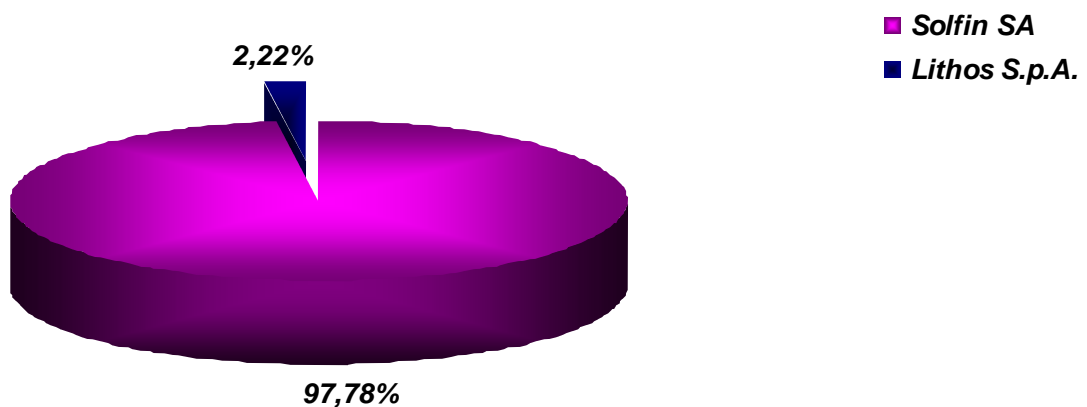
L'operazione nella sua complessità descritta sopra ha coperto un periodo temporale di due anni iniziando nel 2011 per poi essere portata a conclusione a fine 2012.

La nuova composizione del capitale di Sorgent.e *holding* prevede i seguenti soci:

- ❖ Ambra verde III: 32,5%;
- ❖ Solfin SA: 66,00%
- ❖ Lithos S.p.A: 1,5%

Di seguito grafici con evidenza della composizione del capitale pre e post l'operazione di aumento di capitale in discussione

#### **Composizione capitale sociale Sortgent.e pre operazione**



**Grafico 4.1** Composizione capitale Sorgent.e Holding prima dell'entrata nel capitale di Amber Capital SGR

### Composizione capitale sociale Sortgent.e ad oggi

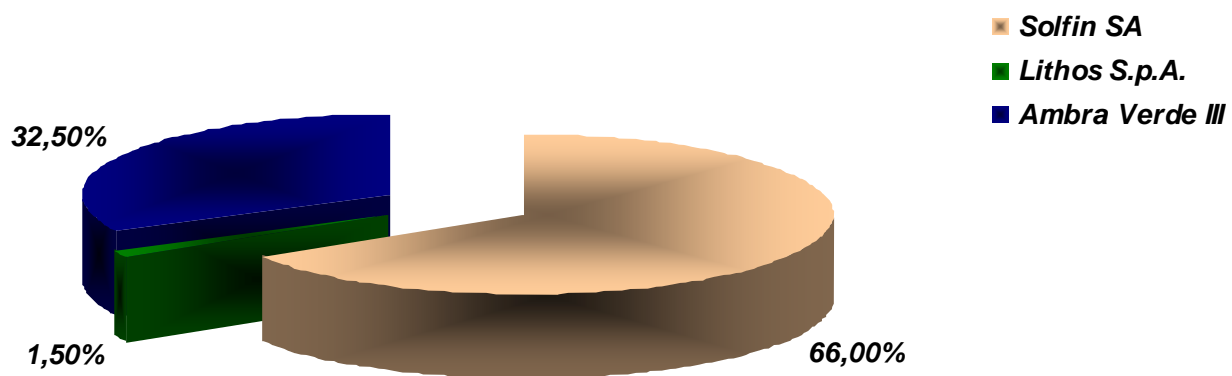


Grafico 4.2 Composizione capitale Sorgent.e Holding successivamente all'entrata nel capitale di Amber Capital SGR

## 4.5. *Sviluppo della società a seguito dell'operazione*

Le motivazioni alla base dell'operazioni, sulla base di quanto sopra esposto, risultano chiare e possono riassumersi con l'obiettivo di far crescere la società con lo sviluppo di un piano ambizioso e dimensionamenti più rilevante rispetto a quello che era stato il tasso di sviluppo storico dell'attività.

Successivamente all'investimento descritto sopra, la società ha conosciuto e sta tuttora conoscendo un periodo di crescita riassumibile con nei seguenti momenti:

- 2011: Sorgent.e Chile avvia la realizzazione di una nuova centrale di potenza pari a 14 MW nella VII Region del Maule. Prosegue la crescita all'estero di Sorgent.e attraverso l'apertura di nuove *subsidiaries* in Armenia (Hydro Energy Ital CJSC) a Santiago del Cile (S.T.E. Energy hile spa) ed in Cina a Hangzhou City, nella regione dello Zhejiang (S.T.E. Energy China). Sul fronte italiano Sorgent.e chiude l'anno con importanti risultati nel settore del fotovoltaico, con oltre 30 MWp di installazioni realizzate, e con l'entrata in funzione di 3 nuovi impianti di proprietà. Negli ultimi mesi dell'anno, Sorgent.e avvia inoltre la realizzazione di nuovi impianti idroelettrici ed eolici;
  
- 2012: Sorgent.e acquisisce il controllo di MJ2 Technologies, società francese che progetta, produce e commercializza in tutto il mondo i turbogeneratori VLH, brevetto internazionale in grado di sfruttare bassi e bassissimi salti permettendo la realizzazione di impianti idroelettrici fino ad oggi considerati non performanti. In Italia entrano in esercizio le centrali idroelettriche di proprietà di Isola Davarese (1 MW) e di Crema (1,2 MW) mentre ad Ariano Irpino viene completato e messo in funzione un nuovo impianto eolico di potenza pari a 10 MW. In Cile nel mese di dicembre entra in servizio la centrale idroelettrica di Providencia (14 MW) per impianto per Sorgent.e che, in questo modo, consolida la presenza del paese dell'America Latina diventando primo produttore di energie rinnovabili non convenzionali (ERNC) per il Cile. Al contempo, in Canada, si avvia la conclusione del processo d'acquisizione di una serie di progetti in sviluppo per la realizzazione di nuovi impianti idroelettrici. Viene costituita Sorgent.e Hydro Canada a *Vancouver* per supportare il progetto di crescita avviato durante l'ultimo anno. Prosegue il lavoro di ricerca e sviluppo realizzato dal *team* di tecnici di STE Energy che nel corso del 2012 sono stati chiamati a presentare, nel corso di alcuni seminari, i risultati preliminari del lavoro condotto sul funzionamento in rete isolata di piccoli generatori idroelettrici a magneti permanenti connessi alla rete attraverso un convertitore di frequenza.

A differenza dell'operazione analizzata nel capitolo precedente, in questo caso l'entrata nel capitale sociale di un *partner* finanziario non ha portato con sé la necessità di uno sviluppo in termini prettamente manageriali della società stessa in quanto, al momento dell'acquisizione già si strutturava in maniere importante non solo in termini di persone ma anche in termini di competenze.

Parallelamente l'apporto di valore di cui la società sta usufruendo sensibile se volgiamo la nostra attenzione al *network* di conoscenze e alle seguenti opportunità di *business*; il gruppo Amber, infatti, oltre all'SGR italiana che gestisce il fondo che ha fatto l'investimento, ha carattere internazionale con sedi a Londra e a New York che investe non solo sul mercato non quotato ma, principalmente, sul mercato quotato con delle competenze settoriali forti tra cui spicca il settore dell'energia che è sempre stato guardato con molta attenzione.

In questo modo Sorgent.e ha la possibilità di entrare in contatto con persone/società altrimenti escluse dalla propria rete di conoscenze ed il contributo, quindi, si fa sentire in modo maggiore dal punto di vista del *business* piuttosto che dal punto di vista amministrativo.

## 4.6. *Prospettive future*

Trattandosi di progetti con un orizzonte temporale medio/lungo, l'orizzonte temporale dell'investimento del fondo risulta essere maggiore rispetto ai canonici 3 anni ed essere pari ad almeno 5 anni e l'exit potrebbe avvenire non prima del 2016. Questo in relazione al fatto che la società *target* ha come obiettivo la conclusione degli impianti e la messa in produzione degli stessi e quindi in grado di produrre ricavi e incidere positivamente sull'EBITDA<sup>32</sup>.

La modalità di *exit* previsto è l'IPO questo in quanto i soci di maggioranza non sono disposti a cedere la totalità delle loro azioni per cui le possibili modalità di uscita per le quali la società di gestione poteva optare risultavano: vendere la società ad un altro operatore finanziario o industriale oppure la quotazione sul mercato; ed è proprio quest'ultima l'opzione considerata di *first best*.

Naturalmente la scelta dell'*exit* più appropriato dipende dalle scelte di gestione che verranno fatte dal *management* successivamente alla conclusione e la messa a regime degli impianti realizzati grazie all'aumento di capitale sopra descritto.

Una volta che la società *target* ha completato il proprio piano di investimenti, viste le caratteristiche del *business*<sup>33</sup>, inizia a produrre cassa. Dal momento che la stessa ha concluso un piano di investimenti importanti è giusto che continui ad investire in modo che, nel medio termine una volta che l'impianto finisce e finiscono gli incentivi non diventando più redditizio produrre con una determinata struttura, la capacità produttiva sia adeguatamente integrata.

La scelta opposta potrebbe avere caratteristiche più attendistiche in quanto successivamente ad un periodo di importanti investimenti, il *management* potrebbe decidere di rallentare il passo e distribuire i rendimenti ottenuti degli investimenti per pensare ad un nuovo piano di sviluppo solamente in un secondo momento.

Solo nel secondo caso Sorgent.e potrebbe rappresentare un investimento attrattivo per un nuovo investitore (finanziario o industriale) che, pur acquisendo una quota di minoranza, può avere la certezza di effettuare un investimento a minor rischio ed avere a disposizione importanti flussi di cassa.

Come detto in precedente, però, la strada su cui si sta ragionando ora riflette il primo dei casi sopra ipotizzati in base al quale una volta che il ciclo di investimenti si sarà chiuso, si imposta un nuovo piano chiedendo al mercato le risorse necessarie; in questo modo i soci finanziari escono, almeno in parte.

---

<sup>32</sup> *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*: rappresenta l'utile prima degli interessi passivi, imposte e ammortamenti su beni materiali e immateriali

<sup>33</sup> Il *business* delle energie rinnovabili è caratterizzato da delle importanti uscite di cassa iniziali per la costruzione degli impianti, una volta terminata la costruzione degli stessi i costi di gestione sono molto bassi di conseguenza si hanno dei ricavi più o meno certi e dati dal prezzo di vendita dell'energia (in parte incentivato e in parte no in relazione alle normative regolamentari presenti nei vari mercati). Possiamo affermare che un impianto elettrico possa produrre un EBITDA margin pari a 70-75% che risulta essere un margine molto elevato.

Naturalmente queste sono solo ipotesi e prospettive future che, al momento, sono molto incerte e non possono che essere tali vedendo la data in cui è ipotizzato l'*exit* dal capitale inoltre la società sta andando bene e sta mantenendo i *target* che si erano fissati prima dell'acquisizione.

La probabilità che l'investimento da parte di Amber continui anche successivamente al periodo previsto inizialmente sono molto basse in quanto il fondo Amber Energia scade nel 2018 e, di conseguenza l'*exit* previsto nel 2016 risulta propedeutico alla liquidazione dello stesso.

In ogni caso le prospettive future per Sorgent.e *holding* sono piuttosto rosee posto che sta superando il momento di crisi economico/finanziaria con risultati molto positivi ed è un gruppo in continua crescita. L'investimento del *partner* finanziario dovrebbe permettere alla società di fare il salto dimensionale e, la successiva quotazione, dovrebbe permetterle di mantenere progetti di sviluppo ambizioni e, allo stesso tempo, remunerare gli azionisti con flussi di cassa elevati e continui.

# ***CAPITOLO 5***

## ***Entrata del Fondo italiano di investimento nel capitale di Rigoni di Asiago S.p.a***

### ***5.1. Caratteristiche della società target***

La Rigoni di Asiago svolge attività di produzione e commercio nel mercato alimentare proponendo prodotti esclusivamente provenienti da agricoltura biologica. Alla tradizionale produzione di miele, l'azienda ha affiancato Fiordifrutta, DolceDì, Nocciolata e Fruttosa:

- Miele: il miele biologico della Rigoni di Asiago viene prodotto in una serie di prodotti selezionati nelle varietà migliori e nei sapori più diversi; i fratelli Rigoni propongono dal 1992 miele biologico, cioè un miele naturale ottenuto in un ambiente incontaminato;
- Fiordifrutta: è una preparazione di frutta preparata esclusivamente con prodotti biologici e dolcificata con succo di mele selvatiche;
- DolceDì: è lo zucchero naturale contenuto nelle mele biologiche; un dolcificante che nasce dall'esperienza delle Rigoni di Asiago nel campo del biologico
- Nocciolata: crema spalmabile di cacao e nocciole i cui ingredienti sono tutti provenienti da agricoltura biologica come nel tradizionale impianto di produzione di Rigoni di Asiago;
- Fruttosa: nuovo modo di consumare la frutta fresca, ispirato da un'antica ricetta del popolo cimbro; è una miscela di frutta biologica fresca e pronta all'uso. Questo prodotto è stato studiato dalla società per 10 anni al fine di ottenere una conservazione ottimale in grado di salvaguardare le qualità della frutta.

Tutti i prodotti della Rigoni di Asiago si ispirano alle ricette originali dal popolo cimbro; una popolazione proveniente dal nord Europa che si stanziò in un'area di montagna che si estendeva tra due antiche vie di comunicazione tra la pianura veneta ed l'Europa settentrionale; l'area in cui si stanziarono è quella che oggi viene denominata Altopiano di Asiago.

La storia della Rigoni di Asiago nasce da molto lontano, almeno due generazioni fa, quando Elisa Antonini (nonna di Andrea, Antonio, Luigi e Mario Rigoni che rappresentano l'attuale vertice aziendale della società) indirizzò due dei suoi nove figli, entrambi malati di poliomielite<sup>34</sup>, in un dopolavoro legato al miele e, di conseguenza, strettamente legato alle api, già grande passione del marito Antonio (morto a Varese da sfollato della Prima Guerra Mondiale).

Con il tempo la famiglia Rigoni notò che il miele, principalmente prodotto per usi domestici, trovava consensi sempre più larghi e la relativa richiesta cresceva; decisero così di vendere la produzione eccedente. Andò tutto talmente bene che l'apicoltura divenne un'attività talmente importante da richiedere l'apertura della Apicoltura Rigoni Snc, azienda a conduzione familiare dove Mario e Paolo Rigoni (i due fratelli malati di poliomielite) furono i primi titolari. Scoparsi questi ultimi, subentrarono nella gestione Vittorio e Narciso.

Andrea, Antonio e Luigi, figli di Vittorio e Mario, l'erede di Narciso subentrarono nella gestione dell'azienda una volta che i tempi furono maturi.

Dalla nascita e fino al 1978, l'impegno della famiglia Rigoni fu concentrato esclusivamente sull'allevamento delle api nell'Altopiano di Asiago; a partire dal 1979, con l'insediamento della terza generazione dei Rigoni, iniziò l'attività di trasformazione e commercializzazione di altri tipi di miele, oltre a quelli di produzione propria. In breve tempo l'attività di trasformazione assunse la preminenza rispetto a quella produttiva con un'ulteriore novità: la proposta di tante varietà di miele legate all'origine botanica.

La caduta del muro di Berlino rivoluzionò l'Europa anche per il mercato del miele, iniziarono ad arrivare dall'Est prodotti venduti a prezzi molto più bassi e di dubbia qualità, inoltre con la crisi dei consumi degli anni '90-'91, iniziarono a prendere vita i negozi *discount*. L'effetto immediato fu uno sconvolgimento delle richieste dei clienti tanto che ci fu un tracollo dei ricavi marginali fatti registrare dal prodotto. La società dovette affrontare tale momento di crisi nel periodo meno adatto in quanto la stessa era contemporaneamente esposta finanziariamente con un investimento importante: l'apertura (datata 1990) del nuovo centro produttivo a Foza (nell'Altopiano di Asiago) dotato di moderni impianti e nuove strutture produttive.

A seguito della crisi, i Rigoni fecero una scelta lungimirante: furono tra i primi in Italia, si parla del 1992, a sposare la causa del biologico per rivolgersi a quella parte di mercato che, dati gli anni in cui fu presa la decisione, possiamo definirla come una vera e propria "nicchia".

Nel 1993 venne aperta una porta importante sulla Bulgaria, con la nascita di società collegate e destinate particolarmente alla raccolta di alcuni tipi di frutta biologica impiegata per Fiordifrutta. Tale attività di coltivazione è andata via via sviluppandosi negli anni; nel 1997 ci fu lo storico cambiamento di denominazione sociale, la vecchia Apicoltura Rigoni Snc diventò Rigoni di

---

<sup>34</sup> Spesso chiamata paralisi infantile; sebbene il 90% delle infezioni da polio non causino sintomi, gli individui affetti possono presentare una serie di condizioni se il virus entra nella circolazione sanguigna. Nell'1% dei casi, il virus penetra nel sistema nervoso centrale, dove colpisce solitamente i neuroni motori portando ad una debolezza muscolare e paralisi. Nel 1910 gran parte del mondo ha sperimentato un drammatico aumento dei casi di polio e le epidemie sono diventate eventi regolari, soprattutto nelle grandi città e durante i mesi estivi.



Asiago Spa per adeguarsi alla costante crescita. Nello stesso periodo nasce anche la Rigoni USA Inc che distribuisce sul mercato statunitense la gamma completa di prodotti.

Nel 1999 entrano nella compagine societaria due nuovi partner, la società pubblica Sviluppo Italia e la finanziaria regionale Veneto Sviluppo con i fratelli Rigoni che mantengono la maggioranza delle quote azionarie.

Grazie all'apporto del nuovo capitale, la Rigoni di Asiago conosce un periodo di sviluppo notevole diventando *leader* del biologico in Italia; nel 2005 i Rigoni riacquistano le quote societarie detenute da Sviluppo Italia e Veneto Sviluppo tornando ad avere il pacchetto completo delle azioni della Rigoni di Asiago Spa.

Nel dicembre 2011 entra le capitale sociale il Fondo Italiano di Investimento con lo scopo di incentivare la crescita dell'azienda, la cui maggioranza societaria resta nelle mani della famiglia Rigoni.

La società, che ha cambiato nuovamente tipologia giuridica passando da società per azioni a società a responsabilità limitata ed insieme denominazione sociale divenuta Monte Miela srl, è oggi un'azienda di successo a cui si unisce una tradizione di famiglia che è stata tramandata e viene sviluppata dalle nuove generazioni.

## 5.2. *Composizione del capitale pre-operazione*

La società ha conosciuto nella sua recente storia diverse modifiche alla composizione del capitale, infatti, come visto nel primo paragrafo dal 1999 in poi la Rigoni di Asiago ha visto l'entrata nella propria compagine societaria di alcuni investitori istituzionali che, successivamente, hanno dismesso la loro partecipazione vendendo le azioni ai membri della famiglia stessa.

Entrambi gli investitori istituzionali hanno una caratteristica particolare in quanto l'investimento che gli stessi effettuano non ha prettamente scopo di lucro ma soltanto l'obiettivo di finanziare le società più meritevoli al fine supportarle nel loro sviluppo.

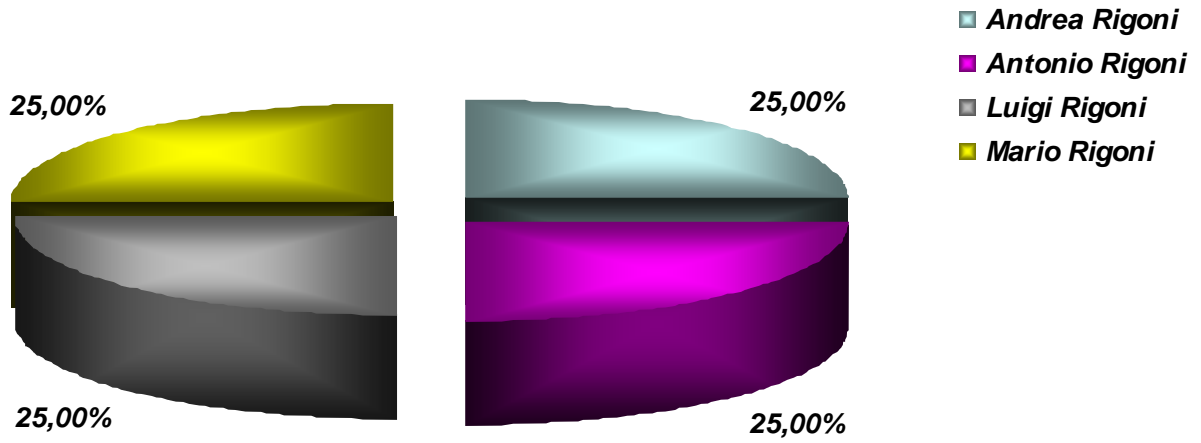
Sviluppo Italia, entrata nel capitale con una partecipazione pari al 12,3% del capitale, ed ora denominata Invitalia, è l'Agenzia nazionale per l'attrazione degli investimenti e dello sviluppo d'impresa, agisce su mandato del Governo per accrescere la competitività del Paese, in particolare del Mezzogiorno, e per sostenere i settori strategici per lo sviluppo. I suoi obiettivi prioritari sono: favorire l'attrazione di investimenti esteri, sostenere l'innovazione e la crescita del sistema produttivo, valorizzare le potenzialità dei territori.

Veneto Sviluppo Spa, entrata nel capitale con una partecipazione pari al 29,8%, è la società finanziaria partecipata al 51% dalla Regione del Veneto e per il restante 49% da undici gruppi bancari nazionali e regionali, che contribuisce ad attuare le linee di programmazione economica dell'ente regionale attraverso l'attivazione e la gestione di specifici strumenti finanziari a favore delle piccole e medie imprese venete appartenenti a tutti i settori di attività. L'attività della società consiste nell'assicurare alle PMI l'accessibilità agli strumenti finanziari messi a disposizione, nel rafforzare l'operatività degli intermediari che in Veneto operano a favore della crescita del sistema produttivo e nel realizzare progetti di supporto allo sviluppo regionale in settori strategici. Oggi Veneto Sviluppo gestisce, per conto della Regione del Veneto, oltre 700 milioni di euro di finanziamenti agevolati.

Come si capisce dalla breve descrizione degli investitori fatta sopra, l'entrata di questi ultimi nel capitale della società, ha avuto unicamente lo scopo di sostenere la stessa per il consolidamento dello sviluppo nel settore del biologico in Italia, attività per la quale Rigoni di Asiago è *leader* nel mercato nazionale.

