

RIVISTA  
TRIMESTRALE  
DI DIRITTO  
DELL'ECONOMIA

RASSEGNA  
DI  
DOTTRINA  
E  
GIURISPRUDENZA

DIREZIONE SCIENTIFICA  
G. ALPA - M. ANDENAS - A. ANTONUCCI  
F. CAPRIGLIONE - R. MASERA - G. MONTEDORO

2 / 2012 SUPPLEMENTO n.2

ISSN: 2036 - 4873

# RIVISTA TRIMESTRALE DI DIRITTO DELL'ECONOMIA

---

[WWW.RTDE.LUISS.IT](http://WWW.RTDE.LUISS.IT)

La sede della Rivista è presso

la Fondazione G. Capriglione Onlus,

Università Luiss G. Carli,

Viale Romania 32, 00197 Roma.

## *Direzione Scientifica*

G. Alpa - M. Andenas - A. Antonucci

F. Capriglione - R. Masera - G. Montedoro

## *Direttore Responsabile*

F. Capriglione

## *Comitato di Redazione*

A. Tucci - E. Venturi - D. Rossano - N. Casalino

I contributi pubblicati in questa Rivista potranno essere  
riprodotti dalla Fondazione G. Capriglione Onlus su altre,  
proprie pubblicazioni, in qualunque forma.

## *COMITATO SCIENTIFICO PER LA VALUTAZIONE*

S. Amorosino, E. Bani, P. Benigno, A. Blandini, C. Brescia Morra, B. Cafaro, E. Cardi, F. Colombini, G. Conte, P.E. Corrias, L. De Angelis, M. De Benedetto, P. De Carli, C. De Caro, M. De Poli, L. Di Brina, G. Di Taranto, C. Fresa, R. Lener, F. Maimeri, G. Nicolini, M. Pellegrini, P. Reichlin, N. Rangone, A. Romano, C. Rossano, C. Russo, M. Sepe, D. Siclari, G. Terranova, V. Troiano, A. Urbani, S. Vinti, A. Zimatore

## *REGOLE DI AUTODISCIPLINA PER LA VALUTAZIONE DEI CONTRIBUTI*

I contributi inviati alla Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia sono oggetto di esame da parte del Comitato per la valutazione secondo le presenti regole.

1. Prima della pubblicazione, tutti gli articoli, le varietà, le note e le osservazioni a sentenza inviati alla *Rivista* sono portati all'attenzione di due membri del *Comitato*, scelti in ragione delle loro specifiche competenze ed in relazione all'area tematica affrontata nel singolo contributo.
2. Il contributo è trasmesso dalla *Redazione* - in forma anonima, unitamente ad una scheda di valutazione - ai membri del *Comitato*, perché i medesimi - entro un congruo termine - formulino il proprio giudizio.
3. In ciascun fascicolo della *Rivista* sarà indicato, in ordine alfabetico, l'elenco dei membri del *Comitato* che hanno effettuato la valutazione dei contributi pubblicati.
4. In presenza di pareri dissenzienti, la *Direzione* si assume la responsabilità scientifica di procedere alla pubblicazione, previa indicazione del parere contrario dei membri del *Comitato*.
5. Ove dalle valutazioni emerga un giudizio positivo condizionato (a revisione, integrazione o modifica), la *Direzione* promuove la pubblicazione solo a seguito dell'adeguamento del contributo alle indicazioni dei membri del *Comitato*, assumendosi la responsabilità della verifica.

## *IL PRESENTE CONTRIBUTO È STATO VALUTATO DA:*

B. Cafaro, S. Vinti

# CAPITALE DI RISCHIO E *PRIVATE EQUITY*: CONTESTO ECONOMICO E STRUMENTAZIONE GIURIDICA\*

## PARTE PRIMA

### IL *PRIVATE EQUITY* NEL CONTESTO ECONOMICO ITALIANO E INTERNAZIONALE

**SOMMARIO:** 1.1 - *Prospettive evolutive del Private equity a seguito della crisi finanziaria globale* - 1.2 - *Le operazioni di Private equity in Italia: la dimensione della raccolta* - 1.2.1 - *Le operazioni di Private equity in Italia: la dimensione degli investimenti* - 1.3 - *Tipologie degli interventi e obiettivi* - 1.3.1 - *Il Venture capital* - 1.3.2 - *L'Expansion financing* - 1.3.3 - *Le operazioni di Buy out* - 1.3.4 - *Il Turnaround financing* - 1.4 - *Il sostegno del Private equity alle PMI: innovazione, crescita, internazionalizzazione e cambio generazionale*

1.1. La realtà economica post-crisi finanziaria appare tuttora protesa, a livello sistemico, verso l'individuazione di vie d'uscita che possano porre rimedio alla conseguente fase di ristagno e ripristinare le condizioni del sistema economico. In questo contesto, è comune l'obiettivo dei Governi comunitari nella

---

\* Il presente saggio ha trovato spunto nell'ambito di uno studio sul tema, promosso dalla Fondazione Rosselli e da 21 Investimenti. Lo stesso è destinato alla pubblicazione, in una versione più ampia, nel volume che raccoglierà i risultati della ricerca: M.CARDI – E. UGHETTO (a cura di), *Il capitale di rischio per lo sviluppo delle PMI*, Rubbettino, 2012.

definizione di misure anticrisi che trovano declinazioni differenti nei destinatari (banche, imprese, enti locali) e nelle modalità tecniche (aiuti finanziari, incentivi fiscali, ammortizzatori sociali), a seconda dei diversi contesti territoriali<sup>1</sup>.

Gli studi in argomento hanno messo a fuoco il legame tra i recenti eventi patologici e l'eccessiva fiducia riposta nell'autoregolazione degli intermediari e dei mercati, nonché gli errori di analisi e di policy relativi ad una visione dell'innovazione finanziaria come elemento di sviluppo sempre positivo ed efficiente da non ostacolare.<sup>2</sup>

Il percorso verso la ripresa economica - ancora fortemente minato da fattori di debolezza e, nell'Euro zona, dai potenziali effetti sistemici derivanti dalla crisi del debito sovrano di alcuni dei paesi dell'area della moneta unica - si fonda sull'esigenza di una regolamentazione prudenziale più rigorosa tale da prevenire modalità operative particolarmente rischiose ed elementi distorsivi della stabilità. Da qui la prospettiva di un cambiamento anche culturale mosso dall'evidenza dei limiti di un approccio eccessivamente rivolto alla finanziarizzazione dell'economia e del paradigma della creazione del valore a breve termine nonché dall'acuirsi della percezione del rischio da parte degli investitori.

In questo contesto sono venuti meno alcuni degli elementi di forza caratteristici dell'approccio all'attività di Private equity adottato fino all'avvitarsi della

---

<sup>1</sup> Le brevi annotazioni generali sulla crisi finanziaria globale sono ampiamente riscontrabili nella ormai vastissima letteratura internazionale formatasi sul tema. Nell'impossibilità di richiamare per intero, v. per tutti: J. STIGLITZ, *Bancarotta l'economia globale in caduta libera*, Einaudi, Torino, 2010; P. GARONNA (a cura di), *L'industria del risparmio dopo la crisi*, Bancaria, Roma 2010; G.A. AKERLOF, R.S. SHILLER *Animal Spirits*, Princeton University Press, Princeton-Oxford, 2009; A. ALESINA, F. GIAVAZZI, *La crisi*, Il Saggiatore, Milano, 2008; J. ATTALI, *La crisi, e poi?*, Fazi Editore, Roma, 2009; F. CAPRIGLIONE, *Crisi a confronto (1929 - 2009). Il caso italiano*, Cedam, Padova, 2009; F. CAPRIGLIONE, *Eurosclerosi e globalizzazione*, in Rivista Trimestrale di Diritto dell'economia, n. 1, 2010; R. MASERA, *The Great Financial Crisis*, Bancaria editrice, Roma, 2009; I. VISCO, *La crisi finanziaria e le previsioni degli economisti*, Università di Studi di Roma, "La Sapienza", Roma, 4 marzo 2009; ed ivi riferimenti bibliografici.

<sup>2</sup> Così anche R. MASERA, *La crisi globale: finanza, regolazione e vigilanza alla luce del rapporto de Larosiere*, in Rivista Trimestrale di Diritto dell'economia, n. 1, 2009.

crisi. Tuttavia, il cambiamento in atto, se da un lato ha sottoposto l'attività di investimento nel capitale di rischio ad una fase di tensione - come si vedrà più avanti - soprattutto sul fronte della raccolta, dall'altro, ha dato luogo ad un'opportunità di sviluppo per il settore, come valida alternativa al finanziamento bancario.

In particolar modo, lo scenario precedente è stato a lungo caratterizzato da una congiuntura del credito favorevole, domanda in aumento, prospettive di crescita incoraggianti ed un conseguente ampio ricorso alla leva finanziaria.

A ciò è seguita, tuttavia, la fase di stretta creditizia innescata dalla crisi, da cui il successivo aumento del costo del debito in una situazione di bassa crescita e finanze pubbliche indebolite.

Grazie alla prospettiva tipicamente anticiclica e di lungo periodo che distingue il mercato del Private equity, le mutate condizioni economiche hanno influito sullo stesso in misura minore rispetto ad altri settori finanziari.

A risultare più colpite sono state, sin dai primi stadi della crisi, le operazioni di maggiore dimensione perché maggiormente legate alla scarsa disponibilità di capitale di debito e quindi al graduale venir meno delle possibilità di leva.

La struttura e la dimensione media delle acquisizioni, infatti, sono alcuni degli aspetti maggiormente messi in discussione dalla crisi che ha messo in luce l'opportunità per il Private equity di una revisione dell'approccio del passato, prettamente finanziario ed in parte legato a schemi di acquisizione "aggressivi", a favore di un approccio industriale, orientato a supportare il percorso evolutivo delle imprese. Come si vedrà più avanti, ciò si traduce nello svolgimento da parte degli investitori di un ruolo attivo nella gestione finanziaria e strategica delle aziende al fine di rispondere a necessità di sottocapitalizzazione, internazionalizzazione e soluzione dei passaggi generazionali delle PMI.

In questa chiave, l'attività di Private equity può trarre dalla crisi l'opportunità di rappresentare un'importante leva per la ripresa grazie alla stimolazione di nuovi processi di creazione di valore.

I primi segnali dell'impatto della crisi finanziaria sul settore del Private equity si sono manifestati più precisamente, a partire dall'anno 2008, in primo luogo sul fronte degli investimenti, in termini sia di ammontare investito che di numero di operazioni.

Entrambi i parametri infatti hanno subito un significativo declino - indotto in particolare, come già accennato, dalla contrazione avvenuta nel segmento dei large deal e delle operazioni di Buy out, più spesso legate a meccanismi di leva - rispetto al periodo precedente.

Considerando infatti il dato aggregato a livello internazionale, - sulla base delle rilevazioni dell'AIFI<sup>3</sup> - emerge come il valore complessivo degli investimenti abbia subito nell'anno 2008 un calo del 72% rispetto all'anno precedente, in netto contrasto con il trend positivo che aveva portato il volume di impieghi, tra il 2005 e il 2006, ad un incremento di oltre il 100%; a questa riduzione si associa anche quella relativa al numero delle operazioni effettuate, sia pure in misura più contenuta rispetto al brusco declino dell'ammontare.

Le condizioni di mercato prodotte dalla crisi hanno ostacolato anche le operazioni di disinvestimento, in particolare relativamente alle quotazioni tramite Initial Public Offering (IPO), comportando necessariamente un prolungamento significativo dell'holding period delle partecipazioni detenute che è passato da tre a cinque anni.

In maniera speculare, un allungamento rilevante ha riguardato anche i tempi della raccolta necessari al raggiungimento, da parte dei fondi, degli obiet-

---

<sup>3</sup> Cfr. *Private Equity: investire nello sviluppo delle imprese nei momenti di recessione*, AIFI, Atti del convegno annuale, 2009.

tivi prefissati; il timing si è prolungato fino a 21 mesi nel 2010, a fronte dei 16 mesi necessari nel 2009 e dei 12 mesi sufficienti nel 2007.

Peraltro, il cambiamento del contesto congiunturale rispetto al momento di avvio di alcune delle iniziative intraprese poco prima dell'avvento della crisi, insieme alla perdurante incertezza, ha comportato l'uscita dal mercato di alcuni operatori, non più in grado di attrarre capitali alla luce della complessità della situazione economico-finanziaria globale.

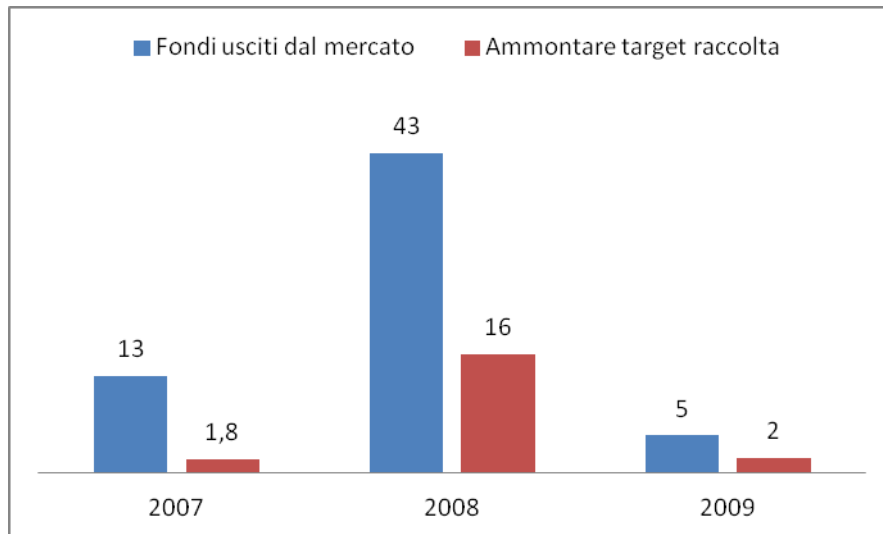
Al tempo stesso tuttavia, le risorse raccolte dai fondi nel periodo precedente alla crisi e non ancora utilizzate hanno rappresentato un utile buffer iniziale per contrastare la flessione della raccolta di nuovi capitali.

Un ulteriore fattore che ha contribuito a modificare la performance complessiva delle operazioni di Private equity alla luce della crisi è rappresentato da una parziale variazione che ha interessato talvolta le condizioni contrattuali relative ai nuovi accordi.

In particolare, per alcuni fondi il trend post-crisi ha comportato un meccanismo di calcolo del carried interest spesso ancorato al valore complessivo del fondo e non più alle singole operazioni, a fronte di un maggior potere contrattuale in capo agli investitori.

Figura 1.1. Numero di operatori usciti dal mercato ed ammontare della raccolta (euro mln)





Fonte: Dati AIFI

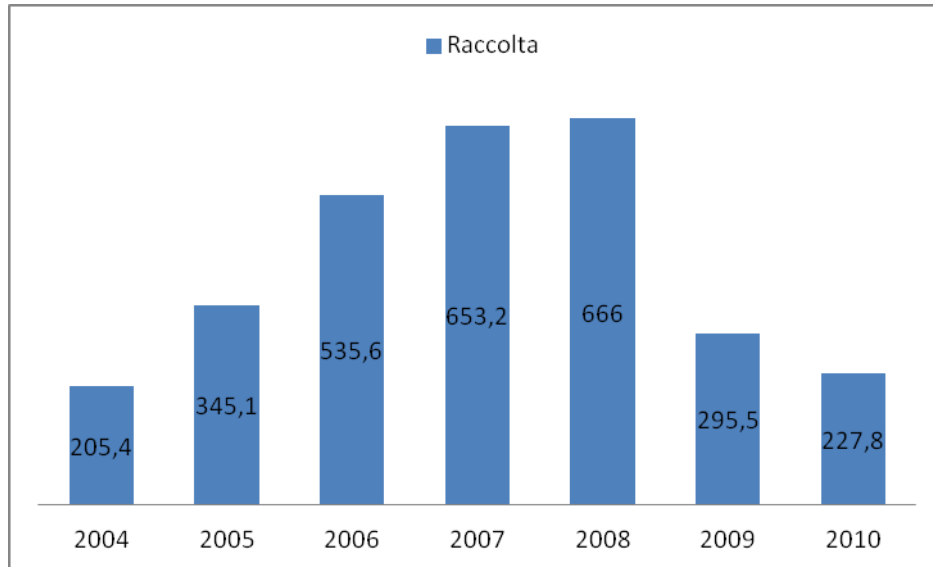
Alla luce di quanto precede è da segnalare peraltro che il progressivo allentamento delle condizioni critiche ha consentito una parziale ripresa del mercato del Private equity a partire dal 2010, sia pure in maniera disarmonica essendo la raccolta in diminuzione e gli investimenti in aumento. In particolare, considerando ancora una volta il dato aggregato a livello mondiale, il valore dei capitali raccolti da parte di 483 fondi, nel 2010, è stato pari a 228 miliardi di dollari, a fronte di 296 miliardi raccolti nel 2009, peraltro da parte di un numero di fondi notevolmente superiore (684).

I dati aggregati relativi all'andamento del fund raising internazionale racchiudono due fenomeni che è necessario sottolineare.

In primo luogo, la scomposizione della raccolta sulla base dei target di destinazione evidenzia un positivo incremento della parte di essa destinata alle infrastrutture, con un risultato che si avvia nuovamente a raggiungere i valori precedenti alla crisi; in particolare, sono stati raccolti a tal fine, complessivamente, 27,3 miliardi di dollari nel 2010, in evidente contrapposizione con l'importo di 7,7 miliardi del 2009.

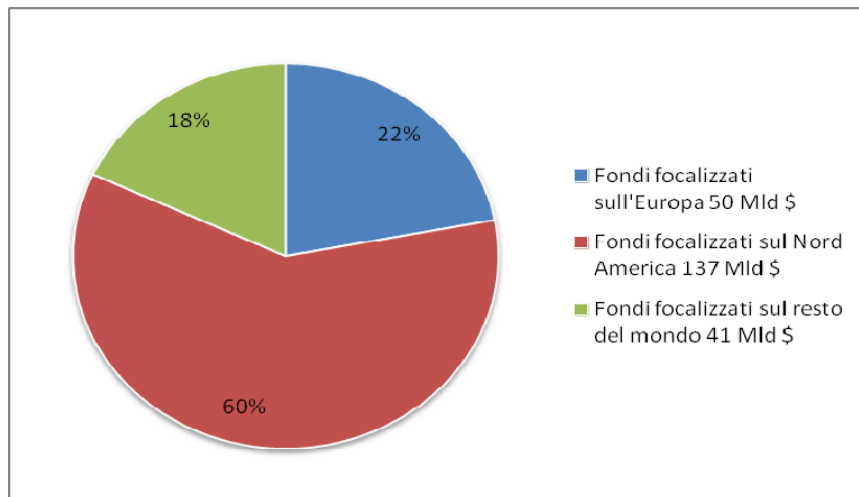
Sotto altro profilo, come evidenziato dalla figura 1.3, la scomposizione geografica del dato mostra una sostanziale debolezza della raccolta europea, la cui dimensione relativa (50 miliardi di dollari) appare limitata rispetto al volume statunitense (137 miliardi di dollari).

Figura 1.2 - L'andamento della Raccolta internazionale (Euro mln)



Fonte: Dati AIFI

Figura 1.3 - La distribuzione percentuale della raccolta globale (2010)



Si è in presenza di un fenomeno che impedisce di disegnare un quadro del mercato del Private equity simile a quello conosciuto in epoche passate; considerato il contesto macroeconomico globale, il settore dell'investimento in capitale di rischio mostra segnali di crescita non omogenei. Per un verso, infatti, la raccolta fatica ancora a raggiungere gli obiettivi di funding del passato, per altro, sul fronte degli investimenti l'anno 2010 ha segnato un importante punto di svolta in direzione della ripresa.

Al riguardo, prendendo in considerazione il segmento delle sole attività di Buy out effettuate nel 2010 in ambito internazionale, l'incremento ha riguardato sia il numero, aumentato del 38% rispetto all'anno precedente, che il volume complessivo (204,9 miliardi di dollari nel 2010) delle operazioni, il cui valore ha subito un miglioramento del 130%.

Quest'ultima tendenza positiva si riscontra tanto nel mercato statunitense, quanto in quello comunitario dove, in particolare, il valore dei flussi è passato da 24,2 miliardi di dollari nel 2009 a 68,1 miliardi nel 2010.

Da segnalare infine il peso assunto a livello aggregato dalle operazioni di Leveraged Buy Out (LBO) che, sia in termini di numero che di valore complessivo, hanno rappresentato circa la metà delle acquisizioni realizzate nel 2010.

Il progressivo allentamento delle condizioni creditizie ha pertanto consentito al settore una parziale ripresa dell'attività di LBO compromessa negli anni immediatamente successivi alla crisi: ha avuto luogo infatti un primo riavvio delle operazioni di grande dimensione che, come visto in precedenza, avevano subito un brusco freno dettato dagli effetti iniziali del credit crunch.

Tuttavia, il quadro complessivo sembrerebbe nuovamente messo in discussione, a livello europeo, alla luce dei nuovi effetti economico finanziari prodotti dalle più recenti tensioni di mercato avvenute nel secondo semestre 2011. Pertanto, occorrerà attendere di poter valutare in chiave di impatto gli ef-

fetti del recente e complesso clima finanziario per poter analizzare come questi abbiano inciso sull'andamento dell'attività di raccolta ed investimento in capitale di rischio in ambito comunitario.

1.2. Il tessuto imprenditoriale italiano presenta, come è noto, alcune caratteristiche peculiari in termini di dimensione ed assetti proprietari, che spesso espongono le imprese a delicate problematiche legate ad esigenze di crescita dimensionale, maggiore patrimonializzazione e fasi di passaggio generazionale. Il mercato italiano del Private equity, pertanto, si sta progressivamente strutturando in risposta a queste necessità attraverso modalità di intervento spesso diverse rispetto a quelle sviluppate nei mercati internazionali.

La struttura produttiva italiana, infatti, ha una configurazione che la distingue dalle imprese dell'area Euro per la dimensione media, inferiore del 40 per cento.

A ciò si aggiunge la sostanziale staticità che solitamente rende i passaggi da una classe dimensionale a quella superiore piuttosto rari. Solo 4 imprese italiane figurano tra le prime 50 imprese europee per fatturato contro 15 tedesche e 11 francesi.

I fattori che ostacolano le potenzialità del tessuto industriale italiano sono stati richiamati, da ultimo, anche nelle Considerazioni finali da parte del Governatore della Banca d'Italia che, nell'ultima assemblea dei partecipanti, il 31 Maggio 2011, ha affermato che: "quando ad una nostra impresa si presenta la concreta opportunità d'ingrandirsi, agisce da remora non solo un contesto fiscale, normativo e amministrativo ancora percepito come incerto e costoso, ma anche un assetto aziendale spesso mantenuto impermeabile a soggetti esterni.

Una diffusa proprietà familiare delle imprese non è caratteristica solo italiana; lo è invece il fatto che anche la gestione rimanga nel chiuso della famiglia proprietaria.

Fra le imprese manifatturiere con almeno 10 addetti, quelle in cui sia il controllo sia la gestione sono esclusivamente familiari sono il 60 per cento in Italia, meno del 30 in Francia e in Germania; in queste imprese la propensione a innovare è minore, l'attività di ricerca e sviluppo meno intensa, scarsa la penetrazione nei mercati emergenti.

Le imprese italiane hanno in media meno patrimonio di quelle degli altri paesi avanzati; è scarsa la diversificazione delle fonti di finanziamento, in gran parte di origine bancaria, ed è elevato il peso dei debiti a breve scadenza. Per incentivare il ricorso al capitale di rischio andrebbe ridotto, nel quadro di una complessiva ricomposizione del bilancio pubblico, il carico fiscale sulla parte dei profitti ascrivibile alla remunerazione del capitale proprio. Includendo l'IRAP, l'aliquota legale sui redditi d'impresa supera di quasi sei punti quella media dell'area dell'euro".

Alla luce del quadro descritto, la focalizzazione del mercato italiano del Private equity sul mid market rende, in questo senso, il settore suscettibile di nuove opportunità di investimento, nonostante le condizioni critiche del contesto congiunturale di mercato.

Infatti, la realizzazione di operazioni riguardanti aziende di piccola e media dimensione, da un lato, acquisisce un nuovo peso alla luce della riduzione della dimensione media delle operazioni che ha avuto luogo in ambito internazionale, ponendo così gli investimenti in imprese italiane tra quelli di maggior rilievo; dall'altro, il target di riferimento del Private equity italiano talvolta richiede da parte degli investitori istituzionali maggiori competenze ai fini del raggiungimen-

to di obiettivi quali l'internazionalizzazione, il passaggio intergenerazionale e la patrimonializzazione.

In questa prospettiva, con riguardo specifico al nostro Paese, l'investimento nel capitale di rischio, agendo in maniera complementare e non alternativa ad altri operatori privati, può contribuire a sostenere la competitività del tessuto imprenditoriale italiano, ponendo un maggior numero di imprese medie in condizione di accedere rapidamente ed efficacemente ai mercati internazionali e di sfruttare i guadagni di efficienza offerti dall'innovazione tecnologica.

L'ultimo decennio ha rappresentato per il Private equity italiano un periodo di costante crescita che si è registrata nell'aumento del numero delle Società di gestione del risparmio attive (passate da 11 a 68) e dei fondi operativi (passati da 7 a 126), nonché nel significativo incremento dell'attivo dei fondi gestiti (aumentato da 580 milioni a 5,8 miliardi di euro). Alla forte crescita dimensionale si è affiancato un rinnovamento strutturale del settore, prima focalizzato prevalentemente sull'operatività di Società di gestione (Sgr) di emanazione bancaria e di fondi quotati destinati al pubblico retail, ora rappresentato dalla significativa presenza di Sgr facenti capo a soggetti indipendenti<sup>4</sup>.

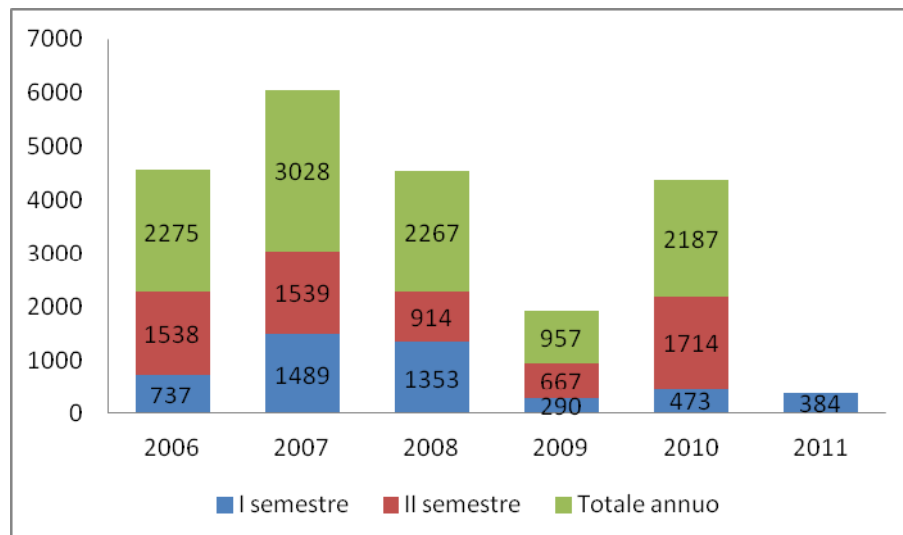
Il mercato del Private equity in Italia ha subito le ripercussioni della crisi finanziaria, come del resto è avvenuto anche negli altri paesi europei; già nel secondo semestre del 2010, tuttavia, il comparto italiano ha iniziato a registrare alcuni miglioramenti, in particolar modo, in termini di raccolta, come si vedrà nel seguito dell'analisi, anche grazie all'influenza sulla ripresa esercitata dall'avvio del Fondo di iniziativa pubblico-privata, sottoscritto per oltre un miliardo di euro.

---

<sup>4</sup> Cfr. Questioni di Economia e Finanza, n.98, *Il Private equity in Italia:una analisi sulle "imprese target"*, Banca d'Italia, 2011.

Più specificamente, sulla base dei dati AIFI, le masse raccolte nel 2010, da parte di 19 operatori in Italia, sono pari a 2,187 milioni di euro, segnando un incremento del 129% rispetto ai valori del 2009. Se si esclude il peso esercitato su questo valore da parte dell'operatività del Fondo Italiano di Investimento, l'incremento rispetto all'anno precedente risulta comunque significativo, essendo pari al 68%. Il primo semestre del 2011 segna invece una lieve flessione nei volumi raccolti, rispetto allo stesso periodo del 2010<sup>5</sup>.

Figura 1.4 - L'evoluzione dell'attività di raccolta in Italia (Euro mln)



Fonte: Dati AIFI 2011

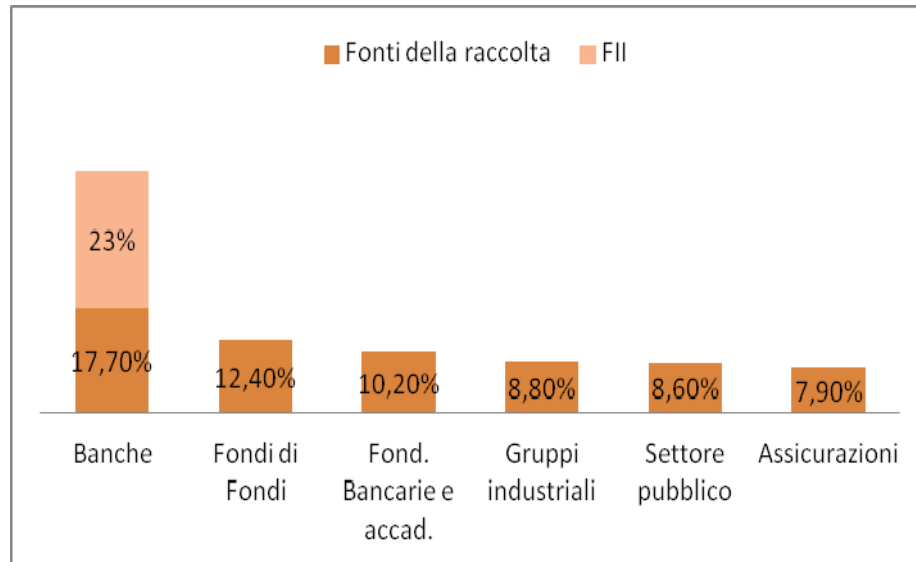
Sul piano della composizione delle fonti, le prime rilevazioni del 2011<sup>6</sup> confermano che una forte influenza sul volume raccolto deriva dalla componente bancaria, pari al 23% del totale, cui seguono i Fondi di Fondi (12,4%), le fondazioni bancarie (10%) ed il settore pubblico (8,6%), a queste si aggiunge il peso

<sup>5</sup> Cfr. AIFI, *Il mercato italiano del private equity e venture capital nel primo semestre 2011*, Milano 4 ottobre 2011.