Dopo l'investimento durato circa sette anni la famiglia Rigoni ha liquidato gli investitori istituzionali per tornare al possesso della totalità del capitale sociale. In particolare la compagine sociale è formata in parti uguali da Andrea, Antonio, Luigi e Mario Rigoni.

**Composizione capitale sociale Rigoni di Asiago pre-operazione**



*Grafico 5.1 Composizione capitale Rigoni di Asiago precedentemente all'entrata nel capitale del Fondo Italiano Investimenti*

### 5.3. *Motivazioni alla base dell'operazione*

Dall'intervista di Alessandra Puato pubblicata il 9 gennaio 2012 nell'inserto Economia de "Il Corriere della sera" possiamo vedere le dichiarazioni dell'amministratore delegato e socio della società Andrea Rigoni il quale dichiara: «< Il Fondo italiano ci aiuterà ad espanderci in Bulgaria, dove abbiamo i terreni adatti alle nostre coltivazioni biologiche, e ad aprire altre consociate all'estero. Abbiamo accelerato sul suo ingresso perché non riusciamo a star dietro agli ordini, i clienti ci pagano molto in ritardo e siamo consapevoli che le banche saranno sempre meno presenti. Ora apriremo una nuova linea di produzione, aumentando gli occupati. Pensiamo che F2I ci dia più garanzie di un fondo di *private equity* tradizionale, perché l'ottica non è solo di fare cassa. La nostra filosofia è che guadagnare troppo e in fretta non va bene».

Da qui si capisce come la proprietà abbia voluto ripercorrere l'esperienza già vissuta tra la fine degli anni '90 e l'inizio del 2000 con l'ingresso di un investitore istituzionale atipico rispetto a quelli protagonisti negli altri casi studiati.

La politica di investimento del fondo italiano ha l'obiettivo di fornire alle imprese di piccole e medie dimensioni, tramite investimenti diretti o indiretti nel capitale di rischio, vuole rappresentare un sostegno finanziario nell'ambito di operazioni di "*expansion capital*" finalizzate a finanziare lo sviluppo delle imprese già avviate anche tramite acquisizioni. Il fondo investe in imprese dotate di buona solidità patrimoniale di una adeguata redditività attuale e prospettica e, soprattutto, di un significativo potenziale di creazione di valore.

Come riportato nell'intervista rilasciata dell'amministratore delegato della società, l'iniezione di liquidità fornita da questo investimento servirà per espandere le coltivazioni in Bulgaria ma, oltre a ciò, visto il continuo aumento della richiesta di prodotti, l'idea è quella di affiancare allo stabilimento produttivo di Foza (unico stabilimento produttivo della Rigoni) un altro reparto produttivo ad Albaredo D'Adige comune in cui è situato il principale centro logistico della società. L'obiettivo è quello di avviare la produzione nel nuovo stabilimento entro il 2014 anche a seguito del raddoppiamento della superficie coperta che, come afferma sempre l'amministrato delegato durante l'intervista a "L'Arena", passa da 6 mila a 12 mila posti *pallet* con una superficie di 25 mila metri quadri di cui circa 3.500 coperti dal magazzino.

Successivamente a questo investimento la provincia di Verona acquisirà un ruolo centrale per la famiglia Rigoni; il piano di sviluppi, a seguito dell'apertura del nuovo centro produttivo, prevede di mantenere a Foza le lavorazioni più specializzate mentre ad Albaredo verranno destinate le produzioni di più alta rotazione destinate alla grande distribuzioni; si prevede una decuplicazione della capacità produttiva della società nel suo complesso.

Naturalmente il piano di investimento riguarda anche la parte del personale in quanto che in previsione l'assunzione di una quindicina di persone con gradualità a seconda delle esigenze che si andranno a presentare.

Prima dell'aumento di capitale la capacità produttiva era pari a 150 mila vasetti di marmellata, miele e crema di nocciola ma, arrivati a questo punto, gli spazi non sono sufficienti a rispondere alle richieste del mercato che è in continua crescita.

#### **5.4. *Modalità di conclusione dell'operazione e nuova composizione del capitale***

L'operazione di entrata nel capitale sociale della Rigoni di Asiago da parte del Fondo Italiano di Investimento si configura come un aumento di capitale; tale modalità è quella solitamente utilizzata dal fondo stesso il quale effettua gli investimenti attraverso interventi nel capitale di rischio di società di piccole e medie dimensioni operanti nei settori dell'industria, commercio e servizi, per accompagnarle, con professionalità, lungo il percorso di crescita.

La società ha deciso di optare per un fondo di *private equity* di origine statale al fine, tra le altre, di ripetere l'esperienza positiva già vissuta negli anni precedenti, inoltre, il *management* della Rigoni di Asiago ha riconosciuto le elevate professionalità presenti all'interno del fondo. Naturalmente la scelta del Fondo italiano è riconducibile anche alla necessità di avere un *partner* che vedesse l'investimento come un supporto allo sviluppo dell'economia e che non avesse un periodo d'investimento predeterminato. Queste sono proprio le caratteristiche principali del fondo promosso dal ministero dell'economia il quale, altra differenza rispetto agli altri casi analizzati, non ha apportato un contributo apprezzabile in termini di *know-how* amministrativo in quanto se da una parte la Rigoni era già strutturata in modo importante, dall'altra il fondo non si propone obiettivi di questo genere.

L'operazione prevede un investimento da parte del Fondo italiano per 14 milioni di euro, in parte attraverso un aumento di capitale a fronte della sottoscrizione di una quota di minoranza ed in parte attraverso la sottoscrizione di un prestito obbligazionario convertibile; in particolare l'investimento nel capitale risulterebbe essere pari a dieci milioni e, la parte rimanente, sottoforma di finanziamento.

Dal punto di vista della SGR l'investimento risultava interessante in quanto, oltre ad essere visto in un'ottica sistemica come già sopra descritto, Rigoni di Asiago presentava un forte marchio riconosciuto sia a livello nazionale sia internazionale e può contare su una gamma diversificata di prodotti biologici.

Successivamente alla conclusione dell'operazione il compagine societaria ha visto, quindi, l'entrata del nuovo investitore istituzionale con una quota pari al 35% del capitale sociale totale.

Di seguito si propone un grafico con evidenza con nuova composizione del capitale sociale di Rigoni di Asiago una volta conclusa l'operazione

### Composizione capitale sociale Rigoni di Asiago post-operazione

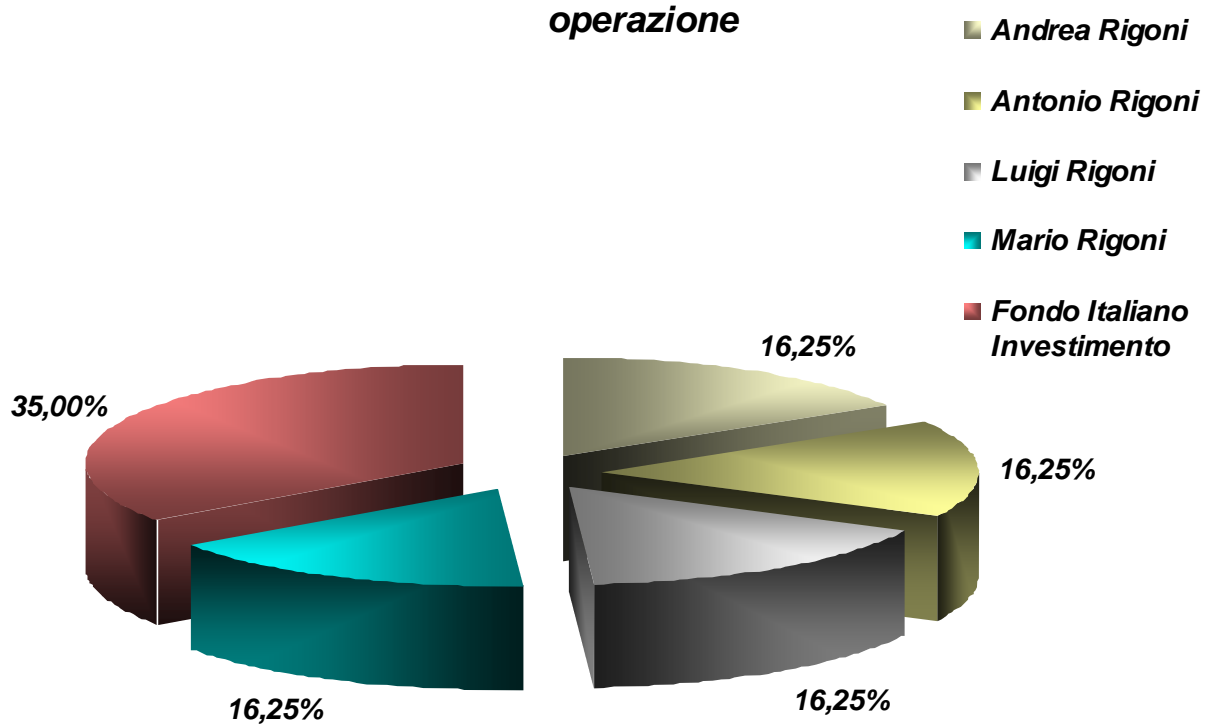


Grafico 5.2 Composizione capitale Rigoni di Asiago successivamente all'entrata nel capitale del Fondo Italiano Investimenti

## 5.5. *Sviluppo della società a seguito dell'operazione*

L'intervento del Fondo Italiano di Investimento è finalizzato a supportare la società nell'ampliamento della capacità produttiva, nel consolidamento della posizione di leadership acquisita sul mercato domestico e nell'ulteriore percorso di crescita sui mercati internazionali, anche attraverso il lancio di prodotti e confezioni innovative.

La descrizione di cui sopra è quanto fornito direttamente dal ministero del tesoro nella reportistica relativa la relazione sull'attività svolta alla data del 31 dicembre 2011.

Questo investimento è stato portato a conclusione nel 2011 e, come detto nei capitoli precedenti, ha come fine principale la messa a regime di un secondo stabilimento produttivo ad Albaredo D'Adige entro il 2014; come conseguenza di ciò è naturale non si possano apprezzare già oggi gli sviluppi della società a seguito dell'operazione.

Gli unici dati che possiamo considerare riguardano i fatturati dell'azienda, la quale, nell'ultimo anno proprio alla voce fatturato, ha visto superare l'importo di 65 milioni di euro, in aumento del 7,44% rispetto al 2011 avendo tuttora a disposizione una sessantina di dipendenti.

Ma l'operazione del Fondo italiano non è l'unica che ha coinvolto la società nell'ultimo periodo della sua vita. Parallelamente a questa, infatti, si aggiunge il finanziamento di 4 milioni che Sace<sup>35</sup> ha garantito alla Rigoni per sostenere i piani di crescita all'estero: costi per attività pubblicitarie, *marketing* e le spese di adesione a fiere in Italia ed estero, oltre che per l'acquisto di terreni agricoli in Bulgaria (dove Rigoni possiede 250 ettari e ha in affitto sia con privati sia con lo Stato altri 1.900 ettari) e di macchinari per la coltivazione e la lavorazione di frutta.

Oltre al nuovo centro produttivo veronese, il piano di sviluppo comprende la costruzione di secondo centro di prima lavorazione e surgelazione in Bulgaria dove la società, visto anche la quantità di terreno posseduta, coltiva il 50% della frutta necessaria per le sue produzioni in Italia come riportato nel articolo di Mauro Pizzin pubblicato da "Il Sole24 Ore" in data 27 marzo 2012.

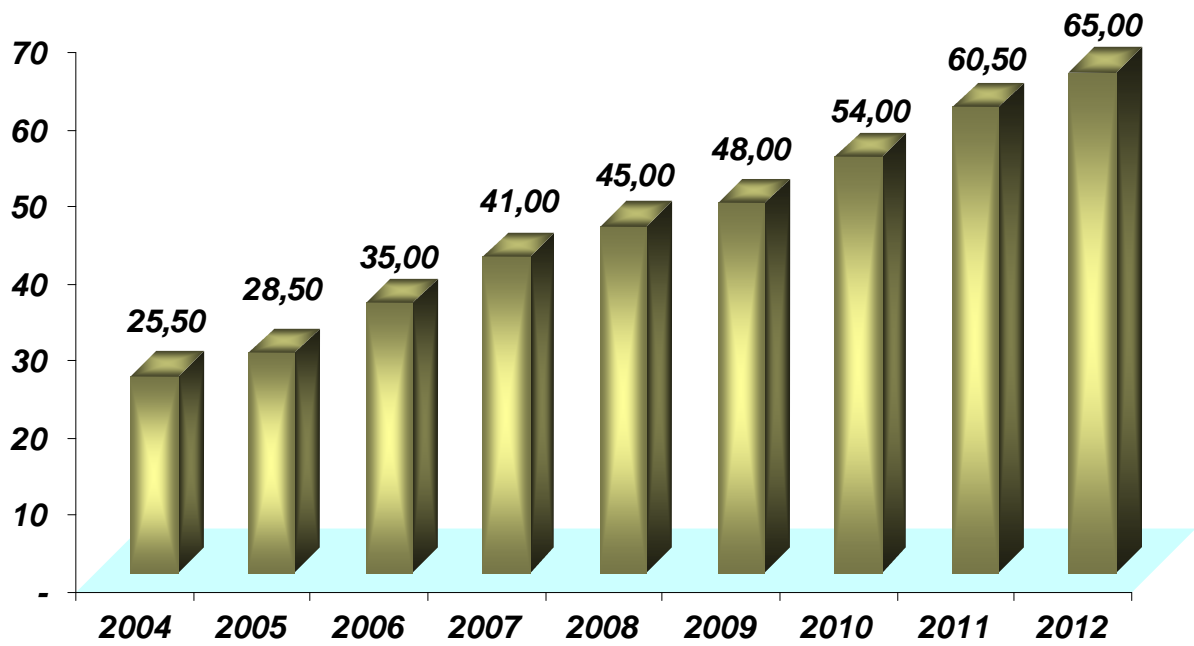
Di seguito presento un grafico con l'andamento, in termini di fatturato, registrato dalla società per il periodo 2004-2012; ad una prima visione risulta chiaro che la società ha vissuto e sta tuttora vivendo un periodo di forte espansione infatti, in circa 8 anni, il fatturato è più che raddoppiato. Ulteriore punto che vale la pena sottolineare è l'incremento registrato dal 2008 ad oggi, periodo di forte crisi economica per pressoché tutti i settori produttivi; in tale momento storico Rigoni di Asiago ha fatto registrare un risultato positivo con un aumento delle vendite del 60%. Risultati decisamente importanti se guardiamo, oltre al periodo in cui sono stati registrati, il settore di mercato che si propone di raggiungere la società con i suoi prodotti; un settore di nicchia, il biologico in Italia, che probabilmente non risente della crisi.

---

<sup>35</sup> Sace è il gruppo italiano che offre alle imprese servizi assicurativi e finanziari per accrescere la loro competitività. Il gruppo offre un'ampia gamma di prodotti e servizi per sostenere le aziende e le banche nel loro *business* sul mercato domestico ed internazionale. Con i prodotti relativi l'assicurazione del credito proteggono le vendite delle aziende che concedono dilazioni di pagamento ai propri acquirenti italiani ed esteri. Sace è attivo anche nei servizi di consulenza per individuare le opportunità di *business* nei mercati internazionali.



### **Fatturato Rigoni di Asiago in milioni di euro**



*Grafico 5.3 Fatturato Rigoni di Asiago in milioni di euro per il periodo 2004-2012*

## 5.6. *Prospettive future*

Dall'ultimo grafico del paragrafo precedente abbiamo visto come Rigoni di Asiago, pur non avendo all'interno del suo capitale, ha fatto registrare una continua crescita e, di conseguenza la scelta di far entrare nel capitale sociale della Rigoni di un *partner* finanziario istituzionale come il Fondo italiano aveva proprio lo scopo di consolidare la crescita dell'azienda e, attraverso un accurato piano di sviluppo, fare il salto dimensionale che permetta alla stessa di raggiungere anche i mercati internazionali.

Prima di analizzare le prospettive future in termini di risultati aziendali vale la pena sottolineare come il *core business* della società sia molto fragile: all'inizio dell'anno 2009 il mercato del miele (punto di riferimento della Rigoni di Asiago) sembrava in preda ad una contrazione irreversibile per successivamente ripartire e continuare a gonfiare vele. Il problema fatto registrare nel 2009 era figlio della pessima annata precedente, come affermato dall'amministrato delegato della società, e dovuta allo spopolamento del patrimonio apistico italiano, la produzione è poi iniziata a crescere nel 2009 grazie alla decisione di sospendere l'utilizzo di neonicotinoidi<sup>36</sup> nella concia delle sementi<sup>37</sup>; insetticidi che hanno provocato la moria delle api; ciò ha consentito alle api di tornare in gran numero e soprattutto in buona salute.

Come avuto modo di approfondire nel corso dell'intervista effettuata al dott. Cera (CFO di Rigoni di Asiago) gentilmente concessa il giorno 13 maggio, l'entrata nel capitale sociale del Fondo italiano le prospettive, già di per sé rosee, sono di un aumento sostanzioso dei fatturati per arrivare alla quota simbolo di 100 milioni di euro vedendo così un ulteriore aumento del 54%.

Le tempistiche con le quali il fondo provvederà a dismettere la propria partecipazione non sono al momento note e l'uscita è prevista solamente nel momento in cui il piano di investimenti sarà completamente ultimato. Come non è attualmente nota la durata dell'investimento<sup>38</sup>, risulta altrettanto sconosciuta la prevista modalità di *exit* scelto dall'investitore istituzionale al fine di liquidare la propria partecipazione; naturalmente le opzioni non sono molte se da un lato i soci

---

<sup>36</sup> I neonicotinoidi sono i principi attivi con cui vengono ricoperti i semi di mais con funzione di difesa del seme da insetti e parassiti. Il loro rilascio nell'aria in fase di interrimento si è dimostrato fortemente tossico anche per le api. Su 27 campioni di api morte analizzate dall'Istituto Zooprofilattico del Piemonte, Liguria e Valle d'Aosta, 24 sono risultati positivi a tali sostanze. Alla luce di queste risultanze e ad analoghe rilevazioni in altre regioni, e in seguito alla richiesta della Commissione Politiche Agricole a nome delle regioni, il Ministero dell'Agricoltura ha richiesto al Ministero della Salute un intervento di sospensione. Il ministero della salute, sentita la Commissione Fitofarmaci, ha emanato il decreto 17 settembre 2008 che stabilisce la "sospensione cautelativa dell'autorizzazione all'impiego per la concia di sementi di prodotti fitosanitari contenenti le sostanze attive *clothianidin*, *thiamethozam*, *imidacloprid* e *fipronil*". Analoghi provvedimenti erano già stati presi da altri Stati dell'Unione Europea.

<sup>37</sup> La concia delle sementi è una pratica in uso tra gli agricoltori da almeno due lustri consiste nell'avvolgere il seme che verrà successivamente piantato in una pellicola all'interno della quale viene inserita una dose determinata di fitofarmaco. Questo composto viene portato all'interno dei tessuti della pianta mentre la stessa si sviluppa con una funzione protettiva da insetti e parassiti. Tale modalità di impiego ha portato ad una drastica riduzione della quantità di prodotto necessario per un'adeguata protezione delle culture nei campi rispetto alle precedenti tecniche utilizzate.

<sup>38</sup> Il regolamento del fondo prevede che la durata dello stesso sia fissata in 12 anni di cui 5 anni per l'investimento (più una eventuale proroga di un anno) e 7 anni per il disinvestimento (più una eventuale proroga di 2 anni). Sapendo che il fondo ha effettuato il primo *closing*, possiamo affermare che l'investimento durerà almeno 4 anni più il successivo periodo per decidere e successivamente effettuare l'investimento.

attualmente presenti possono riacquistare la partecipazione dall'investitore istituzionale (strada già percorsa al momento della dismissione delle precedenti partecipazioni istituzionali), dall'altra la strada percorribile è quella della quotazione in borsa attraverso un IPO.

Proprio in quest'ottica possiamo leggere la partecipazione della Rigoni di Asiago al progetto *Elite*, un programma di Borsa Italiana, realizzato con il sostegno di Confindustria e Abi, presentato per evidenziare alla comunità finanziaria e alle istituzioni le prime 30 società selezionate. Si tratta, in sostanza, di Pmi accomunate da un obiettivo di crescita che prevedono anche di affrontare alcuni cambiamenti. Il progetto *Elite*, attraverso una piattaforma di servizi integrati, accompagna le aziende in questo percorso, migliorando la capacità di finanziare la propria attività e i propri investimenti, uscendo dalla piccola dimensione per entrare nella grande dimensione.

Le aziende selezionate mirano ad un salto di qualità, attraverso l'apertura del capitale a nuovi investitori (la Rigoni di Asiago aveva già percorso questa strada) oppure al debutto in Borsa sul mercato dedicato alle società di piccola capitalizzazione.

Ottenuta la certificazione, la società avrà accesso ad una *community* di investitori nazionali e internazionali al fine di incrementare il proprio *brand* e avere maggiore visibilità; oltre a ciò la certificazione finale d'eccellenza di Elite avrà un impatto positivo sul merito di credito dell'azienda.

Con queste premesse e con tale progetto in corso è naturale pensare che, nel caso in cui il piano di sviluppo vada a buon termine, le prospettive future della società prevedono la sua quotazione in borsa.

# CAPITOLO 6

## *Nozioni acquisite dai casi studiati*

I tre casi che ho potuto studiare sono eterogenei sia per ciò che riguarda le dimensioni della patrimonializzazione della società, sia per quanto riguarda il settore di attività sia per le caratteristiche geografiche del *business* di ciascuna di esse. Al contrario, le tre operazioni sono accomunate dalla tipologia di *deal* che hanno coinvolto le tre società, in tutti i casi infatti si tratta di aumenti di capitale, sia per quanto riguarda la percentuale di capitale acquisita dall'investitore finanziario, in tutti i casi si tratta di partecipazione di minoranza.

Come abbiamo visto, nel corso delle pagine precedenti, il fondo di *private equity* non si limita ad apportare capitale ma l'azienda vede l'entrata di competenze, *network* e idee; negli esempi studiati, ciascun fondo ha portato un *plus* diverso: nel primo caso l'ottica manageriale, nel secondo caso un importante rete di conoscenze oltreoceano, nel terzo caso l'esperienza e il *network* necessario per accedere al circuito di quotazione della Borsa Italiana.

Alajmo s.p.a. ha visto l'entrata dell'investitore istituzionale alla fine del 2010 quando è cambiata anche la composizione del consiglio di amministrazione con la partecipazione di Giorgio Drago, amministratore delegato di Palladio Finanziaria, e Nadia Buttignol, *investment manager* presso Palladio Finanziaria, entrambi con la carica di consigliere mentre gli altri 5 componenti sono tutti espressione della famiglia che detiene la restante parte di capitale. Chiaramente tale modifica al CdA è propedeutica all'entrata nel capitale della società di Venice spa veicolo della finanziaria vicentina; naturalmente come è facile intuire, il controllo effettivo resta in mano alla famiglia Alajmo la quale, oltre a detenere la maggioranza del capitale, può vantare, di conseguenza, la maggior parte dei consiglieri in assemblea.