<sup>6</sup> Cfr. AIFI, *Il mercato italiano del private equity*, op. cit.

della raccolta del Fondo Italiano d'Investimento, la cui componente è pari al 23%.

Figura 1.5 - Le principali fonti della raccolta in Italia



Fonte: AIFI, Marzo 2010

La maggior parte delle risorse raccolte, secondo la composizione illustrata sopra, sono state impiegate nel 2010 in operazioni di Buy out (67%), recuperando parte della quota di mercato persa nel periodo successivo alla crisi finanziaria e confermando così una tendenza consolidatasi negli ultimi anni.

Significativo anche l'ammontare investito nel segmento dell'Expansion (24%), in aumento rispetto al 2009 (14%) e rivolto, come si vedrà più avanti, al supporto della crescita di imprese già operanti sul mercato. Da ultimo, il primo semestre del 2011 ha segnato un'influenza crescente del peso della raccolta dedicata alle infrastrutture.

La composizione degli impieghi vede la parte restante delle risorse raccolte dedicate alle operazioni di Replacement, Early stage e Turnaround.



1.2.1 Passando all'esame degli investimenti si registra complessivamente una lieve flessione (-6% rispetto al 2009); l'importo complessivo è pari a 2,461 milioni di euro impiegati in 292 operazioni nel 2010 (il numero di operazioni ha visto un lieve miglioramento rispetto al 2009, pari al 3%), effettuate in particolar modo da parte di Sgr ed operatori regionali. Tuttavia, rispetto al 2009, anno durante il quale il Private equity ha mostrato importanti segnali di scostamento dalle tradizionali logiche d'investimento consolidate negli anni precedenti, il 2010 ha visto nuovamente emergere un profilo medio di investimento in linea con il trend storico; ciò, in particolare, relativamente alla valorizzazione delle imprese target che è tornata a crescere<sup>7</sup>.

Infine, l'ammontare complessivo dei disinvestimenti nel 2010 è stato pari a 977 milioni di euro, valore in calo del 46% rispetto al 2009.

Analizzando i disinvestimenti sulla base del fatturato delle aziende target si evince che quelli riguardanti imprese di dimensioni medio - piccole (fatturato inferiore a 50 milioni) sono numericamente i più diffusi, rappresentando, nel 2010, circa i due terzi dei disinvestimenti complessivi; le operazioni relative invece a target di grandi dimensioni (fatturato superiore a 250 milioni) mostrano una lieve flessione<sup>8</sup>.

Prescindendo dalla fase del ciclo di vita delle aziende target e dalla conseguente tipologia di intervento, una componente comune al settore di investimento nel capitale di rischio in Italia è - come già anticipato - la forte focalizzazione verso la piccola e media dimensione delle imprese.

Da ultimo, osservando la distribuzione del numero di operazioni, emerge che l'ammontare investito in aziende con meno di 250 dipendenti è pari all'85%

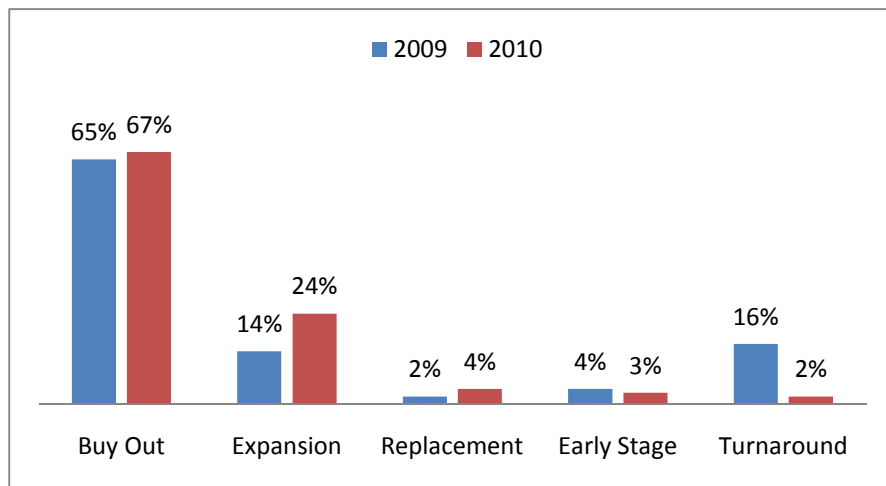
---

<sup>7</sup> Cfr. *Private Equity Monitor 2010*.

<sup>8</sup> Cfr. KPMG, *Italian Private Equity and Venture Capital market, 2010 performances, 2010*.

del volume totale per l'anno 2010, un risultato coerente con la tendenza già osservata in passato (77% nel 2009).

Figura 1.6 - Distribuzione percentuale dei volumi investiti



Fonte: AIFI, Marzo 2010

Sotto il profilo della composizione settoriale degli interventi, i dati disponibili evidenziano una percentuale crescente di operazioni a favore di imprese con attività a contenuto tecnologico medio - alto, in particolare relativamente al settore medicale, biotech, computer, media e entertainment.

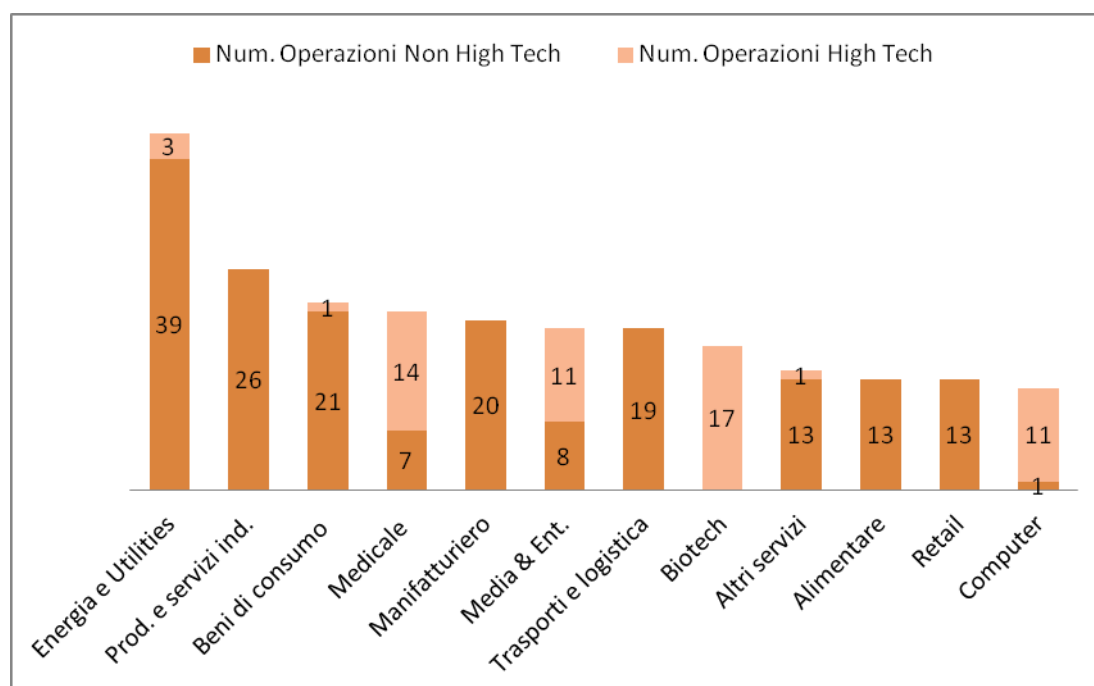
In questo senso, è necessario sottolineare il rilievo che il Private equity assume in chiave di sostegno all'innovazione del sistema produttivo italiano, non soltanto attraverso il mero investimento di capitali di rischio nelle imprese target, ma anche grazie all'apporto di conoscenze manageriali e tecniche, che - come si è visto - definiscono il nuovo ruolo industriale dell'attività di investimento nel capitale di rischio.

Pertanto, considerato che la frammentazione del sistema produttivo italiano e la struttura manageriale delle imprese, spesso legata alla famiglia proprietaria, frequentemente rappresentano elementi di freno allo sviluppo di

attività innovative (da un lato per via dei costi elevati della ricerca e, dall'altro, per il rischio insito negli stessi processi di innovazione) è evidente la presenza di esternalità positive derivanti da interventi di Private equity. Questi ultimi, infatti, favorendo il rafforzamento patrimoniale e i processi di aggregazione tra le piccole e medie imprese, rimuovono gran parte degli ostacoli al finanziamento dell'innovazione.

A dimostrazione di quanto detto, è appena il caso di notare che in questa direzione si collocano gli obiettivi di alcune iniziative istituzionali come il Fondo Nazionale per l'Innovazione ed il Fondo High Tech per il Mezzogiorno.

Figura 1.7 - I principali settori oggetto di investimento



Fonte: AIFI, Marzo 2010

La distribuzione degli investimenti per area geografica conferma il Nord Italia come fulcro dell'attività di Private equity. Più specificamente, oltre la metà

delle società partecipate nel corso del 2010 (54% rispetto al 43% del 2009) si collocano in Lombardia e in Piemonte; a queste si aggiungono in ordine decrescente le imprese target di Emilia Romagna (10%) e Friuli (8%). Il livello di attività che ha coinvolto il Centro Italia (11 operazioni, pari al 16% del totale) risulta evidentemente ancora poco significativo e sostanzialmente inesistente nel Sud Italia, in cui sono stati realizzati solamente 3 deals (in Campania)<sup>9</sup>.

1.3. L'esigenza di misure strutturali che incidano sui fattori di sviluppo delle imprese italiane emerge in maniera ancor più ferma a seguito delle implicazioni della crisi finanziaria globale. In quest'ottica, come si è visto, il ruolo del Private equity acquisisce una nuova potenzialità - favorendo la nascita di nuove iniziative e la crescita delle imprese esistenti, attraverso il potenziamento delle conoscenze tecniche ed organizzative e degli investimenti in ricerca e sviluppo - ed assume una conformazione maggiormente protesa agli aspetti industriali e non solo finanziari della gestione.

Passando all'esame specifico delle varie modalità di intervento legate all'attività di investimento nel capitale di rischio, va in primo luogo precisato che il riferimento generale all'espressione "Private equity" - ovvero l'attività di finanziamento, attraverso l'assunzione di partecipazioni al capitale di rischio delle aziende target, associata al servizio di strutturazione ed organizzazione dell'operazione stessa - racchiude invero numerosi comparti, vale a dire, in particolare, l'investimento nelle operazioni di Buy out, di Expansion capital, e di Early stage financing.

Il mercato del Private equity pertanto si articola sulla base di variabili connesse alla fase del ciclo di vita aziendale ed alla conseguente tipologia di fabbisogno finanziario delle imprese oggetto di partecipazione. Di seguito sa-

---

<sup>9</sup>Dati Private Equity Monitor 2010.

ranno analizzate pertanto, in primo luogo, le forme di investimento in Venture capital, esaminando quindi l'impatto economico derivante dal supporto fornito alle imprese target nei primi stadi del percorso aziendale; i paragrafi successivi saranno invece dedicati ad una breve analisi del segmento delle operazioni di Expansion, Buy-out e Turnaround, proseguendo così l'esame, da un lato, in chiave di impatto degli interventi connessi a fasi successive del ciclo aziendale e, dall'altro, nell'ottica della composizione settoriale del mercato italiano del Private equity.

1.3.1. Nel contesto dell'analisi sul mercato del Private equity, un discorso distinto riguarda il segmento del Venture capital, il cui scopo è rappresentato prettamente dal sostegno alla nascita e allo sviluppo di aziende ad elevato potenziale di crescita. In questo senso, l'attività di Venture capital si rivolge a settori in cui gli investimenti in tecnologia e ricerca scientifica costituiscono elementi chiave della competizione e ad aziende che si trovino in fase di avvio (Early stage) o ai primi stadi di sviluppo. Da qui alcune iniziali considerazioni riguardo alle potenzialità e all'impatto economico dell'attività di Venture capital: in primo luogo, l'elevato livello innovativo delle iniziative finanziate ed il contenuto valore iniziale della partecipazione alle stesse rendono l'investimento potenzialmente suscettibile di ritorni significativamente maggiori rispetto a quelli di attività di finanziamento più tradizionali, oltre a consentire il conseguimento di una posizione di vantaggio competitivo duraturo. Si tratta pertanto di elementi che compensano così l'elevato profilo di rischio che caratterizza questa tipologia di investimento stante l'acerba fase di sviluppo aziendale e l'alea relativa alla buona riuscita del progetto industriale. Al tempo stesso, il supporto fornito a nuove attività imprenditoriali e all'innovazione comporta innegabili benefici collettivi in termini di esternalità positive per il sistema economico nel

suo complesso. Numerosi ed autorevoli studi sul tema hanno dimostrato infatti il tenore dell'impatto positivo esercitato sul tessuto industriale da parte del Venture capital, in termini di incremento dei tassi di crescita dei ricavi e dell'occupazione delle imprese target, rispetto ad un campione di comparables non supportato da interventi di Venture capital<sup>10</sup>. Pertanto, l'attività di Venture capital si distingue dal Private equity in generale per il grado di complessità e per la delicatezza legata alle prime fasi di vita del ciclo aziendale che richiedono - oltre ad un'attenta valutazione delle opportunità prospettiche dell'investimento - anche un sostegno non soltanto economico, ma anche legato alle attività accessorie volte a creare le condizioni di contesto favorevoli all'emergere della nuova iniziativa. Ne deriva un approccio industriale dell'investimento particolarmente orientato alla crescita dell'impresa, in questo senso coadiuvata dall'esperienza manageriale degli operatori necessariamente dotati di un'approfondita conoscenza tecnica dei settori di riferimento, al fine di orientare l'innovazione verso le reali necessità del mercato.

Il mercato italiano del Venture capital ha ancora dimensioni inferiori rispetto ai principali Paesi europei, sebbene abbia progressivamente subito un importante sviluppo, con un trend di crescita continuo, proseguito anche nel periodo post crisi finanziaria, in controtendenza rispetto ai valori raggiunti nel complesso dal mercato del capitale di rischio. In particolare, il 2010 ha visto una forte accelerazione delle operazioni (passate da 20 a 31), un aumento del numero degli operatori attivi in questo specifico settore ed un maggiore ammontare investito per ogni singola operazione.

Secondo i dati forniti dal Rapporto Venture Capital Monitor 2010<sup>11</sup>, gli operatori hanno acquisito partecipazioni in media pari al 45% dell'azionariato,

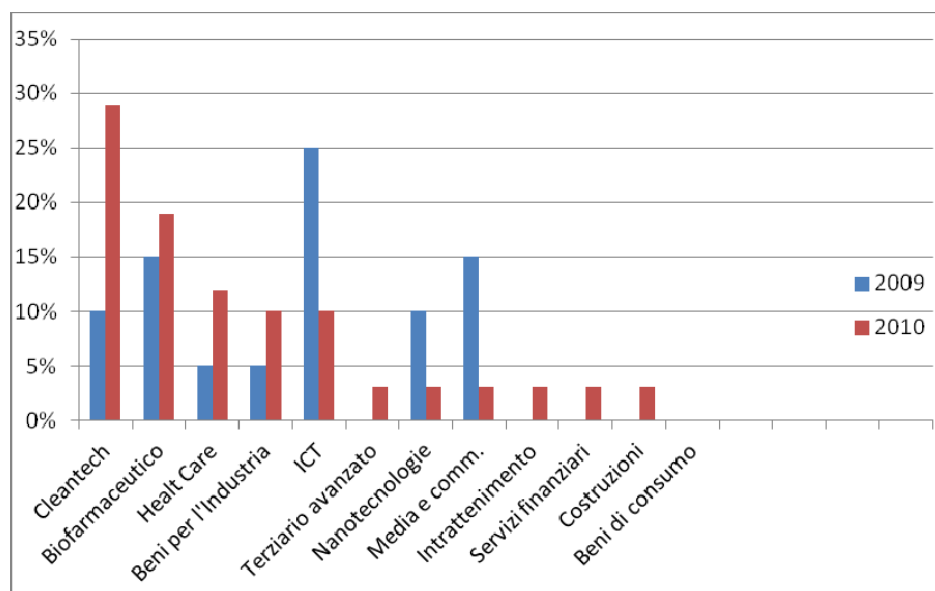
---

<sup>10</sup> Per approfondimenti sul tema si veda, PricewaterhouseCoopers, *Venture Capital*, 2009.

<sup>11</sup> Cfr. *Venture Capital Monitor*, Rapporto Italia, n.3, 2010.

confermando l'interesse dei venture capitalists italiani per posizioni significative, ma di minoranza. Il valore della partecipazione acquisita da ciascun operatore è stato mediamente pari a 2,7 milioni di Euro, quasi raddoppiando l'investimento medio registrato nel 2009 (pari a 1,4 milioni di Euro). L'anno 2010 ha mostrato inoltre, rispetto al passato, una maggiore diversificazione geografica degli interventi, a favore anche del Mezzogiorno (16% delle operazioni), ferma restando la leadership mantenuta dalla Lombardia (35% degli investimenti). La tendenza in atto appare pertanto in linea con la strategia di localizzazione degli investimenti da parte di alcune recenti iniziative istituzionali come il già citato Fondo High Tech per il Mezzogiorno. Da ultimo, con riguardo alla distribuzione settoriale emerge l'interesse degli investitori per i comparti Cleantech (29%) e Biofarmaceutico (19%) a fronte di un significativo ridimensionamento dell'ICT, in passato punto di riferimento per questa tipologia di investimenti.

Figura 1.8 - La distribuzione settoriale degli investimenti di Venture capital



Fonte: VCM 2010

L'articolazione delle attività di Venture capital è sensibilmente legata a determinate fasi del ciclo di vita dell'impresa, focalizzandosi principalmente sui momenti iniziali, vale a dire in particolare:

1) la fase di primo sviluppo (Early stage financing: Seed financing e Start up financing);

2) il finanziamento per lo sviluppo (Venture capital).

Nell'ambito italiano le società target risultano costituite mediamente da un anno prima che l'investitore decida di perfezionare il suo ingresso nella compagine azionaria<sup>12</sup>.

Ad affiancare l'impresa target nella fase pre-competitiva, ovvero nei primissimi stadi, possono intervenire spesso i business angels, investitori privati che apportano all'azienda anche le proprie competenze e conoscenze, sostenendo l'impresa con l'immissione di capitali personali a fronte dell'aspettativa di rendimenti superiori alla media, legati alla partecipazione ad un progetto embrionale, ma con un forte potenziale di sviluppo. Pertanto gli interventi dei business angels - il cui valore in Italia è stato pari a 3,3 milioni di euro nel 2010<sup>13</sup> - rappresenta spesso un importante volano per lo sviluppo di idee imprenditoriali ad alto contenuto innovativo, in particolare nei settori medicale, ICT e di servizi alle imprese. Ad affiancarsi alle aziende in fase di avvio dell'attività industriale e commerciale in maniera più strutturata e con cifre più significative rispetto a quelle apportabili dai business angels, intervengono invece investitori dotati di configurazione giuridica e dimensione patrimoniale articolata e spesso legati ad iniziative di gestione di fondi di natura pubblico-privata. Questa fase di finanziamento del ciclo di vita aziendale è definita Early stage e l'intervento può avvenire tramite operazioni di Seed financing, vale a dire attraverso finanzia-

---

<sup>12</sup> Cfr. *Osservatorio Venture Capital Monitor*, Terzo Rapporto 2010.

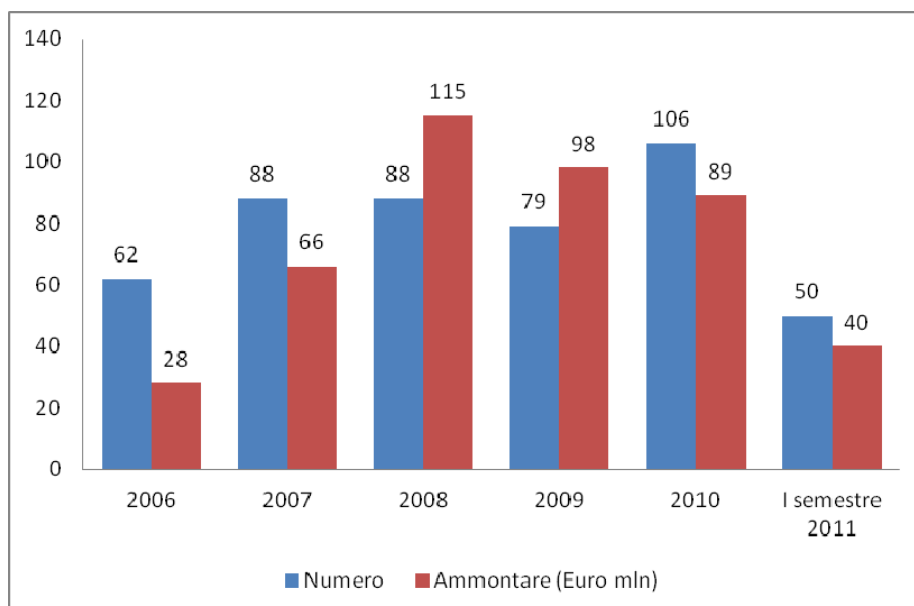
<sup>13</sup> Dati Italian Business Angels Network, 2010.



menti volti ad implementare lo sviluppo del progetto industriale, oppure attraverso finanziamenti di Start up, ovvero finalizzati al supporto dell'impresa durante il momento iniziale della fondazione, a seguito del positivo riscontro ottenuto nella fase di sperimentazione dei prodotti o servizi offerti dalla stessa.

Alle tipologie di partecipazione richiamate si associa evidentemente un elevato livello di rischio legato al raggiungimento delle aspettative di creazione di valore per gli azionisti e una durata dell'investimento mediamente superiore ad altre tecniche di intervento. Nel momento in cui l'azienda target ha consolidato il proprio progetto e raggiunto il break even point operativo e finanziario, il fondo di Venture capital interviene al fine di rafforzare il business verso livelli di posizionamento strategico e competitivo tali da rendere le proprie partecipazioni un'interessante opportunità di investimento anche per altri operatori di Private equity (che interverrebbero per il successivo ed ulteriore momento di sviluppo aziendale, c.d. fase di Expansion).

Figura 1.9 - L'evoluzione storica degli investimenti in Early Stage in Italia



Fonte: Survey AIFI - PricewaterhouseCoopers 2011

1.3.2. Proseguendo l'analisi delle varie tipologie di intervento nel capitale di rischio appare necessario richiamare brevemente le caratteristiche e le dimensioni del settore dell'Expansion capital (o Expansion financing).

Questa tipologia di operazioni è rivolta ad imprese già operanti sul mercato e trova la propria finalità nel supporto alla crescita delle stesse attraverso l'implementazione di programmi di sviluppo geografici o merceologici.

Solitamente l'operazione è strutturata sulla base di un intervento di aumento di capitale che comporta l'ingresso, con una quota di minoranza, dell'operatore di Private equity; quest'ultimo affianca il proprio supporto alla presenza e alle competenze dell'imprenditore che mantiene il controllo. In questo senso, il sostegno fornito può rivelarsi utile anche in casi di ricambio generazionale che richiedano contestualmente un momento di rivisitazione aziendale al fine di orientare il nuovo assetto verso future fasi di sviluppo.

Obiettivo fondamentale dell'operazione è pertanto la valorizzazione dell'azienda target e, di conseguenza, assumono particolare rilievo i riflessi strategici derivanti dalla sinergia tra operatore di Private equity e imprenditore nella definizione dei percorsi di crescita da seguire, in linea con gli obiettivi previsti di sviluppo, internazionalizzazione o espansione su nuovi mercati.

La tipologia in questione ha visto un progressivo incremento del numero di investitori e dell'ammontare della raccolta ad essa destinata negli anni successivi allo spartiacque rappresentato dalla crisi finanziaria.

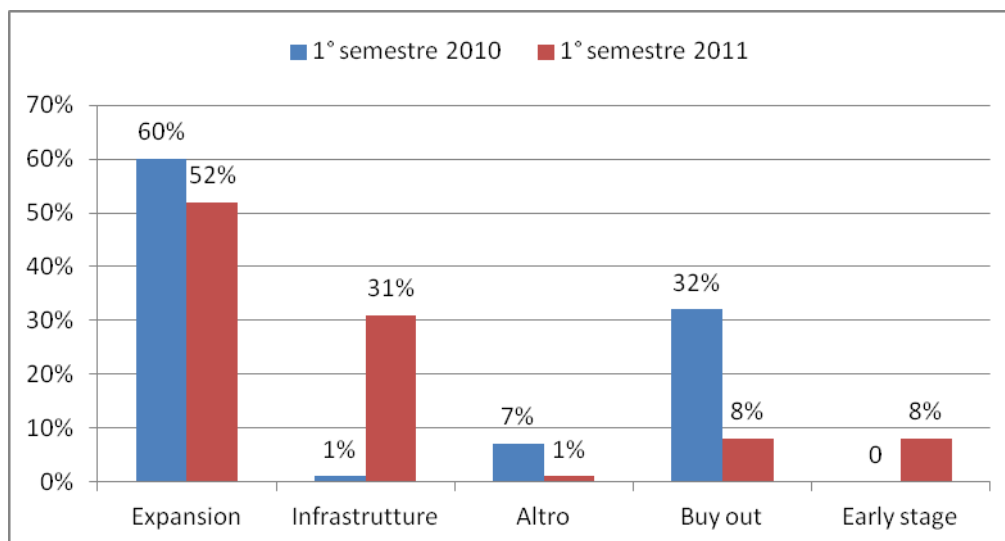
In particolare, considerata anche la natura dell'Expansion financing - che ne agevola l'utilizzo per operazioni di tipo misto pubblico/privato, gli interventi del Fondo Italiano di Investimento rientrano spesso in questa tipologia - gli investimenti nel settore hanno mostrato un incremento del 57 per cento in termini di ammontare investito nell'anno 2010, rispetto all'anno precedente. Nel corso

del 2010, infatti, sono stati investiti 583 milioni di Euro in interventi di Expansion, per un totale di 109 operazioni.

Nel segmento dell'Expansion infatti si registra, da ultimo, il maggior numero di investitori attivi (48 operatori), seguito dal segmento dei Buy out (35 operatori) ed infine, da quello dell'Early stage (34 operatori). In questo contesto, il maggior numero di operazioni è stato realizzato da SGR (34%), seguite dagli operatori regionali/pubblici (27%) e dalle banche (17%)<sup>14</sup>.

Pertanto il settore dell'Expansion - insieme a quello delle infrastrutture, come mostrato dal grafico che segue - appare particolarmente significativo in termini di distribuzione dei capitali raccolti per tipologie di investimento.

Figura 1.10 - La distribuzione dell'allocazione dei capitali raccolti (2010-2011) ed il peso del segmento Expansion



Fonte: Dati AIFI 2011

<sup>14</sup> Cfr. dati AIFI, Bracchi, *Il mercato italiano del Private equity e Venture capital nel primo semestre 2011*, Milano, 2011.

1.3.3. In tale contesto logico di classificazione, le operazioni di Buy out, sebbene poche a livello numerico, continuano a rappresentare la categoria più rilevante in termini di risorse impiegate, anche a seguito della contrazione registrata post-crisi finanziaria. La congiuntura economica favorevole degli anni precedenti all'emersione della crisi ha consentito a questa tipologia di investimento, spesso associata ad un forte ricorso a meccanismi di leva finanziaria, un forte sviluppo dettato in gran parte anche dalla facile reperibilità di finanziamenti bancari.

Gli elementi alla base delle operazioni di Buy out, e cioè l'acquisizione delle società target attraverso il loro stessi cash flows, sono stati spesso al centro di ampi dibattiti che hanno messo in luce diversi pareri sulla natura di questa tecnica.

In particolare, le operazioni in parola consentono di realizzare l'acquisizione dell'impresa, con fondi spesso derivanti da capitale di debito (in questo caso si parla di Leveraged Buy out), il cui rimborso è ancorato al conseguimento dei flussi di cassa dell'impresa stessa, nonché garantito dagli attivi patrimoniali della medesima.

Nell'ambito delle caratteristiche della struttura finanziaria utilizzata per le operazioni di Buy out più recenti, si nota un nuovo ricorso al debito da parte degli operatori, a fronte di soggetti bancari che, sebbene con molta cautela, sembrano aver in parte affievolito la stretta creditizia del 2009<sup>15</sup>. Tale contesto tuttavia appare ancora in via di definizione, considerando che a partire dall'estate 2011 - come è noto - nuove cesure hanno interessato i meccanismi economici e di mercato, alterando parzialmente il quadro avviato nei mesi precedenti.

---

<sup>15</sup> Nell'anno 2010, il livello medio del grado di leva (*debito/equity*) utilizzato per porre in essere gli investimenti, infatti, è risultato pari a 1,3, rispetto al valore di 1,0 registrato nel 2009; cfr. *Private Equity Monitor* 2010.