Considerazione simile può essere fatta per gli altri due casi dove per Sorgent.e, a seguito dell'entrata di Amber Capital, la composizione del consiglio di amministrazione ha visto l'entrata di due nuovi esponenti che sono espressione del fondo Amber Energia che ha sottoscritto l'aumento di capitale per il tramite di Ambra Verde III. I nuovi membri sono Umberto Mosetti (che oltre alla carica di consigliere, ricopre il ruolo di vice presidente del consiglio di amministrazione) presidente del consiglio di amministrazione in Amber Capital Italia Sgr, e Oughourlian Joseph Marie, co-fondatore di Amber Capital Investment Manager. I rimanti soggetti

componenti il CdA sono espressione della parte rimanente della proprietà, in particolare: un consigliere rappresentativo di Orizzonti Sgr che ha effettuato l'operazione di aumento di capitale con Amber e, i rimanenti quattro, rappresentano le società che detengono, formalmente, la parte maggioritaria del capitale sociale (Solfin International SA e Lithos Spa) che sappiamo fare capo ad un unico *trust*.

Anche nel caso della Rigoni di Asiago, l'operazione ha portato ad una modifica della composizione del CdA ma, a differenza dei precedenti, non riesco ad essere maggiormente preciso relativamente il nome ed il ruolo ricoperto da ciascuno di essi in quanto tali dati non sono disponibili; questi nuovi membri si sono affiancati ai quattro (Andrea, Antonio, Luigi e Mario Rigoni) già rappresentativi della 65% del capitale detenuto, come per Alajmo, nelle mani della famiglia.

Passando ad una breve analisi dei bilanci possiamo vedere come le tre società facciano registrare, negli ultimi anni, un aumento del fatturato a conferma che, pur attraversando un periodo difficile dal punto di vista macro economico, il *core-business* delle aziende sono solidi: Alajmo ha fatto registrare un aumento di fatturato del 5% nel 2011 (anno in cui il fondo di private equity era già presente all'interno del capitale) arrivando a 5.121.371 € con un EBITDA 335.101 (in deciso aumento rispetto a 137.175 fatto registrare solo l'anno prima) risultato notevole alla luce del fatto che l'acquisizione del caffè Quadri a Venezia non ha iniziato da subito a remunerare l'investimento in quanto nei primi 5 mesi dell'anno per un rinnovo completo, il locale è rimasto chiuso (tale dato è anche il maggiore fatto registrare nei tre anni di gestione della società).

Anche Sorget.e ha fatto registrare un risultato simile nel confronto tra gli ultimi due bilanci disponibili passando da 59.659.314 a 63.030.603 con un aumento del 5,65%; differenza interessante da notare rispetto al precedente caso è come qui, a causa della natura propria dell'attività dell'azienda, si debba tener conto oltre che del fatturato anche del dato relativo le variazioni di lavori in corso (la necessità di considerare anche tale voce è legata al fatto che la società produce ricavi una volta che l'impianto energetico viene aperto e messo in produzione ma la realizzazione dello stesso dura diversi esercizi e, di conseguenza, è corretto considerare l'avanzamento dei lavori per competenza di ciascun anno), particolarità non presente negli altri due casi, la società ha fatto registrare un EBITDA di 26.501.775 in aumento del 21% rispetto a quello dell'anno precedente pari a 21.937.619.

I dati relativi il fatturato della Rigoni di Asiago sono già stati esposti nel capitolo 5 (vedi grafico 5.3), in questa sede basta ricordare come, anche in qui, il fatturato sia aumentato del 7,4% e la collochi tra le principali imprese del settore.

Già con questi pochi dati possiamo capire come tre società così radicalmente diverse in termini di fatturato e settore di competenza abbiamo riscosso comunque l'interesse dei fondi di *private equity*, fondi profondamente diversi tra di loro ma, proprio grazie a ciò, capiamo come siano realtà presenti ed interessate trasversalmente in tutti i settori dell'economia senza fare differenza tra dimensione o carattere geografico dell'attività.

Analizzando le società a confronto con le altre operanti nello stesso settore e nella stessa area geografica possiamo affermare che le stesse si possano catalogare come le migliori in termini di fatturato e di EBITDA. Rimangono sopra la media del campione se si analizzano gli stessi dati in confronto con il numero di dipendenti o gli anni di vita della società.

Emblematico è il caso di Alajmo in quanto risulta essere l'unica società all'interno del suo settore (ristorazione di lusso, alberghiero e nel commercio al dettaglio ed *export* di prodotti alimentari selezionati) con un livello di capitalizzazione così elevata tra le aziende attive da meno di 5 anni, e, sempre da questo punto di vista, risulta altrettanto evidente che Sorgent.e si identifichi come una delle più importanti realtà presenti nel nord-est attiva nel campo della produzione di energia in un settore che consta di più dell'80% di società di piccole dimensioni.

Questa caratteristica è legata al fatto che la maggior parte delle società sono veicoli costituiti *ad hoc* al fine di effettuare degli investimenti in un determinato territorio o con un determinato obiettivo (il classico *Project Finance*); tali strutture fanno poi riferimento, a loro volta, a gruppi di controllo situati in altre zone della penisola.

A conferma di ciò possiamo notare la distribuzione geografica del campione nel quale quasi il 50% dei casi risulta che faccia riferimento alla provincia di Bolzano ed il 10% a Trento per un totale del 60% da ricondurre al Trentino Alto Adige. Questo risultato non è un caso: in tale regione, infatti, la produzione di energia elettrica risulta più agevole grazie alle numerose cascate di origine torrentizia presenti sul territorio.

**Distribuzione geografica società del campione**

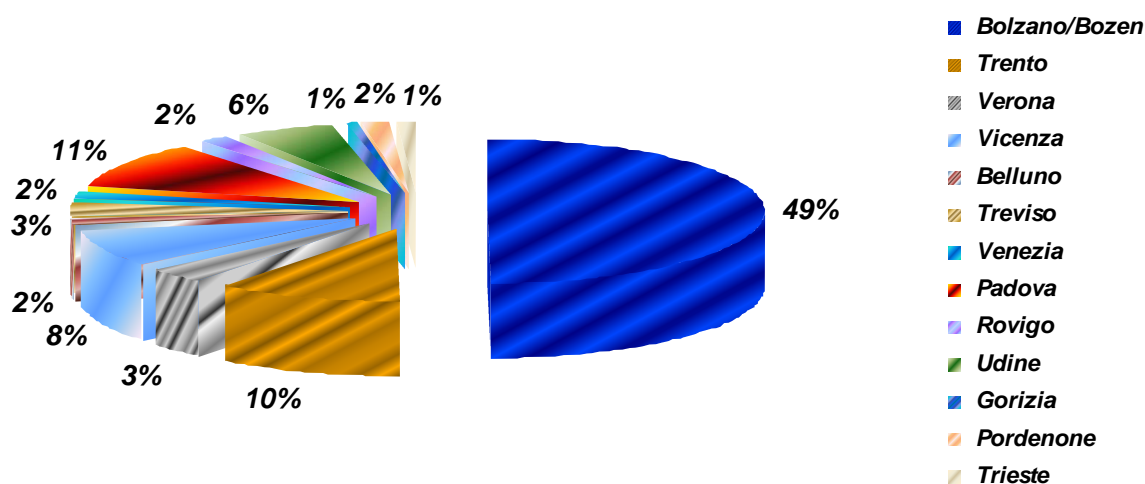


Grafico 6.1 Distribuzione geografica società produttrici energia elettrica nel nord-est: elaborazione personale su dati AIDA

Queste sono le caratteristiche che hanno fatto apprezzare le società all'investitore istituzionale che ha visto fondamenta decisamente solide sulle quali far crescere progetti di sviluppo interessanti; con la presenza di un investitore istituzionale, inoltre, le società potranno accedere più agevolmente ad altre forme di finanziamento per periodi medio-lunghi; la presenza del nuovo socio rappresenta una garanzia per gli istituti di credito i quali hanno la certezza che:

- i bilanci ed il *business plan* è già stato messo sotto la lente di ingrandimento per verificarne la bontà e la possibilità che gli obiettivi prefissati vengano effettivamente raggiunti;
- hanno la possibilità di lavorare con un soggetto qualificato che trasmette le conoscenze e le competenze necessarie al *management* della società;
- se vengono scelti per una richiesta di finanziamento è sintomo che le condizioni offerte sono le migliori di quelle disponibili sul mercato: grazie alla sua rete di conoscenze, infatti, ciascun fondo di *private equity* ha la possibilità di sapere in breve tempo i tassi ed i vincoli proposti da ciascuna banca

L'entrata del fondo nella società ha portato a sviluppi diversi in ciascuno dei tre casi in quanto altrettanto diversificate erano le situazioni aziendali in cui il fondo entrava.

Con l'entrata della finanziaria, Alajmo ha conosciuto uno sviluppo importante in termini di gestione societaria in quanto si è, di pari passo, effettuato un notevole affinamento della reportistica prodotta; reportistica che, anche se non richiesta esplicitamente dal nuovo investitore, risulta propedeutica al fine di avere sotto controllo, nel miglior modo possibile, l'andamento della gestione della società in ogni momento di vita dell'azienda.

Sorgent.e Holding assieme alle relative partecipate presenta, a differenza della prima, una struttura di gruppo decisamente complessa; in una società come questa, il fondo di *private equity* non ha apportato valore aggiunto in termini di struttura del personale (solitamente nelle aziende di piccole dimensioni l'entrata di un fondo vede, di conseguenza, anche l'ingresso di un CFO e di una struttura manageriale maggiormente complessa) o di reportistica utilizzata per la gestione aziendale, l'entrata del nuovo investitore, in questo specifico, è stata apprezzata e lo sarà ancora di più in futuro per il *network* di conoscenze oltreoceano che porta con sé. Tanto più se si pensa che la capogruppo Amber Capital ha sede a *New York* ed è guidato da Joseph Oughourlian che ora siede anche, con la carica di consigliere, nel CdA di Sorgent.e Holding.

Per il caso di Rigoni di Asiago abbiamo una fattispecie ancora diversa rispetto alle precedenti, attraverso l'analisi dei dati a disposizione sul *database* AIDA (vedi appendice 1) si capisce come l'azienda sia matura per un aprirsi ai mercati di borsa: il *business* è solido ed il fatturato è in continua crescita. Il salto di qualità da parte della società è stato fatto grazie al lavoro svolto dalla terza generazione di Rigoni attivi dal 1979 e l'investimento effettuato dal Fondo Italiano di

Investimento è stato fatto nell'ottica di poter assicurare una maggior quantità di capitale propedeutica all'ampliamento della capacità produttiva per portare, una volta concluso il periodo di presenza nel capitale della società, alla sua quotazione in borsa.

Anche se non dichiarato, infatti, risulta abbastanza chiaro come il fine ultimo sia quello dell'apertura del capitale ai mercati: da un lato, infatti, la terza generazione è attiva nella società da più di trent'anni e si presenta ora un problema di passaggio generazionale che potrebbe risultare problematico (si dovrebbero equilibrare attentamente i rapporti di forza tra gli eredi posto che, alcuni di essi potrebbero non essere interessati all'attività dei loro avi), dall'altro la partecipazione della Rigoni di Asiago al progetto *Elite* potrebbe dare le conoscenze e le competenze necessarie al *management* per affrontare nel breve tempo la quotazione

Le innovazioni proposte del nuovo socio alle tre diverse società hanno già iniziato a portare ad alcuni risultati tangibili che, solo nel primo caso, possono essere tradotti in termini bilancistici.

Come affermato dall'amministratore delegato di Alajmo S.p.A. durante l'intervista, la gestione della società ha iniziato ad avvenire in un'ottica maggiormente manageriale caratterizzata da una più attenta pianificazione e dall'elaborazione di strategie a medio-lungo termine.

A conferma di ciò possiamo notare come sia cambiato il posizionamento della società rispetto alla media del settore per quanto riguarda le principali voci di costo componenti il bilancio in relazione al fatturato: nel 2010 a parità di costo di acquisto i ricavi rientravano nella media del settore, nel 2011, invece, il fatturato risulta essere decisamente sopra la media (vedi appendice 1); risultato analogo si ottiene spostando l'attenzione sul costo del personale (voci di costo che rappresentano le principali componenti di spese presenti a bilancio per le società del settore). Dall'altra parte, e solo per il costo relativo al personale, riusciamo a vedere come la società inizi a dare giustificazione in termini di economici dell'importante struttura voluta dal *management* già in fase di costituzione della società per sostenere adeguatamente i progetti di crescita; sicuramente il fatto che la società abbia deciso di strutturarsi in questo modo ha convinto Palladio che la famiglia Alajmo era la prima a credere nel progetto che andava proponendo e quello che mancava per darle forma era la necessità di avere a disposizione un adeguato capitale. A supporto di quanto detto per Alajmo, propongo un grafico in cui vengono messe in relazione le voci sopra analizzate ed il loro andamento dal 2009 al 2011. E' facile notare come la situazione sia cambiata nel 2011 dove, con un incremento del fatturato si è registrata una diminuzione dei costi per materie prime ed un aumento proporzionale dai costi del personale (e non più che proporzionale come fatto registrare l'anno precedente).



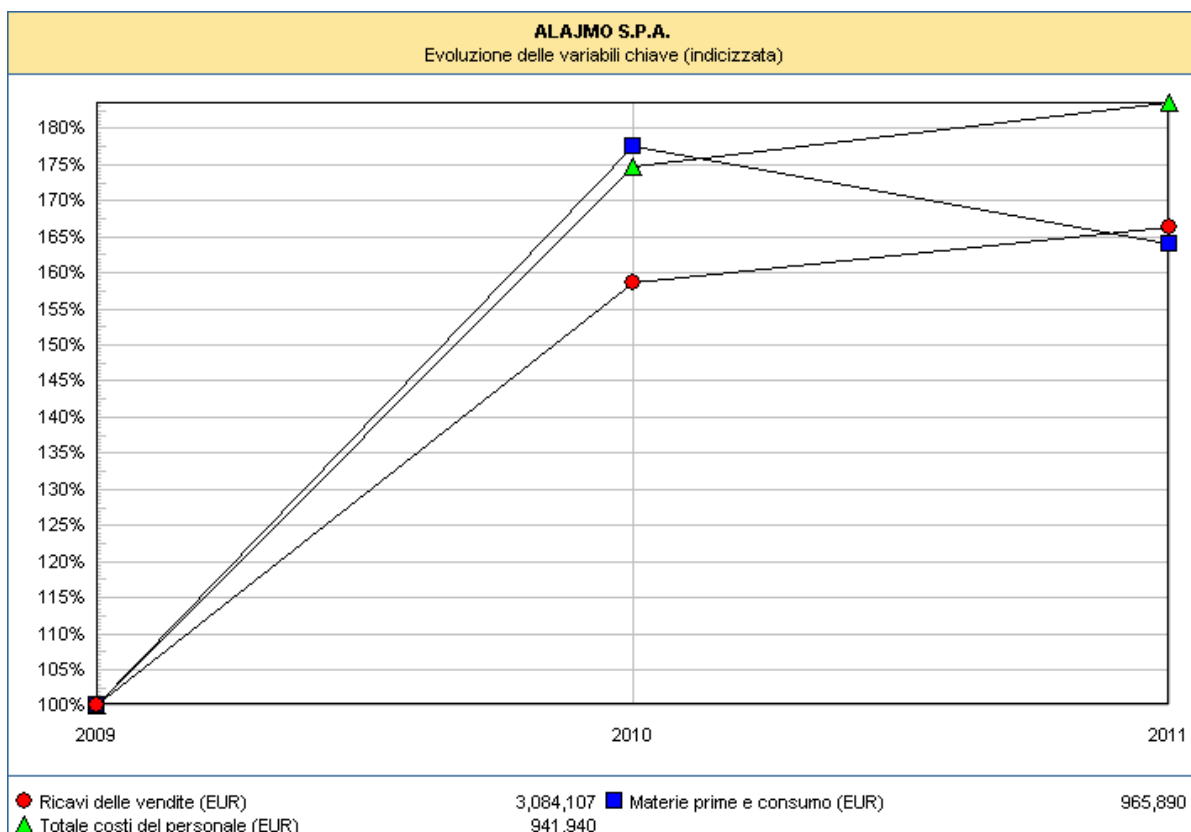


Grafico 6.2 Evoluzione ricavi delle vendite, materie prime - consumo e costi per personale per il periodo 2009-11 Alajmo S.p.A.: elaborazione AIDA

Per verificare ulteriormente la bontà dei risultati ottenuti dalla società, possiamo confrontare questi ultimi con quelli ottenuti da un'azienda delle stesse dimensioni operante nel settore affine come può essere la Cipriani S.p.A; in questo caso otteniamo una struttura di costi maggiormente variabile e, calcolando le stesse statistiche già utilizzato per Alajmo, possiamo capire che i miglioramenti evidenziati per il caso studio non sono unicamente attribuibili alle variazioni di mercato (altrimenti anche Cipriani ne avrebbe beneficiato).

Questo confronto ci ha permesso di capire come l'ingresso di Palladio Finanziaria nel capitale di Alajmo spa abbia effettivamente modificato la gestione della società stessa con interventi che si possono apprezzare già dal primo anno. E' normale che i risultati saranno più apprezzabili a partire dagli anni seguenti ma ciò ci permette di capire come il fatto che la presenza del nuovo socio abbia una durata prestabilita e di non lungo termine, fa in modo che le misure e le migliorie avvengano fin da subito.

Da sottolineare come, in questo caso, non sia stato direttamente la finanziaria a "premere" affinché si arrivasse a questi risultati ma è stata la precedente proprietà a conseguirli grazie ad una gestione della società effettuata in un'ottica maggiormente manageriale introdotta, questa sì, dal nuovo investitore a cui va dato il merito di aver stimolato gli Alajmo a cambiare il loro *modus operandi* senza intervenire in modo diretto sulla gestione della società.

In questo modo, una volta conclusosi il periodo d'investimento, Palladio potrà alienare la propria partecipazione secondo le modalità previste sapendo di lasciare la gestione ad un *team* con conoscenze e competenze decisamente maggiori rispetto al momento della sua entrata.

Negli altri due casi studiati l'ingresso del nuovo socio è avvenuto nel corso del 2011 di conseguenza non possiamo verificare le ripercussioni in termini di dati di bilancio che ciò ha avuto.

Iniziando da Sorgent.e, possiamo vedere come i costi del personale, quelli per materie prime e per servizi (quest'ultima risulta una componente importante della struttura dei costi presente nel bilancio della società) non abbiano subito variazioni di rilievo rimanendo sopra la media del settore in cui la società opera. Con ciò possiamo affermare come l'investimento di Amber Capital in Sorgent.e Holding abbia caratteristiche molto diverse rispetto al primo caso studiato: in quell'ambito, infatti, il contributo apportato dal fondo era tangibile in termini di razionalizzazione dei costi oltre che di quelli del personale anche per la quantità relativa le materie prime e di consumo; in questo secondo caso, oltre all'apporto di nuovo capitale (utile per la realizzazione di nuovi progetti) non si è reso necessario migliorare il rapporto costo/fatturato. E' normale che un'azienda complessa e strutturata come si presenta Sorgent.e con una storia di più di 15 anni in un settore tanto specifico, abbia già trovato la propria collocazione in termini di costi e, sotto questo punto di vista, non abbia bisogno di *know-how* esterno. Ulteriore conferma di ciò la possiamo ritrovare sul fatto l'unica miglioria richiesta dagli esponenti del fondo a livello di reportistica riguarda la periodicità con cui la stessa viene prodotta, chiedendo una frequenza trimestrale anziché semestrale. Tale richiesta è dettata dalle esigenze del fondo che, ogni tre mesi, deve determinare il valore delle quote in circolazione ed inviare i prospetti di calcolo ai suoi investitori così come previsto dal regolamento.

La società di gestione ha deciso per l'investimento in Sorgent.e a fronte degli importanti risultati ottenuti; guardando il valore del ROI (Return On Investment<sup>39</sup>) calcolato da bilancio 2010 è pari a 9,42%<sup>40</sup>, questo è il terzo miglior risultato fatto registrare da aziende del settore di grandi dimensioni (numero di dipendenti superiore a 75). Questo andamento si è mantenuto anche nel 2011 con un ROI pari a 8,84% ed entrando nelle migliori 5 società di produzione di energia elettrica.

Da segnalare come le società che hanno fatto registrare risultati migliori rientrino in una di queste categorie: società municipalizzate, società partecipate da realtà operanti a livello nazionale (ENEL, EDISON), società che lavorano direttamente con l'amministrazione pubblica per lo sviluppo e mantenimento dei servizi idroelettrici. Possiamo capire, quindi, come Sorgent.e sia l'unica società che cerca di creare il proprio *business* senza il supporto pubblico o di società già operanti nel settore.

---

<sup>39</sup> E' il rapporto tra il risultato operativo e il capitale investito; esprime la redditività caratteristica del capitale investito, ove per redditività caratteristica si intende quella al lordo della gestione finanziaria, delle poste straordinarie e della pressione fiscale.

<sup>40</sup> Fonte AIDA

La Rigoni di Asiago (ricordiamo che il 13/03/2012 ha cambiato denominazione passando a Monte Miela Srl mantenendo comunque i diritti di proprietà del marchio che ormai contraddistingue i suoi prodotti a livello nazionale e internazionale) opera in un segmento costituito da società il cui fatturato non supera i 15 milioni di euro, valore che la stessa ha raggiunto già nel 2004. La particolare dimensione dell'azienda si capisce anche guardando il numero di dipendenti: quasi l'85% delle società che formano il campione abbia meno di 15 dipendenti mentre, nel nostro caso, i dipendenti dichiarati sono circa 60 escludendo dal calcolo i nuovi posti creati a seguito dell'apertura del nuovo stabilimento produttivo, previsto dal piano di sviluppo concordato con il nuovo socio.

E' proprio la presenza di quest'ultimo a costituire la particolarità maggiormente interessante del terzo caso studio in quanto il Fondo Italiano di Investimento opera in un ottica di sistema e non solo alla ricerca degli investimenti maggiormente redditizi.

L'investitore ha visto nella Rigoni di Asiago una delle aziende *target* per definizione; essa, infatti, rappresenta un'eccellenza nel suo settore già riconosciuta a livello nazionale e internazionale, ha un fatturato superiore ai 30 milioni di euro e può rappresentare un polo di aggregazione per le imprese di piccola-media dimensione operanti nello stesso settore. Da ultimo, come già anticipato si potrebbe presentare un potenziale problema di successione familiare che, con un'impresa di queste dimensioni, non sarebbe facilmente risolvibile. Proprio per questo motivo e grazie al Fondo Italiano di Investimento la società sta partecipando al programma *Elite*

Il programma *Elite* si rivolge alle migliori aziende italiane con un progetto in tre fasi e le aiuta a tracciare il percorso verso la quotazione:

- le affianca in un processo unico di cambiamento culturale e organizzativo;
- le avvicina ai mercati di capitale;
- migliora i rapporti col sistema bancario e imprenditoriale;
- facilita l'internazionalizzazione

Una società *Elite* è più trasparente, più efficiente, più visibile e più attraente per i potenziali investitori.