Peraltro, è bene sottolineare che l'utilizzo della leva finanziaria nelle operazioni di Buy out è significativamente meno "aggressivo" in Italia rispetto alla consuetudine in uso in altri mercati e, di conseguenza, è minore anche l'impatto che la stessa esercita sulle dinamiche operative dell'impresa acquisita.

È evidente che, sia pure effettuando l'operazione con un ricorso contenuto alla leva finanziaria, il buon esito dell'investimento dipende dal rendimento prospettico derivante dalle attività d'impresa che deve necessariamente superare il costo del debito (al netto delle imposte) al fine di assicurare un ritorno adeguato, laddove il rapporto di leva determina l'effetto moltiplicativo sul capitale investito.

I profili prettamente finanziari della tecnica di Buy out presuppongono pertanto la presenza di determinati elementi necessari nella configurazione della società target. Si tratta in particolare di fattori quali:

- a) la stabilità dei flussi di cassa;
- b) le potenzialità di crescita degli utili quantomeno nell'ambito del ciclo di vita dell'investimento;
- c) un livello di indebitamento limitato;
- d) una posizione competitiva già conquistata sul mercato di riferimento.

Solitamente presupposto dei Buy out è il conseguimento di una partecipazione di maggioranza o comunque di controllo da parte dell'investitore.

L'approccio italiano a questa tipologia di intervento si differenzia dalla procedura statunitense sotto vari aspetti; in particolare in Italia, l'oggetto dell'acquisizione è generalmente una società non quotata e l'obiettivo dell'operazione può essere rappresentato dalla riallocazione di assetti proprietari in capo ad aziende familiari o dalla sostituzione della compagine proprietaria con una nuova soluzione, interna o esterna all'azienda (Management Buy Out/Management Buy In). Ne consegue che la procedura negoziale

vede un confronto diretto con l'imprenditore, non solo in fase di closing, talvolta implicando peraltro l'entrata in gioco di logiche anche di natura extraeconomica.

Fine ultimo dell'acquisizione da parte dell'investitore è la realizzazione del progetto di sviluppo aziendale volto a soddisfare le aspettative di guadagno economico alla base dell'operazione.

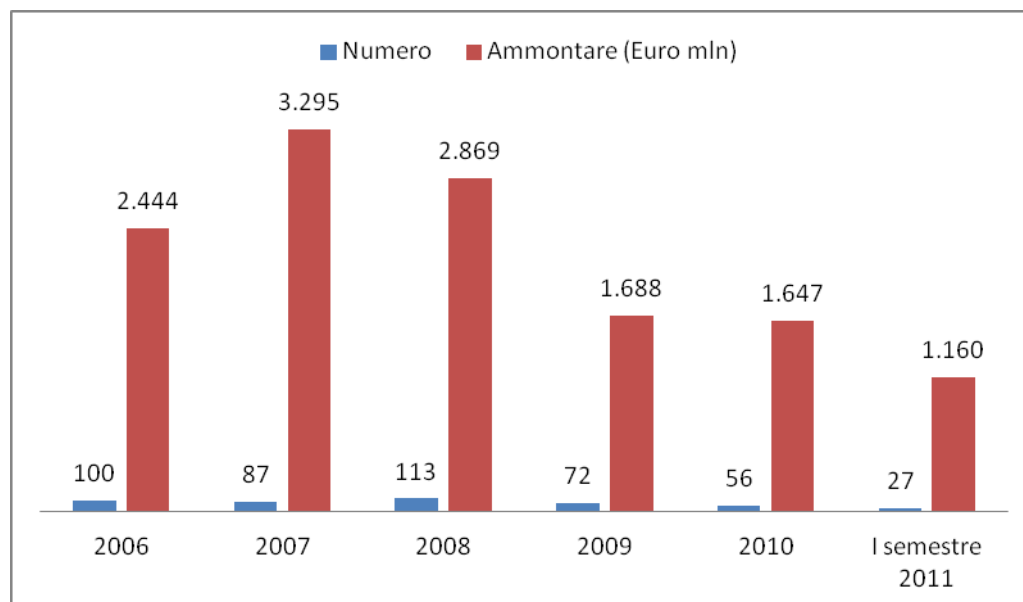
Si tratta di strategie definite sulla base delle potenzialità di crescita dell'azienda sui mercati domestici (opportunità di integrazione) e internazionali (sbocco su nuovi mercati) al fine di acquisire nuovi vantaggi competitivi. Infine, la quotazione sul mercato azionario può rappresentare una valida exit way per l'investitore, posto che al momento della dismissione e quindi al termine del ciclo dell'investimento, l'azienda abbia percorso le tappe necessarie allo sviluppo previsto e consenta pertanto un ritorno sull'investimento, in termini di capital gain. Una via di uscita alternativa alla quotazione è rappresentata dalla cessione ad operatori terzi (trade sale), vale a dire, altri intermediari o soggetti industriali. La procedura descritta si discosta notevolmente da quella seguita di solito per le operazioni di Buy out statunitensi.

In quest'ultimo caso, infatti, l'intervento segue una dinamica più finanziaria e meno rivolta alle opportunità di crescita delle società target che, essendo tipicamente già quotate, vengono acquisite direttamente sul mercato dei capitali tramite operazioni di Offerta Pubblica di Acquisto (OPA) per poi procedere ad una privatizzazione delle stesse finalizzata a rivenderne separatamente le immobilizzazioni materiali, posto che le stesse siano dotate di un adeguato livello di flessibilità che ne consenta l'agevole alienazione o lo scorporo (c.d. Break-up).

La differente impostazione del meccanismo di Buy out italiano comporta necessariamente implicazioni maggiori sul piano dell'ampiezza delle attività di

selezione e monitoraggio dell'investimento da parte dell'operatore, nonché un impatto più significativo in termini di crescita economica del sistema.

Figura 1.11 - L'evoluzione storica delle operazioni di Buy out in Italia



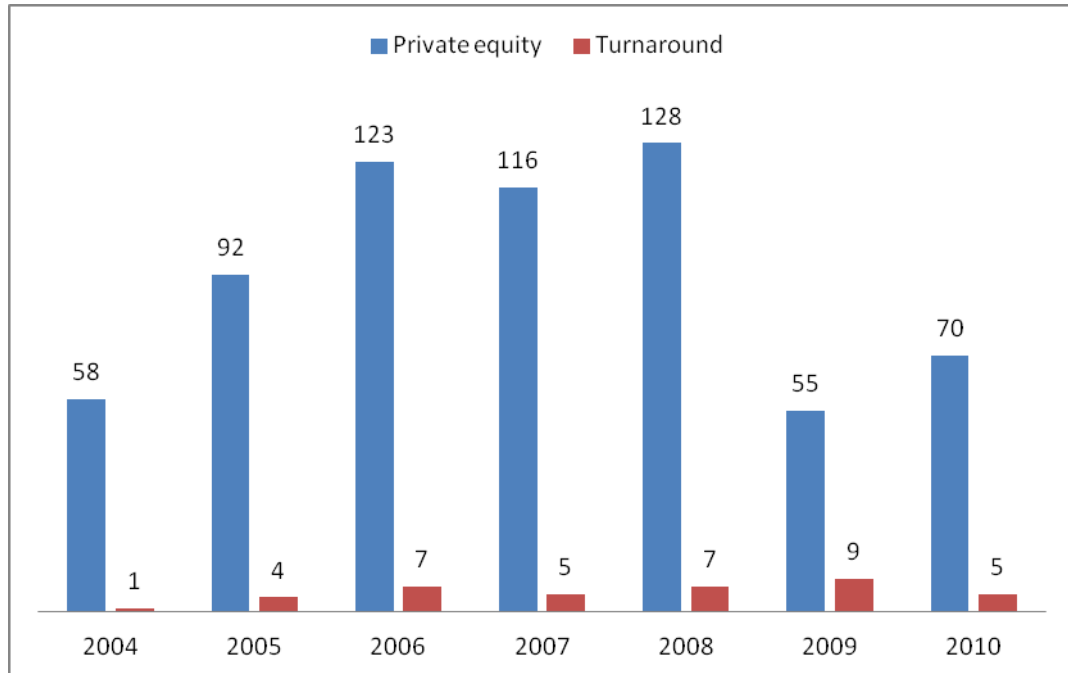
Fonte: Survey AIFI - PricewaterhouseCoopers 2011

1.3.4. Il segmento del Turnaround - vale a dire l'attività di ristrutturazione aziendale posta in essere da parte di investitori istituzionali in capitale di rischio di matrice privata - rappresenta tuttora una nicchia del mercato del Private equity, non avendo ad oggi conquistato le quote di mercato ipotizzate in passato quando la riforma fallimentare del 2006 aveva segnato l'avvio dei presupposti per lo sviluppo di questa particolare tipologia di investimento.

In termini aggregati, con riferimento al mercato italiano, quanto accennato si traduce nel numero piuttosto esiguo di società target (38) partecipate tra il 2004 e il 2010, ovvero in media circa 5,5 investimenti annui effettuati da pochi fondi specializzati in Turnaround cui è riconducibile la leadership di mercato. La

quota residuale delle operazioni è stata posta in essere da fondi di tipo generalistico, secondo strategie di investimento in chiave prettamente finanziaria.

Figura 1.12 - Peso percentuale del Turnaround e del Private equity rispetto al totale del mercato



Fonte: Turnaround Monitor 2010

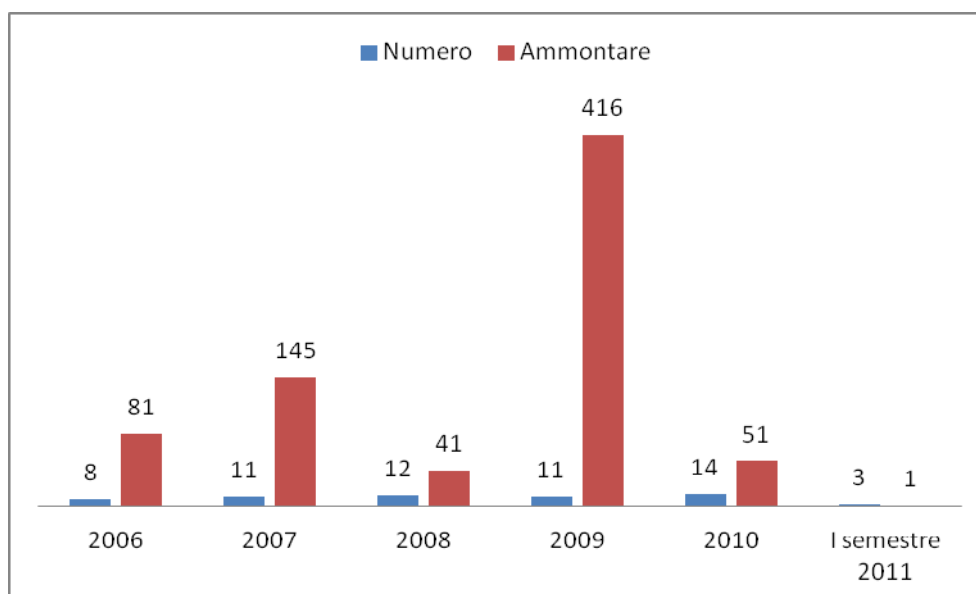
Gran parte dei deals viene portata a termine dagli operatori in presenza di situazioni critiche d'impresa, prima che la stessa sia sottoposta a procedura concorsuale. In misura minore, alcune operazioni vengono chiuse nell'ambito di amministrazioni straordinarie di grandi imprese in crisi, o nell'ambito di fallimenti d'impresa o concordato preventivo. Le operazioni di Turnaround, quindi, possono porsi a monte o a valle di situazioni di crisi conclamata, intervenendo laddove vi siano condizioni di calo dei profitti o perdite dovute ad indebolimenti della competitività. In questo senso l'immissione di capitali di rischio "pazienti"



offrono all'azienda target l'opportunità di riavviare il ciclo di finanziamento degli investimenti necessari per la ripresa. Sul piano operativo gli interventi di Turnaround presuppongono l'assunzione di un livello di rischio notevolmente superiore al caso delle imprese in bonis.

Sotto altro profilo, è opportuno notare che l'ultimo quinquennio ha messo in luce una forte concentrazione geografica di operazioni a favore di società target situate in Lombardia, Piemonte (26% delle operazioni ciascuno), ed Emilia Romagna (13%). Quanto osservato dimostra come l'andamento del numero delle procedure concorsuali rifletta la distribuzione stessa del tessuto industriale italiano. Questa tipologia di intervento trova solitamente focalizzazione su comparti tradizionali come i beni per l'industria e i beni di consumo, a fronte di elementi di sostegno quali la riconoscibilità del marchio.

Figura 1.13 - L'evoluzione storica degli investimenti in Turnaround in Italia



Fonte: Survey AIFI - PricewaterhouseCoopers 2011

1.4. Come si è visto nei paragrafi che precedono, gli effetti della crisi finanziaria hanno rappresentato per l'attività di Private equity in Italia, non

soltanto un elemento di parziale rallentamento, in particolar modo relativamente alle operazioni di maggiore dimensione, ma anche, al tempo stesso, un'opportunità per la ripresa, specialmente per le PMI, ponendosi come fattore di stimolo di nuovi processi di creazione di valore e come canale di finanziamento alternativo a quello bancario.

Alle nuove opportunità derivanti dalla configurazione tipicamente anticiclica dell'investimento in capitale di rischio si associa un progressivo mutamento dell'approccio all'attività stessa; quest'ultima infatti, come si è accennato, è stata in passato caratterizzata da un *modus operandi* sostanzialmente rivolto ai profili strettamente finanziari delle operazioni per poi muoversi, in tempi più recenti, nella direzione di un approccio industriale, volto a supportare il percorso evolutivo delle imprese. Gli investitori di Private equity assumono pertanto un ruolo più attivo nella gestione finanziaria e strategica delle aziende al fine di rispondere alle tipiche esigenze delle PMI in fasi di internazionalizzazione, crescita e passaggio generazionale.

Il livello di coinvolgimento dell'intermediario di Private equity nell'attività di impresa spesso è sancito peraltro da specifiche clausole contrattuali; al tempo stesso, può essere definito preventivamente il grado di controllo che l'investitore può esercitare sulle decisioni aziendali. Ciò attraverso previsioni contrattuali definite in tema di diritti di voto, modelli di exit, clausole di non competizione da parte dell'imprenditore e condizionamento dell'erogazione delle tranches di finanziamento subordinatamente al raggiungimento di obiettivi prefissati, in particolare per gli investimenti in fasi iniziali dello sviluppo aziendale, in relazione al maggior grado di incertezza che li caratterizza.

Infatti, l'utilizzo di opportuni strumenti contrattuali e di governance rappresenta un incentivo per l'imprenditore, da un lato, ed un elemento di

sicurezza maggiore per il soggetto finanziatore, dall'altro: a quest'ultimo vengono così garantiti meccanismi predefiniti di potere di controllo sull'impresa.