Molte delle società coinvolte nel progetto hanno conosciuto nei mesi/anni precedenti l'entrata nel proprio capitale del Fondo italiano, ciò a sottolineare come questo investitore istituzionale sia particolarmente concentrato in imprese che presentino caratteristiche che ne fanno una potenziale società da avviare alla quotazione.

Per la Rigoni di Asiago il primo passaggio per la definitiva quotazione potrebbe essere l'entrata nel listino AIM Italia<sup>41</sup>.

---

<sup>41</sup> AIM Italia il mercato di Borsa Italiana dedicato alle piccole e medie imprese italiane che vogliono investire nella loro crescita. Si contraddistingue per il suo approccio regolamentare equilibrato per un'elevata visibilità a livello internazionale e per un processo di ammissione flessibile, costruito su misura per le necessità di finanziamento delle PMI italiane nel contesto competitivo globale. AIM Italia – Mercato Alternativo del Capitale offre alle imprese di piccola dimensione la possibilità di accedere in modo efficiente ad una platea selezionata di investitori focalizzata sulle *small caps*.

Questo caso presenta importanti differenze rispetto ai precedenti in quanto l'investitore istituzionale non porta con sé una visione imprenditoriale tale da influenzare il *management* della società (nel primo caso analizzato abbiamo visto le migliorie in termini di ottimizzazione di costi, nel secondo caso abbiamo incontrato la notevole rete di conoscenze internazionale che la società può sfruttare) ma lascia gli imprenditori liberi di continuare e sviluppare la propria idea mettendo a disposizione importanti capitali e senza prevedere, fin da subito, l'anno di uscita.

Altra caratteristica interessante ritrovabile in questa operazione che le differenzia dalle altre è la presenza in contemporanea di un impegno in c/capitale e in c/finanziamento; questo in quanto il finanziamento permetteva maggior flessibilità alla società con la possibilità di poter utilizzare le risorse finanziarie senza aver una presenza importante e influente in termini di percentuale di capitale detenuto all'interno del CdA. Questa visione è in linea con gli obiettivi del Fondo italiano il quale, appunto, prevede di prestare solamente un sostegno finanziario all'azienda senza effettuare investimenti di tipo speculativo e detenendo solo partecipazioni di minoranza all'interno delle aziende sulle quali investe.

Inoltre, la presenza di questo particolare operatore all'interno del capitale permette di avere una visibilità nazionale e internazionale altrimenti inarrivabile e, assieme a questa, l'accesso a forme di finanziamento messe a disposizione da istituzioni nazionali e europee portando la garanzia di un fondo nato su iniziativa del governo italiano.

In tutti i casi studiati ci siamo trovati di fronte a società che ricoprivano una posizione di *leadership* all'interno del loro settore di riferimento con un marchio solido e riconosciuto o riconoscibile a livello internazionale; presentavano indicatori di bilancio positivi e interessanti *business plan* da sviluppare a cui, però, mancavano le necessarie risorse finanziarie.

Il fondo di *private equity* che le società hanno deciso di far entrare all'interno del loro capitale promette di essere un sostegno solido nel periodo necessario per essere "traghetate" da una situazione ad un'altra.

Le operazioni oggetto dei casi di studio riguardano settori profondamente diversi tra di loro e, infatti, altrettanto diversificate risultano essere le modalità di intervento; impossibile dire in quale dei tre casi il fondo abbia apportato maggior valore aggiunto in quanto la valutazione definitiva si potrà dare solamente una volta che il fondo stesso abbia disinvestito la propria quota di partecipazione. Sicuramente le premesse sono buone, le tre società sono solide e hanno un *management* di qualità; in due dei tre esempi l'azienda aveva già negli anni passati un organigramma complesso e strutturato in funzione della già complessa realtà aziendale, nel primo caso la riorganizzazione aziendale è stata necessaria in funzione della ricerca di un *partner* finanziario al fine di rafforzare la credibilità del progetto di sviluppo che andavano a presentare.

# ***PARTE III***

## ***Conclusioni***

# CAPITOLO 7

## *Prospettive future*

Durante la raccolta del materiale necessario per lo sviluppo di questa tesi, ho avuto modo di parlare con molti operatori del settore, inoltre, partecipando all'edizione 2012 del Rapporto Private Equity Monitor (PEM<sup>®</sup>) ho avuto la possibilità di capire qual'è il sentimento del mercato relativamente i futuri sviluppi del *private equity* in Italia.

Per approfondire le prospettive future del settore possiamo aiutarci con i dati relativi la raccolta fatta registrare in Italia negli ultimi 16 anni.

**Dati raccolta (in milioni di Euro)**

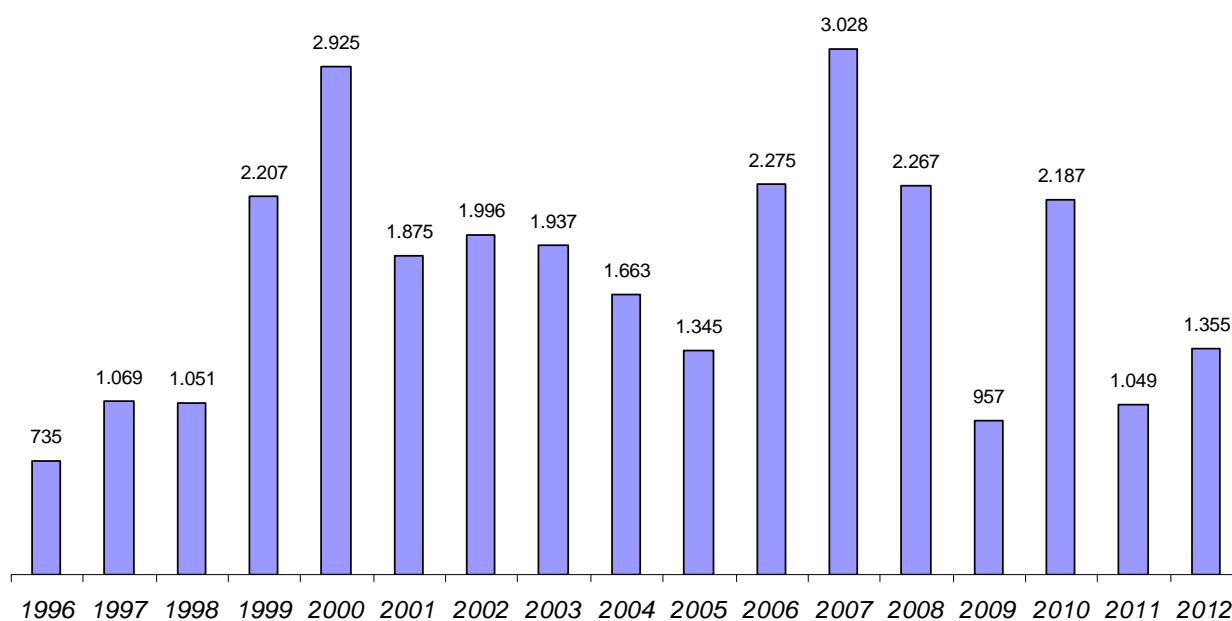


Grafico 7.1 Raccolta fondi private equity: elaborazione personale su dati AIFI

E' facile intuire come il biennio 2006-2008 abbia rappresentato il triennio in cui si sono registrati i livelli massimi di raccolta; un fondo che ha visto la luce in quel periodo, dopo 5 anni, ha chiuso il periodo di raccolta ed entra nel vivo il periodo di investimento. La società che ha promosso quel fondo si trova ora, per poter rimanere visibile sul mercato, a cercare di promuovere un nuovo fondo che potrà essere anche un *remake* del precedente che aveva riscosso successo tra gli operatori. In questi anni, come possiamo vedere dal grafico 7.1, i livelli di raccolta sono più che dimezzati rispetto al 2007 e la società si troverà fortemente in difficoltà nell'affrontare l'avvio del nuovo prodotto e, cosa più importante, non sarà facile rimanere attiva e visibile sul mercato.

Al contrario le realtà che sono riuscite a raccogliere negli ultimi anni hanno un importante potenziale di successo; se riescono ad ottenere, grazie ad un attenta gestione, dei buoni rendimenti, quando si presenteranno nuovamente sul mercato (presumibilmente del 2015 in poi) per la promozione di un nuovo fondo, potranno raccogliere ingenti capitali; gli stessi capitali che ora gli investitori non mettono a disposizione degli operatori di *private equity* in quanto ritengono che, in questi anni di crisi economico-finanziaria, il segmento sia troppo rischioso e incerto.

Dal punto di vista delle operazioni effettuate possiamo affermare come, per il terzo anno consecutivo, si sia registrata una sostanziale stabilità dell'attività d'investimento sia con riferimento al numero di operazioni, sia alle dinamiche che le caratterizzano. Nel 2012 sono state registrate circa 80 operazioni divise abbastanza equamente tra investimenti di minoranza e operazioni di *buy-out* ma con la caratteristica comune di essere sempre più indirizzate verso imprese con un fatturato inferiore ai 30 milioni di euro.

Per non farci ingannare dai dati esposti, risulta necessario sottolineare come, anche nel 2012, il contributo prestato dal Fondo Italiano di Investimento sia stato decisamente rilevante confermandosi il principale operatore con una quota pari al 17% del mercato, equivalente a 14 operazioni portate a termine di cui 10 nel secondo semestre.

Da segnalare come, nel corso del 2012, abbia iniziato la propria operatività anche il Fondo Strategico Italiano, il cui contributo risulta ancora marginale in termini di operazioni (2 investimenti nel corso dell'ultimo anno). Il FSI è stato creato per legge (Decreto Ministeriale 3 maggio 2011); è una *holding* di partecipazioni il cui azionista strategico è la Cassa Depositi e Prestiti, società per azioni pubblica (70% Ministero dell'Economia e delle Finanze, 30% Fondazioni di origine bancaria) attiva nel sostegno dell'economia e nello sviluppo infrastrutturale. Gli attuali fondi a disposizione sono pari a 4 miliardi di euro ed il capitale obiettivo è pari a 7 miliardi di euro; questa realtà investe in imprese che abbiano l'obiettivo di crescere dimensionalmente, migliorare la propria efficienza e rafforzare la propria competitività sui mercati nazionali e internazionali. Opera acquisendo quote di minoranza in imprese di rilevante interesse nazionale, che siano in equilibrio economico-finanziario e presentino adeguate prospettive di redditività e sviluppo; la politica di investimento del Fondo Strategico Italiano, prevede un orizzonte temporale di lungo periodo, un attivo coinvolgimento della *governance* delle aziende partecipate, volta ad assicurare il perseguimento delle finalità dell'intervento. Tale realtà, insieme

al Fondo Italiano di Investimento, anche questo di emanazione legislativa, si propone come principale operatore del settore per gli anni avvenire.

Focalizzandoci sulle modalità d'investimento, il mercato pare sempre più orientato verso operazioni di aumento di capitale, in continua crescita dal 2007, arrivando nel 2012 al 49% del totale delle operazioni, seguono le operazioni di *buy-out* con un 46% del campione mentre sempre minori risultano le altre modalità d'intervento con i *turnaround* che hanno raccolto il 4% del mercato e i *replacement* solamente l'1%.

Per quanto riguarda le caratteristiche delle società *target* possiamo notare come sia in continua crescita l'intervento in aziende familiari e di prodotti industriali che, assieme ad un fatturato di dimensioni piccole-medie dimensioni, rappresentano le caratteristiche principali del tessuto imprenditoriale italiano.

Dal punto di vista dei disinvestimenti possiamo notare una diminuzione significativa del valore delle operazioni che hanno visto la vendita a *partner* industriali mentre la categoria "Altro" si è configurata come il principale canale utilizzato seguito dalla vendita ad altri investitori finanziari mentre rimane in linea con gli anni passati l'ammontare disinvestito a seguito di *write off*.

**Evoluzione della distribuzione % dell'ammontare disinvestimento per tipologia**

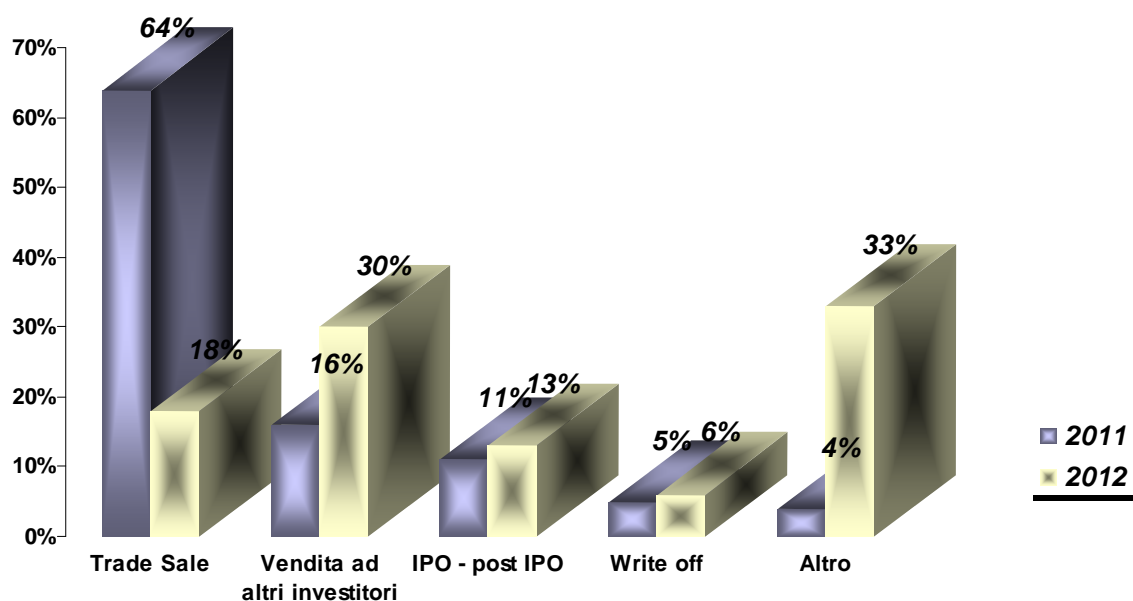


Grafico 7.2 Evoluzione della distribuzione percentuale dell'ammontare disinvestito per tipologia: elaborazione personale su dati AIFI



Nelle pagine precedenti abbiamo avuto modo di capire come si stanno facendo sempre più strada nel panorama italiano i due operatori creati attraverso decreto ministeriale la cui operatività sfugge alle logiche di mercato per avvicinarsi maggiormente a quelle di salvaguardia del sistema, fornendo finanziamenti in c/capitale a società di interesse nazionale che forniscono prospettive di sviluppo interessanti. Chiaramente questi operatori possono permettersi di supportare finanziariamente le aziende su cui investono per un periodo di tempo maggiore senza avere la necessità di remunerare gli investitori nel breve (ricordiamo che gli investitori di questi due fondi sono rappresentati dalla cassa depositi e prestiti del ministero dell'economia e delle finanze e le principali banche e associazioni italiane) e potendo, di conseguenza, anche scontare multipli maggiori per l'acquisizione di parte del capitale.

Ed è proprio questa tipologia di operatori è quella che potrebbe rappresentare un sostegno importante al settore del *private equity* sia a livello italiano sia a livello europeo per fronteggiare il periodo storico che stiamo vivendo in cui gli investitori non impegnano capitali per lunghi periodi vista l'incertezza sul futuro.

Tali fondi però, come ho avuto modo di capire durante i diversi colloqui avuti con importanti operatori del settore, dovrebbero operare non tanto con investimenti diretti nelle aziende *target* quanto con investimenti indiretti attraverso un attento *fund picking* per indirizzare le risorse finanziarie ai gestori maggiormente meritevoli. In questo modo si poggiano le basi per creare una sorta di circolo virtuoso attraverso il quale, grazie alla presenza tra l'elenco degli investitori di un fondo di tale operatore, porta un livello maggiore di credibilità del gestore.

Grazie a questa accresciuta credibilità la società ha la possibilità di raccogliere una quantità superiore di capitale sia da parte degli investitori, già intenzionati a sottoscrivere quote del fondo, sia da parte di nuovi risparmiatori che, altrimenti, non avrebbero investito nel fondo; chiaramente tra i nuovi soggetti si potrebbero annoverare investitori esteri che portano con sé capitali altrimenti difficilmente raggiungibili.

Con questa maggior possibilità finanziaria i gestori possono effettuare investimenti su un numero più elevato di aziende raggiungendo, di conseguenza, una platea più diversificata sia in termini di area geografica sia dal punto di vista settoriale raggiungendo realtà che, altrimenti, sarebbero state escluse da questo circuito finanziario.

Oltre agli operatori sopra elencati e descritti vale la pena la ricordarne un terzo di respiro europeo rappresentato dal Fondo europeo per gli investimenti (FEI) istituito nel 1994 per sostenere le piccole e medie imprese, il suo azionista di maggioranza è la Banca europea per gli investimenti, con la quale forma il "Gruppo BEI".

Il FEI fornisce capitali di rischio alle piccole e medie imprese (PMI), in particolare alle aziende di nuova costituzione e alle attività orientate alla tecnologia; è inoltre attivo nell'offrire garanzie a istituzioni finanziarie, come le banche, a copertura dei loro prestiti alle PMI. Il fondo opera attraverso banche e altri soggetti d'intermediazione finanziaria avvalendosi dei propri fondi o di quelli affidatigli dalla BEI o dall'Unione Europea. Il fondo è operante negli Stati membri dell'Unione Europea, in Croazia, Turchia, Islanda, Liechtenstein e Norvegia.

Chiaramente avere la possibilità di annoverare tra i propri investitori questo operatore permette una visibilità e credibilità internazionale tale da poter avere accesso a capitali nuovi capitali sia europei sia *extra* europei da poter investire in aziende del nostro paese.

Oltre ad uno sviluppo come quello precedentemente descritto, l'Italia potrebbe conoscerne un altro che riguarda, questa volta, le aziende potenziali *target* dei fondi di *private equity*. Dagli anni settanta in Italia, essendo venute meno le condizioni di crescita espansiva della domanda di mercato, abbondanza di risorse e stabilità monetaria sulle quali si era basato lo sviluppo industriale conosciuto negli anni precedenti, le grandi imprese riscontrarono notevoli difficoltà nel mantenere le proprie strategie di crescita espansiva. Molte di esse avviarono una profonda riorganizzazione sia intraprendendo azioni di decentramento produttivo sia sfruttando le potenzialità di specializzazione e della divisione del lavoro tra imprese di uno stesso settore. Allo stesso tempo si registrò un processo di crescita di molte imprese di origine artigiana, fortemente radicate con la produzione tradizionale in aree geografiche ristrette, che raggiunse gradualmente rilevanti quote di mercato in produzioni di nicchia.

In questo contesto storico si iniziarono a creare i distretti industriali cioè agglomerazioni di imprese, in generale di piccola dimensione, ubicate in un certo territoriale circoscritto e storicamente determinato, specializzate in una o più fasi di un processo produttivo e integrate mediante una rete complessa di interrelazioni di carattere economico e sociale; oggi la legislazione italiana riconosce e tutela circa 200 distretti industriali, distribuiti su tutto il territorio nazionale (vedi grafico 7.3).

Nell'ultimo periodo queste aziende di piccole dimensioni stanno conoscendo anni di profonda crisi e il numero di fallimenti viene aggiornato su base quotidiana; la specializzazione di queste aziende e l'alto valore aggiunto da esse apportato comporta una notevole perdita di conoscenze oltre che finanziaria nel caso di una loro chiusura; l'ultimo dato pubblicato riguarda un non ben augurante aumento del 12% delle imprese che hanno cessato la loro attività nel primo trimestre 2013 rispetto allo stesso periodo del 2012.

Il *private equity* potrebbe operare fungendo da catalizzatore tra le diverse realtà componenti un distretto industriale creando aziende di dimensioni decisamente maggiori, tra loro integrate in quanto focalizzate in momenti diversi del processo produttivo. Queste società potrebbero, grazie alla loro dimensione, portare ad uno sviluppo economico e sociale dell'area geografica in cui risultano ubicate ed avere un maggior peso sia a livello internazionale con i *competitor* sia a livello nazionale con la possibilità di portare all'attenzione delle istituzioni politiche le diverse necessità; naturalmente le stesse potrebbero presentarsi in modo organico e, di conseguenza, avere un maggior peso.

Ciò per i singoli fondi di *private equity* italiani risulta un obiettivo non raggiungibile in quanto non hanno a disposizione le risorse necessarie per promuovere uno sviluppo come descritto; la via per raggiungere tale scopo sarebbe quella di utilizzare la tecnica del co-investimento in modo tale si possa aggregare, con un unico fine, capitali che, altrimenti, sarebbero allocati disgiuntamente in

singole realtà aziendali (pur operanti nello stesso settore produttivo, con dimensione simili e ubicate nello stesso territorio) senza che ciò possa fungere da leva, oltre che per i rendimenti ottenuti dai fondi, di sviluppo del sistema Paese.

**Distribuzione distretti per regione italiana**

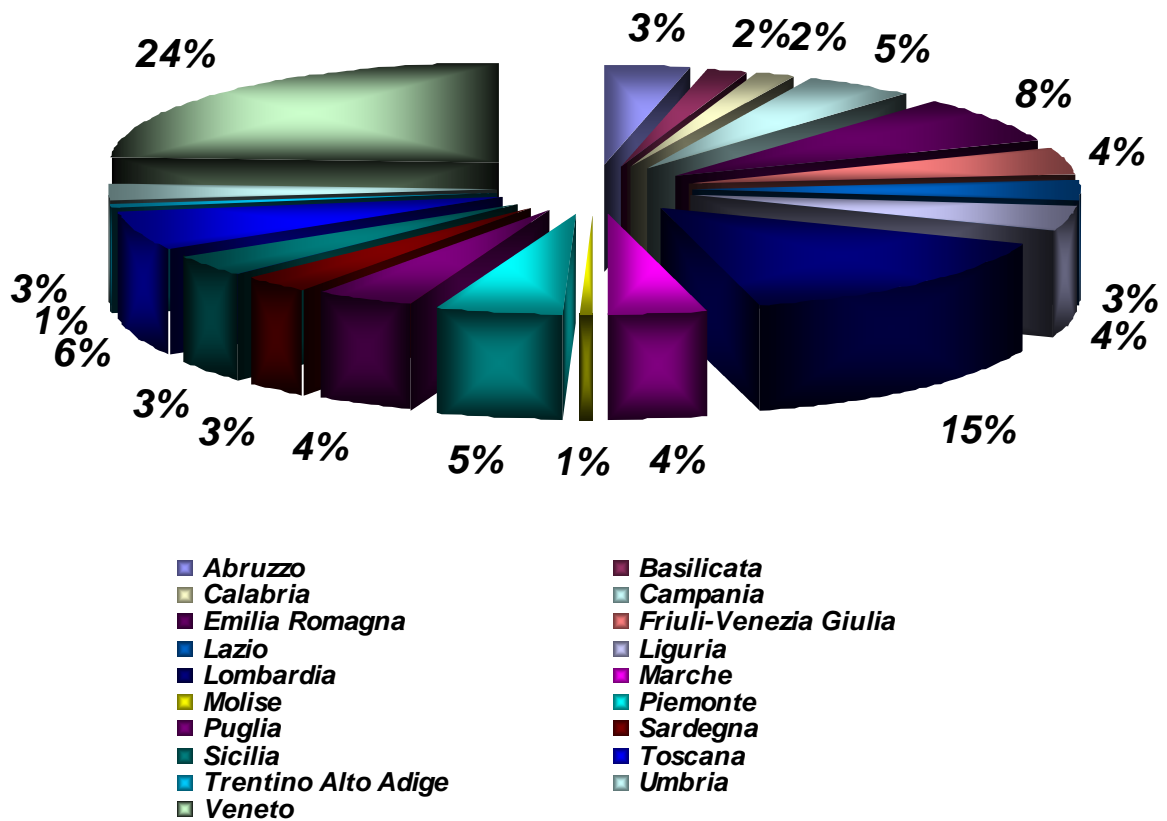


Grafico 7.3 Distribuzione distretti per regione italiana.

Negli anni che stiamo vivendo il comportamento dei gestori di fondi di *private equity* è profondamente cambiato rispetto al passato cercando una maggior specializzazione nel *target* delle aziende oggetto d'investimento sia dal punto di vista settoriale, sia geografico, sia dimensionale. Tale sviluppo è l'unica via ritenuta percorribile dagli operatori del settore per una crescita di tale ramo della finanza; a ciò si accompagna la sempre maggiore propensione di delegare la gestione dei fondi di *private equity* a personalità che hanno maturato importanti esperienze in aziende del settore. Quest'ultima particolarità permette di lavorare in modo migliore in quanto gli imprenditori hanno la possibilità di confrontarsi con persone che già conoscono o, che pur non conoscendo, godono di maggior credibilità in quanto facenti parte del settore garantendo, grazie a ciò, maggior garanzia sulle proposte di sostegno che il fondo offre.

Dall'altra parte gli imprenditori, soprattutto se a capo di imprese familiari, sono molto diffidenti rispetto alla possibilità di far entrare un nuovo socio all'interno del capitale della loro aziende, ancora più diffidenti quando il socio ha origini finanziarie. Tale ostilità deriva dalla visione che la società sia un bene di famiglia (spesso ereditato dalla generazioni precedenti) e la proprietà deve restare tale. Non viene presa in considerazione l'ipotesi di come l'aumento di capitale grazie ad un socio che abbia la disponibilità finanziaria possa essere una soluzione per ampliare gli orizzonti del proprio *business*, per esportare l'idea o il marchio oltre i confini regionali o nazionali per arrivare, se lo stesso riscuote successo, alla quotazione in borsa; quest'ultimo *steps* permette alla società di consolidare la propria attività e la propria identità permettendo uno sviluppo non più legato alla famiglia ma al *management* regolarmente scelto dagli azionisti di maggioranza.

Chiaramente questo è il percorso di sviluppo ideale che non tutte le imprese possono seguire a causa della struttura della loro attività ma sicuramente permetterebbe di arrivare ad un'organizzazione maggiormente solida del tessuto industriale e produttivo del nostro paese che permetterebbe di affrontare in modo diverso le fasi negative del ciclo economico<sup>42</sup> e presentarsi in modo armonico ai clienti e agli investitori internazionali.

L'obiettivo iniziale che mi ha spinto ad approfondire il tema di questa tesi era capire se l'industria del *private equity* potesse sostituirsi al circuito bancario nel finanziare le aziende nelle loro attività; in particolare volevo focalizzare l'attenzione sulle imprese del nord-est caratterizzate da una dimensione medio-piccola e da un capitale detenuto principalmente dai membri della famiglia che ha fondato la società stessa; spesso il capitale risulta ora detenuto dalla seconda o terza generazione della famiglia che ha fondato l'azienda.

In conclusione possiamo affermare che il *private equity* non può e non deve sostituirsi al più tradizionale circuito di finanziamento delle imprese e cioè agli istituti di credito. I finanziamenti concessi dalle banche risultano necessari non solo per il normale funzionamento della vita aziendale ma anche per sostenere i progetti di crescita: emblematico è il caso di Sorgent.e la quale, per la costruzione degli impianti idroelettrici, utilizza il 20-25% del valore del progetto a titolo di capitale mentre la parte rimanente, la fetta più consistente, viene finanziata attraverso il ricorso all'indebitamento bancario.

Il valore aggiunto che i fondi di *private equity* possono apportare si apprezza in termini di solidità aziendale, di competenze manageriali apportate e di *network* di conoscenze utili per lo sviluppo del *business*. Di conseguenza i *private equity* non devono essere demonizzati ma sfruttati per il contributo di sviluppo che apportano al fine di raggiungere una crescita dimensionale e geografica altrimenti non raggiungibile solamente attraverso i propri mezzi. In questo periodo tali fondi possono essere utilizzati dalle imprese per uscire dal periodo di profonda crisi che stiamo vivendo rilanciando la produttività e cercando di migliorare la gestione aziendale, cercando di arrivare in

---

<sup>42</sup> Nelle pagine di cronaca degli ultimi anni, purtroppo, spesso vengono descritte storie di piccoli imprenditori che, dopo una vita di lavoro, non riuscendo ad onorare i debiti preferiscono togliersi la vita anziché dover comunicare il licenziamento ai propri dipendenti.

mercati che hanno già sconfitto la crisi economica (Stati Uniti) o a quelli che la crisi non l'hanno mai vissuta (Brasile, Russia, India, Cina, ecc...) e stanno conoscendo un periodo di sviluppo precedentemente non preventivabile.

# Appendice 1 – Analisi quantitativa dei casi studio

Grazie alla banca dati AIDA (Analisi Informatizzata delle Aziende) messa a disposizione dall'Università Ca' Foscari di Venezia, ho potuto avere in consultazione tutti i dati di bilancio delle aziende per gli ultimi 10 anni, tenendo in considerazione che l'ultimo bilancio disponibile faceva riferimento all'anno 2011; grazie a questi dati ho potuto arrivare alle conclusioni esposte nel capitolo 6. Tutte le tabelle/grafici presenti in questa appendice sono stati prodotti con la base dati presente in quel contesto.

**Distribuzione aziende sulla base del fatturato anno 2011**

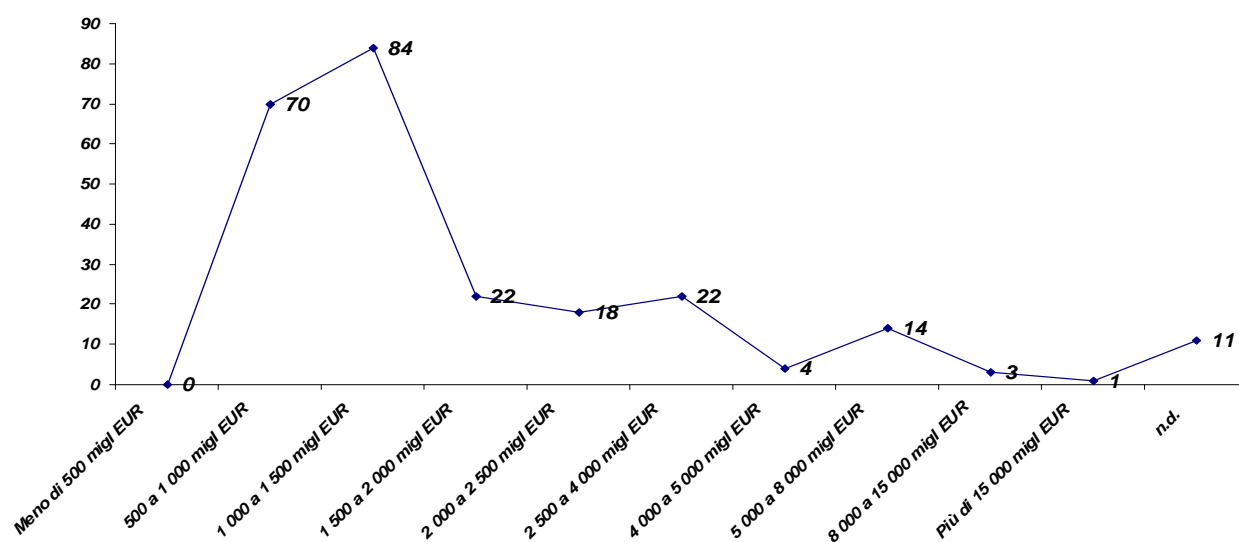


Grafico 6.1 Distribuzione aziende per fatturato anno 2011 Alajmo S.p.A.: elaborazione personale su dati AIDA

Ricavi delle Vendite (migl EUR) e anni di costituzione									
Ricavi delle Vendite (migl EUR)	Anni di Costituzione							n.d.	Tutto
	Meno di 1 anno	1 a 3 anni	3 a 5 anni	5 a 10 anni	10 a 20 anni	Più di 20 anni			
Meno di 500 migl EUR	0	0	0	0	0	0	0	0	0
500 a 1 000 migl EUR	0	1	8	20	28	13	0	0	70
1 000 a 1 500 migl EUR	0	2	11	30	28	13	0	0	84
1 500 a 2 000 migl EUR	0	0	4	6	8	4	0	0	22
2 000 a 2 500 migl EUR	0	1	1	4	8	4	0	0	18
2 500 a 4 000 migl EUR	0	0	1	4	11	6	0	0	22
4 000 a 5 000 migl EUR	0	0	0	0	2	2	0	0	4
5 000 a 8 000 migl EUR	0	0	1	1	8	4	0	0	14
8 000 a 15 000 migl EUR	0	0	0	1	2	0	0	0	3
Più di 15 000 migl EUR	0	0	0	0	0	1	0	0	1
n.d.	0	0	1	3	5	2	0	0	11
<b>Tutto</b>	<b>0</b>	<b>4</b>	<b>27</b>	<b>69</b>	<b>100</b>	<b>49</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>249</b>

Tabella 6.1 Ricavi delle vendite e anni di costituzione Alajmo S.p.A.: elaborazione personale su dati AIDA

Ricavi delle Vendite (migl EUR) e Numero dipendenti										
Ricavi delle Vendite (migl EUR)	Numero di dipendenti								Tutto	
	Meno di 10 dip.	10 a 15 dip.	15 a 20 dip.	20 a 25 dip.	25 a 40 dip.	40 a 75 dip.	Più di 7 5 dip.	n.d.		
Meno di 500 migl	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
500 a 1 000 migl	4	30	19	8	7	2	0	0	0	70
1 000 a 1 500 migl	1	12	25	25	18	2	1	0	0	84
1 500 a 2 000 migl	1	0	1	10	9	1	0	0	0	22
2 000 a 2 500 migl	0	0	1	5	10	2	0	0	0	18
2 500 a 4 000 migl	0	1	0	2	7	10	2	0	0	22
4 000 a 5 000 migl	0	0	1	0	1	2	0	0	0	4
5 000 a 8 000 migl	0	0	1	0	2	3	8	0	0	14
8 000 a 15 000 migl	1	0	0	0	0	0	2	0	0	3
Più di 15 000 migl	0	0	0	0	0	0	1	0	0	1
n.d.	0	0	0	0	0	0	0	11	0	11
<b>Tutto</b>	<b>7</b>	<b>43</b>	<b>48</b>	<b>50</b>	<b>54</b>	<b>22</b>	<b>14</b>	<b>11</b>	<b>11</b>	<b>249</b>

Tabella 6.2 Ricavi delle vendite e numero di dipendenti Alajmo S.p.A.: elaborazione personale su dati AIDA

Ebitda (migl EUR) e Numero dipendenti										
EBITDA	Numero dipendenti								Tutto	
	Meno di 10 dip.	10 a 15 dip.	15 a 20 dip.	20 a 25 dip.	25 a 40 dip.	40 a 75 dip.	Più di 75 dip.	n.d.		
-500 a -100 migl	0	0	3	0	0	1	0	0	0	4
-100 a 0 migl	0	2	6	2	5	3	0	0	0	18
0 a 100 migl	2	31	31	19	16	3	0	0	0	102
100 a 200 migl	3	15	8	17	14	6	1	0	0	64
200 a 500 migl	3	4	2	6	10	8	7	0	0	40
500 a 1.000 migl	0	0	1	1	1	2	5	0	0	10
Oltre 1.000 migl	0	0	0	0	1	0	1	0	0	2
n.d.	0	0	0	0	0	0	0	9	0	9
<b>Tutto</b>	<b>8</b>	<b>52</b>	<b>51</b>	<b>45</b>	<b>47</b>	<b>23</b>	<b>14</b>	<b>9</b>	<b>9</b>	<b>249</b>

Tabella 6.3 Ebitda in migliaia di euro in relazione al numero di dipendenti Alajmo S.p.A.: elaborazione personale su dati AIDA

Capitale (migl EUR) e Anni di Costituzione								
Capitale (migl EUR)	Anni di Costituzione						n.d.	Tutto
	Meno di 1 anno	1 a 3 anni	3 a 5 anni	5 a 10 anni	10 a 20 anni	Più di 20 anni		
Meno di 10 migl EUR	0	0	0	0	0	1	0	1
10 a 15 migl EUR	0	4	12	42	48	18	0	124
15 a 25 migl EUR	0	0	4	8	12	4	0	28
25 a 45 migl EUR	0	0	3	3	12	5	0	23
45 a 50 migl EUR	0	0	0	1	2	3	0	6
50 a 90 migl EUR	0	0	5	5	9	7	0	26
90 a 150 migl EUR	0	0	1	6	10	5	0	22
150 a 400 migl EUR	0	0	0	0	0	0	0	0
400 a 1 100 migl EUR	0	0	1	1	2	2	0	6
Più di 1 100 migl EUR	0	0	0	0	0	2	0	2
n.d.	0	0	1	3	5	2	0	11
<b>Tutto</b>	<b>0</b>	<b>4</b>	<b>27</b>	<b>69</b>	<b>100</b>	<b>49</b>	<b>0</b>	<b>249</b>

Tabella 6.4 Capitale in migliaia di euro con dettaglio per gli anni di costituzione Alajmo S.p.A.: elaborazione personale su dati AIDA

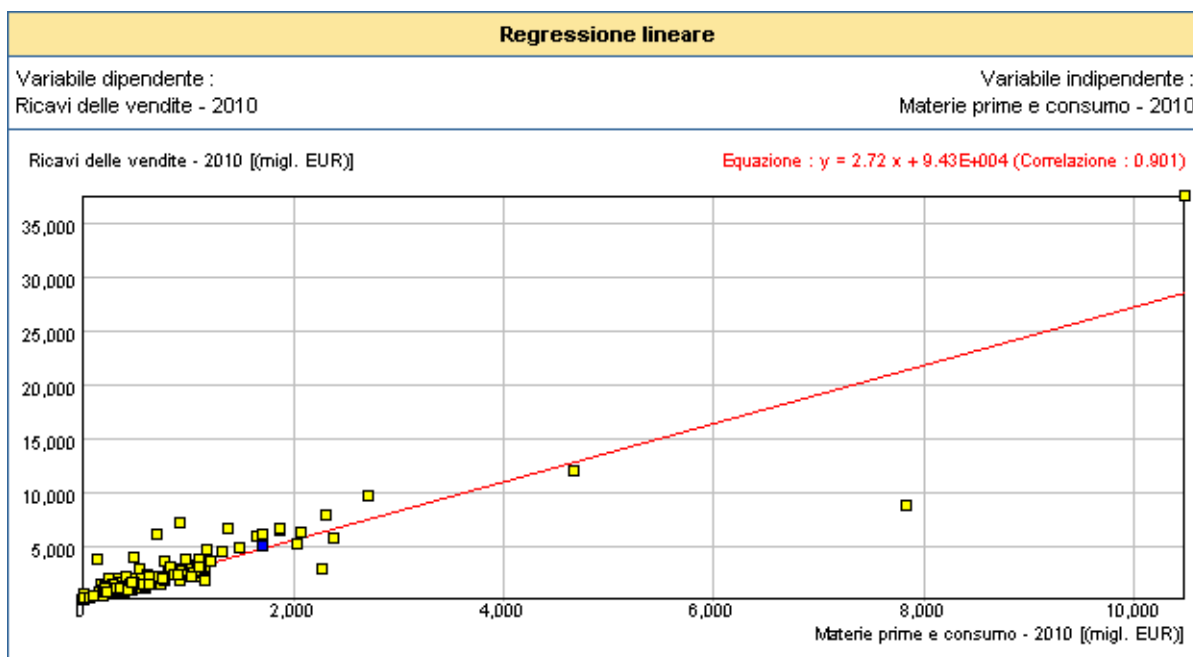


Grafico 6.2 Regressione lineare di ricavi di vendita su materie di consumo 2010 Alajmo S.p.A.: elaborazione AIDA

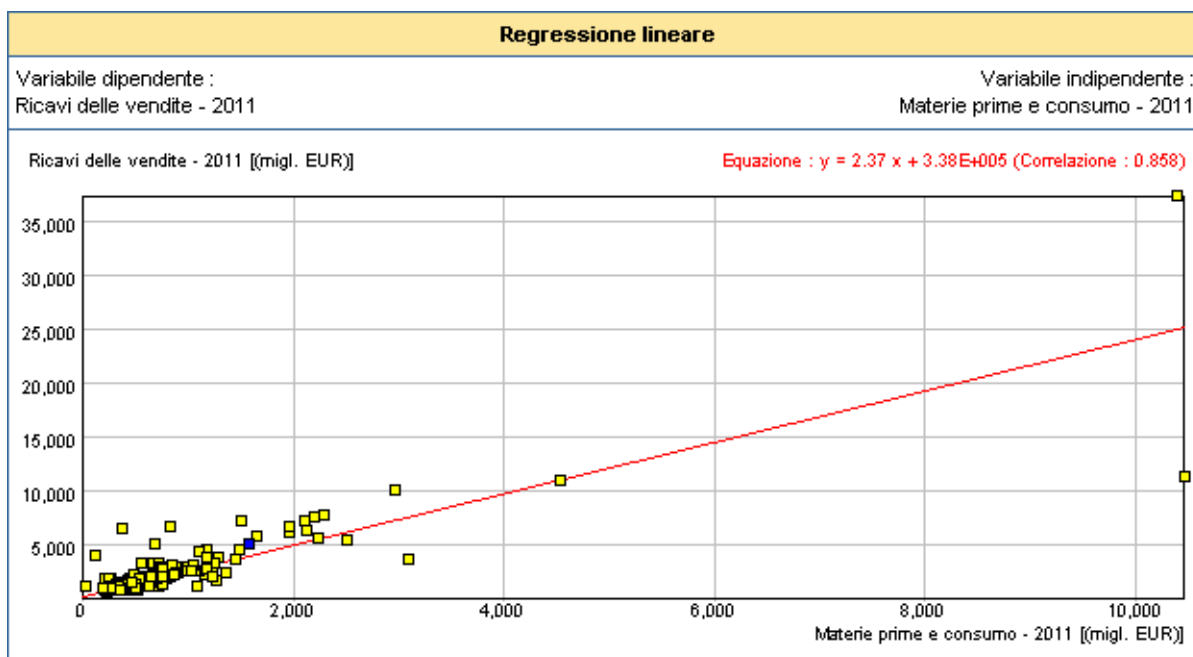


Grafico 6.3 Regressione lineare di ricavi di vendita su materie di consumo 2011 Alajmo S.p.A.: elaborazione AIDA



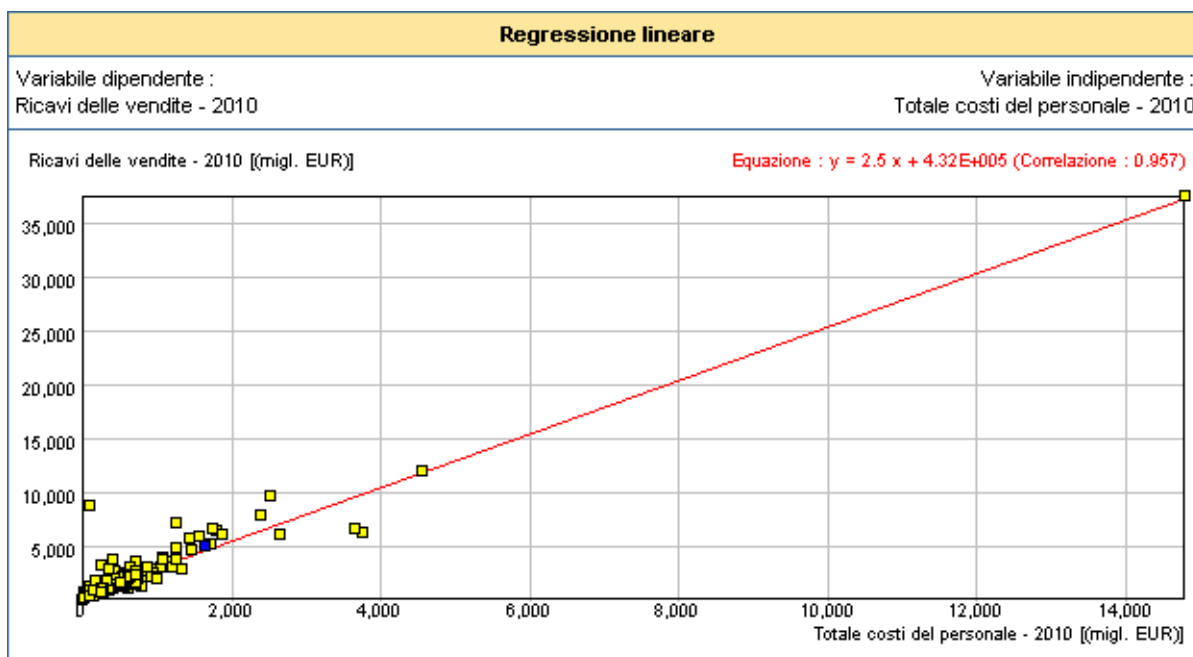


Grafico 6.4 Regressione lineare di ricavi di vendita su costi del personale 2010 Alajmo S.p.A.: elaborazione AIDA