Tra le previsioni contrattuali volte ad attenuare gli effetti di asimmetrie informative ed a valorizzare l'incentivazione dei soggetti coinvolti, rileva, oltre allo stage financing - ovvero la suddivisione del finanziamento in diversi stadi subordinati al raggiungimento di risultati aziendali oggettivi - il ricorso a meccanismi di monitoraggio e di governo sull'impresa finanziata. A questi l'operatore di Private equity può ricorrere attraverso, ad esempio, la previsione di diritti di nomina di componenti del consiglio di amministrazione e poteri di veto sulle più importanti scelte gestionali e strategiche dell'impresa, quali ad esempio le decisioni relative ad aumenti di capitale o al grado di indebitamento.

Ancora in chiave di tutela delle operazioni di intervento nel capitale di rischio, sono solitamente oggetto di negoziazione contrattuale anche clausole di non competizione, volte a garantire l'esclusività dell'impegno dell'imprenditore nell'ambito dell'attività finanziata.

Infine, assume particolare rilievo anche l'aspetto relativo alle modalità di uscita dall'investimento per entrambe le parti coinvolte.

La fase di exit, ovvero la cessione della partecipazione, rappresenta infatti un delicato momento dell'operazione e presuppone pertanto un'opportuna definizione preliminare delle sue caratteristiche; ciò, nell'ottica di limitare la possibilità di "uscita" dell'imprenditore dalla società, soprattutto laddove la cessione a terzi della partecipazione (di controllo) di quest'ultimo può comportare importanti riflessi sul valore della partecipazione di minoranza dell'operatore di Private equity. Al tempo stesso, le previsioni contrattuali pattuite in questo contesto sono finalizzate anche ad offrire al soggetto finanziatore opportunità di

disinvestimento qualora l'azienda target, dopo un determinato periodo, non si dimostri in linea con le aspettative iniziali di valorizzazione<sup>16</sup>.

Il ruolo attivo degli investitori in capitale di rischio è connesso anche alla quota di partecipazione detenuta e si traduce prevalentemente nel supporto gestionale e strategico che gli stessi sono in grado di offrire, parallelamente al finanziamento, agevolando il processo di ulteriore raccolta di capitali attraverso il canale bancario, o favorendo l'avvio di operazioni di crescita e internazionalizzazione attraverso accordi con altre imprese; minore è invece l'apporto di conoscenze tecniche, industriali e produttive che di solito il soggetto investitore può offrire, in ragione della necessità di specifiche competenze nel settore di mercato in cui ciascuna azienda opera.

Fine ultimo dell'investimento di Private equity è pertanto quello di porre l'azienda target nelle condizioni di affrontare in maniera efficiente la sfida derivante dal crescente grado di competitività e di innovazione del mercato, pervenendo così alla valorizzazione della partecipazione stessa. Le PMI italiane infatti si trovano in una posizione di svantaggio competitivo rispetto a competitors europei per via di minori capacità di autofinanziamento, cui si associano i negativi effetti congiunturali, oltre a livelli inferiori di internazionalizzazione e innovazione.

In questo senso, l'intervento del capitale di rischio può rappresentare una valida risposta a tali carenze strutturali, come dimostrano anche le recenti iniziative di finanza pubblica intraprese a favore delle PMI (in particolare, si pensi, tra le altre, al Fondo Italiano di Investimento), in direzione di una sinergia virtuosa tra operatori privati e investitore pubblico nella costituzione di fondi di Private equity a partecipazione, appunto, pubblica e privata; in particolar modo, il sostegno del Private equity si rivela particolarmente significativo in alcuni stadi

---

<sup>16</sup> Cfr. sul punto, Banca d'Italia, *Questioni di Economia e Finanza*, n.41, op. cit.

dello sviluppo aziendale che spesso riflettono la configurazione delle PMI italiane e ne limitano altrimenti le opportunità di crescita o sopravvivenza nella dinamica concorrenziale.

In termini più specifici, l'impatto economico e sociale dell'attività di Private equity è maggiormente influente per lo sviluppo delle PMI quando gli interventi sono finalizzati a:

- favorire la crescita dimensionale;
- gestire il passaggio generazionale;
- sostenere il processo di internazionalizzazione.

Come è noto, il tessuto produttivo italiano è prevalentemente costituito da imprese di piccole dimensioni il cui assetto proprietario è a carattere familiare. Tale peculiare configurazione spiega la natura di gran parte degli obiettivi degli investimenti in capitale di rischio e il carattere demografico delle imprese cui si rivolgono. Come già accennato infatti, oltre la metà delle operazioni di Private equity in Italia sono realizzate a favore di imprese con meno di 200 dipendenti e, in questo contesto, assume valenza strategica la capacità dell'intermediario di Private equity di favorire la crescita dimensionale dell'azienda target, al fine di accrescere le capacità competitive.

L'obiettivo dello sviluppo dimensionale è spesso raggiunto attraverso processi di aggregazione tra imprese indipendenti e complementari (tale tipologia di intervento è definita cluster venture) che, operando in settori di mercato affini per tipologie di prodotti e tecnologie, presentano notevoli opportunità di sviluppo attraverso la creazione di economie di scala e sinergie operative e strategiche.

Il processo di aggregazione, che può coinvolgere anche più società di investimento, permette un'ottimizzazione dello sfruttamento delle competenze tecniche, manageriali e finanziarie all'interno del costituendo polo industriale,

pur consentendo alle singole entità di mantenere una propria indipendenza legata anche al focus produttivo originario. L'obiettivo finale dell'intervento pertanto è rappresentato non soltanto dalla crescita dimensionale, e quindi dal maggior livello competitivo complessivamente raggiunto dalle aziende target, ma anche dalla migliore attrattività finanziaria del Gruppo, in vista di nuove forme di raccolta delle risorse.

Un ulteriore momento in cui l'intervento degli intermediari di Private equity può avere un impatto spesso risolutivo è rappresentato dalla fase di passaggio generazionale talvolta attraversata dalle PMI con difficoltà gestionali e finanziarie.

Anche in questo caso, l'ingresso dell'investitore istituzionale rappresenta uno strumento di supporto non soltanto economico, ma anche consulenziale, offrendo alla proprietà il sostegno necessario a delineare nuovi assetti e relativi progetti di sviluppo della società.

Tuttavia, la fase di passaggio generazionale nella conduzione di imprese a carattere familiare spesso si associa a delicati profili di resistenza da parte della proprietà all'intervento ed al ruolo di nuovi partner nella compagine aziendale; a differenza infatti di risorse ottenute attraverso un finanziamento bancario, l'ingresso di un investitore istituzionale comporta necessariamente potenziali motivi di contendibilità futura del controllo aziendale. Sebbene, infatti, la presenza dell'investitore di Private equity negli assetti proprietari abbia carattere temporaneo, la stessa implica un orientamento verso la mobilità degli stessi, nella successiva fase di disinvestimento. Nonostante l'azionista di controllo abbia la possibilità di riacquistare in un secondo momento la partecipazione detenuta dell'intermediario di Private equity, questa non è ovviamente la sola opportunità di uscita dell'investimento, che altrimenti si configurerebbe, per certi versi, come un'operazione creditizia.

Infine, assume particolare valenza strategica anche il disegno che vede gli operatori di Private equity sfruttare il proprio network di relazioni internazionali al fine di favorire le potenzialità delle imprese target nell'ambito di processi di internazionalizzazione.

In questo senso, l'investitore di Private equity riveste un ruolo significativo per l'azienda, non soltanto in ragione della partecipazione economica alla stessa, ma anche attraverso il fondamentale contributo apportabile in termini di contatti con altre realtà e volto ad agevolare l'individuazione di partner esteri per acquisizioni o joint venture internazionali, beneficiando così anche delle opportunità derivanti dal mercato unico europeo.

Da qui, la considerazione relativa all'importanza che l'ingresso dell'intermediario di Private equity riveste nelle dinamiche di sviluppo delle imprese italiane, in particolar modo di piccole e medie dimensioni. Ciò in ragione, da un lato, del supporto economico, ma anche, dall'altro, del fondamentale apporto di competenze in termini strategici e di soluzione di importanti passaggi di sviluppo aziendale.

## PARTE SECONDA

### IL CONTESTO NORMATIVO: CRITICITÀ E PROPOSTE DI INTERVENTO

**SOMMARIO:** *2.1 - Tassonomia degli operatori del settore - 2.2 - L'impianto legislativo - 2.3 - Le principali novità del quadro regolatorio - 2.4 - I limiti dello sviluppo del Private Equity in Italia e proposte di intervento normativo*

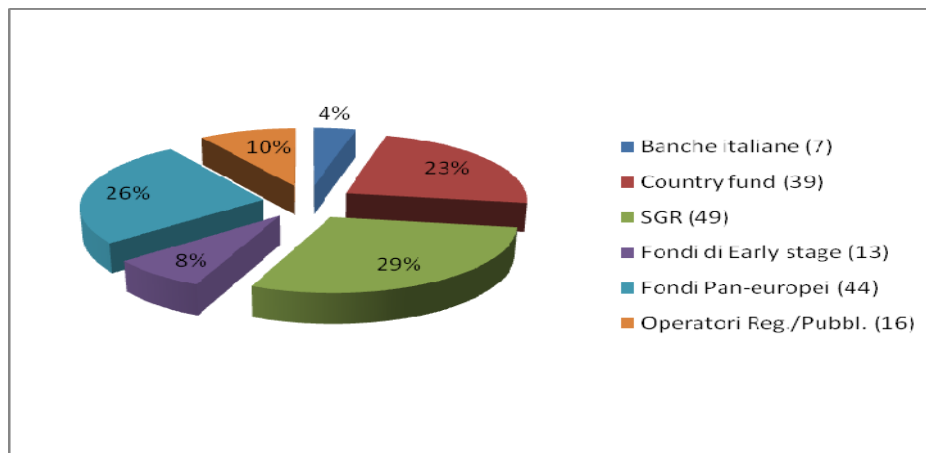
2.1. Come si è detto, l'attività di assunzione di partecipazioni nel capitale di rischio si articola in diversi comparti di intervento, spesso legati alla fase degli investimenti stessi nell'arco di vita delle imprese target.

In tale contesto, si possono distinguere diverse categorie fondamentali di operatori in base all'emanazione che li caratterizza (bancaria, pubblica, privata), tra questi:

- 1) investitori istituzionali privati (banche italiane e loro sussidiarie);
- 2) fondi chiusi gestiti da Sgr ed altri fondi generalisti;
- 3) società private e fondi di Early stage;
- 4) fondi pan-europei;
- 5) investitori pubblici.



Figura 2.1 - La distribuzione del numero di operatori per tipologia nel 2011



Fonte: Dati AIFI

A ben vedere, oggi gli investitori istituzionali di emanazione bancaria, a differenza degli anni passati, tendono ad investire nel capitale di rischio attraverso la partecipazione nei fondi mobiliari chiusi piuttosto che promuovere direttamente veicoli di investimento; negli anni più recenti, infatti, si è ridotta notevolmente la tendenza di promozione delle Sgr da parte del settore bancario a fronte di un incremento del peso degli operatori indipendenti.

Per gli operatori privati (corporate venture capital) invece l'investimento in partecipazioni di aziende non quotate, in fase di start-up, rappresenta l'oggetto stesso dell'attività.

Questi ultimi, strutturati in forma di finanziarie di investimento, si distinguono a loro volta da soggetti anch'essi privati (business angels, incubators), ma privi di un'effettiva organizzazione strutturale ed operanti in una veste più informale - in virtù delle proprie disponibilità finanziarie e delle solide capacità gestionali - a favore di piccole realtà imprenditoriali emergenti con elevate prospettive di sviluppo.

Tra gli operatori istituzionali di natura privata, assume un rilievo particolare, nel mercato italiano, l'operatività dei fondi comuni di investimento mobiliare

chiusi il cui apporto di capitali, in aziende non quotate di medie dimensioni, solitamente è predefinito in termini di ammontare e di scadenze, generalmente impostate su periodi medio-lunghi.

L'istituzione formale dei fondi chiusi di diritto italiano, introdotti nell'ordinamento nel 1993 con l. n. 344 del 14 agosto 1993 (successivamente abrogata dal TUF), ha rappresentato un fondamentale momento di sviluppo per l'attività di investimento nel capitale di rischio in Italia, attività per la quale i fondi hanno rappresentato negli anni successivi il principale strumento<sup>17</sup>.

L'impianto regolatorio attuale dei fondi chiusi presuppone alcuni vincoli operativi in termini di politiche di investimento ed indebitamento (il cui livello non può eccedere il 10 per cento della raccolta), nonché di tempi di durata del fondo (il cui limite massimo è pari a 30 anni)<sup>18</sup>.

Sotto il profilo operativo, i fondi chiusi si distinguono in retail, nel caso in cui le quote possano essere sottoscritte dal pubblico indistinto dei risparmiatori, e in fondi riservati, se la sottoscrizione è destinata esclusivamente ad investitori qualificati. Ad ogni modo è opportuno notare che generalmente le fonti di provvista maggiori derivano da investitori con un'elevata qualificazione, più predisposti all'assunzione di impegni a medio-lungo termine.

Peraltro, in virtù della maggiore competenza e della diversa propensione al rischio che tipicamente caratterizza i sottoscrittori qualificati, la gestione dei fondi riservati consente una maggiore flessibilità nelle strategie di raccolta e di

---

<sup>17</sup> Fino al 1986 l'attività di investimento nel capitale di rischio era preclusa alle aziende di credito; tale impedimento operativo fu rimosso solo successivamente con delibera del CICR e successiva emanazione della normativa di riferimento da parte della Banca di Italia. Cfr.: *Questioni di Economia e Finanza*, n.41, *Il Private equity in Italia*, Banca d'Italia, 2009.

<sup>18</sup> Cfr.: Banca d'Italia, *Il Private equity in Italia*, op. cit.

investimento. In ragione di quanto detto, i fondi riservati ad operatori qualificati risultano più numerosi rispetto a quelli retail<sup>19</sup>.

Un'ulteriore fonte di classificazione relativa ai fondi chiusi deriva dalla distinzione tra fondi captive ed indipendenti; i primi, infatti, sono promossi e gestiti da una struttura di diretta emanazione finanziaria o industriale; questi ultimi pertanto, non ricorrono direttamente al mercato dei capitali, in quanto trovano nella società capogruppo la propria fonte di approvvigionamento delle risorse, in misura esclusiva o prevalente. I fondi captive hanno consolidato la propria presenza sul mercato nella fase iniziale di sviluppo del settore, a fronte però di una progressiva crescita del peso degli operatori indipendenti che oggi rivestono un ruolo più significativo in termini di incidenza sul mercato. I fondi indipendenti sono promossi e gestiti da società di gestione che si rivolgono direttamente al mercato per la raccolta delle risorse finanziarie. Il fenomeno del graduale aumento del numero di operatori indipendenti, contestuale all'evoluzione del mercato del Private equity, è in gran parte ascrivibile alla crescita professionale maturata dai manager presso le istituzioni di riferimento tale da rendere gli stessi in grado di avviare iniziative autonome ed indipendenti.