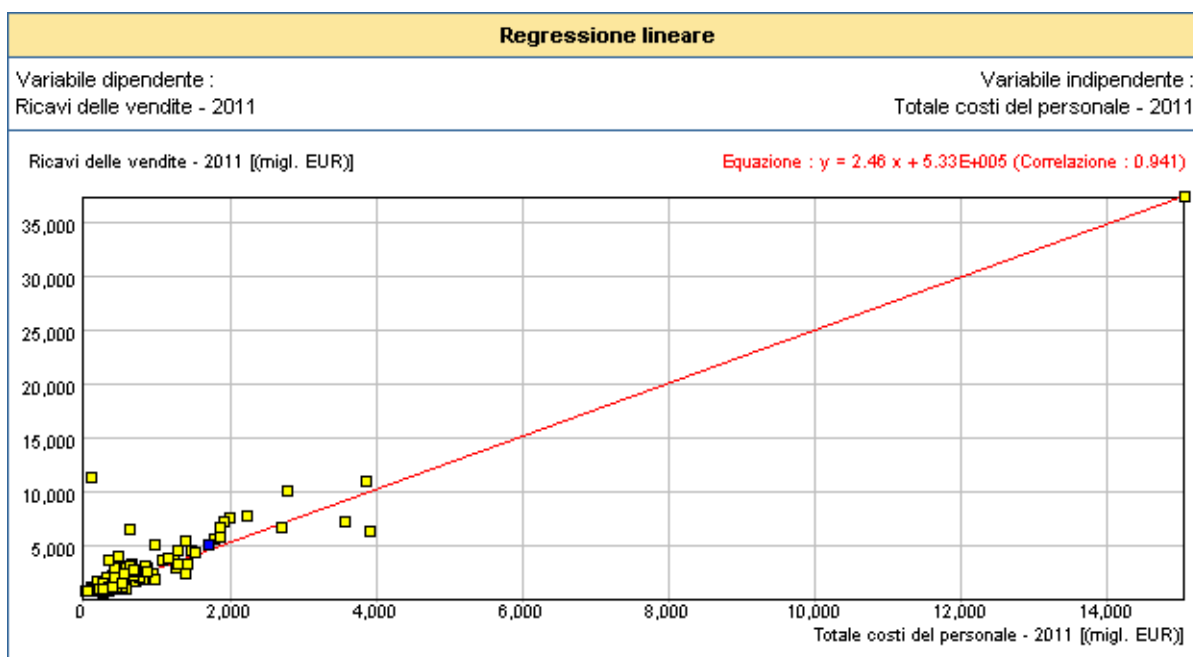


Grafico 6.5 Regressione lineare di ricavi di vendita su costi del personale 2011 Alajmo S.p.A.: elaborazione AIDA

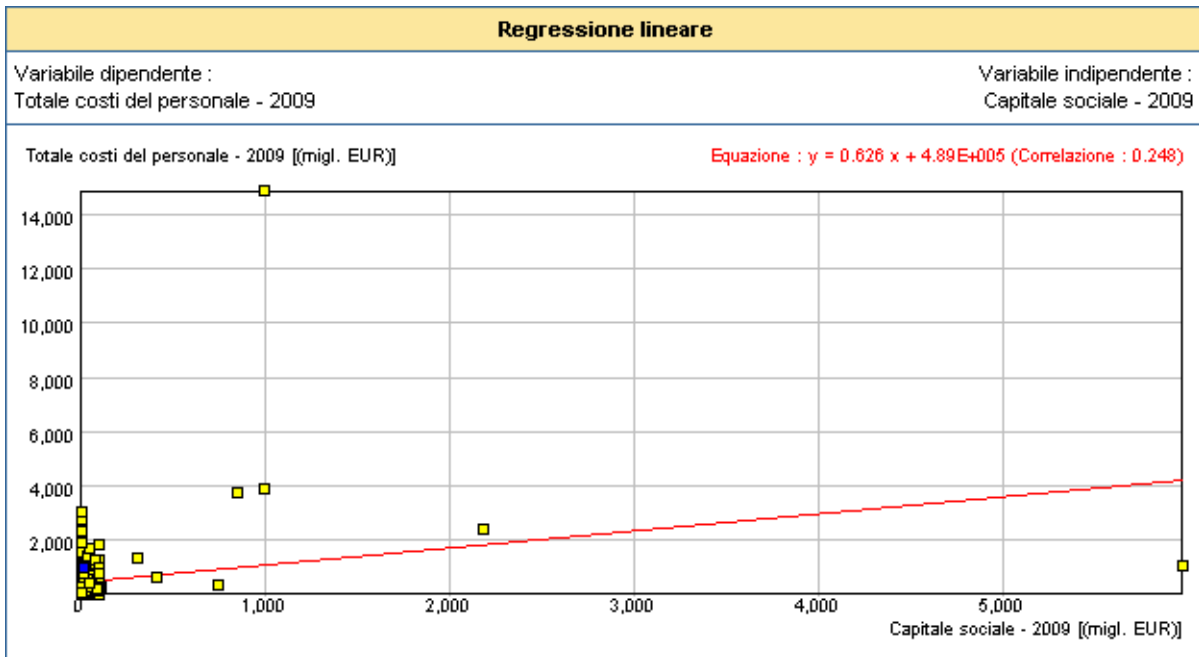


Grafico 6.6 Regressione lineare di costi del personale su capitale sociale 2009 Alajmo S.p.A.: elaborazione AIDA

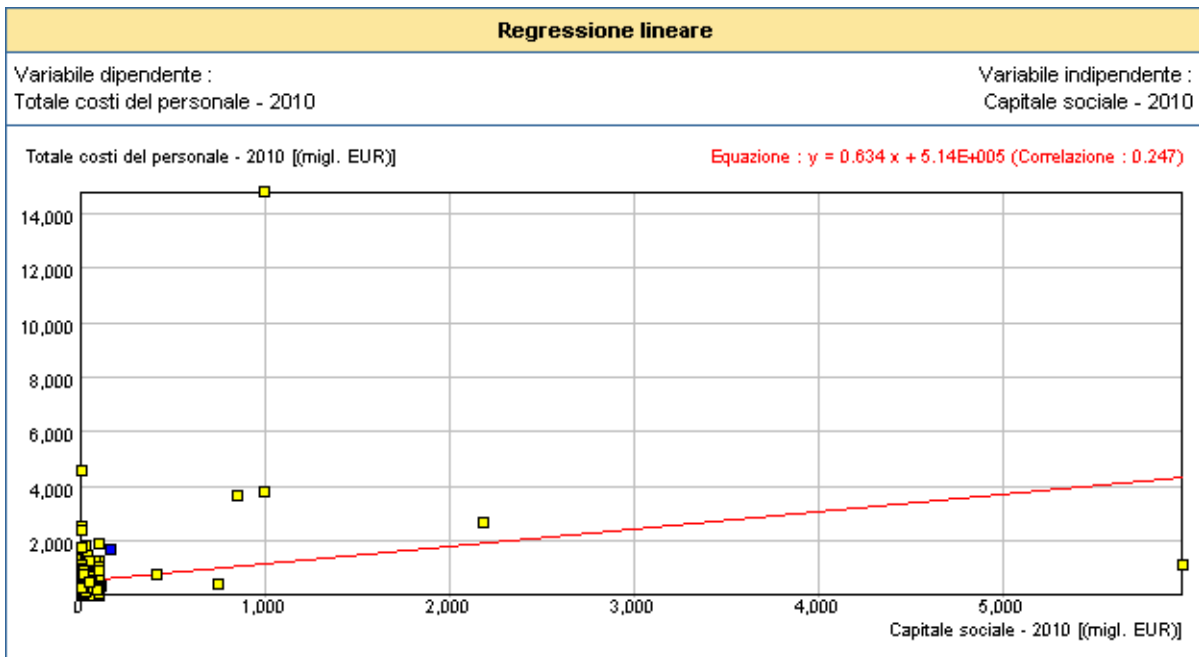


Grafico 6.7 Regressione lineare di costi del personale su capitale sociale 2010 Alajmo S.p.A.: elaborazione AIDA

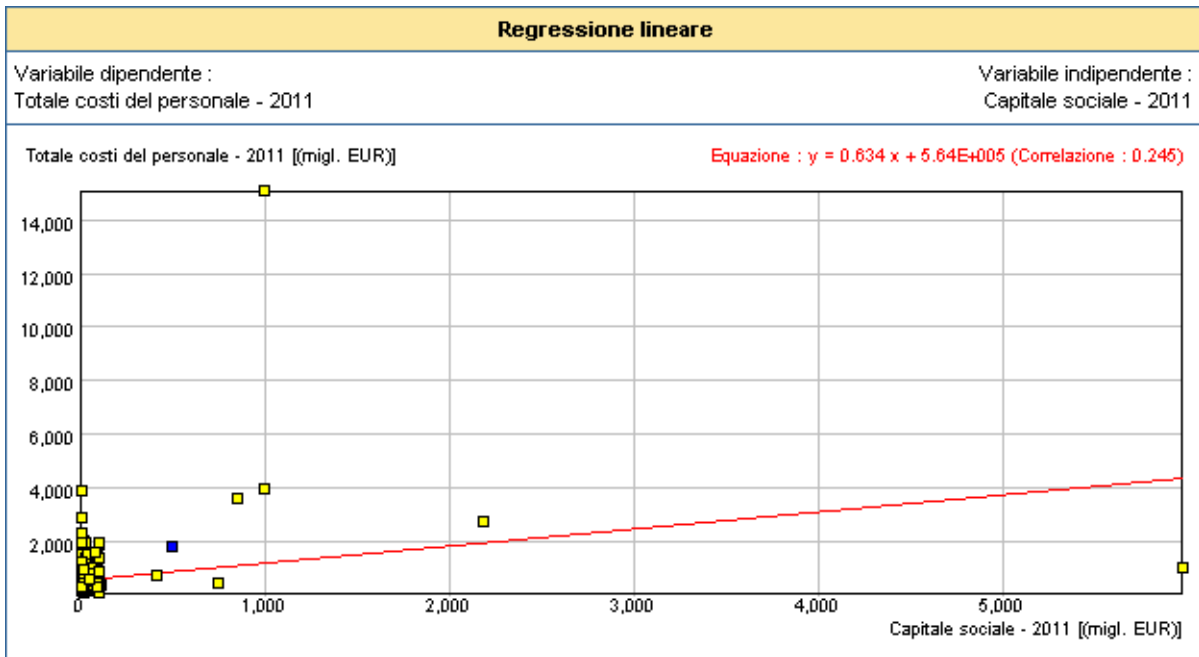


Grafico 6.8 Regressione lineare di costi del personale su capitale sociale 2011 Alajmo S.p.A.: elaborazione AIDA

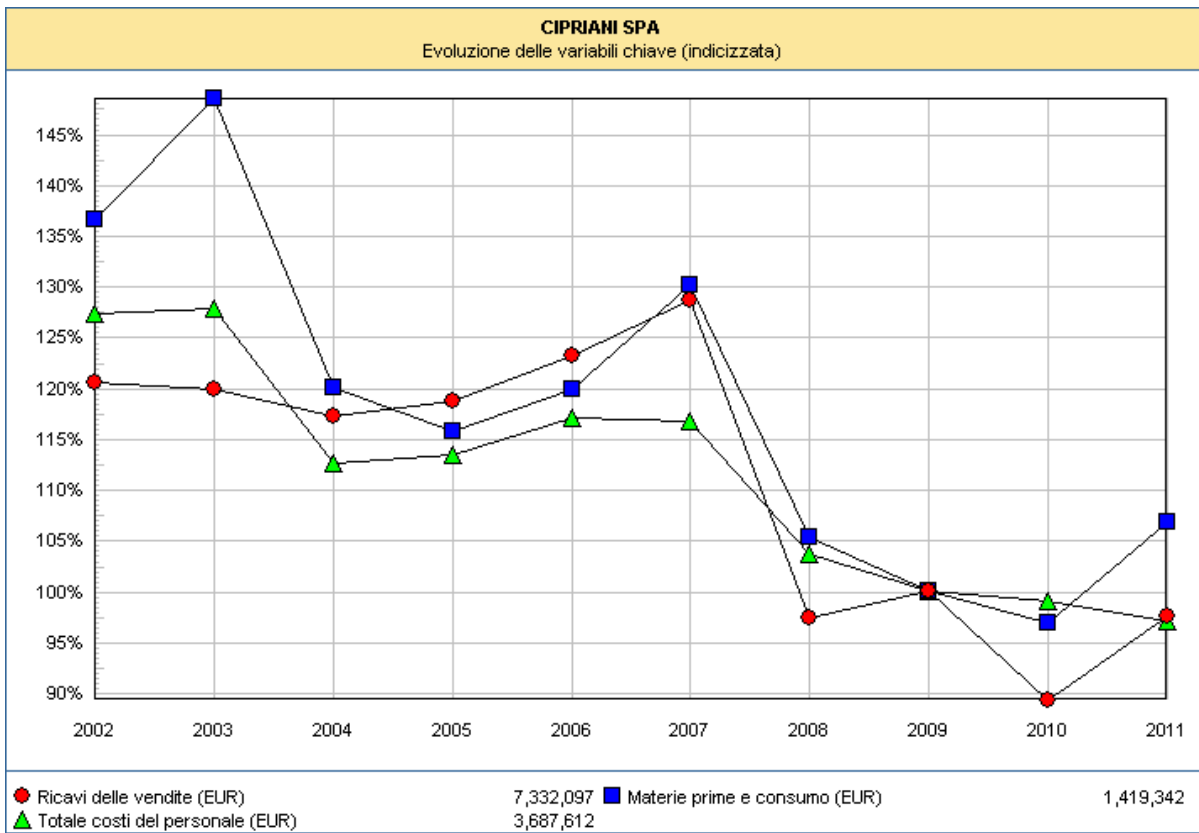


Grafico 6.10 Evoluzione ricavi delle vendite, materie prime - consumo e costi per personale per il periodo 2002-11 per Cipriani spa: elaborazione AIDA

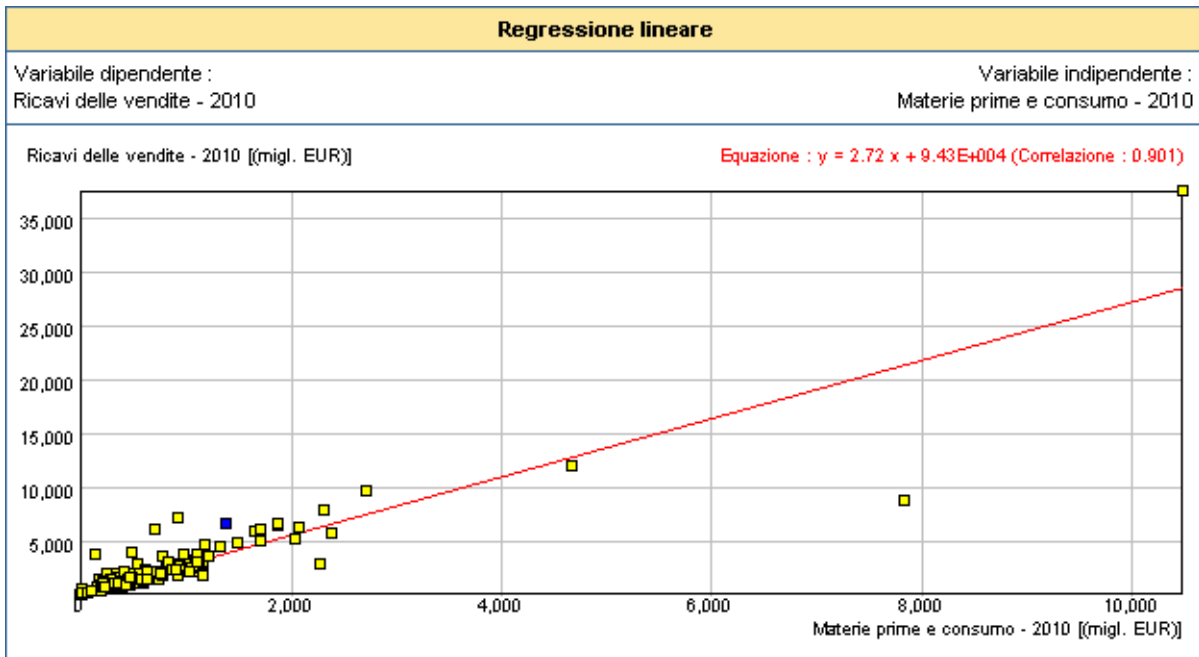


Grafico 6.11 Regressione lineare di ricavi di vendita su materie di consumo 2010 Cipriani Spa: elaborazione AIDA

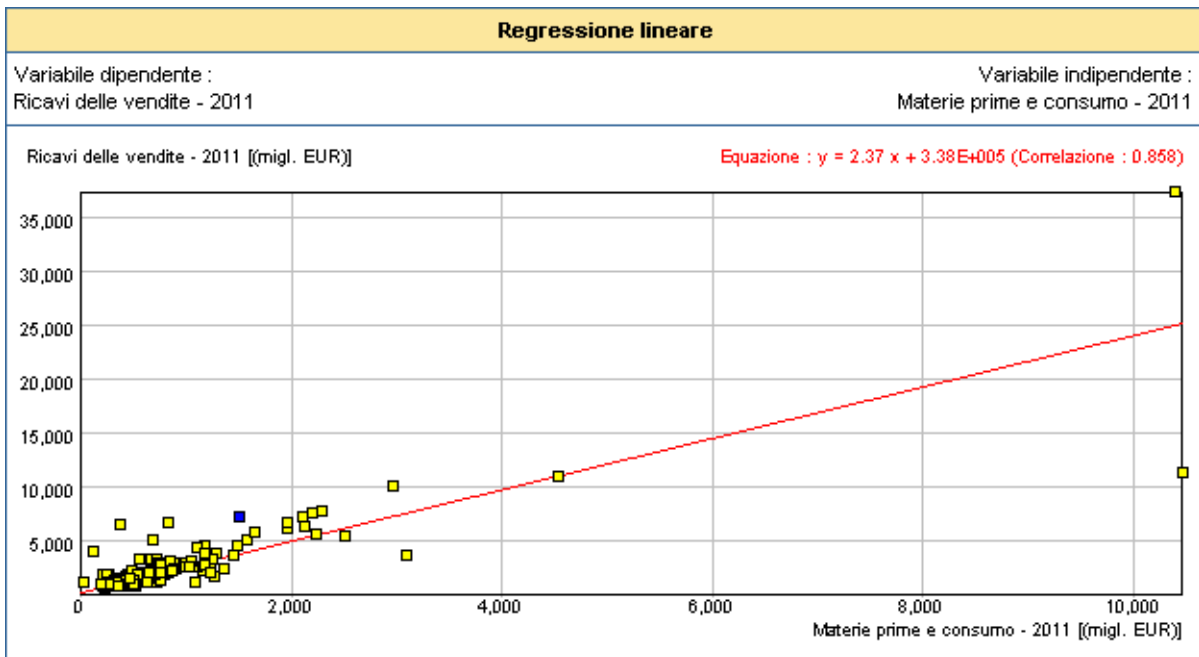


Grafico 6.12 Regressione lineare di ricavi di vendita su materie di consumo 2011 Cipriani Spa: elaborazione AIDA

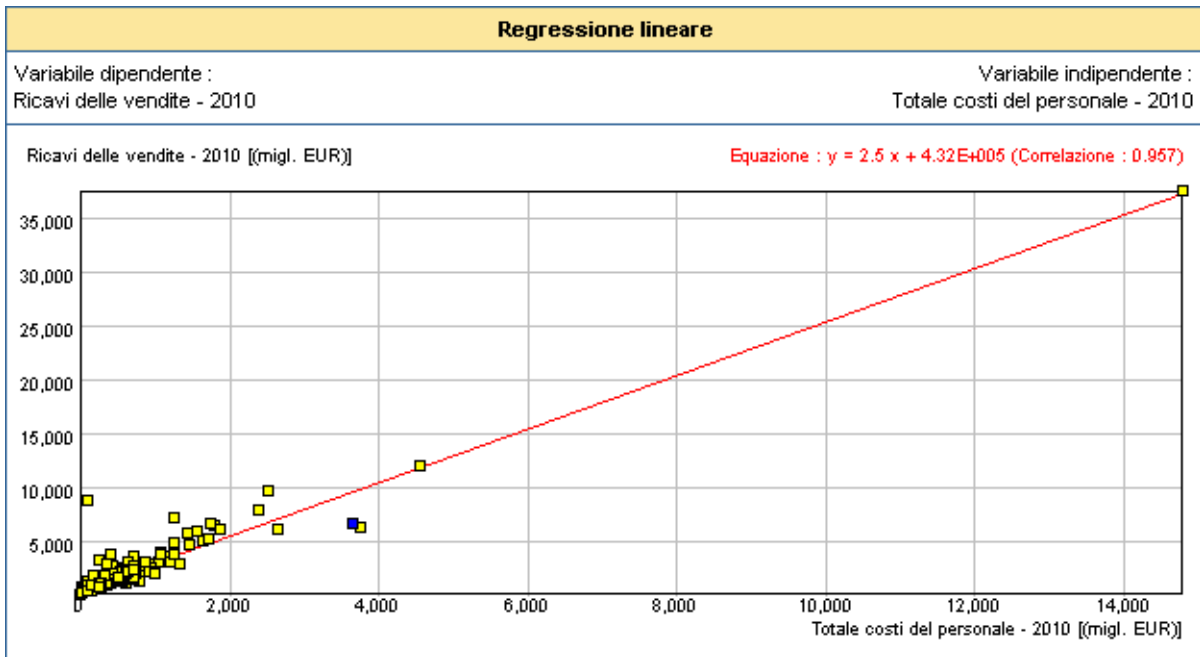


Grafico 6.13 Regressione lineare di ricavi di vendita su costi del personale 2010 Cipriani Spa: elaborazione AIDA

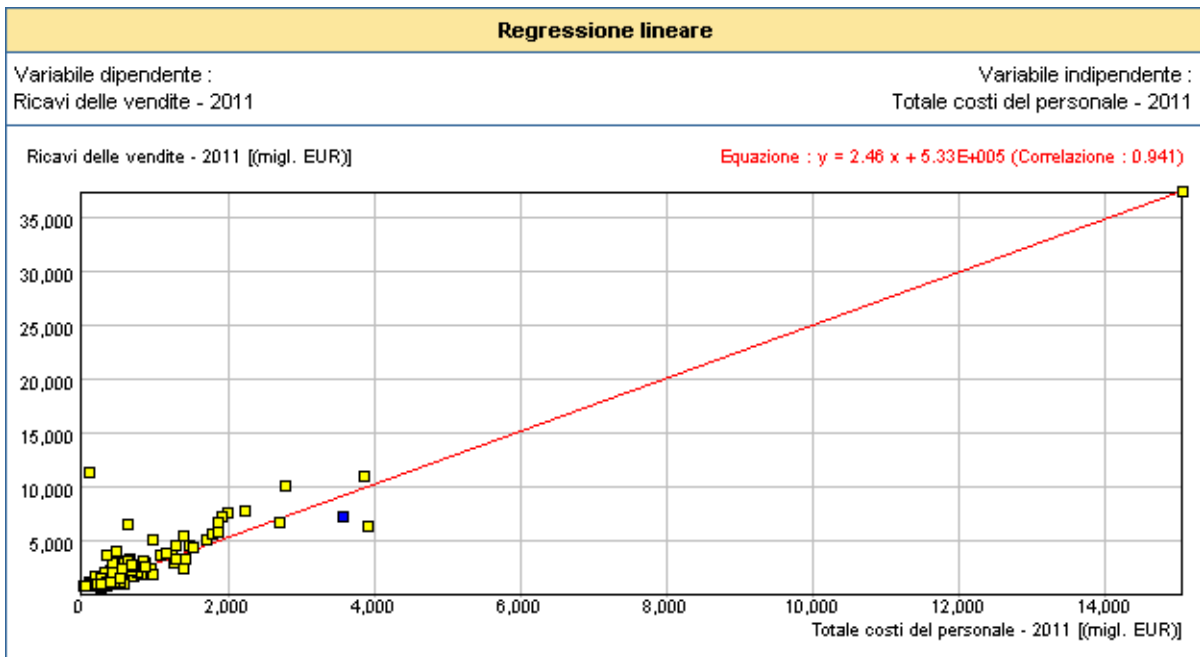


Grafico 6.14 Regressione lineare di ricavi di vendita su costi del personale 2010 Cipriani Spa: elaborazione AIDA

### Distribuzione aziende sulla base del fatturato anno 2011

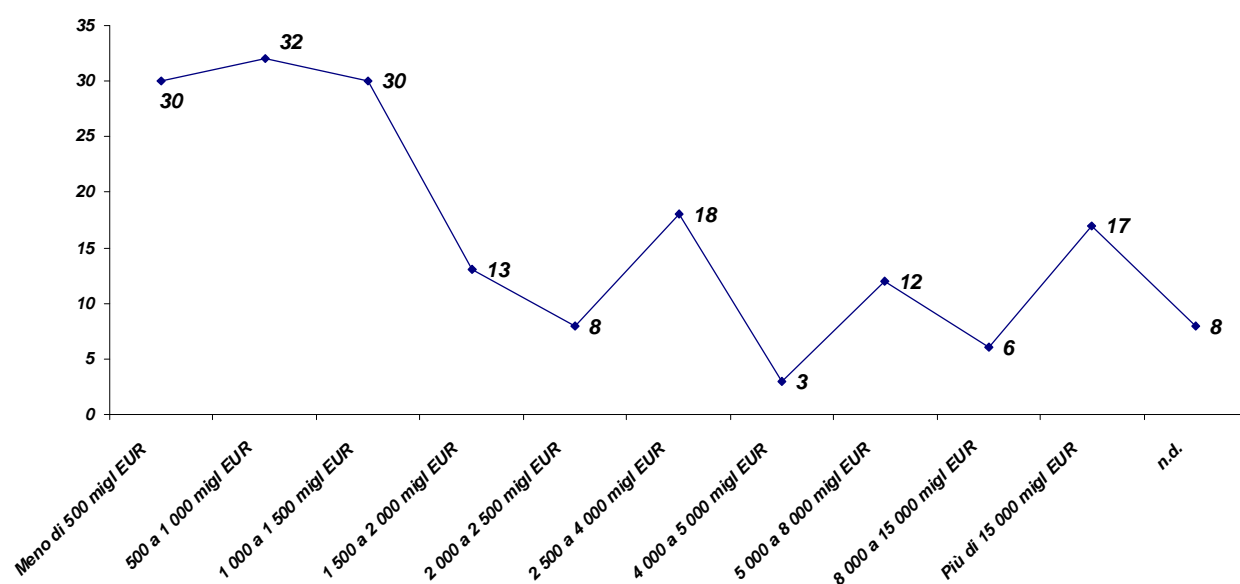


Grafico 6.15 Distribuzione aziende produttrici energia elettrica per fatturato anno 2011 Sorgent.e Holding: elaborazione personale su dati AIDA

Ricavi delle Vendite (migl EUR) e Anni di Costituzione								
Ricavi delle Vendite (migl EUR)	Anni di Costituzione							Tutto
	Meno di 1 anno	1 a 3 anni	3 a 5 anni	5 a 10 anni	10 a 20 anni	Più di 20 anni	n.d.	
Meno di 500 migl EUR	0	0	19	9	2	0	0	30
500 a 1 000 migl EUR	0	0	5	16	6	5	0	32
1 000 a 1 500 migl EUR	0	0	5	10	10	5	0	30
1 500 a 2 000 migl EUR	0	0	0	5	3	5	0	13
2 000 a 2 500 migl EUR	0	0	0	5	2	1	0	8
2 500 a 4 000 migl EUR	0	0	4	5	3	6	0	18
4 000 a 5 000 migl EUR	0	0	0	1	1	1	0	3
5 000 a 8 000 migl EUR	0	0	4	3	5	0	0	12
8 000 a 15 000 migl EUR	0	0	1	2	3	0	0	6
Più di 15 000 migl EUR	0	0	2	8	6	1	0	17
n.d.	0	0	1	3	4	0	0	8
<b>Tutto</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>41</b>	<b>67</b>	<b>45</b>	<b>24</b>	<b>0</b>	<b>177</b>

Tabella 6.5 Ricavi in migliaia di euro con dettaglio per gli anni di costituzione Sorget.e Holding: elaborazione personale su dati AIDA

Ricavi delle Vendite (migl EUR) e Numero dipendenti									
Ricavi delle Vendite (migl EUR)	Meno di 3 dip.	3 a 5 dip.	5 a 7 dip.	7 a 10 dip.	10 a 15 dip.	15 a 75 dip.	Più di 75 dip.	n.d.	Tutto
Meno di 500 migl	28	0	0	1	0	1	0	0	30
500 a 1 000 migl	29	0	1	0	1	1	0	0	32
1 000 a 1 500 migl	28	2	0	0	0	0	0	0	30
1 500 a 2 000 migl	10	3	0	0	0	0	0	0	13
2 000 a 2 500 migl	5	1	0	1	0	1	0	0	8
2 500 a 4 000 migl	8	2	2	4	0	2	0	0	18
4 000 a 5 000 migl	1	0	0	1	0	1	0	0	3
5 000 a 8 000 migl	2	7	0	2	0	1	0	0	12
8 000 a 15 000 migl	0	0	3	0	1	2	0	0	6
Più di 15 000 migl	0	1	0	1	2	4	9	0	17
n.d.	0	0	0	0	0	0	0	8	8
<b>Tutto</b>	<b>111</b>	<b>16</b>	<b>6</b>	<b>10</b>	<b>4</b>	<b>13</b>	<b>9</b>	<b>8</b>	<b>177</b>

Tabella 6.6 Ricavi delle vendite e numero di dipendenti Sorget.e Holding: elaborazione personale su dati AIDA

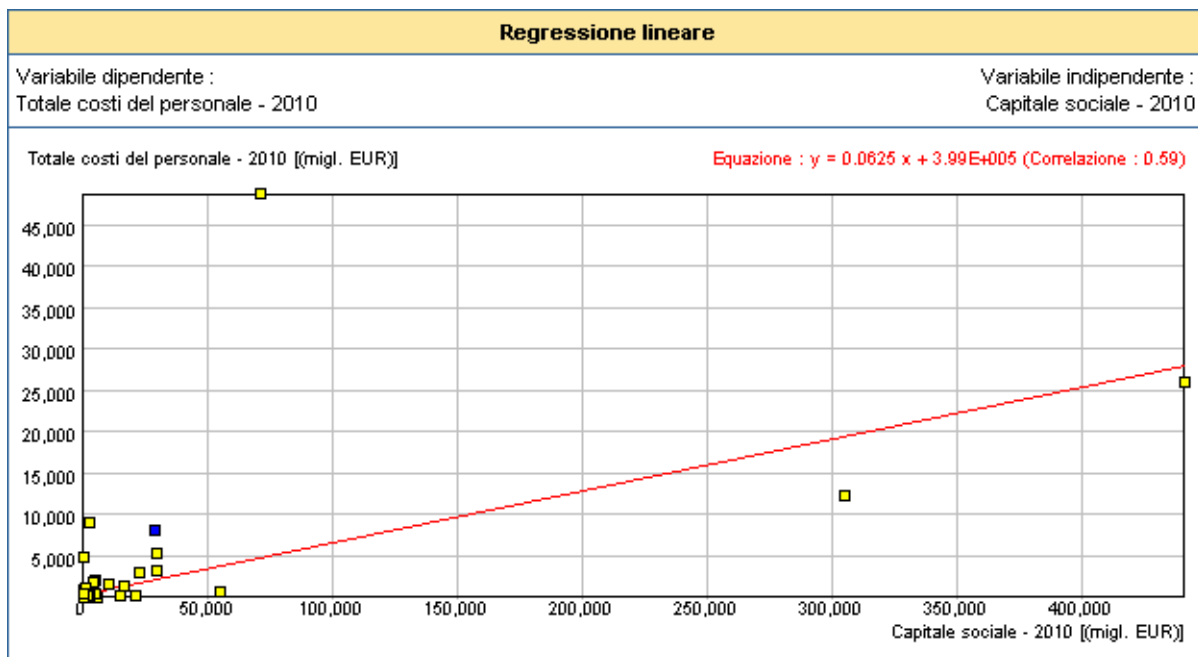


Grafico 6.17 Regressione lineare di costi del personale su capitale sociale 2010 Sorget.e Holding: elaborazione AIDA

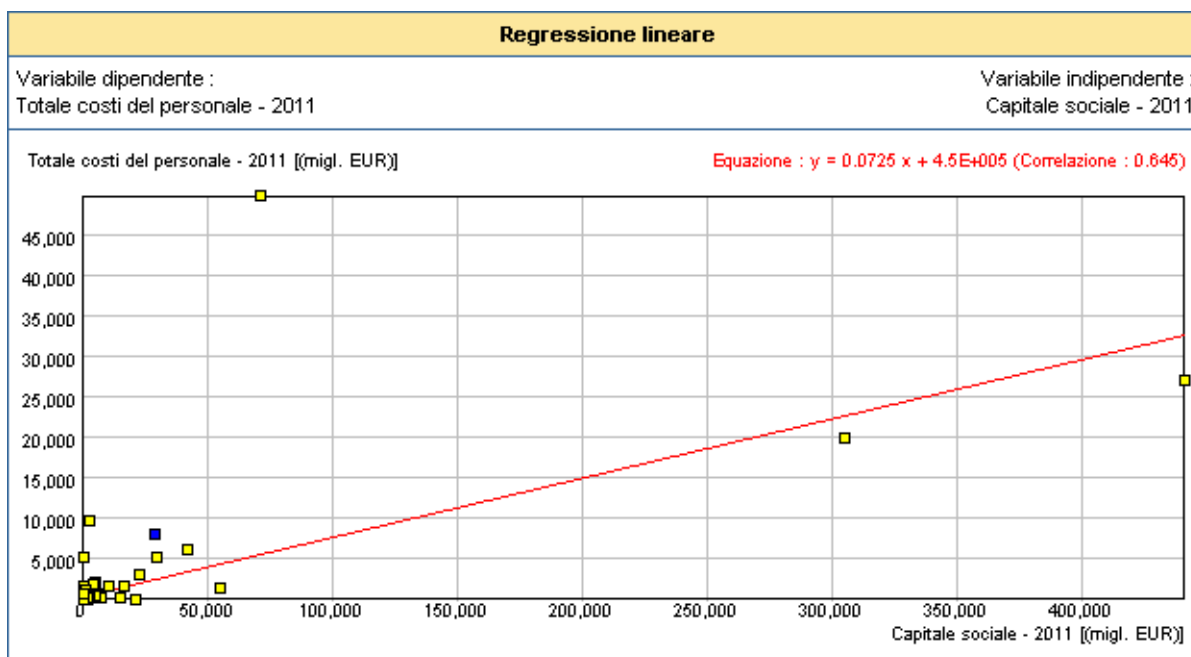


Grafico 6.18 Regressione lineare di costi del personale su capitale sociale 2011 Sorget.e Holding: elaborazione AIDA

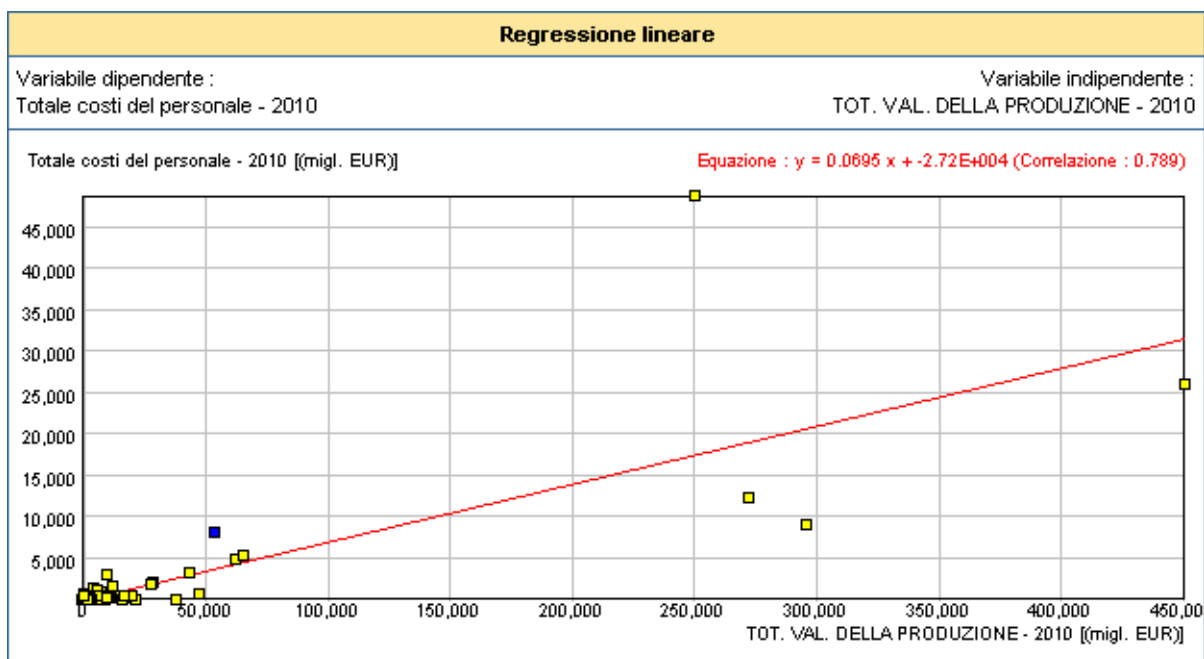


Grafico 6.19 Regressione lineare di costi del personale su totale valore della produzione 2010 Sorget.e Holding: elaborazione AIDA



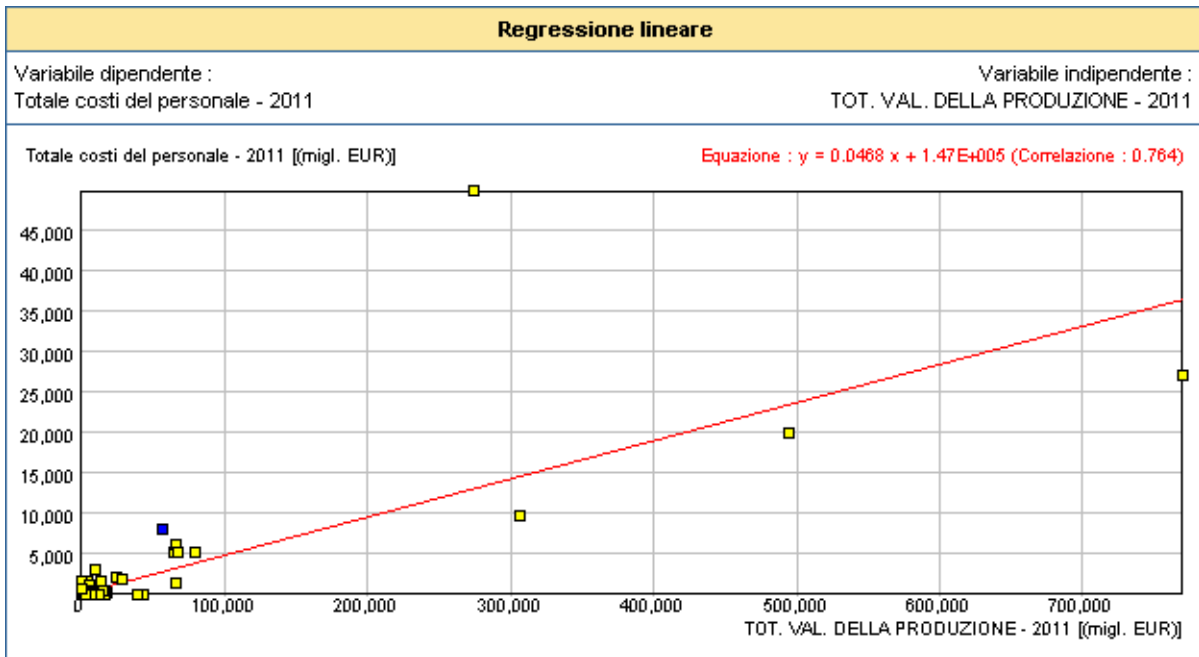


Grafico 6.20 Regressione lineare di costi del personale su totale valore della produzione 2011 Sorget.e Holding: elaborazione AIDA

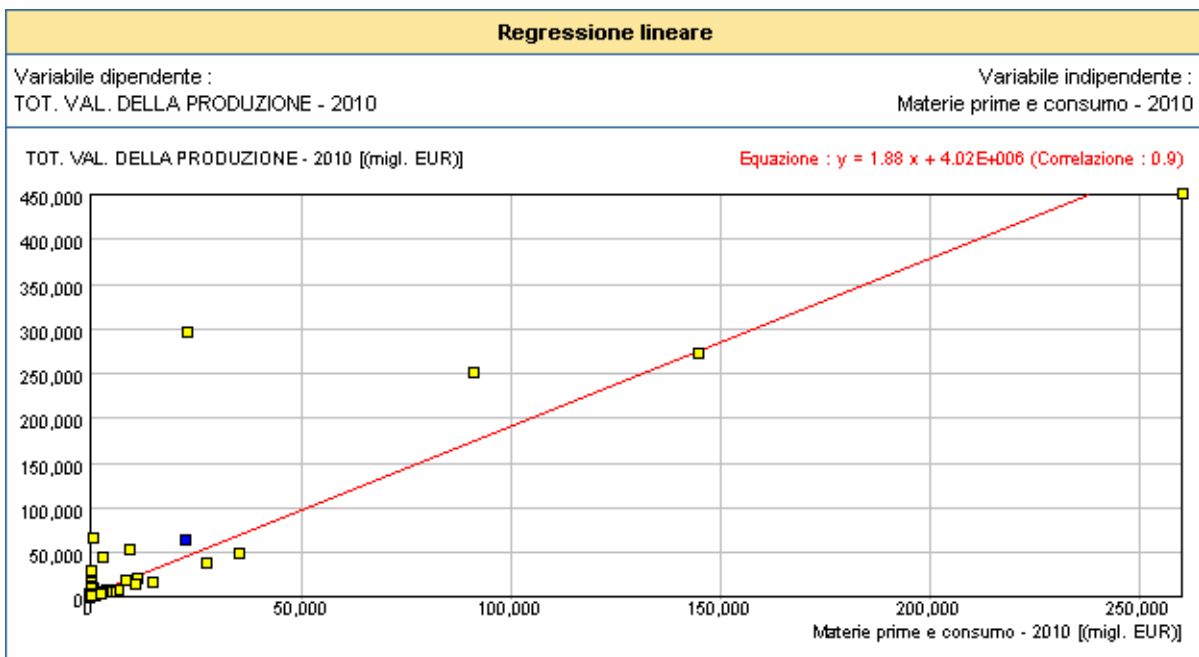


Grafico 6.21 Regressione lineare di valore della produzione su costi per materie prime e di consumo 2010 Sorget.e Holding: elaborazione AIDA

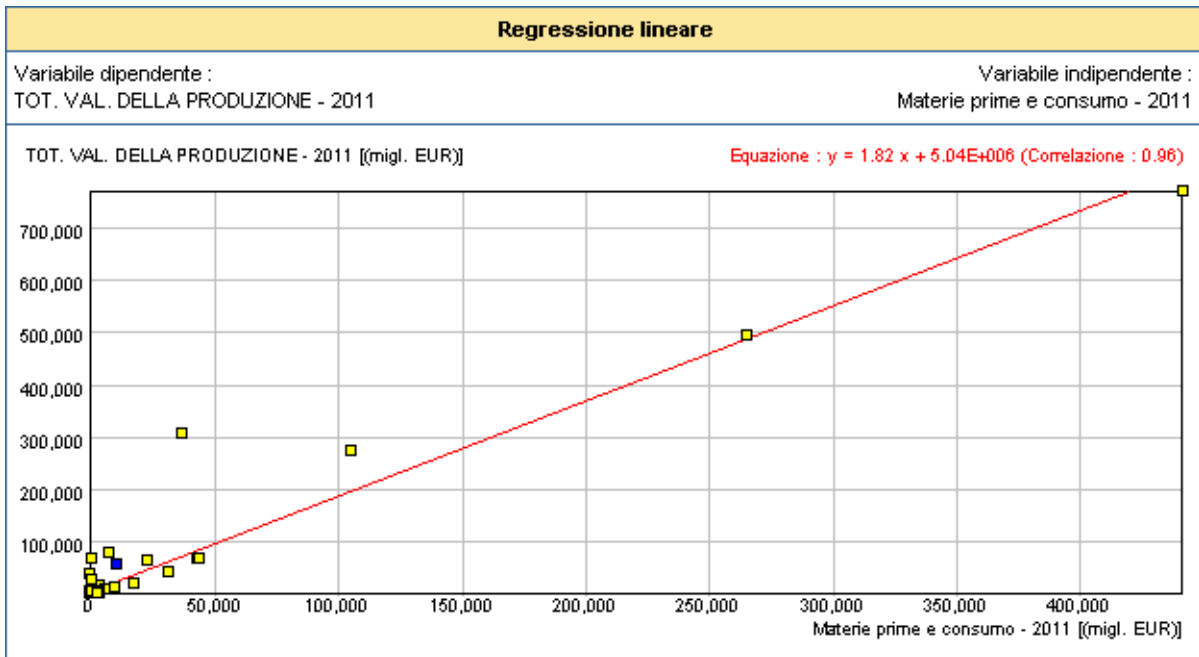


Grafico 6.22 Regressione lineare di valore della produzione su costi per materie prime e di consumo 2011 Sorget.e Holding: elaborazione AIDA