Infine, la categoria degli investitori pubblici offre supporto finanziario a determinate categorie di imprese il cui target (merceologico, dimensionale e geografico) è, di volta in volta, definito in base alla necessità di rispondere ad obiettivi istituzionali declinati in ragione di interessi economici generali, in maniera complementare rispetto all'intervento privato.

Come già accennato, l'ultimo decennio ha visto complessivamente un incremento significativo del numero degli operatori italiani attivi sul mercato del Private equity: i fondi comuni di investimento operativi in tale comparto sono

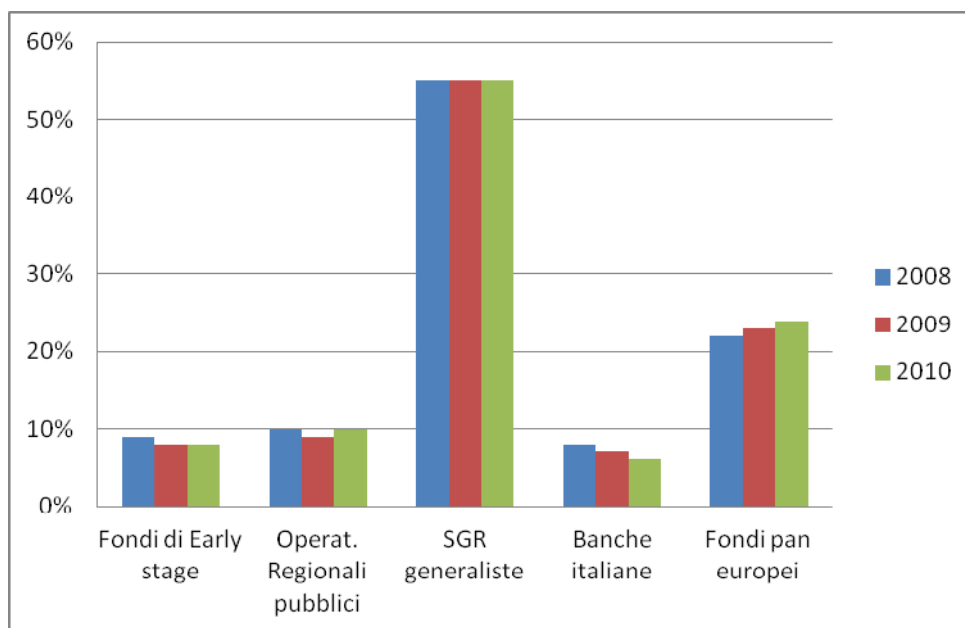
---

<sup>19</sup> Sulla base delle rilevazioni della Banca d'Italia, a fine dicembre 2007, il numero dei fondi riservati risultava pari ad 85 su un totale di 98 fondi autorizzati. Sul punto, cfr. *Questioni di Economia e Finanza*, n.41, *Il Private equity in Italia*, Banca d'Italia, 2009.

passati da 7 a 126, con un conseguente incremento anche dell'attivo degli stessi (cresciuto da 580 milioni a 5,8 miliardi di euro); allo stesso modo, le Società di gestione del risparmio alle quali i fondi fanno capo sono passate da 11 a 68.

In questo contesto, il peso delle Sgr generaliste risulta prevalere sulle re-stanti categorie, in termini di quote di mercato acquisite nell'ultimo triennio, sulla base dei dati elaborati dall'AIFI<sup>20</sup>.

Figura 2.2 - Il mercato italiano degli operatori di Private equity



Fonte: Elaborazione Banca d'Italia di dati AIFI

In termini di incidenza per numero di operazioni, il mercato italiano del Private Equity risulta prevalentemente presidiato dal segmento delle Sgr che, nel 2010, ha dato luogo complessivamente ad oltre la metà del totale delle operazioni<sup>21</sup>.

<sup>20</sup> Cfr. Banca d'Italia, *Il Private equity in Italia*, op. cit.

<sup>21</sup> Cfr. KPMG, *Italian Private Equity and Venture Capital market: 2010 performances*, 2010.

Al tempo stesso anche i fondi pan-europei hanno registrato una crescita sostenuta, confermando una sostanziale attrattività del mercato italiano per gli investitori istituzionali.

In merito ai fattori discriminanti nella competizione tra gli operatori, si nota in particolare l'attenzione da parte degli imprenditori ad elementi di selezione quali il prezzo offerto dai soggetti investitori e la pregressa esperienza maturata attraverso partecipazioni in aziende operanti nello stesso settore. Altri fattori rilevanti risiedono nella reputazione dell'operatore, nella velocità e flessibilità di completamento dell'operazione e infine, nel network di relazioni<sup>22</sup>.

2.2. L'esame del quadro normativo relativo all'attività di investimento nel capitale di rischio non può prescindere da alcuni brevi richiami alla disciplina della gestione del risparmio ed, in particolare delle Società di gestione del risparmio e dei fondi di investimento ad esse collegati. Infatti, non essendo questa la sede per esaminare la regolamentazione riguardante la totalità degli operatori del settore, ci si limiterà ad alcuni cenni inerenti quelle tipologie di soggetti - le Sgr e i relativi fondi - che, come si è visto, detengono una posizione di particolare primazia nel mercato di riferimento.

Con riguardo alle Sgr, l'iniziale impostazione normativa (tra cui la l. n. 77/1983 recante l'iniziale impostazione della disciplina di gestione collettiva e la l. n. 344/1993 istitutiva dei fondi chiusi) si basava sulla specializzazione operativa delle stesse. L'evoluzione successiva ha dato luogo invece alla figura del gestore unico, regolata dal Testo unico della finanza (d.lgs. n. 58/1998) in quanto società per azioni con sede legale in Italia autorizzata al servizio di gestione collettiva del risparmio tout court. Quest'ultimo è definito dal TUF come promozione, istituzione e organizzazione di fondi comuni d'investimento e

---

<sup>22</sup> Cfr. *Italy Private Equity Confidence Survey*, Deloitte 2011.

amministrazione dei rapporti con i partecipanti<sup>23</sup>, attività queste che delimitano pertanto le funzioni stesse delle Sgr<sup>24</sup>.

Il consolidamento soggettivo delle Sgr, conseguente alla despecializzazione normativa, ha comportato quindi una diversificazione interna delle strategie di gestione strutturate sulla base delle differenti politiche di investimento dei relativi fondi.

Il quadro regolatorio delle società di gestione è strutturato sulla base - oltre che delle disposizioni del citato Testo unico - del Provvedimento della Banca d'Italia del 14 aprile 2005<sup>25</sup> che, relativamente al procedimento abilitativo per l'esercizio dell'attività di gestione, prevede a tal fine alcuni requisiti essenziali. In particolare, si richiede una dotazione minima di capitale sociale iniziale, nell'ottica prudenziale di misura selettiva dell'affidabilità dell'iniziativa; tale impostazione peraltro è stata successivamente ribadita anche in ambito comunitario<sup>26</sup>. E' richiesto inoltre ai partecipanti agli assetti proprietari ed ai soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo delle Sgr (art. 13 T.U.F.), rispettivamente il possesso dei requisiti di onorabilità ed onorabilità, professionalità e indipendenza; ciò a conferma dei presupposti di una sana e prudente gestione della governance societaria. Anche questa disposizione si riscontra nella disciplina comunitaria che prevede la comunicazione dell'identità degli azionisti che detengono una partecipazione qualificata e l'entità della stessa<sup>27</sup>.

---

<sup>23</sup> Cfr. art. 1 TUF.

<sup>24</sup> Per un'analisi della disciplina della gestione collettiva del risparmio v., tra gli altri, V. LEMMA, *La società di gestione del risparmio*, in F. CAPRIGLIONE (a cura di), *L'ordinamento finanziario italiano*, Cedam, 2010.

<sup>25</sup> C.d. Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio.

<sup>26</sup> L'art. 7, lett. a, della Direttiva 2009/65/CE prevede infatti una soglia minima di 125,000 euro.

<sup>27</sup> Cfr. art. 8 della citata direttiva CE.

Sul punto si inserisce, da ultimo, l'innovazione introdotta dal d.lgs. n.21/2010 in tema di onorabilità dei soci<sup>28</sup>, che ha previsto un approfondimento del controllo relativo ai soggetti che intendano assumere partecipazioni qualificate nelle Sgr, anche indirettamente; gli stessi infatti sono tenuti a dare comunicazione preventiva alla Banca d'Italia dell'intenzione di acquisire una partecipazione di controllo o da cui derivi la possibilità di influire sulle dinamiche gestionali della società anche in virtù dell'attribuzione di particolari diritti o accordi (ad esempio, la nomina dei componenti del vertice amministrativo e il diritto di voto su questioni strategiche).

La ratio di tali disposizioni in materia di assetti proprietari e governance risiede nella volontà del legislatore di garantire una corretta gestione del risparmio, funzione essenziale delle Sgr; a conferma di ciò si colloca anche l'obbligo, previsto per le stesse, di indicare, già in fase abilitativa, le scelte strategiche di governance che si intendono porre in essere, nell'ambito del programma iniziale dell'attività. In questo senso, particolare attenzione è dedicata alla funzione di gestione dei fondi comuni da parte delle Sgr, con riguardo alle possibilità di investimento e disinvestimento attuabili - per la cui definizione il vertice amministrativo può avvalersi del supporto di comitati tecnici interni - sia pure in linea con il regolamento dei fondi stessi.

All'organo di governo della Sgr si affiancano le funzioni di controllo aziendale; in particolare, la funzione di Internal Audit è deputata alla supervisione al processo di determinazione delle strategie, all'adeguatezza del sistema informativo ed alla verifica delle attività operative poste in essere; a questa si aggiungono ulteriori livelli di presidio aziendale, ovvero le funzioni di Risk Management per quanto attiene la gestione del rischio, e di Compliance, il cui obiettivo è la prevenzione e gestione del rischio regolamentare e di non con-

---

<sup>28</sup> Il d.lgs. citato ha novellato l'art. 15 del T.U.F.

formità alle norme di riferimento. Le funzioni citate solitamente operano anche in maniera integrata al fine di acquisire una visione complessiva della tematica di conformità, mitigando così rischi inerenti ai processi aziendali nel loro complesso.

Sul piano della vigilanza è inoltre previsto un intenso flusso informativo diretto alla Banca d'Italia da parte della Sgr. Al quadro sommariamente richiamato si aggiungono inoltre le linee guida definite dalle associazioni di categoria.

La società di gestione è legata agli investitori da un rapporto contrattuale che trova concretizzazione nel regolamento del fondo comune. È evidente che svolgendosi l'attività di gestione del fondo nell'interesse collettivo dei suoi partecipanti, quest'ultima si sviluppa sulla base di criteri standardizzati prestabiliti unilateralmente e sui quali il singolo investitore non ha la possibilità di intervenire<sup>29</sup>.

In questo senso, il regolamento del fondo - che ne definisce il funzionamento e regola il rapporto di partecipazione - è un documento predisposto dalla società e sottoposto all'approvazione della Banca d'Italia ai sensi dell'art. 39, comma 3 del T.U.F., salvo i casi di deroga previsti per fondi destinati ad investitori qualificati.

L'art. 32 del D.L. 31 maggio 2010, n. 78, convertito con modificazioni dalla legge 30 luglio 2010, n. 122 ha infatti apportato alcune modifiche al citato testo unico, stabilendo che si esclude il potere di disciplina ed approvazione della Banca d'Italia relativamente al contenuto minimo dei regolamenti di fondi che siano destinati ad investitori qualificati. Pertanto, il regolamento del Ministero dell'Economia e delle finanze, che definisce ai sensi dell'art. 37 dello stesso testo unico i criteri generali cui devono uniformarsi i fondi comuni di

---

<sup>29</sup> Per un'analisi approfondita della disciplina dei fondi comuni di investimento si veda, tra gli altri, F. ANNUNZIATA, *Fondi comuni di investimento e forme di gestione collettiva del risparmio*, in F. CAPRIGLIONE, *L'ordinamento finanziario italiano*, Cedam, 2010.



investimento, stabilisce i casi in cui è possibile derogare alle norme prudenziali di contenimento e frazionamento del rischio stabilite dalla Banca d'Italia, considerate la qualità e l'esperienza professionale degli investitori; per tali fattispecie quindi non si applicano le previsioni del T.U.F.<sup>30</sup> relative alla approvazione e determinazione da parte della Banca d'Italia dei criteri generali di redazione del regolamento del fondo e del suo contenuto minimo, a integrazione di quanto già indicato dallo stesso testo unico.

Il contenuto minimo del regolamento del fondo viene definito dalla normativa primaria, che prevede l'indicazione obbligatoria all'interno dello stesso di quanto segue<sup>31</sup>:

- a) denominazione e durata del fondo;
- b) modalità di partecipazione, termini e modalità dell'emissione ed estinzione dei certificati, della sottoscrizione e del rimborso delle quote;
- c) organi competenti per la scelta degli investimenti;
- d) tipo di beni, di strumenti finanziari e di altri valori in cui è possibile investire il patrimonio del fondo;
- e) criteri di determinazione dei proventi e dei risultati della gestione ed eventuali modalità di ripartizione dei medesimi;
- f) le spese a carico del fondo e quelle a carico della società di gestione del risparmio;
- g) la misura o i criteri di determinazione delle provvigioni spettanti alla società di gestione del risparmio e degli oneri a carico dei partecipanti;
- h) le modalità di pubblicità del valore delle quote di partecipazione.

La partecipazione al fondo comune da parte dell'investitore è espressa in quote di partecipazione rappresentate da certificati nominativi o al portatore; ai

---

<sup>30</sup> Cfr. Artt. 36, comma 3 e 39 comma 3 del T.U.F.

<sup>31</sup> Cfr. art. 39, comma 2, T.U.F.

sensi dell'art. 36 comma 8 del T.U.F., le caratteristiche dei certificati ed il valore nominale unitario iniziale delle quote possono essere stabiliti in via generale dalla Banca d'Italia, sentita la Consob.

Nella natura della partecipazione al fondo si individua una delle sue caratteristiche fondamentali dal punto di vista delle scelte dell'investitore, ovvero la negoziabilità delle quote. Le quote di partecipazione al fondo, infatti, in quanto considerate strumenti finanziari (art. 1, comma 2, lett. c del T.U.F.) ed essendo per loro stessa natura titoli di credito, sono destinate alla circolazione sul mercato dei capitali. Quest'ultimo elemento rappresenta un fattore di fondamentale rilevanza nella scelta di investimento in un fondo chiuso, considerata la caratteristica del diritto al rimborso delle quote ai partecipanti solamente a determinate scadenze prestabilite.

La negoziabilità delle quote conferisce alle stesse un minore grado di immobilizzo dell'investimento rispetto a quello derivante dal legame con le scadenze predeterminate. Tuttavia, in ragione della particolare esigenza di tutela del risparmio cui questa previsione risponde, quest'ultima è dedicata ai soli fondi accessibili ad un pubblico indistinto di investitori prevedendo l'obbligo di quotazione dei certificati di fondi il cui ammontare minimo di sottoscrizione sia inferiore a venticinquemila euro.