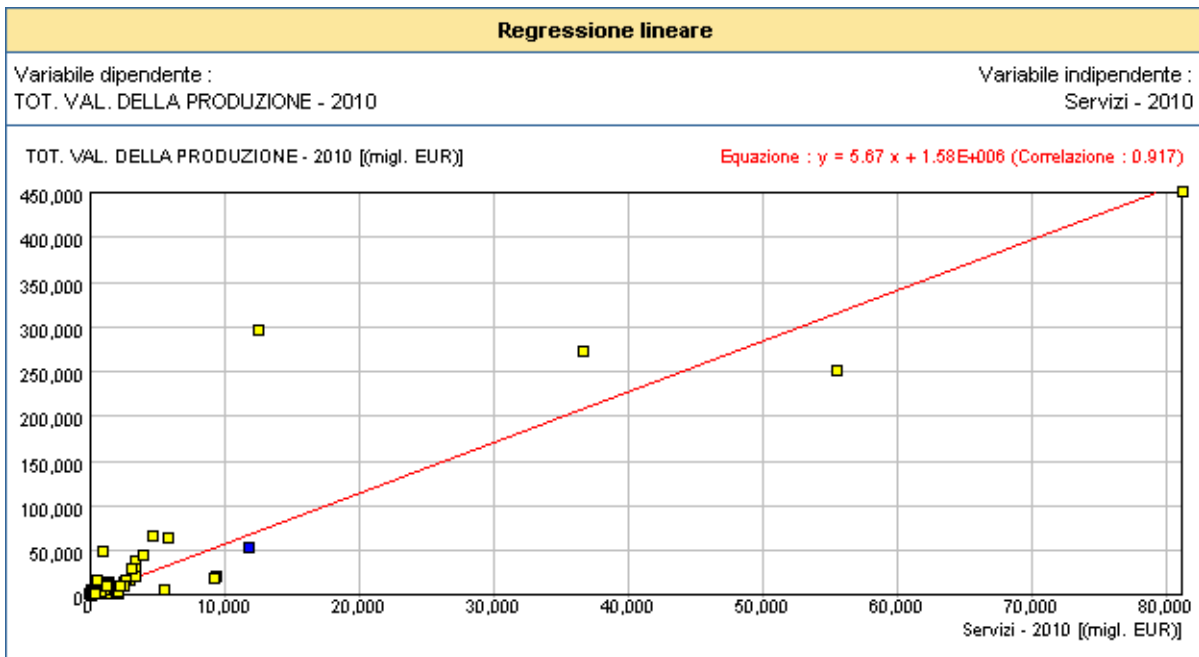


Grafico 6.23 Regressione lineare di valore della produzione su costi per servizi 2010 Sorget.e Holding: elaborazione AIDA

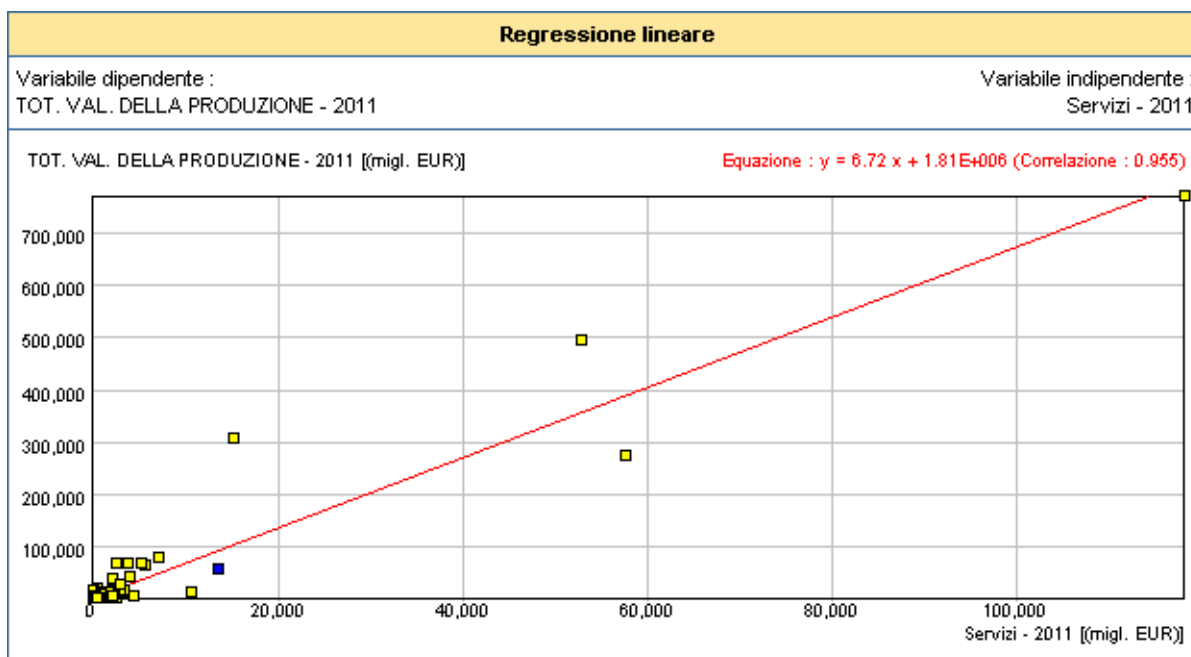


Grafico 6.24 Regressione lineare di valore della produzione su costi per servizi 2011 Sorget.e Holding: elaborazione AIDA

Return on Investment (%) e Numero dipendenti 2012									
Return on Investment (%)	Meno di 3 dip.	3 a 5 dip.	5 a 7 dip.	7 a 10 dip.	10 a 15 dip.	15 a 75 dip.	Più di 75 dip.	n.d.	Tutto
Meno di -2 %	14	1	0	0	0	0	0	0	15
-2 a 1 %	26	0	0	0	0	1	0	0	27
1 a 2 %	5	0	0	0	0	0	0	0	5
2 a 4 %	6	0	0	1	0	1	1	0	9
4 a 5 %	8	0	0	0	0	2	2	0	12
5 a 6 %	4	0	2	2	0	0	0	0	8
6 a 7 %	0	1	0	0	0	0	0	0	1
7 a 9 %	3	1	1	2	0	0	1	0	8
9 a 14 %	5	0	0	2	1	2	0	0	10
Più di 14 %	13	1	0	0	2	2	2	0	20
n.d.	43	5	3	1	1	1	1	7	62
<b>Tutto</b>	<b>127</b>	<b>9</b>	<b>6</b>	<b>8</b>	<b>4</b>	<b>9</b>	<b>7</b>	<b>7</b>	<b>177</b>

Tabella 6.7 Suddivisione ROI per numero dipendenti anno 2010 Sorget.e Holding: elaborazione AIDA

Return on Investment (%) e Numero dipendenti 2011									
Return on Investment (%)	Meno di 3 dip.	3 a 5 dip.	5 a 7 dip.	7 a 10 dip.	10 a 15 dip.	15 a 75 dip.	Più di 75 dip.	n.d.	Tutto
Meno di -2 %	0	0	0	0	1	1	0	0	2
-2 a 1 %	5	1	0	1	0	1	0	0	8
1 a 2 %	4	0	0	0	0	0	0	0	4
2 a 4 %	15	3	0	1	0	2	2	0	23
4 a 5 %	7	1	0	2	0	0	1	0	11
5 a 6 %	9	0	0	2	0	0	0	0	11
6 a 7 %	5	2	0	0	0	1	0	0	8
7 a 9 %	11	1	2	0	1	2	0	0	17
9 a 14 %	7	2	0	3	1	1	1	0	15
Più di 14 %	21	3	2	1	0	3	4	0	34
n.d.	27	3	2	0	1	2	1	8	44
<b>Tutto</b>	<b>111</b>	<b>16</b>	<b>6</b>	<b>10</b>	<b>4</b>	<b>5</b>	<b>9</b>	<b>8</b>	<b>177</b>

Tabella 6.8 Suddivisione ROI per numero dipendenti anno 2011 Sorgent.e Holding: elaborazione AIDA

Distribuzione aziende sulla base del fatturato anno 2010

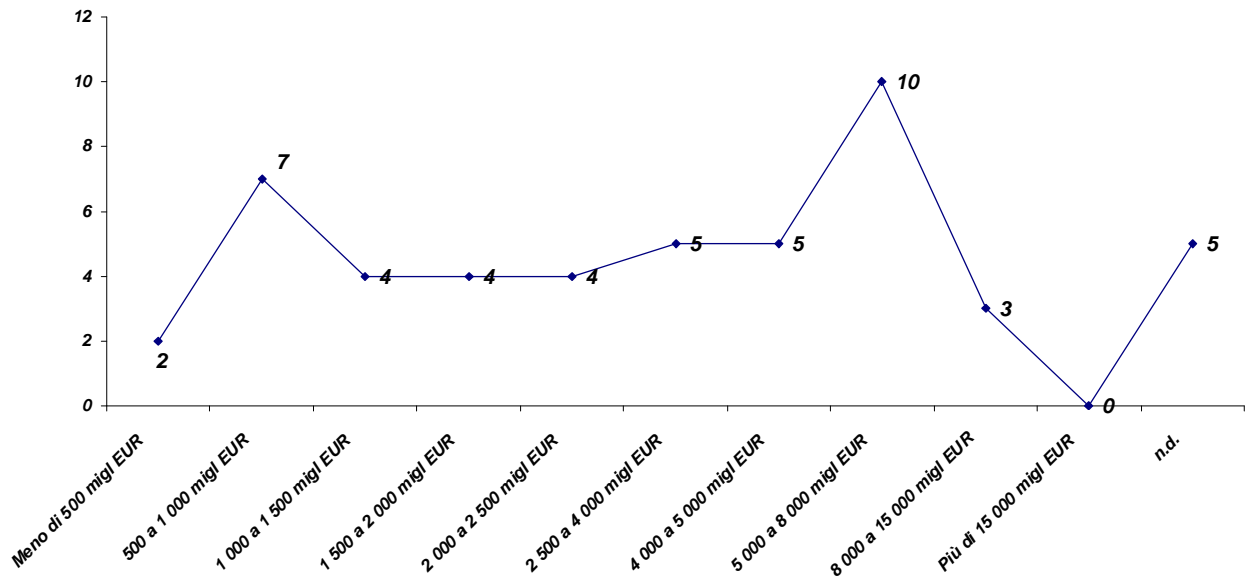


Grafico 6.25 Distribuzione aziende sulla base del fatturato anno 2010 Rigoni di Asiago: elaborazione AIDA

### Distribuzione aziende sulla base del fatturato anno 2011

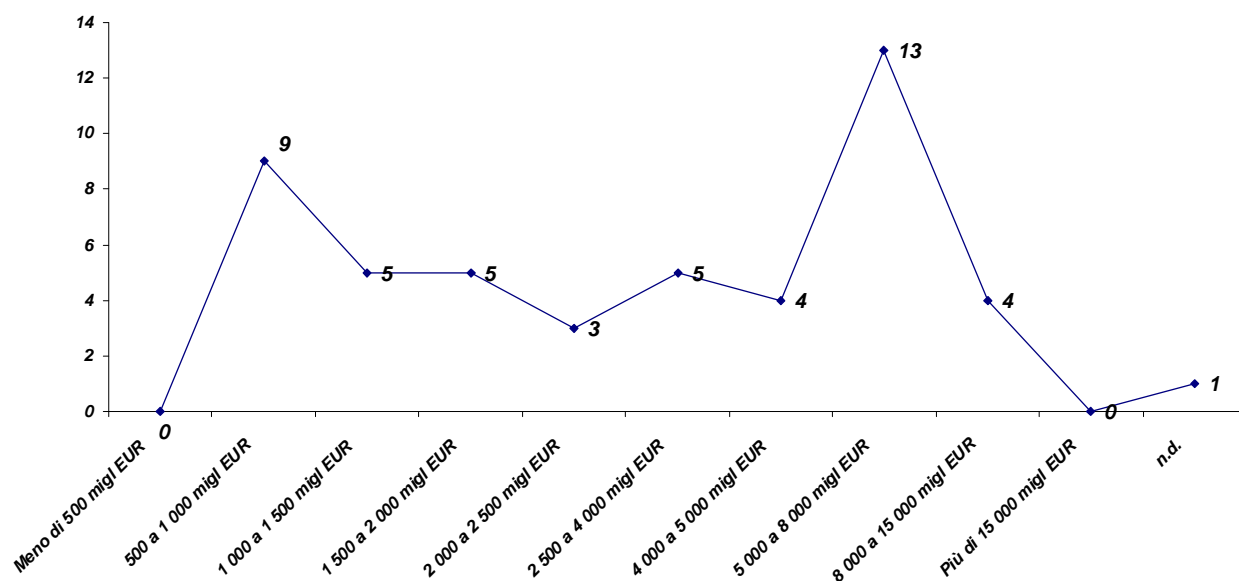


Grafico 6.26 Distribuzione aziende sulla base del fatturato anno 2011 Rigoni di Asiago: elaborazione AIDA

Ricavi delle Vendite (migl EUR) e Numero dipendenti 2011									
Ricavi delle Vendite (migl EUR)	Meno di 3 dip.	3 a 5 dip.	5 a 7 dip.	7 a 10 dip.	10 a 15 dip.	15 a 75 dip.	Più di 75 dip.	n.d.	Tutto
Meno di 500 migl	0	0	0	0	0	0	0	0	0
500 a 1 000 migl	6	1	1	0	1	0	0	0	9
1 000 a 1 500 migl	1	2	2	0	0	0	0	0	5
1 500 a 2 000 migl	1	3	0	0	1	0	0	0	5
2 000 a 2 500 migl	1	0	2	0	0	0	0	0	3
2 500 a 4 000 migl	1	1	0	2	1	0	0	0	5
4 000 a 5 000 migl	0	0	0	1	2	1	0	0	4
5 000 a 8 000 migl	0	2	2	4	0	5	0	0	13
8 000 a 15 000 migl	0	0	0	0	2	2	0	0	4
Più di 15 000 migl	0	0	0	0	0	0	0	0	0
n.d.	0	0	0	0	0	0	0	1	1
<b>Tutto</b>	<b>10</b>	<b>9</b>	<b>7</b>	<b>7</b>	<b>7</b>	<b>8</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>49</b>

Tabella 6.9 Suddivisione Ricavi di vendita per numero dipendenti anno 2011 Rigoni di Asiago: elaborazione AIDA

Ricavi delle Vendite (migl EUR) e Numero dipendenti 2010									
Ricavi delle Vendite (migl EUR)	Meno di 3 dip.	3 a 5 dip.	5 a 7 dip.	7 a 10 dip.	10 a 15 dip.	15 a 75 dip.	Più di 75 dip.	n.d.	Tutto
Meno di 500 migl	2	0	0	0	0	0	0	0	2
500 a 1 000 migl	5	0	2	0	0	0	0	0	7
1 000 a 1 500 migl	3	1	0	0	0	0	0	0	4
1 500 a 2 000 migl	4	0	0	0	0	0	0	0	4
2 000 a 2 500 migl	3	1	0	0	0	0	0	0	4
2 500 a 4 000 migl	0	3	0	1	1	0	0	0	5
4 000 a 5 000 migl	0	0	2	1	0	2	0	0	5
5 000 a 8 000 migl	0	2	3	2	0	3	0	0	10
8 000 a 15 000 migl	0	0	0	0	2	1	0	0	3
Più di 15 000 migl	0	0	0	0	0	0	0	0	0
n.d.	0	0	0	0	0	0	0	5	5
<b>Tutto</b>	<b>17</b>	<b>7</b>	<b>7</b>	<b>4</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>0</b>	<b>5</b>	<b>49</b>

Tabella 6.10 Suddivisione Ricavi di vendita per numero dipendenti anno 2010 Rigoni di Asiago: elaborazioneAIDA

Ricavi delle Vendite (migl EUR) e Anno di costituzione 2011								
Ricavi delle Vendite (migl EUR)	Meno di 1 anno	1 a 3 anni	3 a 5 anni	5 a 10 anni	10 a 20 anni	Più di 20 anni	n.d.	Tutto
Meno di 500 migl	0	0	0	0	0	0	0	0
500 a 1 000 migl	0	2	2	1	3	1	0	9
1 000 a 1 500 migl	0	0	1	1	3	0	0	5
1 500 a 2 000 migl	0	0	1	1	3	0	0	5
2 000 a 2 500 migl	0	0	0	1	1	1	0	3
2 500 a 4 000 migl	0	0	0	2	3	0	0	5
4 000 a 5 000 migl	0	0	0	0	1	3	0	4
5 000 a 8 000 migl	0	0	1	1	6	5	0	13
8 000 a 15 000 migl	0	1	0	1	2	0	0	4
Più di 15 000 migl	0	0	0	0	0	0	0	0
n.d.	0	0	0	1	0	0	0	1
<b>Tutto</b>	<b>0</b>	<b>3</b>	<b>5</b>	<b>9</b>	<b>22</b>	<b>10</b>	<b>0</b>	<b>49</b>

Tabella 6.11 Suddivisione Ricavi di vendita per anno di costituzione Rigoni di Asiago: elaborazioneAIDA

# ***RINGRAZIAMENTI***

Rinchiudere nelle ultime pagine di questa tesi i ringraziamenti per le persone che mi sono rimaste vicine giorno dopo giorno per un'intera vita è sicuramente ingeneroso ma altrettanto ingeneroso sarebbe omettere questa sezione nel lavoro che porta alla chiusura di un percorso di studi iniziato molto tempo fa.

Sicuramente il primo ringraziamento va al Ch. Prof. Massimo Buongiorno che ha accettato di essere il relatore della mia tesi e che mi ha guidato con indicazioni necessarie e preziose per uno sviluppo il più possibile interessante dell'argomento scelto.

Secondo e doveroso pensiero va a tutte le persone che mi hanno aiutato fornendomi il materiale per i diversi corsi ai quali, a causa del mio *status* di studente *part-time*, non riuscivo ad essere presente e che mi hanno permesso di arrivare fino a qui.

In questa sede vorrei ringraziare tutte le persone e le società che mi hanno concesso la possibilità di effettuare l'intervista per approfondire i diversi temi sviluppati in questa tesi, di seguito vorrei nominarle:

- Antonella Ciaccia, Adriana Foresti e Stefano Manna per Advanced Capital Sgr;
- Raffaele Alajmo per Alajmo S.p.A.;
- Alessandra Bianchi per Amber Capital Sgr;
- Giovanni Barbujani, Francesca Fontana e Viviana Grandi per Arcadia Sgr;
- Roberto Pisa e Alberto Trombetta per Finlombarda Sgr;
- Berto Alioscia per Fondo Italiano Investimento;
- Leonardo Sagona per Hedge Invest Sgr;
- Armando Sozzi per Italian Mezzanine Sgr;
- Giovanni Arrigo e Nadia Buttignol per Palladio Finanziaria;
- Giovanni Saccagi per PM & Partners Sgr;
- Giacomo Cera per Rigoni di Asiago S.p.A.;
- Luca Allievi e Riccardo Cocola per Ubs Sgr;
- Luigi Vadrucchio e Gaetano Arrigo per Unifortune Sgr;

Ringrazio tutti perché a vario titolo hanno dimostrato molta disponibilità nei miei confronti e hanno reso possibile l'arricchimento del lavoro che ho svolto con interviste e approfondimenti non scontati sui casi di studio portati.

Paragrafo a parte vorrei dedicare a tutte le persone che mi hanno accompagnato al raggiungimento di questo obiettivo; iniziando da tutti gli amici che hanno capito senza opporre resistenza quando dovevo dare precedenza allo studio e coloro che mi hanno dato le giuste motivazioni per

continuare il percorso spesso ostico che mi trovavo di fronte e mi ha spronato a rientrare nella giusta carreggiata nei momenti in cui stavo sbandando.

Un grazie particolare vorrei farlo ai miei genitori e alla mia fidanzata Valentina che, come nessun'altro, mi hanno davvero sostenuto e sopportato durante i momenti difficili e gioito insieme a me durante i momenti felici; persone senza le quali non avrei avuto la possibilità e la tenacia necessaria per affrontare questo corso di studi. Un particolare ed ulteriore ringraziamento lo devo a Valentina che mi ha dato il supporto fondamentale per la stesura della tesi in termini di reperimento di materiale e traduzioni dei testi in lingua tenendomi compagnia nelle lunghe serate necessarie per la stesura di questa tesi.

Da ultimo vorrei ringraziare tutte le persone che hanno sempre creduto in me e che in futuro lo faranno.



# ***Bibliografia***

- AIFI (2012), *Il mercato italiano del Private Equity e Venture Capital 2012*
- AIFI (2011), *Il mercato italiano del Private Equity e Venture Capital 2011*
- AIFI (2010), *Il mercato italiano del Private Equity e Venture Capital 2010*
- AIFI (2008), *Il mercato italiano del Private Equity e Venture Capital 2008*
- AIFI (2004), *Il mercato italiano del Private Equity e Venture Capital 2004*
- Alemanni B., Anolli M., Cornett M.M., Saunders A., *Economia degli intermediari finanziari*, McGraw-Hill
- Annunziata F. (2008), *La disciplina del mercato mobiliare*, Giappichelli Editore
- Cenni S., Ferretti R. (2006), *Economia dei mercati e degli strumenti finanziari*, G. Giappichelli Editore
- Forestieri G. (2009), *Corporate & Investment banking*, Egea
- Gervasoni A., Satin F.L. (2004), *Private equity e Venture Capital, manuale di investimenti nel capitale di rischi*, Guerini e Associati
- Hull J.C. (2007), *Risk management e istituzioni finanziarie*, Pearson Education Inc.
- PEM (2012), *Private Equity Monitor 2012*
- PEM (2011), *Private Equity Monitor 2011*
- PEM (2010), *Private Equity Monitor 2010*
- PEM (2009), *Private Equity Monitor 2009*
- PEM (2008), *Private Equity Monitor 2008*

# *Sitografia*

Agenzia nazionale per l'attrazione degli investimenti, <http://www.invitalia.it>  
Associazione italiana del Private Equity e Venture Capital, <http://www.aifi.it>  
Banca d'Italia, <http://www.bancaditalia.it>  
Borsa Italiana, <http://www.borsaitaliana.it>  
Centro studi finanza, <http://www.cetrostudifinanza.it>  
CONSOB, <http://www.consob.it>  
Corriere della Sera, <http://www.corriere.it>  
EconomiaWeb.it, <http://www.economiaweb.it>  
Fondo Strategico Italiano, <http://www.fondostrategico.it>  
Gazzetta Ufficiale, <http://www.gazzettaufficiale.it>  
Il Giornale di Vicenza, <http://www.ilgiornaledivicenza.it>  
L'Arena di Verona, <http://www.larena.it>  
La Repubblica, <http://www.repubblica.it>  
Ministero del tesoro, <http://www.dt.tesoro.it>  
Ministero dello Sviluppo Economico, <http://www.mise.gov.it>  
Morningstar, <http://www.morningstar.it>  
PEM, <http://www.privateequitypartners.com>  
Promozione finanza solidale, <http://www.finansol.it>  
Rigoni di Asiago, <http://www.rigonidiasiago.com>  
Sorgent.e, <http://www.ste-energy.com>  
Unione Europea, <http://europa.eu>  
Veneto Sviluppo, <http://www.venetosviluppo.it>  
Wikipedia, <http://www.wikipedia.org>

La data di ultimo accesso alle URL citate è il 30 maggio 2013