Per quanto riguarda fondi quotati, la valorizzazione delle quote è soggetta a forme di pubblicità su base semestrale attraverso i principali quotidiani. Solitamente nei primi periodi il valore delle quote oscilla attorno al valore di sottoscrizione, essendo la valorizzazione degli investimenti effettuati legata alla realizzazione di plusvalenze al momento della dismissione delle partecipazioni. Pertanto occorre che sia trascorso il periodo di detenzione delle partecipazioni nel portafoglio del fondo al fine di pervenire ad una valutazione indicativa della performance.

I fondi chiusi, come già accennato, si distinguono dalla tipologia dei fondi aperti per la possibilità concessa all'investitore di richiedere il rimborso delle quote solo a scadenze determinate. Questo fattore influisce inevitabilmente sulle politiche di investimento che il fondo chiuso può mettere in atto, in considerazione dei profili di liquidabilità degli strumenti finanziari e dei beni oggetto degli investimenti.

In particolare, il patrimonio dei fondi mobiliari chiusi di Private equity e Venture capital è generalmente investito in strumenti finanziari emessi da imprese non quotate e con elevate potenzialità di sviluppo, assumendo partecipazioni di minoranza o di maggioranza, come si è visto, sulla base delle politiche di investimento nel capitale di rischio che ciascun operatore pone in essere in linea con la propria specializzazione.

Quando il percorso di crescita delle partecipazioni nelle aziende target si concretizza con successo, la Sgr che amministra il fondo, e che generalmente ne sottoscrive una limitata quota percentuale, può dismettere le proprie partecipazioni conseguendo dei capital gain. L'impatto di tale operazione si riflette, in termini di incremento, anche sul valore delle quote del fondo chiuso, che vengono infine riconosciute ai singoli sottoscrittori sulla base delle modalità predefinite. Sul piano dell'incentivazione operativa per la Sgr, si colloca inoltre la presenza della commissione di performance denominata carried interest che la stessa trattiene al momento della dismissione della partecipazione. Più specificamente, la Sgr percepisce come carried interest una quota percentuale del risultato eccedente il tasso soglia minimo stabilito, come specificato sulla base del prospetto informativo del fondo.

Come già accennato, le modalità concrete di dismissione delle partecipazioni acquisite nelle società target, vengono pattuite in maniera preventiva e

tipicamente possono realizzarsi tramite la quotazione sui mercati mobiliari o la vendita ad altre società, al management o ad altri azionisti della stessa azienda.

Infine anche sotto il profilo delle modalità di raccolta, i fondi chiusi operano nel rispetto di una o più tranches di provvista prestabilite.

2.3. Nel contesto normativo sopra brevemente delineato si inseriscono da ultimo alcuni elementi di novità. In particolare si fa riferimento alla recente riforma del regime fiscale dei fondi comuni di investimento, tra i quali rientrano, appunto, i fondi chiusi di Private equity.

Il 16 febbraio 2011 è stato approvato dal Senato il ddl di conversione del decreto legge 29 dicembre 2010, n. 225 (c.d. “decreto Milleproroghe”) che, tra l’altro, ha operato una sostanziale revisione della tassazione dei fondi comuni di investimento di diritto italiano, pervenendo ad un maggior grado di armonizzazione comunitaria della materia. L’intervento normativo ha abrogato, infatti, la tassazione dei redditi del fondo per maturazione e in capo allo stesso prevedendone l’applicazione in capo ai partecipanti al momento del disinvestimento.

Peraltro, il più elevato livello di integrazione europea, sul punto, ha prodotto anche il positivo effetto di predisporre le condizioni necessarie ad evitare distorsioni nell’applicazione del c.d. “passaporto europeo” - la cui introduzione è prevista dalla direttiva UCITS IV<sup>32</sup> - scongiurando così la possibilità che le società di gestione italiane siano incentivate a spostare la propria operatività all’estero. Avvalendosi del passaporto europeo, infatti, le società di gestione del risparmio potranno istituire e gestire fondi comuni di investimento armonizzati in altri Stati membri senza la necessità di costituirvi una società di gestione.

---

<sup>32</sup> Direttiva 2009/65/CE del 13 luglio 2009, il cui termine per il recepimento per gli Stati membri è stato stabilito entro il 1° luglio 2011.

Più precisamente, con riguardo al portato innovativo della riforma fiscale in parola, appare opportuno richiamare alcuni passaggi fondamentali:

- i fondi comuni italiani, a prescindere dall'oggetto dell'investimento (con la sola esclusione dei fondi immobiliari) non sono soggetti alle imposte sul reddito. Le ritenute operate sui redditi di capitale sono a titolo di imposta;

- la tassazione avviene esclusivamente in capo ai partecipanti, in linea con quanto previsto per i fondi comunitari armonizzati. In particolare, è prevista l'applicazione di una ritenuta del 12,5 per cento sui proventi derivanti dalla partecipazione ai fondi italiani, in quanto redditi di capitale. Le perdite di capitale derivanti dalle medesime partecipazioni, in quanto redditi diversi, possono essere utilizzate in compensazione con le plusvalenze su altri titoli nei quattro anni successivi;

- i risultati negativi di gestione accumulati dai fondi possono essere utilizzati, senza limitazioni temporali e di importo, in compensazione con altri risultati positivi di fondi gestiti dalla stessa Sgr.

Infine, la riforma, disciplinando il passaggio della tassazione "dal maturato al realizzato", ha risposto ad alcune fondamentali esigenze del settore; infatti, oltre alla già citata armonizzazione del sistema di tassazione dei fondi comuni italiani con quelli degli altri Paesi europei, la norma ha ridotto la disparità di trattamento fiscale preesistente tra i proventi derivanti dalla partecipazione a fondi mobiliari non armonizzati di diritto italiano e quelli relativi a fondi esteri non armonizzati che comportava in passato una penalizzazione a carico di questi ultimi, in contrasto con i principi di diritto comunitario in materia di libera circolazione dei capitali.

Nell'insieme quindi, il riordino del complesso normativo in materia tributaria può rappresentare un contributo anche alla migliore competitività dell'attività italiana di investimento nel capitale di rischio, ferma restando la ne-

cessità di ulteriori implementazioni dell'impianto regolamentare anche sotto questo specifico aspetto<sup>33</sup>.

Infatti, sulla base di quanto previsto dal decreto legge del 6 luglio 2011, n. 98 (Disposizioni urgenti per la stabilizzazione finanziaria), a partire dall'anno 2011, le società di gestione del risparmio saranno soggette ad un aumento dell'aliquota ordinaria dell'IRAP, dal 3,9 per cento al 4,65 per cento; tale disposizione potrebbe avere l'effetto per le stesse di disincentivarne la localizzazione in Italia.

Da ultimo, si inserisce nel quadro di riforma anche il decreto legge 138/2011 ("Manovra di ferragosto") che ha previsto l'applicazione, a partire da gennaio 2012, di un'unica aliquota di imposta per la tassazione dei redditi di natura finanziaria<sup>34</sup>, in ragione di una maggiore omogeneità di trattamento dei risparmiatori.

Tra gli altri aspetti trattati dal decreto citato, appare di interesse per il settore dell'investimento nel capitale di rischio, il tentativo di introdurre un meccanismo di incentivazione del risparmio di lungo periodo delle famiglie. La misura in parola avrebbe infatti un notevole impatto positivo sulle strategie di investimento degli operatori del settore; tuttavia, il legislatore, non avendo specificato quali siano le forme del risparmio a lungo termine e quali i requisiti necessari per beneficiare dell'agevolazione, ha in parte compromesso l'efficacia e l'applicabilità concreta della norma.

Al fine di favorire lo sviluppo del mercato del Private equity italiano, numerose sono le proposte che le associazioni di categoria hanno messo a punto nell'ultimo periodo con l'obiettivo di rimuovere le criticità che ostacolano, nell'attuale dinamica di mercato, un ulteriore consolidamento del settore. Oltre

---

<sup>33</sup> Cfr. sul punto, *Indagine conoscitiva sulla riforma fiscale*, Audizione del Presidente di Assogestioni, D. Siniscalco, Roma, 13 ottobre 2011.

<sup>34</sup> L'attuale impostazione prevede tre possibili aliquote pari a 12,5%, 20% e 27%.

alle azioni suggerite appena richiamate, infatti, ulteriori proposte, di cui si accennerà nel paragrafo successivo, derivano dall'esame dei limiti specifici dei differenti comparti in cui l'investimento in capitale di rischio trova concreta applicazione.

2.4. Alla luce del quadro descritto ed in risposta alle esigenze poste dai limiti strutturali e normativi del settore del Private equity, le associazioni di categoria hanno formulato diverse proposte di interventi specifici volti a favorire lo sviluppo del settore in Italia<sup>35</sup>.

In questo senso si inserisce l'invito ad una concreta introduzione di un meccanismo fiscale di incentivazione all'investimento a lungo termine<sup>36</sup>, muovendo dalle esternalità positive potenzialmente derivanti da una misura in questo senso e già riscontrabili in altri ordinamenti che si sono orientati in tale direzione (ad esempio la Francia, attraverso il Plan d'épargne en Actions ed il Regno Unito, con l'Individual savings Accounts).

Ancora in chiave di impiego del potenziale della leva fiscale quale impulso alla crescita del sistema economico e industriale si colloca l'opportunità di incentivazione degli investitori alla sottoscrizione di fondi di Venture capital focalizzati sull'attività di investimento in imprese ad elevato contenuto tecnologico.

L'agevolazione, diretta a persone fisiche e giuridiche, potrebbe essere rappresentata in tal caso dalla deducibilità dal reddito degli importi investiti nell'acquisto di quote di fondi dedicati al target high tech. A tal fine andrebbero

---

<sup>35</sup> Le proposte di intervento di seguito brevemente descritte nel presente paragrafo derivano dall'analisi del contesto normativo di riferimento svolta da AIFI al fine di favorire lo sviluppo del settore. Per approfondimenti sul tema, V. AIFI, *Proposte per lo sviluppo del Venture Capital in Italia*, Libro Bianco 2011.

<sup>36</sup> Così D. Siniscalco in occasione della citata audizione.

pertanto definiti i parametri di individuazione del target stesso e dei fondi per far sì che l'attività di questi possa considerarsi come dedicata al comparto tecnologico innovativo.

In questa direzione si muove anche l'opportunità di sostenere le acquisizioni strategiche industriali al fine di trattenere le nuove tecnologie nel tessuto imprenditoriale nazionale, attraverso l'istituzione di un fondo di garanzia che operi a copertura dei debiti contratti dalle imprese interessate ad acquisizioni di quote di start up innovative, già partecipate da fondi di Venture capital. Ciò consentirebbe, da un lato, alle imprese che intendono avviare processi di innovazione, tramite l'acquisizione di start up ad alto contenuto tecnologico, una significativa agevolazione in termini di credito bancario, e dall'altro, offrirebbe ai fondi di Venture capital maggiori opportunità di rivendita delle partecipazioni detenute nelle aziende in portafoglio (fase di exit). Come si è visto nei paragrafi che precedono, la forma più comune di realizzo dell'investimento, infatti, è rappresentata dall'acquisizione strategica dell'azienda da parte di gruppi industriali operanti in settori affini (trade sale), spesso attraverso il ricorso alla leva del debito. Il supporto fornito in questo senso, avrebbe inoltre l'effetto positivo di evitare una dispersione all'estero delle nuove eccellenze tecnologiche del Paese.

Infine, oltre alle numerose proposte aventi ad oggetto meccanismi virtuosi di partnership pubblico-privata, assumono un ruolo significativo nello sviluppo del mercato italiano del Private equity, le Fondazioni bancarie. Infatti, la fisionomia istituzionale di queste ultime ne implica un maggiore coinvolgimento con gli operatori di Venture capital per investimenti di lungo periodo, in grado di generare effetti diffusi sul territorio. A tal fine, l'oggetto della proposta dell'AIFI in questo caso è rappresentato dalla messa a punto di una normativa fiscale che incentivi gli investimenti delle Fondazioni, quale strumento essenziale anche per



garantire la continuità del ruolo di tali enti come investitori istituzionali nel settore del Venture capital.

Dall'esperienza internazionale emergono infine spunti in merito alla possibilità di introdurre anche nel nostro ordinamento l'azione di impegno politico e moral suasion diretta al comparto assicurativo già intrapresa dal Ministero dell'Economia francese, superando anche il vaglio della Commissione Europea in tema di aiuti di Stato. L'iniziativa, concretata attraverso un protocollo di intesa, ha favorito notevolmente la raccolta di risorse da parte di investitori istituzionali nazionali da destinare a fondi di Venture capital e ciò attraverso un accordo di ampliamento della quota di attivo gestito che le compagnie di assicurazione avrebbero potuto dedicare all'investimento in capitale di rischio, ulteriormente agevolato da misure di agevolazione fiscale.

A giudizio dell'AIFI<sup>37</sup>, pertanto, potrebbero mutuarsi dall'intervento descritto gli obiettivi e la struttura, introducendo anche in Italia un'azione di moral suasion volta a rafforzare la raccolta di capitali a favore del Venture capital ed estendibile anche al settore bancario, fermi restando i necessari adattamenti del procedimento al contesto interno di mercato.

Pertanto, tra le considerazioni che emergono, alla luce di quanto detto, assume un particolare rilievo in chiave di policy la presenza di significative opportunità per la crescita industriale ed economica di un Paese derivanti dall'attività di investimento in capitale di rischio. Ciò trova conferme anche nella realtà italiana, il cui tessuto imprenditoriale ha manifestato nelle esperienze recenti il positivo impatto che il Private equity apporta in termini di innovazione e sviluppo aziendale.

Alla luce delle notevoli potenzialità dello strumento in parola emerge peraltro la necessità di alcuni interventi normativi volti a sostenere ed incentivare

---

<sup>37</sup> Cfr. AIFI, *Proposte per lo sviluppo del Venture Capital in Italia*, Libro Bianco 2011.

investimenti in tal senso. Da qui lo sviluppo da parte delle associazioni di categoria delle proposte - sopra brevemente richiamate - dirette ai decisori politici ed istituzionali con la finalità di promuovere nuovi meccanismi e strumenti di potenziamento dell'attività di investimento in capitale di rischio.

In questo contesto si inserisce anche l'opportunità di un maggiore coinvolgimento dell'operatore pubblico in tale direzione; in particolare, i modelli di partnership pubblico-privata assumono un ruolo di fondamentale importanza nello sviluppo di un quadro complessivo di misure a sostegno dell'attività di investimento in capitale di rischio. In questo senso infatti sono state avviate negli anni recenti iniziative di notevole interesse, sebbene il caso italiano mostri ancora un gap rispetto ai competitors europei in termini di interventi istituzionali. Da qui la necessità di politiche pubbliche che incentivino ulteriori forme di cooperazione in tale direzione.

In questo senso, tra gli obiettivi fondamentali si colloca un migliore utilizzo ed un maggiore coordinamento, anche sul piano regionale e locale, degli strumenti messi a punto a livello comunitario al fine di stimolare lo sviluppo e l'innovazione.

*Mavie Cardi*

*Dottore di Ricerca in Diritto degli Affari*

*LUISS Guido Carli*